

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

¹Paweł Storz

Uwagi wstępne

Zakres powziętych działań dostosowawczych ze strony Narodowego Banku Polskiego² oddziałujących na gospodarkę w 2020 roku należy rozpatrywać dwutorowo. W dużym uogólnieniu, Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Polskiego zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych. Stopa referencyjna została obniżona do poziomu 0,50 pkt. w skali roku. Natomiast stopę rezerwy obowiązkowej obniżono z 3,5% do 0,5%. Stopa lombardowa wyniosła 1,00% w skali roku, natomiast stopa depozytowa 0,00% w skali rocznej. Z kolei stopę redyskontową weksli ustanowiono na poziomie 0,55% w skali rocznej, a stopę dyskonta na poziomie 0,60% w skali rocznej³ [Podstawowe stopy procentowe NBP, 2020]. Po drugie, dokonano implementacji rozwiązań w ramach luzowania ilościowego (QE), analogicznie do działań podjętych w innych gospodarkach na świecie [Kiley, 2018, s. 57]⁴. Celem artykułu jest próba oceny zakresu powziętych działań dostosowawczych ze strony polskiego banku centralnego w oddziaływaniu na gospodarkę w pierwszym etapie wystąpienia negatywnych zjawisk na skutek pandemii w 2020 roku. Ponadto, w artykule przedstawiono konstruktywną krytykę środowiska naukowego dotyczącej podjętych rozwiązań ze strony Narodowego Banku Polskiego.

Zjawisko inflacji w ramach ówczesnych uwarunkowań makroekonomicznych

Przed dokonaniem analizy sposobności i zakresu działań ze strony NBP zasadnym wydaje się zwrócenie uwagi na kompleksowe omówienie ówczesnych uwarunkowań makroekonomicznych w polskiej gospodarce. Jest to o tyle istotne, bowiem przed ukazaniem się negatywnych zjawisk ekonomicznych (na skutek pandemii koronawirusa) polska gospodarka doświadczyła problemów inflacyjnych⁵ na poziomie 4,7% w pierwszym kwartale

¹ Doktorant Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie

² Dalej NBP.

³ Poprzednie obniżenie stóp procentowych przez NBP w polskiej gospodarce miało miejsce w 2015 roku.

⁴ Chodzi tutaj o głosy krytyki wobec Narodowego Banku Polskiego przez środowisko naukowe, który, ich zdaniem, zdecydował się na „kopiowanie” rozwiązań innych banków centralnych tj. FED i EBC w oddziaływaniu na polską gospodarkę w warunkach niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych (inflacja).

⁵ Na wzrost inflacji w ostatnich latach w największym stopniu przyczynił się wzrost cen żywności (skutek niekorzystnych warunków atmosferycznych), wzrost cen energii elektrycznej wzrost cen z tytułu wywozu odpadów komunalnych oraz wzrost globalnego popytu na mięso z uwagi na pojawienie się epidemii ASF na

2020 roku⁶ [Wskaźnik cen towarów, 2020]. Tym samym, w środowisku naukowym ożywiła się nowa faza dyskusji na temat wykorzystania instrumentarium po stronie polityki 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 procentowych⁷. Zwrócono uwagę, iż NBP powinien ograniczyć się jedynie do sygnalizowania rynkowi o realizacji mandatu banku centralnego w postaci kontrolowaniu inflacji. Zjawisko inflacji oraz początkowy okres negatywnych zjawisk ekonomicznych na skutek pandemii spotęgowało obawy polskiego rynku na temat spowolnienia wzrostu gospodarczego, a nawet ewentualnej recesji. Meritum krytyki ówczesnych działań NBP sprowadziło się do konkluzji na temat potrzeby zastosowania odmiennego instrumentarium po stronie polityki monetarnej, aniżeli z czasów światowego kryzysu finansowego z 2008 roku [Rzecz o biznesie, 2020].

W związku z powyższym należy podkreślić kilka prawidłowości ekonomicznych dotyczących *stricto* inflacji. W odniesieniu do oddziaływania banku centralnego za pomocą stóp procentowych na gospodarkę, po stronie monetarnej istnieją trzy rozwiązania w postaci obniżenia stóp procentowych lub ich podwyższenia, lecz także brak ingerowania w zakresie regulowania stóp procentowych. Tym samym, brak działań stanowi optymalne rozwiązanie samo w sobie [Bindseil, 2014, s. 114]. Ponadto, racjonalnym narzędziem może być decyzja Rady Polityki Pieniężnej, o charakterze wyprzedzającym, w postaci podejmowania ingerencji po stronie polityki monetarnej w sytuacji wystąpienia obaw przemawiających za ewentualnym hamowaniem tempa wzrostu gospodarczego, aniżeli wówczas kiedy ów negatywne zjawisko ekonomiczne ma już miejsce [Mishkin, 2007, s. 54-56].

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

rynku chińskim [Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2020r., Narodowy Bank Polski, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/minutes/mi_iii2020.pdf, kwiecień 2020 rok].

⁶ Stan na luty 2020 rok [Wskaźnik cen towarów, Główny Urząd Statystyczny, www.gus.gov.pl].

⁷ Warto zauważyć, iż ówczesne oczekiwania rynkowe dotyczące obniżenia stóp procentowych na poziomie 100 pb. zostały uznane przez NBP za nierealistyczne i oznaczałyby destabilizację rynku finansowego w Polsce. Ponadto, pojawiły się głosy twierdzenia, iż w polskich warunkach makroekonomicznych w pierwszym kwartale 2020 roku obniżka stóp procentowych o 25 pb. nie prowadziła do jakiegokolwiek oddziaływania na gospodarkę. Dodatkowo przedstawiono argumenty, w myśl których ewentualne uprzedzenia przez NBP o zamiarach w zakresie obniżania przez bank centralny stóp procentowych może kreować oczekiwania rynkowe, zgodnie z którymi NBP najprawdopodobniej spodziewa się spowolnienia wzrostu gospodarczego. W związku z powyższym, dla Rady Polityki Pieniężnej NBP kluczowym aspektem pozostawało obserwacja rynku.

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

W polskim środowisku naukowym panuje zgoda co do twierdzenia, w myśl którego przekroczenie pasma odchyłeń powinno być interpretowane jako sygnały ostrzegawcze [Ibidem]. Jest to kluczowa interpretacja, bowiem zgodnie z prognozą polskiego banku centralnego na rok 2021 pierwotnie prognozowano ukształtowanie inflacji na poziomie 1,6%, a więc znacznie poniżej celu inflacyjnego. Z punktu widzenia przedstawionej argumentacji przez NBP można było wnioskować, że pierwszym kwartale 2020 roku była przestrzeń do znaczącej obniżki stóp procentowych w Polsce [Narodowy Bank Polski, 2020].

Na krótko przed wystąpieniem gospodarczych skutków pandemii w polskiej gospodarce, w opinii NBP nie było wstępnie 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 wystąpieniu negatywnego zjawiska koronawirusa, władze polskiego banku centralnego zasygnalizowały, iż obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w parze z obniżeniem inflacji w przyszłości stanowi przesłankę przemawiającą za obniżeniem stóp procentowych [Narodowy Bank Polski, 2020].

W momencie niekorzystnych warunków gospodarczych, w początkowym etapie kryzysu gospodarczego w 2020 roku, mogłoby się wydawać, że pożądanym kierunkiem działania ze strony NBP jest przeciwdziałanie pogorszeniu nastrojów uczestników życia gospodarczego. Tym samym, należało zwrócić uwagę na inne, dodatkowe źródła potencjalnych problemów dla gospodarki. Biorąc pod uwagę fakt, iż zarówno zjawisko pandemii, widmo recesji gospodarczej w Polsce i na świecie, jak również zupełnie nieprzewidywalne skutki gospodarcze z powodu pandemii ukazały niepewność rynkową, ów działanie ze strony NBP w postaci obniżenia stóp procentowych nie spowodowało uspokojenia nastrojów wśród uczestników życia gospodarczego [Główny Rynek GPW – Statystyki, 2020].

Istotnym jest zwrócenie uwagi na zaprezentowane argumenty swoich działań dostosowawczych przez polski bank centralny. Pierwszorzędnym argumentem było stanowisko NBP o obniżeniu stóp procentowych, co w zamierzeniu miało przyczynić się do obniżenia oprocentowania lokat, zmniejszenia kosztu kredytu (co powinno znaleźć swoje odzwierciedlenie w bilansach banków komercyjnych i wśród klientów płacących odsetki kredytowe), obniżenie kursu złotego. Eksperti z dziedziny polityki gospodarczej przedstawili swoje kontrargumenty w odpowiedzi na twierdzenia NBP i zwrócili uwagę, że obniżenie stóp procentowych nie wpłynie w znaczącym stopniu na działalność podmiotów ekonomicznych dotkniętych pandemią [Alert gospodarczy, 2020]. Z kolei środowisko bankowe argumentowało, iż kredyty bankowe są na trzecim miejscu priorytetowych zobowiązań dla podmiotów gospodarczych. Z kolei 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. Co więcej, środowisko naukowe dowiodło, iż nie kwestionowało ono samej obniżki stóp procentowych NBP. Jednak naukowcy zostali utwierdzeni w przekonaniu, iż proponowana obniżka stóp procentowych powinna ukazać się w późniejszym okresie, jako jeden z elementów szerszego pakietu monetarnego [Obserwator finansowy, 2020].

Dodatkowym argumentem było również twierdzenie ekonomistów, iż obniżka stóp procentowych, poprzez kanał majątkowy i substytucji międzyokresowej, wspierała konsumpcję prywatną. Należy jednak podkreślić, że w czasie pandemii ów działanie nie przełożyło się na wzrost konsumpcji, z uwagi na rządowe restrykcje dotyczące przemieszczania się ludności, a poziom niepewności sięgał zenitu. Również podmioty ekonomiczne nie zwiększyły wydatków inwestycyjnych, ponieważ w czasie pandemii koncentrowały swoje działania na utrzymaniu płynności i ciągłości działania [Ibidem].

W odniesieniu do działań dostosowawczych banku centralnego, w początkowym etapie nowego kryzysu gospodarczego, mniej stabilna sytuacja rynkowa oraz potencjalnie wyższa skala ryzyka dla rozwoju gospodarczego skutkowały wyprzedzającą i zabezpieczającą decyzją ze strony NBP w postaci obniżania stóp procentowych. Istotnym jest więc zwrócenie uwagi, iż gdyby skala „stresu rynkowego” wzrosła w gospodarce do tego stopnia, że doszłoby do ograniczenia dostępności dla krajowych banków komercyjnych w zakresie finansowania

w walutach obcych w postaci *FX SWAP*⁸, wówczas bankowi centralnemu pozostaje możliwość uruchomienia zawarcia transakcji *FX SWAP* przez banki komercyjne z bankiem centralnym [Goldberg, Kennedy i Miu, 2010, s. 45].

Posiłkując się głównym celem w działalności Narodowego Banku Polskiego w postaci utrzymywania stabilnego poziomu cen, kolejnym jego zadaniem jest jednocześnie wspieranie polityki gospodarczej ze strony władz rządowych [Działalność Narodowego Banku Polskiego, 2020].

Kontynuując decyzję po stronie polityki monetarnej o obniżeniu stóp procentowych w Polsce warto przedstawić kolejne, krytyczne argumenty ów rozwiązania, które pojawiły się w środowisku naukowym. Pierwszym kontrargumentem było posilkowanie się twierdzeniem, iż w Polsce już przed obniżeniem stóp procentowych w pierwszym kwartale 2020 roku rentowność lokat była ujemna [Dane gospodarcze i finansowe dla Polski, 2020]. Po drugie, w polskiej gospodarce pojawił się wyraźny trend wzrostowy skupu obligacji samorządowych [Obligacje komunalne, 2020]. Również sama projekcja NBP dotycząca kształtowania się inflacji w gospodarce została negatywnie zaopiniowana. W opinii ekonomistów⁹ opieranie ów projekcji na argumentacji władz Narodowego Banku Polskiego w postaci założenia o pojawieniu się nowego szoku w postaci pandemii, co w zamierzeniu spowoduje obniżenie dynamiki PKB i w konsekwencji obniżeniu inflacji, jest wątpliwe. Ów argument NBP został określony mechanicznym założeniem [Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., 2020]. Z punktu widzenia praktyki gospodarczej należy zwrócić uwagę, iż w przypadku podstawowych dóbr konsumpcyjnych na polskim rynku prognozowano dalszy wzrost cen. Co więcej, w połączeniu ze skutkami pandemii koronawirusa należy stwierdzić, iż nowy kryzys gospodarczy już w początkowym jego etapie negatywnie oddziaływał na stronę podażową¹⁰ poprzez zrywanie powiązań kooperacyjnych. Zjawisko to było powszechne w wielu sektorach gospodarki [ZMDP, 2020]. Bezpośrednim skutkiem ów wydarzenia była utrata zdolności do regulowania zobowiązań po stronie podmiotów ekonomicznych. W związku z powyższym, obniżanie stóp procentowych spowodowało uruchomienie dodatkowych strumieni pieniężnych, przez co wzrósł popyt

⁸ *FX SWAP* (*Foreign Exchange Swap* lub *Forex Swap*) – w dziedzinie finansów termin określany mianem swapu walutowego oznaczający jednoczesny zakup i sprzedaż kwot jednej waluty dla drugiej w dwóch różnych datach. Szerzej na ten temat zob. [Papadia, Valimaki, 2018].

⁹ Chodzi tutaj o głos krytyczny prof. Jerzego Hausnera. Szerzej na ten temat zob. [*Na walkę z kryzysem potrzeba 40 mld złotych. Dość zakłamywania rzeczywistości*, Business Insider, www.bi.pl, kwiecień 2020 rok.

¹⁰ Ekonomiczne skutki pandemii koronawirusa negatywnie oddziaływały jednocześnie na popyt (ograniczenie mobilności ludności w skali światowej), jak również podaż (braki w dostawach). Jest to w historii nauk ekonomicznych niespotykany dotąd wymiar kryzysowy w polskiej gospodarce.

w gospodarce. Jednocześnie nie towarzyszyły temu zmiany po stronie produkcji. Efektem finalnym więc będzie w kolejnych kwartałach najprawdopodobniej postępujący wzrost cen, w tym dalszy wzrost inflacji [Dane gospodarcze i finansowe dla Polski, 2020]. Kolejnym kontrargumentem ze strony środowiska naukowego było twierdzenie, że obniżka stóp procentowych w ówczesnie panujących warunkach makroekonomicznych w polskiej gospodarce obniży przestrzeń do wspierania gospodarki i podmiotów ekonomicznych przez sektor finansowy. Kontynuując przyjętą argumentację na temat podejścia NBP w omawianym działaniu zwrócono uwagę na jego irracjonalność, bowiem przyjmując za punkt odniesienia obniżone stopy procentowe, efektem finalnym będzie pogorszenie się bilansów banków komercyjnych poprzez bezpośrednie pogorszenie ich wyników finansowych, w związku z czym spowoduje to również obniżenie wskaźników kapitałowych. Jest to o tyle istotne, bowiem wskaźniki kapitałowe warunkują możliwości kreowania akcji kredytowej. Jednocześnie zaakcentowano obawę na temat potencjalnego rosnącego ryzyka oprocentowania kredytów, które niekoniecznie mogłoby ulec obniżeniu. W związku z powyższym, ekonomiczny sens obniżania stóp procentowych znajdowałby swoje zastosowanie w ramach dużego pakietu pomocowego, przy jednoczesnym obniżeniu wymogów makroostrożnościowych dla sektora finansowego, w celu uwolnienia środków ukierunkowanych na wsparcie kondycji gospodarczej podmiotów ekonomicznych w polskiej gospodarce. Zasadnym argumentem jest również teza zaprezentowana przez ekspertów sektora bankowego, którzy zwracali uwagę, że poprzez obniżenie stóp procentowych akcja kredytowa nie wzroście z uwagi na ryzyko, które generowała pandemia koronawirusa w gospodarce. Jednocześnie stwierdzono, iż jedynym skutkiem będzie obniżka marż dla banków komercyjnych w udzielanych kredytach [Obniżka stóp procentowych, 2020].

Kolejnym argumentem NBP było twierdzenie, iż spadek popytu na usługi i towary żywnościowe, w parze z silnym obniżeniem się cen surowców na rynkach światowych, sprawił, iż inflacja ulegnie w przyszłości obniżeniu. Tym samym, w zamierzeniu poziom inflacji będzie kształtować się poniżej dotychczasowych oczekiwań. W konsekwencji NBP przyjął ów argumentację jako podstawę w pozytywnej rekomendacji członkom RPP na temat obniżenia stóp procentowych [Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., 2020]. Ów rekomendacja uwzględniała utworzenie dodatkowego bufora płynności dla banków komercyjnych oraz obniżenia ich kosztów z tytułu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Bank centralny stwierdził, iż wszystkie proponowane rozwiązania po stronie monetarnej stanowią cel wsparcia dla właściwych reakcji po stronie polityki fiskalnej.

Podsumowując, zaprezentowane argumenty, w opinii NBP, tłumaczyły słusność podjętych działań, które w zamierzeniu przyczyniły się do zmniejszenia obciążeń przedsiębiorstw, co miało ograniczyć ich straty finansowe i zmniejszyć ryzyko upadłości kolejnych podmiotów gospodarczych [Podstawowe stopy procentowe NBP, 2020].

Warto w tym miejscu zaprezentować pojawiające się opinie ze strony członków RPP, które przemawiały za stabilizacją stóp procentowych jako jedynym ówczasie działaniem po stronie polityki monetarnej. Jednocześnie stwierdzono, że największe znaczenie ekonomicznie będą miały zastosowane instrumenty fiskalne i stymulacja sektora przedsiębiorstw. Kolejny argument odnosił się do stosowania działań niestandardowych w postaci „zastrzyku płynności” dla podmiotów ekonomicznych we współpracy z bankami komercyjnymi i stroną rządową. Trzecim argumentem było zwrócenie uwagi na wdrożone rozwiązanie doraźne tj. „wakacje kredytowe” i twierdzenie, iż w obliczu ów 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 interesującym argumentem była także teza o konieczności uruchomienia przez stronę rządową pakietu luzowania fiskalnego, zanim RPP podjęłaby ewentualną decyzję o obniżeniu stóp procentowych [NBP łagodzi skutki, 2020].

Szersze działanie dostosowawcze w oddziaływaniu na gospodarkę w ramach obniżenia rezerwy obowiązkowej i luzowania ilościowego

W odniesieniu do działania dostosowawczego w postaci obniżenia przez NBP stopy rezerwy obowiązkowej należy zaznaczyć, iż omawiane rozwiązanie stanowiło część szerszego oddziaływania w ramach planu wdrożenia tzw. luzowania ilościowego w polskiej gospodarce. Narodowy Bank Polski zobowiązał się do skupowania rządowych obligacji skarbowych¹¹. Dzięki obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej w gospodarce zwiększono podaż pieniądza o ok. 40 mld złotych. Analizowane działanie potencjalnie zwiększyło szansę na przeznaczenie ów środków finansowych w celu wykupu rządowych obligacji przez banki komercyjne. Pozostałe potrzeby gotówkowe władz rządowych, na poziomie 60-90 mld złotych, Narodowy

¹¹ W ramach ogłoszenia planu antykrzysowego dla polskiej gospodarki po stronie polityki fiskalnej, szacunkowo potrzeby pożyczkowe państwa wyniosły 130 mld złotych.

Bank Polski dostarczył poprzez zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce [NBP wytoczył, 2020].

W odpowiedzi do działania *stricte* luzowania ilościowego należy stwierdzić, iż występowanie nadpłynności sektora bankowego nie stanowiło pierwotnej przesłanki argumentującej potrzebę ów rozwiązania. Bank centralny powziął decyzję na temat uruchomienia strukturalnych operacji otwartego rynku w ramach skupowania obligacji rządowych na rynku wtórnym¹². 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 po stronie działalności banków komercyjnych potencjał zakupowy obligacji skarbowych wykazywał proporcjonalną zależność od czynnika bilansowego każdego z banków. Biorąc pod uwagę fakt, iż w okresie spowolnienia gospodarczego akcja kredytowa obniża się szybciej aniżeli depozyty bankowe, oznacza to, że potencjał banków do skupu rządowych obligacji zwiększa się [NBP łagodzi skutki, 2020]. Należy jednak posiłkować się kolejnym stwierdzeniem w ramach teorii ekonomii, w myśl którego w praktyce gospodarczej załamanie aktywności podmiotów ekonomicznych będzie duże, a obniżenie płac drastyczne, co prowadzi do konkluzji, w myśl której strona rządowa miałaby duże problemy w zakresie finansowania swoich potrzeb gotówkowych bez skoordynowanego działania z Narodowym Bankiem Polskim [Carlberg 2010, s. 96].

Niemniej, NBP zdecydował się również na uruchomienie kredytu wekslowego¹³, który poprzez refinansowanie kredytów udzielonych przez banki podmiotom ekonomicznym sektora niefinansowego umożliwił bankom komercyjnym w ramach swoich portfeli kredytowych „zlewarować się” w banku centralnym. Efektem finalnym ów działania było pojawienie się kolejnej przestrzeni umożliwiającej kupno obligacji Skarbu Państwa. Głównym argumentem zastosowanego narzędzia przez NBP było przeciwdziałanie osłabieniu się rynku długu. Tym samym, NBP wykazał, w pewnym stopniu, brak bierności po stronie ingerowania w gospodarce. Warto również zauważyć, iż w początkowym etapie kryzysu gospodarczego bank centralny nie został zobligowany do natychmiastowego wdrożenia omawianego rozwiązania, z uwagi na zakres czasu jakie banki komercyjne potrzebowały do zutylizowania swoich nadwyżek płynnościowych, na skutek obniżonej stopy rezerwy

¹² W opinii banku centralnego ów działanie nie jest nazywane luzowaniem ilościowym.

¹³ Ów działanie dostosowawcze porównywane jest w polskiej gospodarce do rozwiązania wprowadzonego przez Europejski Bank Centralny w ramach uruchomienia programu *TLTRO* w strefie euro.

obowiązkowej [Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., 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, iż 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 ów inflacja nie wzrosła. Należy jednak zaznaczyć, iż w niektórych gospodarkach stosowanie luzowania ilościowego skutkowało większymi problemami strukturalnymi w odniesieniu do wzrostu gospodarczego [Wessel 2014, s. 54]. Należy również pamiętać, iż 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, które wskazują, iż kolejnym podmiotem do kolejnego wykupu obligacji rządowych był bank centralny [Brown 2015, s. 77-78].

Z punktu widzenia teoretycznego decyzja NBP na temat obniżenia stóp procentowych i zobligowanie do wykupu obligacji rządowych powinna skutkować obniżeniem stóp rynkowych. Mając jednak na uwadze plany zwiększenia wydatków budżetowych ogłoszonych przez stronę rządową, jako działania po stronie polityki fiskalnej, doszło do wzrostu rentowności długu na rynku¹⁴. W związku z tym nie sposób pominąć kwestii progów ostrożnościowych, które w praktyce utrudniają zadłużanie się państwa po przekroczeniu łącznego zadłużenia na poziomie 55% PKB¹⁵. Zakres działań dostosowawczych powziętych przez NBP został określony mianem „kopiowania” rozwiązań wprowadzanych przez banki centralne w innych gospodarkach na świecie. L. Balcerowicz zwrócił uwagę na kolejną ewentualność w postaci możliwego osłabienia się polskiej waluty, co w konsekwencji może przyczynić się do dalszego wzrostu inflacji w polskiej gospodarce. Omawiany rodzaj

¹⁴ Należy zwrócić uwagę, że w pierwszym kwartale 2020 roku rentowność polskich obligacji 10-letnich obniżyła się do najniższego poziomu 1,3%. Na skutek ogłoszenia działań dostosowawczych w gospodarce przez stronę rządową oraz NBP ów rentowność wzrosła do poziomu 2,2%. Stan na marzec 2020 rok [*Obligacje 10-letnie*, Ministerstwo Finansów-Obligacje skarbowe, www.obligacjeskarbowe.pl, kwiecień 2020 rok].

¹⁵ W 2019 roku łączna wartość polskiego zadłużenia wyniosła 42,5% PKB. W 2018 było to 44,6%. Szacunkowo, wzrost potrzeb pożyczkowych do poziomu 130 mld złotych spowoduje wzrost łącznego poziomu zadłużenia do poziomu 48,3% [*Zadłużenie Skarbu Państwa*, Ministerstwo Finansów, www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie-skarbu-panstwa, kwiecień 2020].

potencjalnego zagrożenia może, w dalszej konsekwencji, skutkować wzrostem udziału kredytów frankowych w portfelach kredytowych banków ogółem [Rzecz o biznesie, 2020].

Dodatkowo warto zauważyć, iż NBP zdecydował również o przeprowadzeniu operacji *REPO*¹⁶. Tego rodzaju działania również ukierunkowane jest na zmianę długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym. Finalnym skutkiem było zamierzenie utrzymania płynności na rynku wtórnym obligacji skarbowych [Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., 2020].

Dlatego tak pożądanym kierunkiem, pod względem ekonomicznym, powinno być zwrócenie uwagi na poprawę dostępu do kredytu dla podmiotów gospodarczych. Realne wsparcie przedsiębiorstw w adekwatnej skali, w warunkach występowania „stresu rynkowego”, dokonuje się w polskiej gospodarce poprzez przejęcie części ryzyka kredytowego we współpracy z BGK, bowiem w praktyce zobowiązanie na temat obniżenia kosztu finansowania akcji kredytowej (program *TLTRO*¹⁷ lub BGK) jest rozwiązaniem niewspółmiernym do rzeczywistych potrzeb podmiotów gospodarczych w polskiej gospodarce.

Interesującą kwestią był również głos środowiska bankowego, który zaprezentował własne postulaty jako propozycję działań NBP w celu przeciwdziałania, jego zdaniem, skutkom pandemii w gospodarce oraz sektorze bankowym. Po pierwsze, przykładem działań dla NBP powinien być Europejski Bank Centralny, który złagodził wymogi kapitałowe i umożliwił bankom komercyjnym wykorzystanie buforów kapitałowych i płynnościowych. Zwrócono również uwagę na uruchomienie programu preferencyjnych oprocentowanych pożyczek *TLTRO* nakierowanych na kredytowanie sektora MŚP. Po trzecie, dodatkowym rozwiązaniem alternatywnym mogłoby być wdrożenie pakietu na wzór programu ang. *Funding for Growth*¹⁸. Po czwarte, eksperci z sektora bankowego wskazali na potrzebę podjęcia działań

¹⁶ REPO (*Repurchase Program, Repurchase Agreement*) – program o charakterze niestandardowego działania banku centralnego przewidujący zwiększenie podaży pieniądza w gospodarce za pomocą udzielania niskooprocentowanych pożyczek przez bank centralny na rynku międzybankowym. W praktyce operacje w ramach *REPO* są przedmiotem dyskusji w odniesieniu do prowadzenia polityki pieniężnej przez amerykański bank centralny. Warto jednak zaznaczyć, iż FED nie jest jedynym podmiotem, który korzysta z ów rozwiązania.

¹⁷ *TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations)* - narzędzie niestandardowe Europejskiego Banku Centralnego stosowane w celu refinansowania dłuższych operacji. Meritum instrumentu polega 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 roku. Natomiast w 2016 roku EBC zdecydował się na kolejne wznowienie ów rozwiązania pod nazwą *TLTRO-II* w 2016 roku. Szerzej na ten temat zob. [Bassan, 2017].

¹⁸ Program w zakresie instrumentarium niestandardowego, którego rozwiązania zostały zaimplementowane w gospodarce węgierskiej w 2013 roku. Istota programu zakładała finansowanie w ramach

wychodzących poza ramy banku centralnego i wprowadzenie zawieszenia dotyczącego przestrzegania wymogów umownych tzw. kowenantów. Co więcej, postulowano uelastycznienie dokonywania odpisów z jednoczesnym zawieszeniem *MSSF9*¹⁹, bądź też uwolnienie rezerw z tytułu odpisów [Obniżka stóp procentowych, 2020].

W ramach propozycji rozwiązań szczegółowych ze strony środowiska bankowego wobec NBP zwrócono także uwagę na potrzebę uwolnienia bufora systemowego, zwolnienia z buforów *OSIL*, ograniczenie negatywnych konsekwencji niewypełnienia bufora zabezpieczającego pod warunkiem wykorzystania środków na kredytowanie MŚP. Postulaty sektora bankowego obejmowały także obniżenie wag ryzyka aktywów poprzez 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 ze strony środowiska bankowego było obniżenie podatku bankowego, bądź zmiana jego definicji przy uwzględnieniu poziomu aktywów na koniec roku kalendarzowego 2019 [Ibidem].

Zakończenie

Dokonując próby oceny sposobności i zakresu działań polskiego banku centralnego w gospodarce można stwierdzić, iż charakter ów działań był ogólny i skoncentrowany na analogicznych rozwiązaniach stosowanych przez banki centralne innych krajów. W odniesieniu do *stricte* narzędzi wykorzystanych po stronie polityki monetarnej zdecydowano w największym stopniu o implementacji instrumentarium niestandardowym (luzowanie ilościowe) oraz częściowo standardowym w postaci obniżenia stóp procentowych.

Kolejne kwartały w polskiej gospodarce będą odzwierciedlać wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego. Już w pierwszym etapie nowego kryzysu gospodarczego 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 prowadzonej polityki pieniężnej przez polski bank centralny stronie rządowej pozostaje do

niskooprocentowanych pożyczek podmiotów ekonomicznych (mikro-, małych- i średnich przedsiębiorstw) na rzecz zapewnienia wzrostu gospodarczego. Szerzej na ten temat zob. [M. Endresz, P. Harasztosi, R. P. Lieli, *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>, kwiecień 2020 rok].

¹⁹ MSSF9 (Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej nr 9).

dyspozycji impuls fiskalny w oddziaływaniu na gospodarkę, co w konsekwencji prowadzić będzie do wzrostu zadłużenia.

Podsumowując zaprezentowane działania ze strony NBP oraz krytykę ów rozwiązań ze strony środowiska naukowego można stwierdzić, iż polski bank centralny nie obawiał się wzrostu cen i pogłębiających się problemów inflacyjnych w pierwszym kwartale 2020 roku. Głównym priorytetem pozostawało wówczas przeciwdziałanie przed ewentualnym krachem gospodarczym.

Bibliografia:

Alert gospodarczy- cotygodniowy cykl opinii [2020], www.brief.pl/alert-gospodarczy-cotygodniowy-cykl-opinii/ [data dostępu: 03.05.2020].

Bassan F., [2017], *Criteria for Determining the Legality of the ECB's Unconventional Measures*, [w:] Luigi D., Simone P., Cisotta R. (red.) *Democracy in the EMU in the Aftermath of the Crisis*, 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.

COVID-19, ZMPD, www.zmpd.pl [data dostępu: 29.04.2020].

Dane gospodarcze i finansowe dla Polski, Główny Urząd Statystyczny, www.gus.gov.pl [data dostępu: 29.04.2020].

Działalność Narodowego Banku Polskiego, Narodowy Bank Polski, www.nbp.gov.pl [data dostępu: 07.04.2020].

Endresz 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, GPW, www.gpw.pl/statystyki, [data dostępu: 08.04.2020].

Goldberg L., Kennedy C., Miu J. [2010], *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, NBER Working Paper No. 15763.

Grostał W., Ciżkowicz-Pękała M., Niedźwiedzińska J., Skrzyszewska-Paczek E., Stawasz E., Wesołowski G., Żuk P. [2015], *Ewolucja strategii celu inflacyjnego w wybranych krajach*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

Hayes M. J. [2010], *Measuring Economic Impact of Drought: A Review and Discussion*, [w:] *Disaster Prevention and Management* 20(4).

Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., Narodowy Bank Polski, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_03_17.pdf [data dostępu: 07.04.2020].

Kiley M. T. [2018], *Quantitative Easing and the 'New Normal' in Monetary Policy*, Finance and Economics Discussion Series (FEDS), Federal Reserve System (FED), Washington.

Mishkin F. S. [2007], *Monetary Policy Strategy*, The MIT Press, Cambridge.

Na walkę z kryzysem potrzeba 40 mld złotych. Dość zakłamywania rzeczywistości, Business Insider, www.bi.pl [data dostępu: 08.04.2020].

NBP łagodzi skutki pandemii i utrzymuje stabilność złotego, Obserwator Finansowy, www.obserwatorfinansowy.pl [data dostępu: 29.04.2020].

NBP wytoczył ciężkie działa w walce z pandemią, Gazeta Prawna, www.biznes.gazetaprawna.pl [data dostępu: 29.04.2020].

Obligacje komunalne, Catalyst, www.gpwcatalyst.gov.pl [data dostępu: 07.04.2020].

Obniżka stóp procentowych nie musi zwiększyć dostępności kredytów, Parkiet, www.parkiet.com [data dostępu: 27.04.2020].

Coraz mniejsza przestrzeń do cięcia stóp, Obserwator finansowy, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/dispatches/kochalski-rpp-coraz-mniejsza-przestrzen-do-ciecia-stop/> [data dostępu: 29.04.2020].

Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 4 marca 2020r., Narodowy Bank Polski, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/minutes/mi_iii2020.pdf [data dostępu: 07.04.2020].

Papadia F., Valimaki T. [2018], *Central Banking in Turbulent Times*, Oxford University Press, Oxford.

Podstawowe stopy procentowe NBP, Narodowy Bank Polski, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm>, [data dostępu: 19.04.2020].

Polityka pieniężna: Projekcje inflacji i PKB, Narodowy Bank Polski, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji_2019_lis_topad.html [data dostępu: 07.04.2020].

Rzecz o biznesie: Leszek Balcerowicz: Cięcie stóp to lekarstwo gorsze od choroby, Rzeczpospolita, www.rp.pl [data dostępu: 29.04.2020].

Wessel D. [2016], *Introduction*, [w:] Wessel D. (red.), *Central Banking after the Great Recession. Lessons learned, Challenges Ahead*, Brookings Institution Press, Washington.

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w lutym 2020 roku, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, 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: 07.04.2020].