

Upolitycznienie inwestycji - sposób na problemy gospodarcze?

Autor: **Przemysław Rapka**

- **Prof. Eryk Łon chce wyposażyć NBP w nowe instrumenty polityki monetarnej, w tym niestandardowe.**
- **Proponuje wykorzystanie rynku akcji jako nowego kanału transmisji polityki monetarnej.**
- **Instrumenty niestandardowe i aktywność NBP na rynku akcji pogorszy funkcjonowanie rynku i doprowadzi od marnotrawstwa zasobów.**
- **NBP będzie mocniej upolitycznione, co stanowi zagrożenie dla jego niezależności.**

[W zeszłym tygodniu](#) w artykule pt. *Narodowy Banki Polski nadzieją dla Polski, Europy i Świata* członek Rady Polityki Pieniężnej i profesor Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu Eryk Łon wyraził swoje pragnienie, żeby Narodowy Bank Polski „stał się potężną instytucją finansową wspierająca polską gospodarkę” i „był w mediach z różnych krajów wymieniany obok innych największych banków centralnych świata”. Do tego potrzebne by było — według pana profesora — powiększenie aktywów NBP do poziomu przekraczającego wielkość polskiego PKB oraz wyposażenie banku centralnego w nowe instrumenty polityki pieniężnej, także te niestandardowe. Znalazłyby się wśród nich skup obligacji czy akcji. To właśnie skup akcji był głównym tematem artykułu prof. Łona.

W swoim artykule pan profesor przedstawił krótko w formie pytań i odpowiedzi swoją koncepcję i uzasadnienie ingerencji w gospodarkę przez bank centralny poprzez inwestycje w akcje. Te inwestycje banku centralnego w akcje miałyby być jednym ze sposobów zwiększania rezerw walutowych NBP oraz dać możliwość zwiększenia wpływów do budżetu. Ten sposób powiększania rezerw miałyby jednocześnie wspierać rozwój gospodarki poprzez rynek akcji, który byłby kolejnym kanałem transmisji polityki monetarnej. Pan profesor wskazuje też, że

rynek akcji jest dobrym barometrem gospodarki, gdyż istnieje pozytywny związek pomiędzy stopą zwrotu z WIGu a wzrostem PKB w roku następnym.

Interwencja w rynek i „wspieranie” gospodarki w ten sposób pozwoliłyby bankom centralnym przeciwdziałać krachom giełdowym oraz wpływać na kierownictwo spółek, by te realizowały idee społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa i działały w interesie społecznym poprzez np. dbanie o miejsca pracy.

Niestety idea aktywniejszego oddziaływania banku centralnego na gospodarkę, w tym poprzez kanał akcji, nie jest dobrym pomysłem. Powodów niewykorzystywania tego kanału można wskazać kilka: wzrost upolitycznienia gospodarki, ograniczanie możliwości rozwoju, bańki giełdowe, osłabienie efektywności rynku, a przez to realnego rozwoju. Postaram się krótko omówić te potencjalne problemy.

Dalsze upolitycznianie gospodarki

W chwili obecnej państwo ma dużo do powiedzenia w kwestii giełdy i decyzji z nią związanych. Skarb Państwa ma obecnie duże udziały w spółkach notowanych na giełdzie. Jak podaje Adam Torchała z portalu bankier.pl [obecnie Skarb Państwa posiada większość głosów](#) w spółce GPW, przez co może decydować o jej losach. Może także utrudniać jej funkcjonowanie, co miało miejsce niedawno, gdy dwukrotnie w tym roku (w sierpniu i czerwcu) Skarb Państwa zablokował wybór przedstawiciela inwestorów mniejszościowych do Rady Giełdy, gdy ten wakat zwolnił się po rezygnacji z tego stanowiska przez Krzysztofa Kaczmarczyka.

Widać tutaj potencjał konfliktów, jaki może powstać między pomniejszymi inwestorami — w tym drobnymi ciułaczy powiększających swoje inwestycje — a państwem, które może dążyć do realizacji wyznaczonych celów kosztem tych właśnie mniejszych inwestorów.

Kiedy jednak bank centralny zdecyduje się na interwencję w gospodarkę poprzez rynek akcji, pojawia się zagrożenie dla gospodarki związane z jeszcze większym i szerszym upolitycznieniem. Poszerzenie celów banku centralnego o realizację ważnych celów społecznych — bądź ich wspieranie — tworzy asumpt do ograniczenia jego niezależności, a na pewno tworzenia pewnych zakulisowych nacisków lub układów. W takiej sytuacji będziemy mogli spodziewać się częstszych sytuacji, jak ta z [2013 roku](#), gdy Marek Belka, ówczesny prezes NBP, rozmawiał o potencjalnym wsparciu przez bank centralny rządu w sfinansowaniu

deficytu budżetowego, zmianie ustawy o NBP i dymisji ówczesnego ministra finansów Jacka Rostowskiego, na którego miejsce byłby powołany techniczny, niepolityczny minister finansów, który mógłby liczyć na wsparcie ze strony banku centralnego¹.

Mówię o szerszym upolitycznieniu, bo interwencja banku centralnego poprzez rynek akcji jeszcze zwiększy rolę NBP i jego znaczenie polityczne. Skup i sprzedaż akcji przez NBP będzie pokusą dla rozmaitych lobbystów, którzy pod płaszczykiem interesu społecznego staraliby się o namówienie bankierów centralnych o podjęcie odpowiednich dla nich decyzji. Ci lobbyści z pewnością także staraliby się o poparcie ze strony polityków, wchodząc z nimi w różnorakie konszachty. Także partie polityczne o różnych programach i wizjach przyszłości naciskałyby na bank centralny i walczyły o to, jakie akcje powinny być zakupywane.

Mówię o większym upolitycznieniu, bo NBP będzie znajdował się pod większym naciskiem innych instytucji państwowych, a także może stać się narzędziem rozgrywek międzypartyjnych — byłby wykorzystywany do tworzenia wrażenia poprawy sytuacji gospodarczej lub jej pogorszenia w zależności od potrzeb. Stąd stałby się ważnym celem dla partii politycznych w ich rozgrywkach, ale przede wszystkim dla władzy, która teraz ma bodźce do naciskania na bank centralny, by ten odpowiednio powiększał lub zmniejszał swój bilans poprzez zakup lub sprzedaż wskazanych akcji tak, by było to korzystne dla władzy.

Skup akcji i pozór dbania o miejsca pracy bądź inne cele społeczne może też być powodem do jednej strony kupowania sobie z głosów, a z drugiej przerodzi się w stałe dotowanie i ratowanie nierentownych spółek, które powinny przejść restrukturyzację lub upaść — co jednak mogłoby być nie na rękę władzy. Będzie się to jednak odbywać kosztem reszty gospodarki, gdyż te spółki „zombie” będą wtedy marnować rzadkie zasoby, co zaszkodzi całemu społeczeństwu.

Nowa forma przejadania przyszłości

Inna pokusa, jakiej mogłyby ulegać kolejne rządy, wiąże się z możliwością zwiększenia wpływów do budżetu z banku centralnego. Rządy mogą próbować wykorzystać bank centralny, by poprzez zakup rentownych spółek zwiększać zyski i budżet państwa w celu finansowania wydatków budżetowych.

¹ Nagranie rozmowy byłego prezesa NBP Marka Belki można wysłuchać na portalu youtube.com pod adresem: <https://www.youtube.com/watch?v=zBUUYmJg3RM> (dostęp z dnia 18.08.2019).

Gdyby tylko skarb państwa potrzebował dodatkowych pieniędzy, a nie miał na tyle siły politycznej, by podnieść podatki lub gdyby znajdował się po lewej stronie krzywej Laffera, mógłby naciskać na bank centralny, by ten powiększał swój bilans poprzez zakupy akcji i żądał dywidend, by zyski trafiały także do skarbu państwa w celu wydania ich na programy rządowe lub obsługę długu. Tworzy to dodatkowy bodziec do tego, by dalej unikać lub oddalać niezbędne reformy, a oprócz tego mogą pojawić się dodatkowe konsekwencje — wysysanie zasobów z gospodarki poprzez giełdę nadmierne dywidendy, co będzie ograniczać wzrost. A może to być o tyle bardziej szkodliwe, że zasoby mogą być wysysane z najbardziej obiecujących i najlepiej rozwijających się spółek. Powstanie nowy kanał finansowania bieżących wydatków kosztem inwestycji i przyszłości.

Interwencja poprzez rynek aktywów jako źródło zniekształceń i baniek

Nie tylko potencjalna walka polityczna jest zagrożeniem wynikającym z oddziaływania przez bank centralny na rynek akcji. Jest nim także bezpośrednie negatywne oddziaływanie banku centralnego na gospodarkę, który poprzez kanał akcji oddziałuje na stopy procentowe i alokację zasobów.

Należy zwrócić uwagę, że interweniując w rynek akcji NBP— podobnie jak to czynią obecnie inne banki centralne na świecie poprzez rynek aktywów — będzie wpływał na stopy procentowe. W końcu zakupy akcji z jednej strony będą mogły być finansowane przez kreację depozytów przez bank centralny, a z drugiej będą oddziaływać na relatywne rentowności poszczególnych instrumentów finansowych, powodując zniekształcenia w strukturze stóp procentowych. Stopy procentowe będą determinowane w jeszcze większym stopniu arbitralnie przez bank centralny, a w mniejszym przez rynek, co będzie prowadzić do kryzysów (Sieroń 2017). Co więcej, dodatkowe kanały oddziaływania polityki monetarnej spowodują, że kryzysy wykreowane zbyt niskimi stopami będą charakteryzować się dłuższym i mocniejszym okresem boomu oraz bardziej dotkliwym kryzysem.

Kanał aktywów — a w tym konkretnym przypadku akcji — oraz inne formy interwencji kierujące, gdzie środki finansowe w warunkach zbyt niskich stóp procentowych mają trafiać, powodują powstawanie baniek i koncentrowanie się zniekształceń przede wszystkim we wybranych sektorach gospodarczych.

Przykładem takiego zaszkodzenia gospodarce poprzez interwencjonizm i doprowadzenia do sytuacji „wskazywania” przez państwo, które sektory mają

zostać najmocniej dotknięte przez depresję, był kryzys z 1929 roku, gdy sektor rolniczy i powiązany z nim system bankowy ucierpiały bardzo mocno.

W 1916 roku na mocy *Federal Farm Loan Act* powołano *Farm Credit System*, który miał realizować cel społeczny, jakim było wtedy wspieranie rolnictwa. To rolnictwo było wspierane poprzez utworzenie systemu banków zajmujących się udzielaniem kredytu po preferencyjnych warunkach sektorowi rolniczemu. Spłatę zobowiązań natomiast gwarantował rząd. System był zarządzany przez Federal Farm Loan Bureau, na czele którego stał sekretarz skarbu oraz czterech członków wybieranych przez prezydenta (Jensen 2000). Początkowo zapewniano sektorowi rolniczemu kredyty długoterminowe, ale z czasem zapewniano także inne formy finansowania (Valgren 1923). Ostatecznie te zaciągnięte przez sektor rolniczy tanie kredyty wpłynęły negatywnie na ten sektor, doprowadzając do późniejszego wzrostu bankructw gospodarstw. Interesujący jest fakt, że właśnie rolnictwo wspierane całym systemem kredytowym i banki powiązane z tym systemem tak bardzo ucierpiały na kryzysie (Federico 2005).

Wspieranie wyłącznie poprzez kanał akcji konkretnych sektorów, czy tylko firm, oczywiście będzie miało inny przebieg, ale chciałem zwrócić uwagę na pewną prawidłowość — próba realizacji celu i przekazanie dodatkowych środków poprzez pewne instytucje państwowe konkretnym sektorom prowadzi do ostatecznego wpędzenia tych sektorów w znaczne kłopoty. Natomiast interwencja poprzez rynek akcji prawdopodobnie miałaby przebieg szybszy i ostrzejszy, niż w przypadku preferencyjnych kredytów. Na rynku środki prędko trafiałyby w ręce konkretnych spółek, które podejmowałyby się niewłaściwych inwestycji. Efektem byłaby szybko powstająca bańka, a następnie spektakularny krach, na którym ostatecznie ucierpiałyby realizacja danego celu społecznego i wartość aktywów posiadanych przez bank centralny.

Eucken, zombie i zagrożenia inwestycji banku centralnego

Należy też zwrócić uwagę na dwa zagrożenia wiążące się ze sobą i mogące mieć wspólne źródło w wykorzystaniu dodatkowych kanałów — w tym kanału akcji — ograniczanie selekcji projektów przez rynek oraz zombifikacja gospodarki.

Niemiecki ekonomista ordoliberalny Walter Eucken zwrócił uwagę na problem doboru planów inwestycyjnych w gospodarce socjalistycznej. Jak zwraca uwagę Eucken, „rachunek ekonomiczny działa hamująco na każdą inwestycję, dokonując ostrej selekcji projektów i wpływa na poszczególne inwestycje”

(Eucken 2005, s. 125). Przedsiębiorcy muszą liczyć się z ponoszonymi kosztami i cały czas brać pod uwagę rentowność, więc ekonomiczną efektywność projektów — nie czyniąc tego, narażają się na straty i bankructwo. W przypadku centralnego sterowania nie ma tego problemu. Państwo może dowolnie ignorować takie istotne elementy rachunku, jak amortyzacja i procent, a nawet ceny. Jego decyzje nie są ograniczane w jakikolwiek sposób.

Oczywiście same inwestycje banku centralnego to nie jest jeszcze socjalizm w wydaniu Oskara Langego czy III Rzeszy, ale nie wolno ignorować pokus i zagrożeń, jakie wynikają z takich działań. Wykorzystanie kanału akcji do realizacji celów społecznych i wpływania na zarządy spółek będzie właśnie krokiem w tę stronę. Bank centralny — a w razie ograniczenia jego niezależności także rząd — będzie miał możliwość ignorowania rachunku ekonomicznego poprzez wspieranie już nie tylko dotacjami i programami, ale też bezpośrednią kreacją pieniądza wybranych spółek i projektów, co doprowadzi do zbyt długiego utrzymania nieekonomicznych — więc i niekorzystnych, marnotrawnych — projektów inwestycyjnych, co odbije się negatywnie na dobrobycie ludzi.

Te negatywne efekty zakupów aktywów przez banki centralne nie są tylko możliwe teoretycznie. Obecnie mówi się o problemie firm zombie — to [firmy](#) mające problem nawet w spłacie odsetek i utrzymujące się dzięki rolowaniu długu — i ich negatywnym oddziaływaniu na gospodarkę, a które powstały właśnie przez prowadzoną przez banki centralne politykę monetarną. Twórcy tego terminu Caballero, Hoshi i Kashyap (2006) w swoim artykule pokazują, że firmy zombie przyczyniły się do mizernego wzrostu gospodarczego. Te firmy, otrzymując tanie finansowanie, odciągają zasoby z gospodarki i od innych firm, a powinny natomiast upaść. Nie tylko same nieefektywnie wykorzystują środki, ale także oddziałują negatywnie na zyski innych firm. Skutkuje to mniej korzystnymi możliwościami inwestycyjnymi oraz osłabionym wzrostem gospodarczym i zatrudnieniem.

Te firmy zombie obecnie są finansowane głównie tanim kredytem możliwym dzięki polityce ekstremalnie niskich stóp procentowych, którą prowadzą obecnie banki centralne całego świata. Barenjee i Hofmann (2018) zwrócili uwagę, że liczba tych firm rośnie od lat 80. XX wieku, a przyczynia się do tego polityka niskich stóp. Prowadzenie tego typu polityki przez NBP w połączeniu z dodatkowym finansowaniem poprzez kanał akcji spowoduje, że także w Polsce pojawi się problem nieproduktywnych firm, a pogłębiany będzie przez problem rosnącej politycyzacji gospodarki. Podobnie jak w krajach

stosujących luzowanie ilościowe, tak samo w Polsce pewne spółki będą otrzymywały środki finansowe niezależnie od możliwości ich efektywnego wykorzystania, co będzie negatywnie wpływało na wszystkie firmy w Polsce, a przez to na wzrost gospodarczy i zatrudnienie.

Nie powtarzajmy cudzych błędów

Nie każde rozwiązanie gospodarcze i polityczne stosowane w najbardziej rozwiniętych krajach jest warte podziwiania i naśladowania. Rosnące zaangażowanie banków centralnych w gospodarkę, a szczególnie eksperymentalna polityka Banku Japonii są fatalnymi wzorcami, które powinniśmy obserwować z przerażeniem a nie zachwytem. Te działania przyczyniły się do słabego wzrostu ekonomicznego po kryzysie z 2007 roku, co można wykazać poprzez argumentację teoretyczną i empiryczną. Siła najważniejszych banków bierze się z siły gospodarek krajów, w których te banki centralne pełnią swoją rolę. Jeśli chcemy, by NBP był równie ważną instytucją, to powinniśmy rozpocząć od reform, które wzmocnią realną gospodarkę. Zwiększenie interwencji w gospodarkę przez bank centralny nie wzmocni polskiej gospodarki, a tworzy zagrożenia. Dotąd zachowawcza i stroniąca od eksperymentów polityka NBP jest lepszym wzorcem do naśladowania dla przyszłego NBP niż Bank Japonii.

Bibliografia:

- Barenjee Ryan, Hofmann Boris, *The rise of zombie firms: causes and consequences*, BIS Quarterly Review, sierpień 2008, s. 67-78.
- Caballero Ricardo, Hoshi Takeo, Kashyap Anil, *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*, NBER Working Paper no. 12129, 2007.
- Eucken Walter, *Podstawy Polityki Gospodarczej*, Wydawnictwo Poznańskie, Poznań 2005.
- Federico Giovanni, *Not Guilty? Agriculture in the 1920s and the Great Depression*, The Journal of Economic History, vol. 65, no. 4, 2005.
- Jensen Farrell E., *The Farm Credit System as a Government-Sponsored Enterprise*, The Review of Agricultural Economics vol. 22, no. 2, 2000.
- Sieroń Arkadiusz, *Efekt Cantillona. Dlaczego pieniądz ma znaczenie?*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2017.

Valgren V. N., *The Agricultural Credits Act of 1923*, The American Economic Review vol. 13, no. 3, 1923.