

Czy banki centralne uratują gospodarkę przed COVID-19?

Autor: **Arkadiusz Sieroń**

- Banki centralne — w tym Fed oraz NBP — obniżyły stopy procentowe w reakcji na globalną epidemię COVID-10.
- Polityka monetarna jest jednak bezsilna podczas pandemii.
- Ważne jest źródło kryzysu — banki centralne nie powinny używać tych samych narzędzi za każdym razem, w tym podczas globalnej epidemii, która jest zjawiskiem wyjątkowym.
- Rośnie ryzyko wzrostu długu publicznego, pieniędzy z helikopterów oraz wzrostu inflacji.

1. Wprowadzenie

Walka z ekonomicznymi skutkami globalnej epidemii COVID-19 zaostrza się. Trzeciego marca, na nieplanowanym posiedzeniu, amerykański bank centralny [obniżył stopę funduszy federalnych o 50 punktów bazowych do 1-1.25 proc.](#) Następnie 15 marca, [również na zwołanym awaryjnie spotkaniu](#), Fed ściął swoją stopę procentową praktycznie do zera (0-0.25 proc.), rozszerzył przeprowadzane przez siebie operacje repo, oraz na nowo uruchomił luzowanie ilościowe, zapowiadając wzrost posiadanych przez siebie obligacji skarbowych o co najmniej 500 mld USD oraz obligacji hipotecznych o co najmniej 200 mld USD. Co by nie powiedzieć, Rezerwa Federalna reaguje w zdecydowany sposób na pandemię COVID-19. Ale czy rozsądnie?

Jednocześnie Zarząd Narodowego Banku Polskiego uruchomił skup obligacji, niestosowany dotąd w Polsce, zaś Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50 punktów bazowych do rekordowo niskiego poziomu w wysokości 1 proc. Czy to pomoże polskiej gospodarce?

2. Szok podażowy a polityka monetarna

Aby odpowiedzieć na to pytanie, trzeba określić, z jakim kryzysem mamy obecnie do czynienia. Według ortodoksyjnego podejścia bank centralny może stymulować

gospodarkę w odpowiedzi na negatywny szok popytowy. Gdy na przykład bankrutują banki komercyjne i spada podaż pieniądza, bank centralny może zwiększyć bazę monetarną, aby powstrzymać ten spadek. Albo gdy spadają prywatne wydatki konsumpcyjne oraz inwestycyjne, bank centralny może obniżyć stopę procentową, aby zachęcić konsumentów do większych wydatków, a przedsiębiorców do większych inwestycji. Z tym podejściem wiąże się wiele problemów, na które zwracają uwagę ekonomiści austriaccy¹, ale załóżmy na potrzeby dyskusji, że ta teoria ma sens.

Jednak kluczowe tutaj jest to, że negatywny szok wywołany epidemią COVID-19 ma, przynajmniej w dużej mierze, charakter podażowy. W ujęciu podręcznikowym oznacza to przesunięcie zagregowanej krzywej *podaży* w lewo (negatywny szok popytowy przesunęła krzywą *popytu* w lewo). Bank centralny nie może jednak jej popchnąć z powrotem w prawo. Może jedynie przesunąć zagregowaną krzywą popytu, co jednak doprowadzi do wzrostu cen. Innymi słowy, problem z negatywnym szokiem podażowym polega na tym, że jednocześnie zmniejsza on produkcję i zwiększa ogólny poziom cen. Z jednej zatem strony bank centralny powinien łagodzić swoją politykę monetarną, a z drugiej ją zacieśniać. Oznacza to, że nie ma dobrej odpowiedzi w takiej sytuacji, a każda próba stymulacji gospodarki oznacza ryzyko inflacji.

Czy bank centralny może jednak w ogóle stymulować gospodarkę, zwłaszcza w czasach zarazy? Zauważmy, że obecny kryzys polega na tym, że ludzie nie chodzą do pracy, centra handlowe są zamknięte, handel międzynarodowy jest osłabiony, a łańcuchy dostaw przerwane. W konsekwencji brakuje niektórych półproduktów, a fabryki mają przestoje albo nie mogą pracować na swoim normalnych obrotach. A, jak zauważyłem w moim [poprzednim komentarzu](#),

Polityka pieniężna jest bezsilna wobec szoków podażowych. Jeśli przedsiębiorca nie może uzyskać niezbędnych półproduktów z Azji do swojej fabryki, albo gdy pracownicy nie pojawiają się w pracy, to czy stopy procentowe są o 50 punktów bazowych wyższe czy

¹ Po pierwsze, według nich to luźna polityka monetarna odpowiada za cykl koniunkturalny. Po drugie, kontynuacja tej samej polityki monetarnej nie pomaga wcale w wyjściu z recesji, lecz jedynie hamuje niezbędny proces realokacji. Zob. np. [Wielki Kryzys w Ameryce](#).

niższe, nie ma znaczenia. Ani Powell, ani Lagarde, ani inni bankierzy centralni nie mają żadnej mocy otworzenia zakładów produkcyjnych (i usługowych) zamkniętych z powodu kwarantanny czy zagonienia pracowników z powrotem do roboty, a konsumentów z powrotem do sklepów i biur podróży.

3. Ale czy to na pewno tylko szok podażowy?

Oczywiście, jak sam przyznałem w [poprzednim komentarzu](#), obecny kryzys uderzył również w stronę popytową. Nie jest to zatem klasyczny szok podażowy, taki jak np. wzrost cen ropy naftowej w latach 70. XX w. czy trzęsienie ziemi i tsunami w Japonii w 2011 r. Na zerwanie łańcucha dostaw oraz zmniejszoną podaży pracy nałożył się bowiem efekt dystansowania społecznego². Ponieważ znaczna część naszej aktywności i wydatków ma charakter socjalny (gastronomia, rozrywka, podróże, sport), to „kwarantanna narodowa”, która odcina wszystkie te aktywności, powoduje spadek popytu. Jednak zauważmy kilka rzeczy. Po pierwsze, jednocześnie rosną wydatki na inne rzeczy: na żywność, na środki higieny, na usługi online itp. Po drugie, zmniejszona konsumpcja wynika częściowo z tego, że ludzie nie chodzą do pracy, a więc efektu podażowego. Po trzecie, część ludzi nie wydaje pieniędzy, oszczędzając na niepewne czasy, czyli po prostu przesuwają wydatki w przyszłość. Gdy niepewność minie, pojawią się wydatki. Nie ma powodu, dla którego gospodarka nie miałaby się dostosować do zmienionej struktury wydatków — zarówno w wymiarze sektorowym, jak i międzyokresowym. Po czwarte, nawet jeśli obecny kryzys to szok popytowy, to bank centralny może złagodzić warunki kredytowania dla banków, ale nie jest przecież w stanie ani zmusić je do zwiększenia akcji

² Poza tym, klasyczny szok podażowy odznacza się tym, że uderza raz, a potem jest już spokój, to znaczy każdy uczestnik gospodarki rozumie, co się stało (np. tsunami zalało miasta), i przystępuje do odbudowy tego, co zostało zniszczone. Problem z globalną epidemią jest taki, że charakteryzuje się ona olbrzymią niepewnością. Jest to jednym z czynników przemawiających za tym, że ożywienie po pandemii przybierze raczej charakter litery U niż V, zwłaszcza że możliwe jest, że epidemia wybuchnie powtórnie, gdy rządy poluzują kwarantanny narodowe (niektórzy epidemiolodzy przewidują powrót choroby jesienią). Inną kwestią jest to, że świat po pandemii może być rzeczywistością ze słabszą kooperacją międzynarodową, a bardziej rozrośniętymi rządami narodowymi.

kredytowej, ani tym bardziej zmusić obywateli do większej aktywności gospodarczej, gdy ci za wszelką cenę chcą uniknąć zarażenia nowym koronawirusem.

4. Ale gdzie problem, skoro inflacja jest niska?

Uzasadnieniem interwencji Fedu oraz innych banków centralnych będzie to, że stopy inflacji pozostają niskie. Nie jest to przekonujący argument. Po pierwsze, stopa inflacji CPI w USA nie jest wcale taka niska, lecz wyniosła 2,3 proc. w lutym br., co przedstawia poniższy wykres.

Wykres 1: Roczna stopa inflacji CPI w USA w latach 2015-2020



W Polsce stopa inflacji jest jeszcze wyższa i w lutym br. wyniosła ona 4,7 proc., jak widać na wykresie poniżej. Argumenty za obniżką stóp procentowych przez RPP są zatem wyjątkowo słabe, nawet jeśli spadek cen ropy naftowej przyczyni się do spadku raportowanej stopy inflacji CPI.

Wykres 2. Roczna stopa inflacji CPI w Polsce w latach 2010-2020



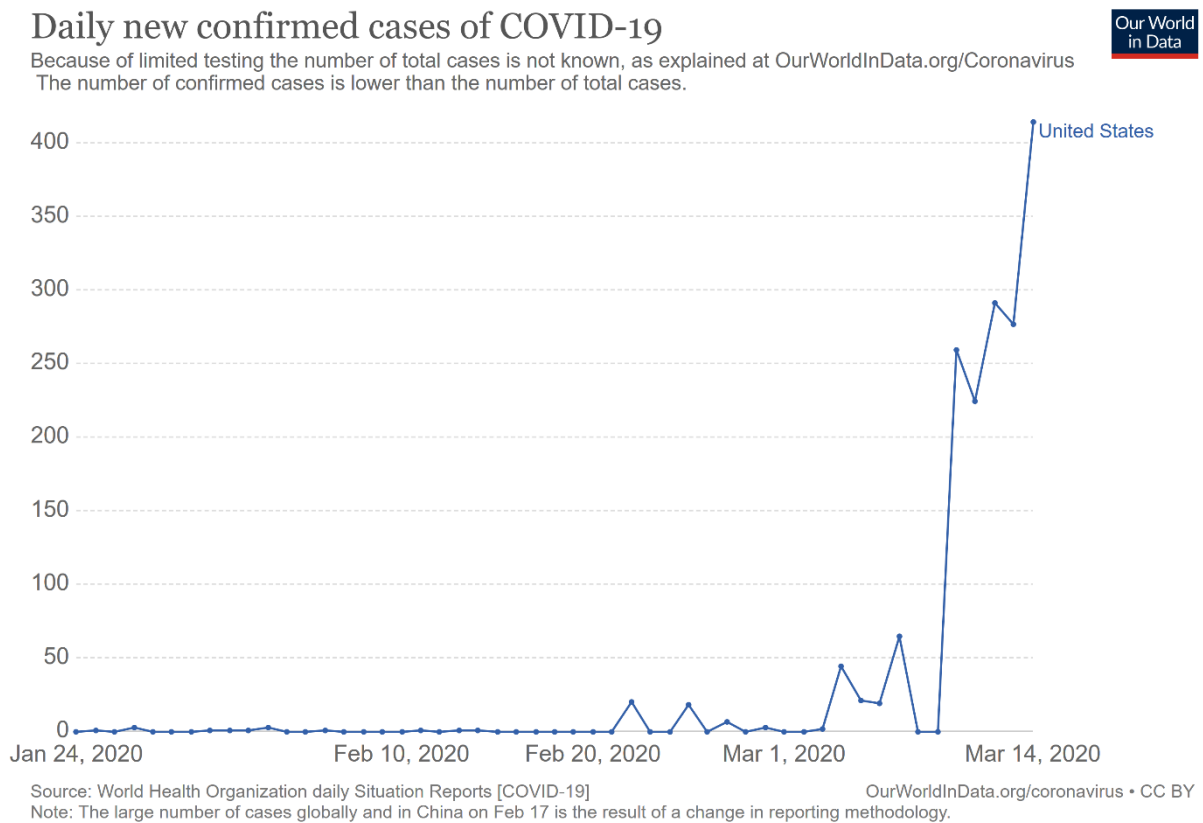
SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | CENTRAL STATISTICAL OFFICE OF POLAND (GUS)

Po drugie, [inflacja CPI nie obejmuje cen aktywów](#) oraz nie odzwierciedla należycie cen nieruchomości, co zaniża rzeczywistą stopę inflacji w gospodarce. Po trzecie, wzrost podaży pieniądza oraz manipulacja stopami procentowymi prowadzi do negatywnych efektów gospodarczych nawet przy niewielkiej inflacji CPI (takie jak: cykl koniunkturalny, bańki cenowe, podejmowanie nadmiernego ryzyka przez niektóre podmioty, [zombifikacja gospodarki](#), wzrost zadłużenia, redystrybucja dochodu i majątku etc.).

5. Ważne jest źródło kryzysu

Banki centralne skupiają się na ogół na samym spadku zagregowanego popytu. Tymczasem najważniejsza kwestia to przyczyna tego spadku, który jest właściwie tylko symptomem pewnych problemów czy po prostu zmian zachodzących w gospodarce. W tym przypadku źródłem kłopotów jest globalna epidemia oraz wynikająca z nich wyższa zachorowalność i śmiertelność, większa absencja pracownicza, zaburzenia w handlu międzynarodowym i łańcuchach dostaw oraz dystansowanie społeczne i kwarantanna. Polityka monetarna nie jest w stanie odpowiedzieć na żadne z wymienionych powyżej źródeł problemów. Jak zauważył [Marcin Zieliński](#) i co pokazuje poniższy wykres, interwencja Fedu z 3 marca nie zatrzymała nowego koronawirusa.

Wykres 3: Liczba nowych potwierdzonych przypadków infekcji COVID-19 w USA od stycznia do 14 marca 2020



Co już mniej oczywiste, ani pierwsza, ani kolejna interwencja Fedu nie zatrzymała spadków na giełdzie, co pokazuje poniższy wykres.

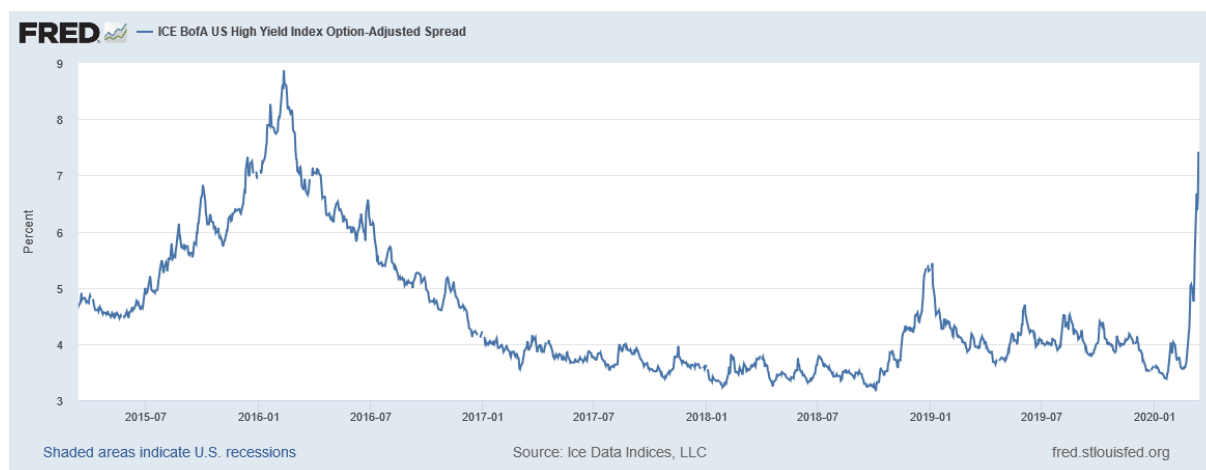
Wykres 4: Indeks S&P 500 od lutego do marca 2020.



Paniczne i znaczne cięcia stóp procentowych na nieplanowanych posiedzeniach tylko podsyciły niepokój inwestorów³. Zwłaszcza że ostatnie kryzysowe posiedzenie Fedu odbyło się raptem na kilka dni przed planowanym spotkaniem. Sugeruje to, że sytuacja jest naprawdę poważna i że Fed może wiedzieć coś, czego my nie wiemy. Możemy spodziewać się zatem fatalnych danych z gospodarki amerykańskiej w najbliższych dniach.

W sumie już widać poważne problemy, przede wszystkim wzrosły spready kredytowe, czyli oprocentowanie obligacji korporacyjnych względem obligacji skarbowych, co widać na wykresie poniżej. Sygnalizuje to obawę inwestorów przed bankructwami firm.

Wykres 5: Spread pomiędzy obligacjami korporacyjnymi poniżej ratingu inwestycyjnego oraz obligacjami skarbowymi w latach 2015-2020.



Powtórzymy jeszcze raz: ważna jest przyczyna obecnych zakłóceń gospodarczych. Jest nią kryzys zdrowotny/kryzys epidemiologiczny i całkowicie racjonalne działania jednostek stanowiące nań odpowiedź.

³ Możliwe, że reakcja inwestorów jest przesadzona. Ale obecna sytuacja jest właściwie bez precedensu — więc nic dziwnego, że inwestorzy nie wiedzą, jak na nowo wycenić ryzyko oraz akcje. Znaczna skala przeceny może także wynikać z tego, że inwestorzy mogą dyskontować niektóre implikacje geopolityczne pandemii takie jak przegrana Trumpa w wyborach prezydenckich (wyborcy mogą go bowiem obarczyć polityczną odpowiedzialnością) czy kolejny kryzys w kruchej jak zawsze strefie euro (na radar inwestorów może powrócić kwestia zadłużenia niektórych państw czy nawet prawdopodobieństwo rozpadu UE — wszak strefa Schengen została *de facto* już zniesiona).

W pewnym sensie ograniczenie aktywności gospodarczej, i wynikająca z tego recesja, jest jedynym działaniem mogącym powstrzymać pandemię. Stymulacja gospodarki przy pomocy polityki monetarnej mija się zatem z celem, bo wygaszenie gospodarki jest narzędziem służącym do walki z epidemią.

Nie jest to zatem kryzys wynikający z bankructwa banków czy z braku zaufania na rynku finansowym. Obecny kryzys różni się zatem od kryzysu z 2008 r., kiedy to ceny nieruchomości spadły, Amerykanie nie byli w stanie spłacać kredytów hipotecznych, zaś banki zostały z toksycznymi aktywami, w wyniku czego zamarł rynek międzybankowy. Obecnie banki oraz inne instytucje finansowe nie przeżywają problemów tej skali⁴ — wtłaczanie dodatkowej płynności na rynki finansowe jest zatem bezsensowne. Tym razem nie mamy problemów z bilansami, ale z rachunkiem zysków i strat.

6. NBP, koronawirus i sprawa polska

Szesnastego marca Zarząd NBP [wydał specjalny komunikat](#), w którym ogłosił wprowadzenie 1) operacji zasilających banki w płynność, tzw. operacje repo; 2) wprowadzenie kredytu wekslowego dla banków na wzór programu TLTRO prowadzonego przez EBC w celu refinansowania kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorstwom sektora niefinansowego; 3) zakup obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku.

Co ciekawe, Zarząd NBP dostrzega impotencję polityki monetarnej w stymulowaniu strony podażowej, a nawet popytowej w czasie pandemii:

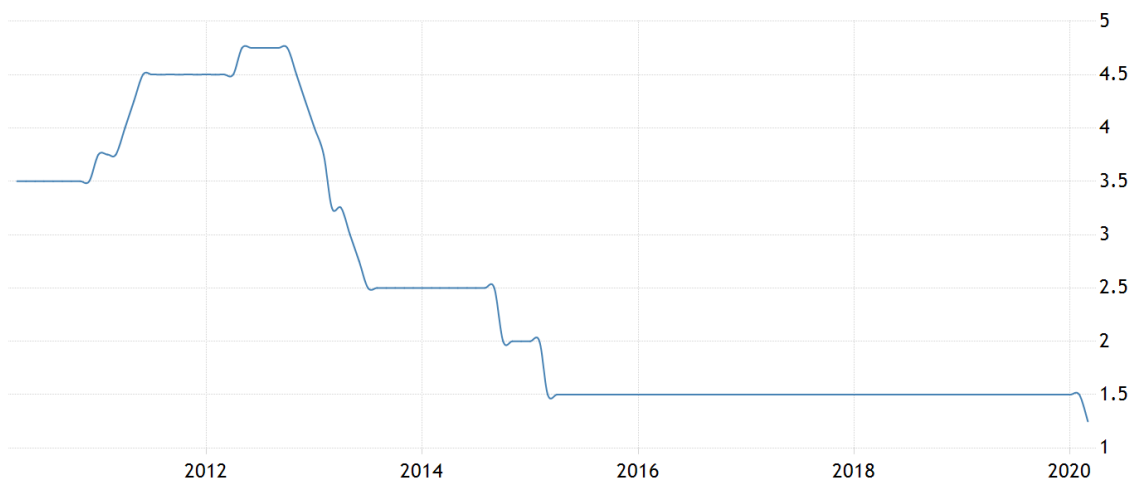
*Zmiany stóp procentowych nie zapobiegą zaburzeniom po stronie podaży, ani nie sprawią, że w krótkim okresie wzrośnie w gospodarce popyt, jednak obniżą się obciążenia wynikające z istniejących zobowiązań, co będzie stanowić wsparcie dla budżetów firm i gospodarstw domowych, **a także obniży koszty niezbędnych działań fiskalnych.***

Pomimo tego Zarząd NBP rekomendował obniżki stóp procentowych, argumentując, że obniży to koszty zaciągniętych zobowiązań kredytowych, poprawiając sytuację sektora niefinansowego. RPP na posiedzeniu 17 marca posłuchała tej rekomendacji i obniżyła stopę referencyjną o 50 punktów

⁴ Choć, jak zwrócił mi uwagę Mateusz Benedyk, ostatnie perturbacje na rynku repo oraz zwiększona nań aktywność Fedu sugerują pewne problemy banków.

bazowych do 1 proc. Jak widać na poniższym wykresie jest to pierwsza obniżka od 2015 r. i najniższy poziom w historii NBP.

Wykres 6: Stopa referencyjna NBP w latach 2010-2020



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | NATIONAL BANK OF POLAND

To prawda, że obniżka stóp procentowych pomoże kredytobiorcom, ale sytuację gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw mogłoby poprawić przeniesienie płatności odsetkowych na okres po epidemii czy karencja w spłacie kredytu⁵. Nie trzeba byłoby wtedy obniżać stopy procentowej, która pełni kluczową rolę w całej gospodarce, odpowiadając za alokację międzyokresową i wycenę ryzyka.

Poza tym, jak wylicza [Business Insider](#), obniżka stopy procentowej przełoży się na 80 zł miesięcznego zysku dla kredytobiorcy przy kredycie o ratach równych i kredycie na 25 lat, co nie jest sumą, która radykalnie poprawia sytuację gospodarstw domowych. Poza tym, [jak wcześniej zauważył Łukasz Hardt](#), obniżka wesprze osoby relatywnie zamożniejsze, gdyż 57 proc. kredytu hipotecznego w Polsce jest skoncentrowane w 20 proc. najbogatszych gospodarstw domowych.

Wydaje się zatem, że podstawową przyczyną działań NBP, jak i innych banków centralnych, jest ulżenie Skarbowi Państwa (proszę zwrócić na pogrubiony fragment przytoczonego powyżej cytatu) — sugeruje to, że dług publiczny znacznie się zwiększy w najbliższym czasie.

⁵ Pomóc przedsiębiorcom mogłoby także zawieszenie płatności podatków oraz składek na ZUS i PPK, co zresztą rekomenduje NBP w [swoim komunikacie](#).

7. Podsumowanie

Banki centralne w odpowiedzi na globalną epidemię COVID-19 obniżyły stopy procentowe, a także zapowiedziały większy skup aktywów. Jednak obniżka stóp procentowych nikomu nie pomoże. Konsumenci nie będą bowiem zaciągać nowych pożyczek hipotecznych w warunkach pandemii. Nie będą kupować nowych aut oraz sprzętu AGD. Nie będą również zwiększać wydatków w warunkach silnej niepewności. Niższa stopa procentowa nie skłoni również inwestorów do większych inwestycji w sytuacji zaburzonych dostaw, znacznej niepewności co do przyszłego popytu i w ogóle nowej struktury gospodarczej oraz przekształcania linii produkcyjnych na potrzeby produkcji sprzętu medycznego⁶. To jest kryzys zdrowotny, a nie krach kredytowy i załamanie popytu inwestycyjnego. Repertuar działań powinien być zatem zupełnie różny. Eksporterzy też nie skorzystają na niższej stopie w sytuacji zaburzeń w dostawach oraz przepływie towarów. Jedynie rządy mogą zyskać na tańszym oprocentowaniu obligacji, które zapewne wyemitują w większych ilościach⁷. I może o to tutaj chodzi?

Fakt, że banki centralne reagują tak samo na każdy problem gospodarczy, nieważne jakiej natury, jest niepokojący. Ale ostatecznie: gdy twoim jedynym narzędziem jest młotek, wszystko zaczyna ci przypominać gwoździe. To wszystko byłoby zabawne, gdyby nie było niepokojące. Nie dość, że ludzkość mierzy się prawdopodobnie z największą pandemią od czasu grypy hiszpanki, to jeszcze zwiększa się prawdopodobieństwo sięgnięcia przez banki centralne po helikoptery z pieniędzmi. Wystrzelały się one wszak z amunicji (o czym wiedzą inwestorzy i co częściowo tłumaczy też ich niedźwiedzie reakcje na nowe interwencje monetarne). W repertuarze mają jedynie ujemne stopy procentowe oraz [zrzucanie pieniędzy z helikoptera](#), czyli wsparcie nie sektora finansowego, a bezpośrednio firm i obywateli. Niestety, epidemia, z którą wiąże się kwarantanna narodowa i wynikające z tego problemy gospodarcze wielu firm oraz

⁶ O czym wspominał Łukasz Jasiński w [swoim komentarzu na mises.pl odnośnie do cen maksymalnych na rynku medycznym](#).

⁷ Stawiam dolary przeciw orzechom, że doczekamy się obligacji koronawirusowych odwołujących się do patriotyzmu obywateli na wzór obligacji wojennych.

pracowników, którzy pozostali nagle bez zajęcia, zwiększy presję na „luzowanie ilościowe dla ludzi”. Jeśli banki centralne jej ulegną, wzrośnie ryzyko inflacji.