

Bank centralny i dług publiczny

Autor: **Mateusz Benedyk**

W ostatnich tygodniach przedmiotem nader burzliwej dyskusji w Polsce są proponowane zmiany w ustawie o Narodowym Banku Polskim. Jeśli ustawa zostanie przyjęta w kształcie proponowanym przez rząd, to NBP uzyska możliwość nabywania na rynku wtórnym polskich obligacji skarbowych.

Obecnie NBP nie posiada żadnych obligacji wyemitowanych przez polskie państwo (według [bilansu NBP](#) ten stan utrzymuje się od 2004 roku). Powodem takiego stanu rzeczy jest najpewniej konstytucyjny zapis mówiący, że: „Ustawa budżetowa nie może przewidywać pokrywania deficytu budżetowego przez zaciągnięcie zobowiązania w centralnym banku państwa” (art. 220 ust. 2 Konstytucji RP). Ten zapis dotyczy wprost jedynie bezpośredniego pokrywania deficytu rządowego przez NBP. Dotychczasowa praktyka wskazywała jednak, że przeważał pogląd o zakazie nabywania obligacji przez bank centralny, ponieważ takie działanie miałyby praktycznie takie same skutki jak bezpośrednie pokrywanie deficytu.

Brak zaangażowania banku centralnego w finansowanie deficytu finansów publicznych nie jest polskim pomysłem. W podobny sposób działał niemiecki Bundesbank, zanim Niemcy weszły do strefy euro. Między innymi dzięki tej regule marka niemiecka była uważana za silną i relatywnie mało inflacyjną walutę. Model Bundesbanku został także uznany za odpowiedni, gdy powoływano Europejski Bank Centralny¹. EBC (w przeciwieństwie do np. Systemu Rezerwy Federalnej czy Banku Anglii) nie kupował bezpośrednio obligacji państw strefy euro w początkowych latach swojej działalności. Dopiero po wybuchu kryzysu zadłużenia publicznego EBC kupił obligacje Grecji, Irlandii, Portugalii, Hiszpanii i Włoch warte ponad 200 mld euro. Takim działaniom najgłośniejsz sprzeciwiali się Niemcy, którzy argumentowali, że jest to złamanie zasad zapisanych w prawie unijnym, jak również niebezpieczne odejście od niemieckich tradycji bankowości

¹ Tę kwestię szczegółowo omawia Philipp Bagus, [Tragedia euro](#), tłum. J. Wozinski, Warszawa 2011.

centralnej². Zmiany standardów prowadzenia polityki przez EBC były zapewne inspiracją do nowelizacji ustawy o NBP.

Bezpośrednie a pośrednie finansowanie długu publicznego przez banki centralne

Brak zakupu przez bank centralny obligacji rządowych nie oznacza automatycznie, że bank centralny nie pomaga finansować długu publicznego. O ile zakup obligacji możemy nazwać bezpośrednim finansowaniem długu³, to działania banków centralnych mogą też pośrednio finansować budżet państwa. Dzieje się tak, gdy bank centralny pożycza pieniądze bankom komercyjnym pod zastaw obligacji skarbowych.

Banki centralne przeprowadzają regularnie operacje otwartego rynku, zwiększając lub zmniejszając płynność w sektorze bankowym. Przykładowo EBC oferuje bankom pożyczki w ramach *Main Refinancing Operation* (MRO) lub poprzez *Long Term Refinancing Operation* (LTRO). Na czym polega MRO lub LTRO? EBC ogłasza, że jest skłonny pożyczyć bankom pewną pulę pieniędzy⁴ po określonej stopie procentowej na dość krótki termin (np. 7 dni). Bank komercyjny, który chce taką pożyczkę dostać, musi przedstawić odpowiednie zabezpieczenie – papier wartościowy o określonym ratingu. Jeśli bank komercyjny przedstawi papier wart nominalnie 1000 euro, to nie dostanie pożyczki wartej dokładnie tyle. Będzie to kwota wartości nominalnej pomniejszona o marżę – *haircut*. Im papier ma lepszy rating, tym mniejsza marża EBC. Najniższe marże są ustalane na obligacje skarbowe państw strefy euro⁵. Jeśli EBC udziela pożyczki, to znaczy, że kreuje nowy pieniądź, który może zostać przez banki użyte do zakupu kolejnych obligacji, które można następnie użyć do uzyskania kolejnych pożyczek z EBC. Jakie są tego efekty? Po pierwsze, rośnie atrakcyjność obligacji dla sektora bankowego, co przyczynia się do spadku rentowności obligacji i tym samym mniejszych kosztów obsługi długu

² Te protesty powtórzyły się, gdy Mario Draghi ogłosił gotowość do skupowania jeszcze większej ilości długu publicznego w ramach tzw. *Outright Monetary Transactions*.

³ Za bezpośrednie finansowanie długu można by oczywiście uznać także pokrywanie części wydatków budżetowych przez bank centralny – jak w scenariuszu, o którym wspomina polska konstytucja.

⁴ Czasami nie są ustalane żadne limity.

⁵ Był to jeden z powodów atrakcyjności greckich obligacji wśród francuskich czy niemieckich banków.

publicznego. Po drugie, odsetki od pożyczek udzielanych przez EBC pod zastaw obligacji trafiają jako zysk banku centralnego do budżetów europejskich państw. Sam fakt przyjmowania obligacji jako zabezpieczenia pożyczek stanowi zatem o istnieniu pewnego pośredniego systemu finansowania długu publicznego⁶.

Celowo w tym przykładzie mówię o strefie euro, ponieważ sytuacja Polski jest tutaj bardzo specyficzna. Mianowicie rezerwy stworzone przez NBP są na tyle duże, że polskie banki praktycznie nie pożyczają pieniędzy w banku centralnym. Według bilansu NBP w kwietniu 2014 r. kredyty dla monetarnych instytucji finansowych wynosiły 0 zł⁷. To NBP pożyczka pieniądze od banków komercyjnych, emitując papiery dłużne (ich wartość w kwietniu przekraczała nieznacznie 100 mld zł). Chociaż opisany powyżej schemat pośredniego finansowania długu publicznego przez NBP jest możliwy, to w polskich realiach nie ma on na razie praktycznego znaczenia.

Skup obligacji skarbowych przez bank centralny

Liczne banki centralne decydują się na bardziej otwarte finansowanie długu publicznego i skupują obligacje skarbowe (tak dzieje się w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii czy w strefie euro) na tzw. rynkach wtórnych⁸. Takie działania mają dwa ważne skutki – zmieniają rozkład dochodów w społeczeństwie oraz prowadzą do faktycznego umorzenia części długu publicznego posiadanego przez bank centralny.

Skup obligacji skarbowych oznacza kreację nowego pieniądza. Takie działanie prowadzi do tendencji do wzrostu cen powyżej poziomu, który osiągnęłyby bez dodatkowej kreacji pieniądza⁹. Nie prowadzi to jednak do wzrostu wszystkich cen w tym samym stopniu i w tym samym czasie. W miarę wydawania przez ludzi nowych pieniędzy na kolejne dobra i usługi powoli zmienia się struktura cen. Rosną ceny tych dóbr, na których zakup zdecydowali się pierwsi użytkownicy nowego pieniądza. Osoby, do których nowe pieniądze

⁶ Bardziej wyczerpujący opis operacji otwartego rynku prowadzonych przez EBC można znaleźć we wspomnianej już [Tragedii euro](#).

⁷ Całkiem niedawno, w szczycie kryzysu finansowego w grudniu 2008 r., było to prawie 20 mld zł.

⁸ Rynek pierwotny to aukcje długu organizowane przez agencje rządowe. Rynki wtórne to przede wszystkim wszelakiego rodzaju giełdy, na których handluje się obligacjami.

⁹ Może to też zatem oznaczać, że cen spadają wolniej, niż miałyby to miejsce bez działań banku centralnego.

jeszcze nie doszły, muszą pogodzić się ze wzrostem tych cen i faktycznym spadkiem swojego dochodu. Pierwsi użytkownicy nowego pieniądza korzystają zatem kosztem tych, do których nowe pieniądze trafiają najpóźniej. W przypadku zakupu obligacji skarbowych zyska zatem szeroko rozumiany sektor finansowy, od którego bank centralny zakupi obligacje. Skup obligacji przez bank centralny powinien także doprowadzić do wzrostu ich cen. To zwiększy zyski tych, którzy już te obligacje posiadają (czyli ponownie przede wszystkim sektora finansowego).

Oprócz bogacenia sektora finansowego kosztem reszty społeczeństwa skup obligacji przez bank centralny ma jeszcze inny ważny skutek – prowadzi do praktycznego umorzenia części długu publicznego. Bank centralny od posiadanych przez siebie obligacji otrzymuje kupony, które wypłaca rząd. Te odsetki składają się na zysk banku centralnego, który rok później trafia do rządu. Zatem obsługa długu publicznego trzymanego przez bank centralny jest *de facto* bezkosztowa – co dziś wypłacimy, za rok do nas wróci. Przykładowo, [System Rezerwy Federalnej posiada obecnie](#) obligacje rządu amerykańskiego warte prawie 2,4 bln dolarów. Odsetki od tych obligacji stanowią ważną część zysków Fedu. W zeszłym roku Fed [wypłacił do amerykańskiego budżetu 77,7 mld](#) dolarów zysku, co stanowi mniej więcej [1/3 kosztów obsługi długu federalnego](#) w bieżącym roku (ok. 220 mld dolarów). Łatwo sobie wyobrazić, że jeśli NBP zechciałby skupić dług publiczny na skalę amerykańską (ok. 15% PKB), to aktywa NBP powiększyłyby się o obligacje warte 240 mld zł. Licząc ostrożnie, że dałyby one odsetki rządu 2,5 proc., to po roku NBP zasiliłby budżet dodatkowymi 6 mld zł.

Finansowanie rządu a kryzysy

Wiele osób mogłoby się w tym momencie zapytać, czy jest coś złego w tym, że rząd będzie łatwiej finansować dług publiczny. Jeśli chcemy, by polskie państwo wydawało swoje pieniądze w nieco bardziej rozsądny sposób, to trudności w zdobyciu przez państwo dodatkowych środków są wskazane. Trudności z finansowaniem deficytu budżetowego i rosnące oprocentowanie obligacji kraju mogą działać jako skuteczny bodziec do wprowadzania reform i racjonalizowania wydatków publicznych. Jeśli pozwolimy bankowi centralnemu finansować deficyt poprzez skup obligacji, to ten mechanizm kontrolujący rząd zniknie.

Podnosi się także głosy, że celem skupowania obligacji ma nie być finansowanie długu, ale raczej pomoc w przezwyciężeniu kryzysu gospodarczego¹⁰. Przedstawiciele banków centralnych też przede wszystkim mówią o tym aspekcie swoich programów skupów aktywów. Szczegółowa analiza argumentów stojących za tym rozumowaniem wykracza poza ramy tego artykułu. Pozwolę sobie jedynie zauważyć, że kraje, które skupowały lub skupują obligacje na znaczną skalę (Wielka Brytania, Stany Zjednoczone), odnotowały bardzo rachityczne ożywienie po kryzysie gospodarczym (w porównaniu do innych kryzysów z historii tych gospodarek). Japonia – kraj, który od kilkunastu lat eksperymentuje z masowym skupem długu – od wielu lat nie może wkroczyć na ścieżkę szybkiego i trwałego rozwoju gospodarczego. Wydaje się zatem, że programy te nie przynoszą raczej zapowiadanych skutków, a dług publiczny jak najbardziej finansują.

Warto też zauważyć, że możliwość skupu długu to nie jedyna wątpliwa zmiana proponowana w ustawie o NBP. Według [prof. K. Rybińskiego](#) szykuje się także takie poszerzenie kompetencji zarządu NBP, które prowadzi do stworzenia drugiego kanału polityki pieniężnej w ramach walki o „poprawę stabilności systemu finansowego”. Taka zmiana sprawia, że prezes NBP mógłby prowadzić ekspansywną politykę pieniężną, nawet jeśli nie wyraziłaby na to zgody Rada Polityki Pieniężnej. Wszystko wskazuje więc na to, że zamiast [ograniczać kompetencje władz państwowych w systemie pieniężnym](#), będziemy raczej zmierzać w odwrotnym kierunku.

¹⁰ Przykładowo prof. Ireneusz Krzemiński, członek Rady Gospodarczej przy premierze, tak mówił o skupie obligacji 17 VI 2014 r. w programie „Tak jest” w TVN 24: „[...] było też wyciąganie wniosków z tego wielkiego kryzysu europejskiego. Europejski Bank Centralny właśnie nie stosował wykupowania czy też produkowania w ogóle tych skarbowych dokumentów. W związku z tym kryzys był bardzo ostry, tak bardzo dotknął Grecję, Hiszpanię. Gdyby można było zastosować ten mechanizm, to w ogóle ten kryzys byłby znacznie słabszy”. Jak już pisałem, EBC skupował obligacje (także greckie i hiszpańskie) podczas niedawnego kryzysu.