

| Paweł Storz

Działania dostosowawcze w ramach polityki monetarnej oddziałujące na polską gospodarkę narodową w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego w 2020 roku

Streszczenie

Cel: Celem artykułu jest omówienie zastosowanych narzędzi polityki pieniężnej w ramach polityki gospodarczej w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego w 2020 r.

Metodyka badań: W pracy zastosowano krytyczną analizę literatury oraz analizę danych liczbowych.

Wyniki badań: Uzyskane wyniki badań wskazują na potrzebę poszukiwania nowych rozwiązań w ramach polityki monetarnej, innych niż instrumenty zaimplementowane w czasie kryzysu finansowego z 2008 r. ze względu na nowy rodzaj kryzysu gospodarczego.

Wnioski: Zaprezentowane w niniejszej pracy wnioski ukazują szeroki zakres narzędzi polityki monetarnej utrwalony w teorii ekonomii, którego praktyczna implementacja uzależniona jest od poglądów i wiedzy ekonomicznej władz państwowych, z pominięciem

| Paweł Storz, doktorant, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7153-3168>.

| Artykuł udostępniany na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND 4.0); <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

problematyki i zagadnień dotyczących wpływu politycznego cyklu koniunkturalnego na rozwój gospodarki narodowej.

Wkład w rozwój dyscypliny: Próba oceny działań władz państwowych oddziałujących na polską gospodarkę w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego w 2020 r.

Słowa kluczowe: polityka gospodarcza, polityka ekonomiczna, kryzys gospodarczy, polityka monetarna, polityka fiskalna, bank centralny.

Klasyfikacja JEL: E41, E42, E43, E44, E50, E51, E52, E58, E59, E63.

1. Wprowadzenie

Zakres działań dostosowawczych powziętych przez Narodowy Bank Polski w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego¹ w 2020 r. należy rozpatrywać dwutorowo. W dużym uogólnieniu można stwierdzić, że Rada Polityki Pieniężnej NBP zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych. Stopa referencyjna została obniżona do poziomu 0,10 pkt w skali roku, natomiast stopę rezerwy obowiązkowej obniżono z 3,5% do 0,5%. Stopa lombardowa wyniosła 0,50% w skali roku, a stopa depozytowa 0,00% w skali rocznej. Z kolei stopę redyskontową weksli ustalono na poziomie 0,11% w skali rocznej, a stopę dyskonta na poziomie 0,12% w skali rocznej (*Podstawowe stopy...* 2020). Ponadto dokonano implementacji rozwiązań w ramach luzowania ilościowego (QE), analogicznie do działań podjętych w innych gospodarkach na świecie (Kiley 2018, s. 57)². Celem artykułu jest próba oceny zakresu działań dostosowawczych prowadzonych przez polski bank centralny po wystąpieniu negatywnych zjawisk na skutek pandemii w 2020 r. W artykule przedstawiono również konstruktywną krytykę środowiska naukowego dotyczącą rozwiązań przyjętych przez NBP.

2. Problemy inflacyjne w pierwszym kwartale 2020 roku

Przed dokonaniem analizy działań NBP zasadne wydaje się kompleksowe omówienie ówczesnych uwarunkowań makroekonomicznych w polskiej gospodarce. Jest to o tyle istotne, że przed pojawieniem się negatywnych zjawisk ekonomicznych na skutek pandemii koronawirusa polska gospodarka doświad-

¹ Za początkowy etap nowego kryzysu gospodarczego należy przyjąć pierwszy, 6-miesięczny okres od momentu pojawienia się pandemii koronawirusa.

² Chodzi tutaj o pojawiające się w środowisku naukowym głosy krytyki wobec NBP, który zdecydował się na kopiowanie rozwiązań innych banków centralnych, tj. FED i EBC, w warunkach niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych (inflacja).

czyła problemów inflacyjnych³ na poziomie 4,7% w pierwszym kwartale 2020 r.⁴ (*Wskaźnik cen...* 2020). Tym samym w środowisku naukowym ożywiła się dyskusja na temat wykorzystania instrumentarium w polityce monetarnej w zakresie ingerencji w gospodarkę (*Alert gospodarczy...* 2020).

Pierwsza fala krytyki dotyczyła *de facto* komunikowania ze strony NBP ewentualnego ruchu w zakresie obniżania stóp procentowych⁵. Zwrócono uwagę, że NBP powinien ograniczyć się jedynie do sygnalizowania rynkowi realizacji mandatu banku centralnego w postaci kontrolowania inflacji. Inflacja oraz początkowy okres występowania negatywnych zjawisk ekonomicznych na skutek pandemii spotęgowały obawy polskiego rynku na temat spowolnienia wzrostu gospodarczego, a nawet ewentualnej recesji. Konkluzja płynąca z krytyki ówczesnych działań NBP dotyczyła potrzeby zastosowania odmiennego instrumentarium w ramach polityki monetarnej niż w czasie światowego kryzysu finansowego z 2008 r. (*Rzecz o biznesie...* 2020).

W tym kontekście należy zwrócić uwagę na kilka prawidłowości ekonomicznych dotyczących *stricte* inflacji. W odniesieniu do oddziaływania banku centralnego na gospodarkę za pomocą stóp procentowych po stronie monetarnej istnieją trzy rozwiązania: obniżenie stóp procentowych, ich podwyższenie oraz brak ingerencji w regulowanie stóp procentowych. Brak działań stanowi optymalne rozwiązanie samo w sobie (Bindseil 2014, s. 114). Ponadto racjonalna może być decyzja Rady Polityki Pieniężnej o charakterze wyprzedzającym, polegająca na podejmowaniu ingerencji w politykę monetarną w sytuacji wystąpienia obaw dotyczących ewentualnego hamowania tempa wzrostu gospodarczego, a nie wówczas gdy negatywne zjawisko ekonomiczne już występuje (Mishkin 2007, s. 54–56).

Zgodnie z ustaleniami na gruncie teoretycznym, im wolniejszy jest wzrost gospodarczy, tym wolniej rosną płace. W konsekwencji mniejszy popyt oznacza mniejszą presję na poziom cen. Ponadto jeśli wzrost inflacji nie jest wywołany nadmiernym popytem, a jego przyczyną jest długotrwała i dotkliwa susza,

³ Do wzrostu inflacji w ostatnich latach w największym stopniu przyczyniły się: 1) wzrost cen żywności (skutek niekorzystnych warunków atmosferycznych), 2) wzrost cen energii elektrycznej, wzrost cen z tytułu wywozu odpadów komunalnych, 3) wzrost globalnego popytu na mięso ze względu na pojawienie się epidemii ASF na rynku chińskim (*Opis dyskusji...* 2020).

⁴ Stan na luty 2020 r. (*Wskaźnik cen...* 2020).

⁵ Warto zauważyć, że ówczesne oczekiwania rynkowe dotyczące obniżenia stóp procentowych na poziomie 100 pb. zostały uznane przez NBP za nierealistyczne, ewentualne zmiany oznaczałyby destabilizację rynku finansowego w Polsce. Ponadto pojawiły się głosy, że w polskich warunkach makroekonomicznych obniżka stóp procentowych o 25 pb. w pierwszym kwartale 2020 r. nie wpłynęła w jakikolwiek sposób na gospodarkę. Przedstawiono również argumenty za tym, że ewentualne uprzedzanie przez NBP o zamiarach obniżania stóp procentowych może kreować oczekiwania rynkowe, ponieważ może być odbierane jako sygnał, że NBP najprawdopodobniej spodziewa się spowolnienia wzrostu gospodarczego.

bank centralny może ignorować wzrost inflacji (Ding, Hayes i Widhalm 2010, s. 46–47). W odniesieniu do granic dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego poziom 3,5% (górną granicą dopuszczalnych odchyłeń) nie powinien być interpretowany jako granica, po której przekroczeniu następuje automatyczny wzrost stóp procentowych. Jest to o tyle istotne, że słowo „dopuszczalny” może być niejednokrotnie mylące. Wyznaczenie omawianej granicy nie jest warunkiem koniecznym prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej (Grostal i in. 2015, s. 42–43).

W polskim środowisku naukowym panuje zgoda co do tego, że przekroczenie pasma odchyłeń powinno być interpretowane jako sygnał ostrzegawczy (Grostal i in. 2015). Jest to kluczowa interpretacja, ponieważ zgodnie z prognozą polskiego banku centralnego na 2021 r. prognozowano pierwotnie kształtowanie się inflacji na poziomie 1,6%, a więc znacznie poniżej celu inflacyjnego. Z przedstawionej przez NBP argumentacji można było wnioskować, że w pierwszym kwartale 2020 r. była przestrzeń do znaczącej obniżki stóp procentowych w Polsce (*Polityka pieniężna... 2020*).

Na krótko przed wystąpieniem gospodarczych skutków pandemii w polskiej gospodarce NBP wstępnie uznał, że nie ma potrzeby obniżania stóp procentowych, ponieważ ryzyko kształtowania się tempa wzrostu PKB w Polsce poniżej centralnej ścieżki projekcji wynikało głównie z możliwego ponownego osłabienia koniunktury w gospodarce światowej. Następnie, po pojawieniu się pandemii koronawirusa, władze polskiego banku centralnego zasygnalizowały, że obniżenie tempa wzrostu gospodarczego wraz z obniżeniem inflacji w przyszłości stanowi przesłankę przemawiającą za obniżeniem stóp procentowych (*Działalność Narodowego Banku... 2020*).

Mogłoby się wydawać, że w chwili występowania niekorzystnych warunków gospodarczych w początkowym etapie kryzysu gospodarczego w 2020 r. pożądanym kierunkiem działania NBP jest przeciwdziałanie pogorszeniu nastrojów uczestników życia gospodarczego. Tym samym należało zwrócić uwagę na inne źródła potencjalnych problemów gospodarki. Biorąc pod uwagę fakt, że zarówno pandemia, widmo recesji gospodarczej w Polsce i na świecie, jak również nieprzewidywalne skutki gospodarcze pandemii ukazały rynkową niepewność, działania NBP w postaci obniżenia stóp procentowych nie spowodowały uspokojenia nastrojów wśród uczestników życia gospodarczego (*Główny Rynek... 2020*).

Warto zwrócić uwagę na argumentację polskiego banku centralnego odnoszącą się do podejmowanych działań dostosowawczych. Niezwykle istotne było stanowisko NBP dotyczące obniżenia stóp procentowych, co w zamierzeniu miało przyczynić się do obniżenia oprocentowania lokat, zmniejszenia kosztu kredytu (powinno ono znaleźć odzwierciedlenie w bilansach banków komercyjnych i klientów płacących odsetki kredytowe) oraz obniżenia kursu złotego. Eksperti z dziedziny polityki gospodarczej w odpowiedzi na stanowisko NBP przedsta-

wili swoje kontrargumenty. Zwrócili uwagę, że obniżenie stóp procentowych nie wpłynie w znaczącym stopniu na działalność podmiotów ekonomicznych dotkniętych pandemią (*Alert gospodarczy...* 2020). Przedstawiciele środowiska bankowego argumentowali, że kredyty bankowe znajdują się na trzecim miejscu priorytetowych zobowiązań podmiotów gospodarczych. Na pierwszym miejscu są wynagrodzenia, na drugim zaś rozliczenia i regulowanie zobowiązań podatkowych. W związku z tym potencjalny spadek przychodów podmiotów ekonomicznych o 90% nie spowoduje regulowania zobowiązań kredytowych przedsiębiorstw na czas. W środowisku naukowym nie kwestionowano samej obniżki stóp procentowych NBP, ale stwierdzono, że proponowana obniżka stóp procentowych powinna nastąpić w późniejszym okresie i stać się jednym z elementów szerszego pakietu monetarnego (*Coraz mniejsza przestrzeń...* 2020).

Dodatkowym argumentem było również stwierdzenie ekonomistów, że obniżka stóp procentowych, przez kanał majątkowy i substytucji międzyokresowej, wspierała konsumpcję prywatną. Należy jednak podkreślić, że w czasie pandemii działanie to nie przełożyło się na wzrost konsumpcji z powodu restrykcji dotyczących przemieszczania się ludności, a poziom niepewności sięgał zenitu. Podmioty ekonomiczne również nie zwiększyły wydatków inwestycyjnych, ponieważ w czasie pandemii koncentrowały swoje działania na utrzymaniu płynności i ciągłości działania (*Coraz mniejsza przestrzeń...* 2020).

W odniesieniu do działań dostosowawczych banku centralnego w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego mniej stabilna sytuacja rynkowa oraz potencjalnie wyższa skala ryzyka rozwoju gospodarczego skutkowałą wyprzedzającą i zabezpieczającą decyzją NBP w postaci obniżania stóp procentowych. Istotne jest więc zwrócenie uwagi, że gdyby skala stresu rynkowego wzrosła w gospodarce do tego stopnia, że doszłoby do ograniczenia dostępności finansowania w walutach obcych dla krajowych banków komercyjnych w postaci FX SWAP⁶, wówczas bankowi centralnemu pozostaje możliwość zawarcia transakcji FX SWAP przez banki komercyjne z bankiem centralnym (Goldberg, Kennedy i Miu 2010, s. 45). Głównym celem działalności Narodowego Banku Polskiego jest utrzymywanie stabilnego poziomu cen, kolejnym zaś jednocześnie wspieranie polityki gospodarczej władz rządowych (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. ...).

Kontynuując rozważania o obniżeniu stóp procentowych w Polsce, warto przedstawić kolejne krytyczne argumenty odnoszące się do omawianego rozwiązania, które pojawiły się w środowisku naukowym. Po pierwsze, w Polsce już przed obniżeniem stóp procentowych w pierwszym kwartale 2020 r. rentowność

⁶ FX SWAP (*foreign exchange swap* lub *forex swap*) – w dziedzinie finansów mianem swapu walutowego określa się jednoczesne zakup i sprzedaż jednostek monetarnych dwóch różnych walut w różnych okresach czasu. Szerzej na ten temat zob. (Papadia i Valimaki 2018).

lokata była ujemna (*Dane gospodarcze...* 2020). Po drugie, w polskiej gospodarce pojawił się wyraźny trend wzrostowy skupu obligacji samorządowych (*Obligacje komunalne...* 2020). Sama projekcja NBP dotycząca kształtowania się inflacji w gospodarce również została negatywnie zaopiniowana. Zdaniem ekonomistów⁷ opieranie projekcji na argumentacji władz NBP w postaci założenia o pojawieniu się nowego szoku w formie pandemii, co w zamierzeniu spowoduje obniżenie dynamiki PKB i w konsekwencji obniżenie inflacji, jest wątpliwe. Prezentowany argument NBP został określony jako mechaniczne założenie (*Informacja po posiedzeniu...* 2020). Należy zwrócić uwagę, że na polskim rynku prognozowano dalszy wzrost cen podstawowych dóbr konsumpcyjnych. Co więcej, trzeba stwierdzić, że nowy kryzys gospodarczy w połączeniu ze skutkami pandemii koronawirusa już w początkowym etapie negatywnie oddziaływał na stronę podażową⁸ przez zrywanie powiązań kooperacyjnych. Zjawisko to było powszechne w wielu sektorach gospodarki (*COVID-19...* 2020). Bezpośrednim skutkiem była utrata zdolności do regulowania zobowiązań podmiotów ekonomicznych. W związku z tym obniżanie stóp procentowych spowodowało uruchomienie dodatkowych strumieni pieniężnych, przez co wzrósł popyt w gospodarce. Jednocześnie nie towarzyszyły temu zmiany w produkcji. Efektem będzie zatem w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej postępujący wzrost cen, w tym dalszy wzrost inflacji (*Dane gospodarcze...* 2020). Kolejny kontrargument środowiska naukowego stanowiło stwierdzenie, że obniżka stóp procentowych w ówczesnie panujących warunkach makroekonomicznych w polskiej gospodarce ograniczy przestrzeń do wspierania gospodarki i podmiotów ekonomicznych przez sektor finansowy. Zwrócono uwagę na irracjonalność podejścia NBP, ponieważ efektem obniżenia stóp procentowych będzie pogorszenie się bilansów banków komercyjnych przez bezpośrednie pogorszenie ich wyników finansowych, a to spowoduje również obniżenie wskaźników kapitałowych. Jest to o tyle istotne, że wskaźniki kapitałowe warunkują możliwości kreowania akcji kredytowej. Jednocześnie wyrażono obawę dotyczącą potencjalnego rosnącego ryzyka oprocentowania kredytów, które niekoniecznie mogłyby ulec obniżeniu. Obniżenie stóp procentowych miałyby ekonomiczny sens, jeśli stałyby się częścią dużego pakietu pomocowego i jeśli towarzyszyłyby mu jednoczesne obniżenie wymogów makroostrożnościowych dla sektora finansowego w celu uwolnienia środków na wsparcie kondycji gospodarczej podmiotów ekonomicznych w polskiej gospodarce. Zasadnym argumentem jest również teza ekspertów sektora bankowego, którzy zwracali uwagę, że przez

⁷ Chodzi tutaj o głos krytyczny prof. J. Hausnera. Szerzej na ten temat zob. (*Na walkę z kryzysem...* 2020).

⁸ Ekonomiczne skutki pandemii koronawirusa negatywnie oddziaływały jednocześnie na popyt (ograniczenie mobilności ludności w skali światowej) i podaź (braki w dostawach). Jak dotąd w polskiej gospodarce nie spotkano się z analogicznym rodzajem kryzysu gospodarczego.

obniżenie stóp procentowych akcja kredytowa nie wzrośnie z uwagi na ryzyko, które generowała pandemia koronawirusa w gospodarce. Jednocześnie stwierdzono, że jedynym skutkiem będzie obniżka marż dla banków komercyjnych w udzielanych kredytach (*Obniżka stóp procentowych...* 2020).

Kolejnym argumentem NBP było stwierdzenie, że spadek popytu na usługi i towary nieżywnościowe wraz z silnym obniżeniem się cen surowców na rynkach światowych sprawił, że inflacja w przyszłości się obniży. Tym samym poziom inflacji będzie się kształtował poniżej dotychczasowych oczekiwań. W konsekwencji NBP przyjął tę argumentację jako podstawę do pozytywnej rekomendacji obniżenia stóp procentowych członkom RPP (*Informacja po posiedzeniu...* 2020). Omawiana rekomendacja uwzględniała utworzenie dodatkowego bufora płynności dla banków komercyjnych oraz obniżenie ich kosztów z tytułu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Bank centralny stwierdził, że celem wszystkich proponowanych rozwiązań w zakresie polityki monetarnej jest wsparcie właściwych reakcji po stronie polityki fiskalnej. Podsumowując, zaprezentowane argumenty w opinii NBP tłumaczyły słuszność podjętych działań, które miały przyczynić się do zmniejszenia obciążeń przedsiębiorstw, co miało ograniczyć ich straty finansowe i zmniejszyć ryzyko upadłości kolejnych podmiotów gospodarczych (*Podstawowe stopy...* 2020).

Warto w tym miejscu zaprezentować opinie członków RPP, które przemawiały za stabilizacją stóp procentowych jako jedynym działaniem w zakresie polityki monetarnej. Jednocześnie stwierdzono, że największe znaczenie ekonomicznie będą miały zastosowane instrumenty fiskalne i stymulacja sektora przedsiębiorstw. Inny argument odnosił się do stosowania działań niestandardowych w postaci „zastrzyku płynności” dla podmiotów ekonomicznych we współpracy z bankami komercyjnymi i stroną rządową. Zwrócono również uwagę na rozwiązanie doraźne, tj. tzw. wakacje kredytowe, i stwierdzono, że w związku z wdrożeniem tego działania obniżka stóp procentowych nie będzie miała wymiernego wpływu na ograniczenie kosztów obsługi kredytów, a doprowadzi jedynie do zmniejszenia oprocentowania depozytów złotych, w pierwszej kolejności bieżących podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, a później także terminowych – po ich odnowieniu. Bardzo interesujący był także argument mówiący o konieczności uruchomienia przez stronę rządową pakietu luzowania fiskalnego, zanim RPP podejmą ewentualną decyzję o obniżeniu stóp procentowych (*NBP łagodzi skutki...* 2020).

3. Szersze działania dostosowawcze w ramach obniżenia rezerwy obowiązkowej i luzowania ilościowego

Jeśli chodzi o obniżenie przez NBP stopy rezerwy obowiązkowej, należy zaznaczyć, że rozwiązanie to stanowiło część szerszego oddziaływania w ramach planu wdrożenia tzw. luzowania ilościowego w polskiej gospodarce. NBP zobowiązał się do skupowania rządowych obligacji skarbowych⁹. Dzięki obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej w gospodarce zwiększono podaż pieniądza o ok. 40 mld zł. Działanie to potencjalnie zwiększało szansę na przeznaczenie środków finansowych na wykup rządowych obligacji przez banki komercyjne. Pozostałe potrzeby gotówkowe władz rządowych, na poziomie 60–90 mld zł, NBP zaspokoił przez zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce (*NBP wytoczył ciężkie działa...* 2020).

W odniesieniu do luzowania ilościowego trzeba zaznaczyć, że występowanie nadpłynności sektora bankowego nie stanowiło pierwotnej przesłanki, by zastosować omawiane rozwiązanie. Bank centralny powziął decyzję o uruchomieniu strukturalnych operacji otwartego rynku w ramach skupowania obligacji rządowych na rynku wtórnym¹⁰. Analizowane działanie dostosowawcze miało na celu stabilizację rynku obligacji rządowych i zapobieganie jego załamaniu pod wpływem znaczącego wzrostu podaży pieniądza w gospodarce. Warto zauważyć, że w przypadku banków komercyjnych potencjał zakupowy obligacji skarbowych wykazywał proporcjonalną zależność od czynnika bilansowego każdego z banków. W okresie spowolnienia gospodarczego akcja kredytowa maleje szybciej niż depozyty bankowe, a to oznacza, że potencjał banków do skupu rządowych obligacji się zwiększa (*NBP łagodzi skutki...* 2020). Należy jednak pamiętać, że w praktyce gospodarczej załamanie aktywności podmiotów ekonomicznych będzie duże, a obniżenie płac drastyczne, stąd wnioski, że strona rządowa miałaby duże problemy w zakresie finansowania swoich potrzeb gotówkowych bez skoordynowanego działania z NBP (Carlberg 2010, s. 96).

Niemniej NBP zdecydował się również na uruchomienie kredytu wekslowego¹¹, który przez refinansowanie kredytów udzielonych przez banki podmiotom ekonomicznym sektora niefinansowego pozwolił bankom komercyjnym w ramach swoich portfeli kredytowych na „zlewarowanie się” w banku centralnym. Efektem tego działania było pojawienie się kolejnej możliwości kupna obligacji Skarbu Państwa. Głównym argumentem za zastosowaniem tego narzędzia przez NBP

⁹ W związku z ogłoszeniem planu antykrzysowego dla polskiej gospodarki szacunkowo potrzeby pożyczkowe państwa wyniosły 130 mld zł.

¹⁰ W opinii banku centralnego działanie to nie jest luzowaniem ilościowym.

¹¹ Omawiane działanie dostosowawcze porównywane jest do rozwiązania wprowadzonego przez Europejski Bank Centralny w ramach uruchomienia programu TLTRO w strefie euro.

było przeciwdziałanie osłabieniu się rynku długu. Tym samym NBP wykazał, w pewnym stopniu, brak bierności w ingerowaniu w gospodarkę. Warto również zauważyć, że w początkowym etapie kryzysu gospodarczego bank centralny nie został zobligowany do natychmiastowego wdrożenia omawianego rozwiązania ze względu na zakres czasu, jaki banki komercyjne potrzebowały do zutilizowania swoich nadwyżek płynnościowych na skutek obniżonej stopy rezerwy obowiązkowej (*Informacja po posiedzeniu...* 2020).

Teoretycznie implementacja luzowania ilościowego w gospodarce dokonuje się na skutek wzrostu kreacji pieniądza, co w praktyce znajdzie swoje odzwierciedlenie w zwiększeniu bilansu polskiego banku centralnego. Część ekspertów z dziedziny polityki gospodarczej zwróciło uwagę, że w warunkach wystąpienia szoku gospodarczego omawiane działanie nie będzie czynnikiem wpływającym na inflację w kolejnych kwartałach. Co więcej, dotychczasowe doświadczenia innych krajów wskazują, że na skutek wdrożenia analogicznych rozwiązań w przeszłości inflacja nie wzrosła. Należy jednak zaznaczyć, że w niektórych gospodarkach stosowanie luzowania ilościowego skutkowało większymi problemami strukturalnymi w odniesieniu do wzrostu gospodarczego (Wessel 2014, s. 54). Trzeba również pamiętać, że implementacja działania skupu obligacji rządowych przez banki komercyjne i bank centralny w Polsce spowoduje w przyszłości potrzebę ponownego ich wykupu. W analizowanej sytuacji warto kolejny zwrócić uwagę na doświadczenia innych krajów, z których wynika, że podmiotem do kolejnego wykupu obligacji rządowych był bank centralny (Brown 2015, s. 77–78).

Z teoretycznego punktu widzenia decyzja NBP o obniżeniu stóp procentowych i zobligowanie do wykupu obligacji rządowych powinny skutkować obniżeniem stóp rynkowych. Ze względu na plany zwiększenia wydatków budżetowych ogłoszonych przez rząd, jako działań po stronie polityki fiskalnej, doszło jednak do wzrostu rentowności długu na rynku¹². W związku z tym nie sposób pominąć kwestii progów ostrożnościowych, które w praktyce utrudniają zadłużanie się państwa po przekroczeniu łącznego zadłużenia na poziomie 55% PKB¹³. Działania dostosowawcze podjęte przez NBP oceniono jako kopiowanie rozwiązań wprowadzanych przez banki centralne w innych gospodarkach na świecie. L. Balcerowicz zwrócił uwagę na możliwość osłabienia się polskiej waluty, co w konsekwencji może przyczynić się do dalszego wzrostu inflacji w polskiej gospodarce. Może

¹² Należy zwrócić uwagę, że w pierwszym kwartale 2020 r. rentowność polskich obligacji 10-letnich obniżyła się do najniższego poziomu 1,3%. Na skutek ogłoszenia działań dostosowawczych w gospodarce przez rząd oraz NBP rentowność wzrosła do poziomu 2,2% (stan na marzec 2020 r.). Zob. (*Obligacje 10-letnie...* 2020).

¹³ W 2019 r. łączna wartość polskiego długu publicznego wyniosła 42,5% PKB. W 2018 r. było to 44,6%. Szacunkowo wzrost potrzeb pożyczkowych do poziomu 130 mld zł spowoduje wzrost łącznego poziomu zadłużenia do poziomu 48,3% (*Zadłużenie Skarbu Państwa...* 2020).

to w dalszej konsekwencji skutkować wzrostem udziału kredytów frankowych w portfelach kredytowych banków ogółem (*Rzecz o biznesie...* 2020).

Dodatkowo warto zauważyć, że NBP zdecydował również o przeprowadzeniu operacji REPO¹⁴. Tego rodzaju działalności również ukierunkowane jest na zmianę długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym. Jego celem było utrzymanie płynności na rynku wtórnym obligacji skarbowych (*Informacja po posiedzeniu...* 2020).

Pod względem ekonomicznym pożądanym kierunkiem powinna być poprawa dostępu do kredytu dla podmiotów gospodarczych. Realne wsparcie przedsiębiorstw w adekwatnej skali, w warunkach występowania stresu rynkowego, dokonuje się w polskiej gospodarce przez przejęcie części ryzyka kredytowego we współpracy z BGK, ponieważ w praktyce zobowiązanie dotyczące obniżenia kosztu finansowania akcji kredytowej (program TLTRO¹⁵ lub BGK) jest rozwiązaniem niewspółmiernym do rzeczywistych potrzeb podmiotów gospodarczych w polskiej gospodarce.

Interesujący był również głos środowiska bankowego, które zaprezentowało własne propozycje działań, które mogłyby podjąć NBP, aby przeciwdziałać skutkom pandemii w gospodarce oraz sektorze bankowym. Po pierwsze, przykładem dla NBP powinien być Europejski Bank Centralny, który złagodził wymogi kapitałowe i umożliwił bankom komercyjnym wykorzystanie buforów kapitałowych i płynnościowych. Po drugie, należałoby uruchomić program preferencyjnych oprocentowanych pożyczek TLTRO, ukierunkowanych na kredytowanie sektora MŚP. Po trzecie, dodatkowym rozwiązaniem alternatywnym mogłoby być wdrożenie pakietu na wzór programu *Funding for Growth*¹⁶. Po czwarte, eksperci z sektora bankowego wskazali na potrzebę podjęcia działań wychodzących poza

¹⁴ REPO (*repurchase program, repurchase agreement*) – program o charakterze niestandardowego działania banku centralnego przewidujący zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce za pomocą udzielania nisko oprocentowanych pożyczek przez bank centralny na rynku międzybankowym. W praktyce operacje w ramach REPO są przedmiotem dyskusji w kontekście polityki pieniężnej prowadzonej przez amerykański bank centralny. Warto jednak zaznaczyć, że FED nie jest jedynym podmiotem, który korzysta z tego rozwiązania.

¹⁵ TLTRO (*targeted long-term refinancing operations*) – narzędzie niestandardowe Europejskiego Banku Centralnego stosowane w celu refinansowania dłuższych operacji. Polega ono na udzielaniu przez EBC długoterminowych pożyczek bankom komercyjnym w celu zwiększenia dynamiki akcji kredytowej w odniesieniu do podmiotów ekonomicznych i gospodarstw domowych w strefie euro. Po raz pierwszy program został uruchomiony w 2014 r. W 2016 r. EBC zdecydował się natomiast na wznowienie rozwiązania pod nazwą TLTRO-II. Szerzej na ten temat zob. (Bassan 2017).

¹⁶ Program niestandardowy, którego rozwiązania zostały zaimplementowane w gospodarce węgierskiej w 2013 r. Program zakładała finansowanie w ramach nisko oprocentowanych pożyczek podmiotów ekonomicznych (mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw) w celu zapewnienia wzrostu gospodarczego. Szerzej na ten temat zob. (Endrész, Harasztosi i Lieli 2020).

ramy działań dostosowawczych ze strony banku centralnego i zawieszenia przestrzegania wymogów umownych, tzw. kowenantów. Co więcej, postulowano uelastycznienie dokonywania odpisów z jednoczesnym zawieszeniem MSSF9, bądź też uwolnienie rezerw z tytułu odpisów (*Obniżka stóp procentowych...* 2020).

W ramach propozycji rozwiązań szczegółowych przedstawiciele środowiska bankowego zwrócili także uwagę na potrzebę uwolnienia bufora systemowego, zwolnienia z buforów OSIL i ograniczenia negatywnych konsekwencji niewypełnienia bufora zabezpieczającego pod warunkiem wykorzystania środków na kredytowanie MŚP. Postulaty sektora bankowego obejmowały także obniżenie wag ryzyka aktywów przez gwarancje rządowe lub BGK dla kredytów. Dalej idące propozycje rozwiązań uwzględniały potrzebę obniżenia podatku od dochodów kapitałowych, co w znaczącym stopniu wsparłoby deponentów i posiadaczy obligacji skarbowych. Ostatnim postulatem środowiska bankowego było obniżenie podatku bankowego bądź zmiana jego definicji z uwzględnieniem poziomu aktywów na koniec roku kalendarzowego 2019 (*Obniżka stóp procentowych...* 2020).

4. Zakończenie

Dokonując próby oceny działań polskiego banku centralnego, można stwierdzić, że charakter omawianych działań był ogólny i skoncentrowano się na wprowadzaniu rozwiązań analogicznych do stosowanych przez banki centralne innych krajów. Jeśli chodzi o wykorzystane narzędzia, zdecydowano przede wszystkim o implementacji instrumentarium niestandardowego (luzowanie ilościowe) oraz częściowo standardowego (obniżenie stóp procentowych).

Kolejne kwartały będą uwidaczniać wyraźne spowolnienie wzrostu w polskiej gospodarce. Już w pierwszym etapie nowego kryzysu w polskiej gospodarce pojawiła się potrzeba i konieczność szeroko zakrojonych działań monetarnych i fiskalnych w ramach przeciwdziałania negatywnym skutkom pandemii oraz *de facto* kryzysu gospodarczego. Obecnie optymalnym działaniem banku centralnego pozostaje obserwacja rynku lub zwiększenie zakresu działań w ramach luzowania ilościowego. Na skutek polityki pieniężnej prowadzonej przez polski bank centralny stronie rządowej pozostaje do dyspozycji impuls fiskalny w oddziaływaniu na gospodarkę, co w konsekwencji prowadzić będzie do wzrostu zadłużenia.

Podsumowując zaprezentowane działania NBP oraz ich krytykę ze strony środowiska naukowego, można stwierdzić, że polski bank centralny nie obawiał się wzrostu cen i pogłębiających się problemów inflacyjnych w pierwszym kwartale 2020 r. Głównym priorytetem pozostawało wówczas przeciwdziałanie ewentualnemu krachowi gospodarczemu.

Literatura

- Alert gospodarczy – cotygodniowy cykl opinii* (2020), www.brief.pl/alert-gospodarczy-cotygodniowy-cykl-opinii/ (data dostępu: 3.05.2020).
- Bassan F. (2017), *Criteria for Determining the Legality of the ECB's Unconventional Measures* (w:) *Democracy in the EMU in the Aftermath of the Crisis*, red. L. Daniele, P. Simone, R. Cisotta, Springer, Rome.
- Bindseil U. (2014), *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford.
- Brown B. (2015), *A Global Monetary Plague: Asset Price Inflation and Federal Reserve Quantitative Easing*, Palgrave Macmillan, New York.
- Carlberg M. (2010), *Monetary and Fiscal Strategies in the World Economy*, Springer, Hamburg.
- Coraz mniejsza przestrzeń do cięcia stóp*, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/formal-dispatches/kochalski-rpp-coraz-mniejsza-przestrzen-do-ciecia-stop/> (data dostępu: 29.04.2020).
- COVID-19* (2020), www.zmpd.pl (data dostępu: 29.04.2020).
- Dane gospodarcze i finansowe dla Polski* (2020), www.gus.gov.pl (data dostępu: 29.04.2020).
- Ding Y., Hayes M.J., Widhalm M. (2010), *Measuring Economic Impact of Drought: A Review and Discussion*, „Disaster Prevention and Management”, vol. 20, nr 4, <https://doi.org/10.1108/09653561111161752>.
- Działalność Narodowego Banku Polskiego* (2020), www.nbp.gov.pl (data dostępu: 7.04.2020).
- Endrész M., Harasztosi P., Lieli R.P., *The Impact of the National Bank of Hungary's Funding for Growth Program on Firm Level Investment*, <https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2017/04/Robert-Lieli-presentation.pdf> (data dostępu: 29.04.2020).
- Główny Rynek GPW – Statystyki* (2020), www.gpw.pl/statystyki (data dostępu: 8.04.2020).
- Goldberg L., Kennedy C., Miu J. (2010), *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, NBER Working Paper, nr 15763.
- Grostal W., Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E., Wesołowski G., Żuk P. (2015), *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, NBP, Warszawa.
- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.* (2020), https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_03_17.pdf (data dostępu: 7.04.2020).
- Kiley M.T. (2018), *Quantitative Easing and the "New Normal" in Monetary Policy*, Finance and Economics Discussion Series 2018-004, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- Mishkin F.S. (2007), *Monetary Policy Strategy*, MIT Press, Cambridge.
- Na walkę z kryzysem potrzeba 40 mld złotych. Dość zakłamywania rzeczywistości* (2020), www.bi.pl (data dostępu: 8.04.2020).
- NBP łagodzi skutki pandemii i utrzymuje stabilność złotego* (2020), www.obserwatorfinansowy.pl (data dostępu: 29.04.2020).
- NBP wytoczył ciężkie działa w walce z pandemią* (2020), www.biznes.gazetaprawna.pl (data dostępu: 29.04.2020).

- Obligacje 10-letnie* (2020), Ministerstwo Finansów, www.obligacjeskarbowe.pl (data dostępu: 29.04.2020).
- Obligacje komunalne* (2020), www.gpwcatalyst.gov.pl (data dostępu: 7.04.2020).
- Obniżka stóp procentowych nie musi zwiększyć dostępności kredytów* (2020), www.parkiet.com (data dostępu: 27.04.2020).
- Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2020 r.* (2020), https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/minutes/mi_iii2020.pdf (data dostępu: 7.04.2020).
- Papadia F., Valimaki T. (2018), *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford University Press, Oxford.
- Podstawowe stopy procentowe NBP* (2020), <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> (data dostępu: 19.04.2020).
- Polityka pieniężna: Projekcje inflacji i PKB* (2020), https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji_2019_listopad.html (data dostępu: 7.04.2020).
- Rzecz o biznesie. Leszek Balcerowicz: Cięcie stóp to lekarstwo gorsze od choroby* (2020), „Rzeczpospolita”, www.rp.pl (data dostępu: 29.04.2020).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 2019 r., poz. 1810.
- Wessel D. (2014), *Introduction* (w:) *Central Banking after the Great Recession. Lessons Learned, Challenges Ahead*, red. D. Wessel, Brookings Institution Press, Washington.
- Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w lutym 2020 roku* (2020), www.stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-w-lutym-2020-roku,2,100.html (data dostępu: 7.04.2020).
- Zadłużenie Skarbu Państwa* (2020), Ministerstwo Finansów, www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie-skarbu-panstwa (data dostępu: 29.04.2020).

Adjustment Measures under Monetary Policy in Influencing the Polish National Economy in the Initial Stage of the New Economic Crisis in 2020

(Abstract)

Objective: The article discusses monetary tools used in economic policy at the initial stage of the 2020 economic crisis.

Research Design & Methods: The methodology used was critical literature analysis and numerical data analysis.

Findings: The research results clarify the need to search for new monetary tools beyond the instruments applied during the 2008 financial crisis.

Implications/ Recommendations: The conclusions presented in this paper show a wide range of monetary tools fixed in economic theory, the implementation of which in practice depends on the state authorities' views and economic knowledge – beyond that which characterises the political business cycle.

Contribution: An assessment of the actions of state authorities in the Polish economy in the initial stage of the 2020 economic crisis.

Keywords: economic policy, economic crisis, fiscal policy, monetary policy, central bank.