
ALERT GOSPODARCZY

8

gap.



open
eyes
economy
summit

dr Bartłomiej Biga
prof. SGH dr hab. Agnieszka Chłoń-Domińczak
prof. dr hab. Jan Czekaj
dr Sławomir Dudek
dr hab. Dariusz Filar
dr Mirosław Gronicki
prof. dr hab. Jerzy Hausner
dr Janusz Jankowiak
Robert Kowalski
prof. UG dr hab. Leszek Pawłowicz
prof. SGH dr hab. Andrzej Rzońca
prof. dr hab. Andrzej Sławiński
dr Małgorzata Starczewska-Krzysztosek

POLITYKA PIENIĘŻNA – RAMY, MOŻLIWOŚCI, ZAGROŻENIA

W polityce monetarnej potrzebne są ramy, tak samo jak w polityce fiskalnej, o czym pisaliśmy w poprzednim Alercie Gospodarczym (AG7) (www.oees.pl/dobrzewie-dziec). Są one w tym przypadku oczywiście inne, ale muszą być przyjęte i respektowane. W przeciwnym razie bank centralny traci wiarygodność, a wraz z tym polityka monetarna staje się nieprzejrzysta, nieprzewidywalna i nieskuteczna. Dotyczy to tak okresu, w którym stabilność i równowagę makroekonomiczną relatywnie łatwo utrzymywać (polityka konwencjonalna), jak i okresu epidemii, kiedy o to trudno i bank centralny może być zmuszony do podejmowania niekonwencjonalnych działań.

Aby stworzyć warunki umożliwiające możliwie szybki i skuteczny powrót gospodarki na ścieżkę wzrostu po kryzysie COVID-19 w wielu krajach zastosowano ekspansywną politykę fiskalną, którą wspomagają banki centralne.

Sytuacja taka jest w dużym stopniu nieunikniona, tym niemniej coraz częściej podnoszony jest problem, na ile może to prowadzić do erozji niezależności banku centralnego i powrotu do sytuacji, w której polityka pieniężna była podporządkowana (do 2. poł. lat 80) polityce fiskalnej (*fiscal dominance*). Nawet w krajach wysoko rozwiniętych w pełni niezależnymi bankami centralnymi były wówczas tylko Bundesbank i Narodowy Bank Szwajcarii.

Ryzyko erozji niezależności banków centralnych jest mniejsze w państwach, w których litera prawa jest ściśle przestrzegana. W ich przypadku można mieć pewność, że stosowane w czasie obecnego kryzysu formy interwencji

banku centralnego nie będą kontynuowane po jego zakończeniu, a banki centralne będą się z nich wycofywały możliwie szybko.

Wyzwania dla Narodowego Banku Polskiego

Przejrzystość operacji NBP to konieczny warunek zwiększenia zaufania, przewidywalności i efektywności polityki monetarnej. Bank centralny musi działać w ramach i w granicach prawa. Konstytucja w art. 227 ust. 1 nakłada na NBP obowiązek dbania o wartość złotego. Z kolei w art. 220 ust. 2 zakazuje „pokrywania deficytu przez zaciąganie zobowiązania w centralnym banku państwa”.

Wyzwaniem dla NBP będzie szybko rosnący poziom zadłużenia publicznego oraz konieczność delewarowania sektora finansów publicznych w średnim okresie przy inflacji w korbach.

Niekonwencjonalne działania banków centralnych w krajach wysoko rozwiniętych sprawdziły się w zapobieganiu załamaniu sektora finansowego. Mają jednak też poważne skutki uboczne. Działania te przede wszystkim zniekształcają wycenę ryzyka (w tym osłabiają dyscyplinujące działanie rynków finansowych na dłużników – także rządy) oraz sprzyjają tzw. zombifikacji gospodarki. To ostatnie zjawisko polega na tym, że gospodarka przestaje być oczyszczana z nieefektywnych firm, co hamuje rozwój zdrowych przedsiębiorstw i utrudnia wchodzenie na rynek nowym podmiotom. Spadek odsetka nowych firm zmniejsza z kolei natężenie innowacji, które w dużej części są wprowadzane albo przez nie, albo pod wpływem presji konkurencyjnej z ich strony na podmioty funkcjonujące na rynku. Efektem końcowym jest osłabienie długofalowego wzrostu gospodarki. Ryzyko uporczywej stagnacji jest dodatkowo zwiększane przez wzrost długu publicznego do wysokiego poziomu. Jeżeli zarówno ceny obligacji skarbowych, jak i ich zasób silnie wzrosną, to podwyżki stopy procentowej,

do których musiałoby dojść, gdyby wzrost gospodarki na trwałe powrócił do tempa sprzed kryzysu, oznaczałyby pogorszenie bilansów podmiotów gospodarujących i instytucji finansowych oraz wzrost kosztów obsługi długu.

U nas niekonwencjonalne działania w polityce pieniężnej rodzą dużo większe zagrożenia niż w krajach wysoko rozwiniętych. Polska nie ma bowiem ugruntowanych ani instytucji, ani zaufania inwestorów.

Utrzymanie wiarygodności NBP będzie wyzwaniem w trakcie wyjścia z niekonwencjonalnej polityki monetarnej. A to właśnie w tym okresie będziemy mieć do czynienia z najwyższym ryzykiem inflacji.

Operacje płynnościowe NBP

W obecnych warunkach podstawowym obszarem aktywności i wpływu na różne procesy ekonomiczne będzie obszar związany z zakupami aktywów przez NBP. Z wykorzystaniem tych instrumentów wiążą się dwie kwestie, które będą decydować o skuteczności polityki pieniężnej.

Pierwsza dotyczy charakteru oraz skali dokonywanych zakupów aktywów finansowych przez NBP.

Druga związana jest z przejrzystością tych operacji, która będzie decydować o wiarygodności banku centralnego czy szerzej – polityki makroekonomicznej państwa.

To, że bank centralny będzie musiał w jakimś zakresie kupować papiery wartościowe, głównie skarbowe i gwarantowane przez skarb państwa, u wielu ekonomistów nie budzi wątpliwości. NBP powinien jednak jasno stwierdzić, czy dokonywane zakupy papierów wartościowych mają za zadanie dostarczyć płynność dla sektora bankowego czy też mają charakter stymulujący sferę realną, czy wprost dofinansowanie podmiotów sfery realnej. Od pierwszych informacji dotyczących zakupu aktywów NBP prezes

Adam Glapiński wskazywał w swoich wypowiedziach, że celem ma być ratowanie (stymulowanie) gospodarki. Tymczasem punktem wyjścia winny być raczej operacje płynnościowe. W dniu 30 kwietnia NBP sprzedał bony pieniężne za ponad 117 mld zł i była to najwyższa wartość w tym roku. Równocześnie na rachunkach bieżących i depozytach na koniec dnia znajdowało się ponad 40 mld zł. Można zatem stwierdzić, że polski sektor bankowy jest w chwili obecnej wysoce nadpłynny, co wynika w dużej mierze z zakupów dokonanych przez NBP. Dlatego podkreślamy, że dopóki banki komercyjne nie cierpią na brak płynności, sprzedaż rządowych papierów wartościowych powinna być dokonywana na rynku.

Druga kwestia związana jest z przejrzystością operacji dokonywanych przez NBP, zwłaszcza w relacji z rządem. Oprócz wspomnianych wyżej zakupów rządowych papierów wartościowych najważniejszym programem stymulacyjnym jest realizowana przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR) tzw. tarcza finansowa. Jej konstrukcja budzi poważne wątpliwości. W ramach tej tarczy przedsiębiorstwom mają być udostępniane środki pieniężne pochodzące z emisji obligacji przez PFR. Mimo że program ruszył, nie wiemy, jaki charakter ma ta pomoc: kredytu czy subwencji (kredyto-subwencji?). Tak czy inaczej do 75% udostępnianej kwoty ma być umarżane. Zdaniem prezesa PFR efektywnie zostanie umorzonych około 60% całej udostępnionej kwoty, czyli około 60 mld zł. Jeżeli pomoc ma mieć charakter bezwrotny (częściowo bezzwrotny), to oczywiście nie może być ona finansowana przez instytucje komercyjne (PFR, banki komercyjne) czy NBP. Te środki muszą pochodzić z budżetu państwa, a kontrolę nad ich wydatkowaniem powinien spełniać minister finansów, a nie prezes PFR. Czy prezes PFR będzie podejmował decyzje o umorzeniu subwencjo-kredytów o wartości 60 mld zł?! Informacja o tym, które spółki i w jakim zakresie otrzymały pomoc bezzwrotną musi zostać upubliczniona.

Obecna konstrukcja „tarczy finansowej” rodzi obawy, że rządzący chcą ukryć rzeczywisty deficyt i dług publiczny. Analitycy finansowi łatwo rozszyfrują charakter operacji, co może wpłynąć na ich ocenę wiarygodności polityki finansowej państwa.

Niepokojący jest brak polityki informacyjnej NBP. Banki centralne, nie mając bezpośredniego demokratycznego mandatu, są zobowiązane do pełnego wyjaśnienia swych decyzji – w tym zwłaszcza w czasie kryzysu – i wskazania, jak mieszczą się one w sprawowanym przez nie mandacie. Konieczność podejmowania szybkich działań nie może uzasadniać braku ich wyjaśniania.

Polityka pieniężna i inflacja

W nadchodzących miesiącach inflacja powinna wyraźnie spaść na skutek załamania cen paliw na światowych rynkach, którego głębokość nie ma precedensu, obniżek cen w sektorach najbardziej dotkniętych przez pandemię i mrożenia gospodarki (linie lotnicze, turystyka i rekreacja, gastronomia, branża odzieżowa), generalnego osłabienia popytu oraz dużej niepewności co do skali i uporczywości tego osłabienia, zniechęcającego firmy do dalszego podnoszenia cen. Czynniki te powinny przeważać nad skutkami suszy, która będzie podtrzymywać wysokie ceny żywności. Ceny żywności, które niemal z całkowitą pewnością w najbliższym czasie będą działać proinflacyjnie głównie ze względu na krajowe warunki atmosferyczne, i tak w ostateczności będą uzależnione od sytuacji na światowym rynku żywności. W obliczu oczekiwanego wzrostu bezrobocia niebezpieczeństwo powstania tzw. drugiej rundy jest raczej niewielkie.

Problemem będzie poważny rozdźwięk między inflacją mierzoną przez GUS a inflacją odczuwalną. Większa niż zazwyczaj część cen w koszyku inflacyjnym będzie szacowana. Zmniejszy to reprezentatywność próbki, a to nie

będzie sprzyjać jej wiarygodności. W oficjalnych wskaźnikach dominującą rolę odgrywać będą statystyczne spadki tych kategorii cen w koszyku konsumpcyjnym, na które popyt z powodu zamknięcia gospodarki, a później także jej powolnego otwierania, pozostanie ograniczony (paliwa, transport, turystyka).

Z uwagi na wspomniany rozdźwięk między oficjalnymi odczytami CPI, a inflacją odczuwalną, pomimo pogorszenia się sytuacji na rynku pracy, presja na wzrost wynagrodzeń nie musi wygasnąć. W niektórych obszarach tzw. gospodarki bezkontaktowej, gdzie popyt będzie szybko rósł, spodziewać się można nawet wzrostu oczekiwań płacowych. Dotyczy to szczególnie sfery usług.

Tempo hamowania inflacji będzie w dużym stopniu zależać od tego, co stanie się z kursem złotego. Już jest on słaby, a działania banku centralnego i rządu grożą jego dalszym osłabieniem.

Złoty, podobnie jak inne waluty krajów zaliczanych do segmentu EM, znajdować się będzie pod presją deprecjacyjną, związaną z odpływem kapitału portfelowego utrzymującą się wysoką awersją do ryzyka, rosnącą wraz z przybierającą na sile falą niewypłacalności na rynku długu korporacyjnego. Osłabienie PLN będzie większe, jeśli jeszcze bardziej zawęzi się spread na stopach procentowych między Polską, a rynkami bazowymi. Na kurs wpływać też będzie ewentualne obniżenie ratingu, o ile agencje ocenią negatywnie brak przejrzystości w operacjach banku centralnego na rynku długu oraz naruszenie lub usunięcie reguł fiskalnych.

Średnia z dostępnych na tę chwilę prognoz inflacji w Polsce wynosi 3,0% w br., co oznacza, że wielu ekonomistów spodziewa się spadku inflacji poniżej celu inflacyjnego w drugiej połowie roku i 2,4% w 2021. Warto jednak

podkreślić, że dopóki inflacja nie spadnie w okolice zera, będzie zmniejszać realną wartość oszczędności, których oprocentowanie po zredukowaniu stóp przez NBP, jest właśnie bliskie zera.

Jeżeli jednak brak inflacyjnych następstw dużej emisji pieniądza banku centralnego skłoni go do jej powiększania, to będzie narastać zagrożenie, że ta dodatkowa płynność wyleje się na rynek walutowy, powodując dalsze osłabienie złotego i – w efekcie – podbijając ryzyko inflacji.

Wpływ polityki pieniężnej (polityki stóp procentowych) na inflację przynajmniej w krótkim i średnim okresie – będzie niewielki. Zresztą przestrzeń do zmian stóp procentowych jest dzisiaj niewielka – możliwości obniżek zostały właściwie całkowicie wykorzystane, a podwyżki stóp procentowych są dzisiaj trudne do wyobrażenia.

Wnioski

1. Inflacja nie jest obecnie istotnym zagrożeniem dla gospodarki. Największe niebezpieczeństwo wynika z potencjalnej utraty wiarygodności polityki makroekonomicznej (wykorzystanie emisji pieniądza do finansowania długu publicznego), wzrost rynkowych stóp oprocentowania długu oraz osłabienie złotego.
2. Pierwsze oznaki rosnącej inflacji po krótkotrwałej przerwie możemy zobaczyć już za 12–18 miesięcy. Nie będzie to raczej hiperinflacja, ale uporczywa dawno nie widziana w krajach rozwiniętych inflacja utrzymująca się w przedziale 5–7%. W przypadku krajów rozwijających się, dotkniętych skutkami osłabienia walut, niewypłacalności, podlegających moratorium na długi lub poddanych programom restrukturyzacji zadłużenia nie będzie zaskoczeniem trwały powrót inflacji dwucyfrowej.
3. W Polsce nie ma żadnych powodów do długiego stosowania niestandardowych form polityki pieniężnej.

Skup obligacji skarbowych dokonany przez bank centralny powinien być traktowany jako sytuacja absolutnie wyjątkowa, wynikająca z pandemii. W polskiej gospodarce nie ma – jak na przykład w Japonii – dużego nadmiaru oszczędności w sektorze przedsiębiorstw, który rząd musiałby wprowadzać na powrót do gospodarki, uciekając się do ekspansji fiskalnej.

4. Ani rząd, ani bank centralny nie wyjaśniły, dlaczego głównym źródłem finansowania wydatków na walkę z kryzysem jest emisja obligacji PFR skupowanych w decydującej mierze przez NBP. Nie zapewniono należytej przejrzystości działania PFR. Otwiera to drogę dla nadmiernego interwencjonizmu państwowego po kryzysie COVID-19. Obligacje PFR mają gwarancję skarbu państwa, ale brakuje zapewnienia, że NBP nie będzie kupował obligacji PFR w przyszłości, udzielając w ten sposób *de facto* subwencji dla na przykład spółek skarbu państwa, które i tak nie mają motywacji do poprawy efektywności, nie będąc narażone na ryzyko bankructwa.
5. Biorąc pod uwagę, że polska gospodarka nadal przechodzi przez okres realnej konwergencji, charakteryzujący się relatywnie wysokim tempem wzrostu wydajności, nie ma również powodów, by bank centralny utrzymywał po kryzysie COVID-19 stopy procentowe na sztucznie niskim poziomie, powodującym erozję skłonności gospodarstw domowych do oszczędzania i ryzyko nieracjonalnej alokacji kredytów do firm charakteryzujących się niską wydajnością.
6. Najpoważniejszym zagrożeniem długookresowym kryzysu COVID-19 jest trwałe zwiększenie się zakresu interwencjonizmu państwowego już po kryzysie. Włączenie banku centralnego na stałe do polityki interwencyjnej rządu oznaczałoby *de facto* wyrzeczenie się jego niezależności. Nadzieje, że duże inwestycje infrastrukturalne i zwiększone nakłady na innowacyj-

ność (w dużej części tylko deklaratywne) mogą podtrzymać wzrost gospodarczy nawet przy stopniowym wyłączaniu mechanizmów rynkowych i słabej jakości (niezależności) instytucji, są iluzją, o czym świadczą przykłady krajów, w których kapitalizm państwowy albo dominuje (jak w Rosji), albo zaczyna być wyraźnie wzmacniany, jak dzieje się to już od kilku lat w Chinach. Nie przypadkiem wzrost interwencjonizmu państwowego łączył się tam ze stopniowym osłabieniem tempa wzrostu PKB.

Alert gospodarczy to inicjatywa think tanku Open Eyes Economy oraz Kolegium Gospodarki i Administracji Publicznej Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie. Wszystkie alerty eksperckie dostępne na: www.oees.pl/dobrzewiedziec.