

Pieniądze z helikoptera

Autor: **Arkadiusz Sieroń**

- Idea zrzutów pieniędzy z helikoptera zyskuje na popularności.
- Pieniądz helikopterowy różni się istotnie od luzowania ilościowego.
- Zrzucanie pieniędzy z helikoptera stanowi jawne finansowanie ekspansywnej polityki fiskalnej.
- Głównym ryzykiem związanym z tą propozycją jest wzrost inflacji.

1. Wprowadzenie

W ubiegłym roku [pisaliśmy](#) o wprowadzeniu przez niektóre banki centralne ujemnych stóp procentowych do swoich instrumentariów. Ponieważ kroki te nie przyniosły oczekiwanych rezultatów, a wręcz [mogły osłabić kondycję sektora bankowego](#), toczy się debata na temat użycia kolejnej nietypowej broni w bohaterskiej walce z presją deflacyjną. Chodzi oczywiście o pieniądze z helikoptera (ang. *helicopter money*), zwane również pieniądzem helikopterowym czy finansowaniem monetarnym (ang. *monetary finance*)¹. Zwolennicy twierdzą, że jest to interesujący koncept², a być może nawet niezbędna opcja, aby ożywić wzrost gospodarczy i wygenerować inflację. Przeciwnicy argumentują zaś, że pieniądze z helikoptera oznaczają tak naprawdę dodruk pieniądza i monetyzację długu publicznego. [Niektórzy](#) z kolei uważają, że banki centralne cały czas zrzucają pieniądze z helikoptera, tylko w bardziej zawaolowany sposób. Kto ma rację? Celem tego artykułu będzie analiza pieniądza helikopterowego i wyjaśnienie, na czym polega ten niestandardowy instrument polityki pieniężnej.

2. Czym są pieniądze z helikoptera?

Termin „pieniądze z helikoptera” został zaczerpnięty od Miltona Friedmana, który w swojej książce [The Optimum Quantity of Money](#) wydanej w 1969 r.

¹ Inne propozycje zmian w bankowości centralnej, [wysunięte ostatnio przez Johna Williama](#), prezesa oddziału Fedu w San Francisco, dotyczą podwyższenia celu inflacyjnego bądź zastąpienia go targetowaniem nominalnego PKB.

² Dokładnie takiego określenia użył [Mario Draghi](#) na konferencji prasowej 10.04.2016 r.

sformułował model, w którym nad pewnym społeczeństwem przelatuje helikopter i rozrzuca pieniądze w taki sposób, że salda pieniężne wszystkich osób ulegają podwojeniu w tym samym momencie. Wbrew wielu opiniom celem Friedmana nie była propozycja nowego narzędzia polityki pieniężnej, lecz analiza skutków wzrostu podaży pieniądza przy określonych założeniach. Koncept ten, jednak w zupełnie innym kontekście, ożywił Ben Bernanke w swoim [słynnym przemówieniu z 2002 r. na temat deflacji](#), w którym to argumentował — zyskując sobie przydomek „Helikopterowy Ben” (ang. *Helicopter Ben*) — że finansowane kreacją pieniądza obniżki podatków skutecznie stymulowałyby wydatki konsumpcyjne i zwiększyłyby ceny.

Pieniądz helikopterowy można rozumieć zatem dwojako. Część osób traktuje metaforę zrzutów pieniędzy z helikoptera dość dosłownie i interpretuje je jako fundusze przekazywane przez bank centralny bezpośrednio obywatelom, z pominięciem sektora finansowego lub rządowego. Przykładowo, [Muellbauer](#) dowodzi, że EBC mógłby, a nawet powinien, każdemu obywatelowi strefy euro przelewać na konto określoną kwotę³.

Większość badaczy ma jednak coś innego na myśli, gdy mówi o zrzucaniu pieniędzy z helikoptera — pod tym pojęciem rozumieją oni finansowanie przez bank centralny ekspansywnej polityki fiskalnej. Rządy mogłyby następnie przeznaczyć pozyskane z banku centralnego fundusze na: a) bezpośrednie

³ Istnieje nawet społeczna inicjatywa domagająca się „[luzowania ilościowego dla ludzi](#)”. Jej zwolennicy argumentują, że zrzucanie pieniądza z helikoptera bezpośrednio do gospodarstw domowych mogłoby obniżyć nierówności dochodowo-majątkowe zwiększone przez luzowanie ilościowe, które podwyższało ceny aktywów finansowych, poprawiając sytuację materialną ich posiadaczy. Widać tutaj związek z ideą bezwarunkowego dochodu podstawowego, o której niedawno [pisaliśmy](#). Bank centralny mógłby również dystrybuować obywatelom [emitowaną przez siebie kryptowalutę](#). Istnieją jednak wątpliwości prawne, czy rzeczywiście bank centralny byłby upoważniony do transferów pieniężnych skierowanych do obywateli, które kojarzą się raczej z polityką fiskalną będącą w gestii wybieralnych rządów.

transfery do obywateli; b) sfinansowanie obniżek podatków⁴; c) zwiększenie wydatków na dobra lub usługi, np. na projekty infrastrukturalne⁵.

Mimo różnic między tymi wariantami, wszystkie w pewnym sensie sprowadzałyby się do przekazywania nowo wykreowanych pieniędzy obywatelom przez bank centralny — tylko że z rządem jako pośrednikiem. We wszystkich trzech przypadkach zwiększyłyby się zatem dochody gospodarstw domowych oraz ich siła nabywcza (bez odpowiadającej redukcji siły nabywczej innych podmiotów). Zatem zrzucanie pieniędzy z helikoptera mogłoby mieć względnie poważne konsekwencje inflacyjne⁶, ponieważ nowe środki pieniężne trafiłyby bezpośrednio (lub pośrednio poprzez wydatki rządu) do gospodarstw domowych, które w znacznej mierze wydałyby je zapewne na dobra konsumpcyjne. Luzowanie ilościowe, wbrew wielu obawom, nie doprowadziło do wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych między innymi dlatego, że wzrost rezerw bankowych nie przełożył się na dynamiczny wzrost akcji kredytowej skierowanej do szerokiego społeczeństwa.

Jak w praktyce miałyby wyglądać zrzucanie pieniędzy z helikoptera? Bank centralny mógłby bezpośrednio kredytować konto Skarbu Państwa⁷ lub nabywać wieczyste obligacje skarbowe (konsole) niewypłacające odsetek (lub z odsetkami bliskimi zera). Deficyty rządowe nie byłyby więc finansowane emisją długu i funduszami wierzycieli, lecz wzrostem bazy monetarnej. W pewnym sensie nie jest to żadna rewolucyjna idea: ostatecznie nabywanie przez banki centralne

⁴ Finansowanie obniżek podatków kreacją pieniądza może wydawać się atrakcyjne, ale tak naprawdę jest to jedynie zastąpienie tradycyjnych podatków podatkiem inflacyjnym.

⁵ Jeremy Corbyn, obecny przewodniczący brytyjskiej Partii Pracy, dał się poznać jako zwolennik finansowania przez bank centralny rządowych inwestycji, określanego przezeń mianem „[obywatelskiego luzowania ilościowego](#)”.

⁶ Mogłyby one jednak być hamowane poprzez spłatę kredytów przez obywateli lub zwiększenie przez nich sald gotówkowych.

⁷ Warto zauważyć, że bezpośrednie transfery pieniężne do obywateli lub rządu skutkowałyby wzrostem jedynie zobowiązań banku centralnego bez odpowiadającemu wzrostowi aktywów, jak w przypadku zakupów obligacji skarbowych. Zmniejszeniu uległby zatem kapitał banku centralnego. Wbrew jednak pewnym obawom, [ujemny kapitał nie stanowi problemu dla banku centralnego](#). Może jednak napotkać na pewne problemy z nim związane w postaci ograniczeń prawnych bądź negatywnej percepcji takiego zjawiska przez inwestorów.

obligacji skarbowych — czy to w ramach luzowania ilościowego, czy też zwykłych operacji otwartego rynku — również [wspiera budżet państwa](#)⁸. Aby należycie zrozumieć pieniądź helikopterowy, należy zatem przeanalizować różnice względem luzowania ilościowego.

3. Czym różni się zrzucanie pieniędzy z helikoptera od QE?

Po pierwsze, finansowanie deficytów budżetowych nie było jawnym celem luzowania ilościowego, które było prowadzone właściwie niezależnie od polityki fiskalnej rządu. Luzowanie ilościowe zwiększa zatem bazę monetarną, ale niekoniecznie następuje równoczesna ekspansja fiskalna. Oczywiście, ultra niskie stopy procentowe i nabywanie obligacji skarbowych przez bank centralny zwiększa motywację rządu do pogłębiania deficytu, niemniej pozostaje to odrębną decyzją władz fiskalnych. Z kolei zrzucanie pieniędzy z helikoptera stanowi otwarte finansowanie deficytów rządowych, w której nie chodzi o kupowanie aktywów, lecz o bezpośrednie wspieranie rządu. Zatem polityka monetarna wykorzystująca zrzućty pieniędzy z helikoptera staje się quasi-fiskalną polityką.

Po drugie, w teorii luzowanie ilościowe jest tymczasowe, zaś banki centralne mają w przyszłości odsprzedawać skupione wcześniej przez siebie aktywa. Nie postawilibyśmy pieniędzy, że coś takiego rzeczywiście kiedyś nastąpi, niemniej zobowiązanie banku centralnego do zmniejszenia bilansu w przyszłości może wpływać na oczekiwania uczestników rynku, a poprzez nie na zagregowany popyt. Z kolei wzrost bazy monetarnej zrucanej z helikoptera jest już w zamierzeniu trwały i praktycznie nieodwracalny⁹, ponieważ banki centralne nie nabywałyby aktywów, lecz przekazywałyby całkowicie za darmo emitowane przez siebie pieniądze społeczeństwu lub rządowi. Z tego powodu niektórzy postrzegają zrzucanie pieniędzy z helikoptera jako trwałe i nieodwracalne luzowanie ilościowe skoordynowane z ekspansywną polityką fiskalną.

Po trzecie, i być może najważniejsze, inny jest kanał transmisji polityki monetarnej. Tradycyjna polityka monetarna oddziałuje poprzez stopy

⁸ Z historycznego punktu widzenia monetyzacja długu publicznego również nie jest czymś wyjątkowym.

⁹ Odwrócenie takiej polityki wymagałoby np. niszczenia banknotów (bądź uznania je za nieważne przez bank centralny).

procentowe. Bank centralny poprzez operacje otwartego rynku wpływa na cenę rezerw bankowych i w konsekwencji na aktywność banków komercyjnych. Wielka recesja wymusiła zmianę tego podejścia. Ponieważ stopy procentowe zbliżyły się do zera, banki centralne rozpoczęły programy luzowania ilościowego. Ich celem było zwiększenie podaży szerokiego pieniądza raczej poprzez bezpośredni wzrost bazy monetarnej, aniżeli poprzez oddziaływanie na cenę rezerw bankowych. Innymi słowy, banki centralne zaczęły wprowadzać nowe pieniądze do gospodarki i oddziaływać na (długoterminowe) stopy procentowe niejako z pominięciem kanału pożyczkowego sektora bankowego¹⁰, a poprzez szerszy sektor finansowy (rynek aktywów). Nabywanie aktywów w ramach luzowania ilościowego zwiększa rezerwy bankowe. Jednak to wciąż od banków i kredytobiorców zależy tempo akcji kredytowej i wzrostu szerszej podaży pieniądza. Natomiast omijając sektor finansowy poprzez przekazywanie pieniędzy obywatelom lub rządowi bank centralny od razu wprowadza nowe pieniądze do „realnej gospodarki”. Jak zatem ujął to [Galí](#), zrzucanie pieniędzy z helikoptera bezpośrednio oddziałuje na zagregowany popyt, nie pośrednio poprzez odpowiedź sektora prywatnego (akcję kredytową) na działania banku centralnego.

4. Skutki zrzucania pieniędzy z helikoptera

Podstawowym efektem pieniądza helikopterowego jest zapewnienie praktycznie darmowego finansowania deficytów rządowych¹¹. Nie trzeba dodawać, że pozwoliłoby to rządowi na kontynuowanie wielu swoich nietrafionych programów i odkładanie niezbędnych reform strukturalnych na św. Dygdy¹². Zahamowałoby to także jakąkolwiek konsolidację finansów publicznych.

Głównym ryzykiem długoterminowym związanym ze zrzutami pieniędzy z helikoptera jest oczywiście wzrost inflacji. Chociaż jest to oficjalny cel bankierów

¹⁰ I oddziaływać na gospodarkę poprzez efekt bogactwa, oczekiwania inflacyjne oraz efekt bilansowania portfela inwestycyjnego.

¹¹ Właściwie obecnie nie wszędzie byłoby to darmowe finansowanie z punktu widzenia skonsolidowanego bilansu banku centralnego i Skarbu Państwa, ponieważ np. rezerwy bankowe złożone w Fedzie są dodatnio oprocentowane. Zatem wzrost rezerw oznaczałby wzrost odsetek wypłacanych przez Fed bankom komercyjnym.

¹² Mario Draghi jest bardzo zabawny w tym kontekście. Na każdej konferencji prasowej wspomina, że w strefie euro niezbędne są reformy strukturalne – nie przeszkadza mu to jednak ciągle luzować polityki monetarnej.

centralnych cierpiących na przykrą [fobię deflacyjną](#), istnieje pewne ryzyko, że wzrost cen wymknąłby się spod kontroli. Możliwość nadużywania monetarnego finansowania przez rządy stanowi przyczynę zakazu bezpośredniego finansowania deficytów rządowych przez EBC czy NBP.

Zwolennicy zrzucania pieniędzy z helikoptera, tacy jak [Adair Turner](#) czy [Willem Buiter](#), dostrzegają takie ryzyko, jednak uważają, że odpowiednie reguły i ograniczenia instytucjonalne (np. niezależny bank centralny przestrzegający celu inflacyjnego) uchroniłyby przed rozwojem znacznej inflacji. Nie dostrzegają oni jednak tego, że gdy raz monetarny Rubikon zostanie przekroczony, otwiera się droga do stopniowego poluzowywania ograniczeń i reguł, a nawet do całkowitego podporządkowanie sobie banku centralnego przez rząd.

Nie można w tym kontekście bowiem zapominać, że zrzucanie pieniędzy z helikoptera wymagałoby silniejszej kooperacji między bankiem centralnym i Skarbem Państwa. Istniałoby zatem ryzyko utraty niezależności przez bank centralny. [Borio et al.](#) zauważają ponadto, że ciągłe zwiększanie rezerw spowodowałoby nieustanne utrzymywanie się stopy procentowej blisko zera, co oznaczałoby utratę kontroli nad poziomem stóp procentowych przez banki centralne.

Innym możliwym skutkiem zrzucania pieniędzy z helikoptera mógłby być wzrost reżimowej niepewności. Polityka taka mogłaby bowiem wywołać obawy co do nadmiernej inflacji i kondycji gospodarki. W konsekwencji pieniądź helikopterowy mógłby prowadzić do skutków odwrotnych do zamierzonych i do dalszego zahamowania tempa wzrostu inwestycji.

5. Podsumowanie

Dwie dominujące narracje tłumaczące niskie tempo wzrostu gospodarczego po wielkiej recesji to sekularna stagnacja oraz delewarowanie sektora prywatnego, który zbyt szybko się zadłużył w latach poprzedzających kryzys finansowy. Trudno zrozumieć, w jaki sposób monetyzacja długu miałaby fundamentalnie odpowiadać na te problemy. Zamiast obchodzenia kanału bankowego poprzez kierowanie nowych pieniędzy bezpośrednio do obywateli lub sektora rządowego, niezbędne jest rozwiązanie problemu nadmiernego zadłużenia, np. poprzez jego umorzenie.

Niestety, idea zrzucania pieniędzy z helikoptera zdobywa coraz szerszą popularność. Chociaż nie wydaje się, aby została szybko wcielona w życie, nadejście kolejnego kryzysu mogłoby spowodować, że [spanikowani bankierzy](#)

[wsiada do helikopterów](#). Dlatego warto już teraz wiedzieć, na czym polega to narzędzie i jakie mogłoby przynieść skutki.

Zrzucanie pieniędzy z helikoptera stanowi niejasne określenie na monetyzację deficytów rządowych w desperackich próbach stymulowania zagregowanego popytu oraz [inflacji](#). Choć pod pewnymi względami jest to podobne działanie do luzowania ilościowego, nowo wykreowane pieniądze trafiałyby do gospodarki w odmienny sposób, poprzez salda pieniężne obywateli lub rządu, generując potencjalnie silniejszą inflację¹³.

Bibliografia:

1. Bernanke B., 2002, „Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here”, <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm#fn18>, [data dostępu: 3.08.2016 r.].
2. Bernanke B., 2003, „Some Thoughts on Monetary Policy in Japan”, <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2003/20030531/default.htm>, [data dostępu: 4.08.2016 r.].
3. Bernanke B., 2016, “What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter money”, Brookings Institute, 11.04.2016 r., <https://www.brookings.edu/2016/04/11/what-tools-does-the-fed-have-left-part-3-helicopter-money/>, [data dostępu: 5.08.2016 r.].
4. Borio C., Disyatat P., Zabai A., 2016, „Helicopter money: The illusion of a free lunch”, VoxEU, 24.05.2016 r., <http://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>, [data dostępu: 4.08.2016 r.].
5. Buitter W. H., 2014, „The Simple Analytics of Helicopter Money: Why It Works — Always”, Economics: The Open Access, Open-Assessment E-Journal, vol. 8, nr 2014-28, sierpień.
6. Danezis G., Meiklejohn S., 2016, „Centrally Banked Cryptocurrencies”, <https://eprint.iacr.org/2015/502.pdf>, [data dostępu: 3.08.2016 r.].
7. Friedman M., 1969a, *The Optimum Quantity of Money*, [w:] *idem, The Optimum Quantity of Money*, Chicago: Aldine Publishing Company.

¹³ Autor tego tekstu może mieć pewne, prawdopodobnie nieuleczalne, skrzywienie zawodowe, ale przykład zrzutów pieniędzy z helikoptera wydaje się potwierdzać tezę, że warto badać [efekt Cantillona](#) i śledzić dokładnie, w jaki sposób nowe pieniądze wchodzi do gospodarki.

8. Galí J., 2014, „The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus”, CREI, wrzesień.
9. Grenville S., 2013, „Helicopter money”, VoxEU, 24.02.2013 r., <http://voxeu.org/article/helicopter-money>, [data dostępu: 4.08.2016 r.].
10. Mises L., 1979, *Ekonomia i polityka*, <http://mises.pl/blog/2011/03/29/mises-ekonomia-i-polityka-rozdzial-4-inflacja/>, [data dostępu: 5.08.2016 r.].
11. Skeptical Investors, 2016, „QE Was Really Just Helicopter Money In Disguise”, Seeking Alpha, 13.07.2016 r., <http://seekingalpha.com/article/3988117-qe-really-just-helicopter-money-disguise>, [data dostępu: 5.08.2016 r.].
12. Turner A., 2015, „The Case for Monetary Finance — An Essentially Political Issue”, 16th Jacques Polak Annual Research Conference, IMF, Washington, DC.
13. Warner J., 2014, „A mad, mad world as even the experts back the nuclear option of helicopter money”, The Telegraph, 13.10.2014 r., <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/11159523/A-mad-mad-world-as-even-the-experts-back-the-nuclear-option-of-helicopter-money.html>, [data dostępu: 5.08.2016 r.].