

Mateusz Markowiak

I rok SS2 Ekonomia, E-commerce

Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny

OCENA DZIAŁAŃ NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO PODCZAS PANDEMII KORONAWIRUSA

Wstęp

Pandemia koronawirusa, która rozpoczęła się w marcu 2020 r., przyniosła ze sobą globalną recesję oraz ograniczenia podaży. Obok licznych działań fiskalnych wykorzystano również narzędzia polityki pieniężnej, aby złagodzić skutki przesądzanego już kryzysu. Banki centralne sięgnęły po niekonwencjonalne narzędzia w zakresie niespotykanym dotąd w historii. Celem artykułu jest dokonanie diagnozy polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w warunkach pandemii koronawirusa. W pierwszej części przeprowadzono analizę charakterystyki instrumentów konwencjonalnych i niekonwencjonalnych uwzględniając ich wpływ na gospodarkę. W drugiej części opisano działania Fed, EBC oraz NBP w latach 2020–2021. Ważnym aspektem, na który zwrócono uwagę, są gospodarcze skutki luzowania ilościowego w Polsce. Przyjętymi metodami badawczymi były studia literaturowe oraz analiza przypadków.

1. Narzędzia współczesnej polityki pieniężnej

Do wybuchu Wielkiego Kryzysu, zapoczątkowanego na amerykańskiej giełdzie w 1929 r. rzeczywistość gospodarczą tłumaczyła ekonomia klasyczna. Zgodnie z jej teorią niezakłócone interwencją państwową działania ludzi, kierowane przez niewidzialną rękę rynku, doprowadzają do równowagi przy pełnym wykorzystaniu istniejących zasobów. Wszelkie odchylenia od tego stanu mają charakter przejściowy, ponieważ rynek w długim terminie wraca do równowagi. Na początku lat 30. XX wieku zaczęto poddawać w wątpliwość, czy panującej tragedii gospodarczej należy przypisywać charakter przejściowy. Odpowiedzią na te obawy była praca Keynesa „*The General Theory of Employment, Interest and Money*” (1936), w której zaproponował on zastąpienie systemu leseferystycznego

gospodarką aktywnie wspomagana działaniami państwowymi¹. Uważał on, że pieniądz nie może być neutralny, ponieważ jest konieczny do sfinalizowania produkcji, a jego posiadanie stanowi zabezpieczenie przed niepewnością². W latach 70. XX wieku gospodarki zbudowane na silnym interwencjonizmie zaczęły borykać się ze stagflacją, której zjawiska nie były wytłumaczalne w teorii Keynesa. Na przełomie lat 80. XX wieku popularność zyskali monetaryści, którzy twierdzili, że pieniądz jest neutralny w długim okresie, a jedyną istotną przyczyną inflacji jest nadmierny wzrost ilości pieniądza³. Wkrótce zmiany na rynkach finansowych zmniejszyły znaczenie monetarystów. Wykazano wówczas dodatni wpływ stóp procentowych na szybkość obiegu pieniądza. Od lat 90. to stopy procentowe stały się głównym narzędziem polityki pieniężnej banków centralnych.

Współcześnie w krajach rozwiniętych polityka pieniężna jest prowadzona wykorzystując tzw. metody konwencjonalne i niekonwencjonalne. Do metod konwencjonalnych należą: operacje otwartego rynku, polityka rezerw obowiązkowych oraz operacje refinansowe. Metody te oddziałują na krótkoterminowe stopy procentowe wpływając na podaż pieniądza.

Operacje otwartego rynku są przeprowadzane z inicjatywy banku centralnego. Polegają na warunkowym lub bezwarunkowym zakupie lub sprzedaży papierów skarbowych i dewiz oraz na emitowaniu papierów dłużnych przez bank centralny. Poprzez warunkową sprzedaż rozumie się sprzedawanie bankom komercyjnym papierów dłużnych oraz wykupywaniu ich z powrotem w wyznaczonym terminie. Warunkowy zakup natomiast polega na zakupie papierów dłużnych od banków komercyjnych oraz sprzedaniu ich w ustalonym terminie. Transakcje te pozwalają na krótkoterminowy lub długoterminowy wzrost lub zmniejszenie płynności banków komercyjnych. Aby ograniczyć płynność banków komercyjnych, bank centralny emituje krótkoterminowe papiery wartościowe, tzw. bony pieniężne. Dzięki temu ma on bezpośredni wpływ na zdolność banków komercyjnych do kreowania kredytów i wkładów pieniężnych⁴.

Polityka rezerw obowiązkowych nakłada na banki komercyjne obowiązek odprowadzania na rachunek banku centralnego środków pieniężnych stanowiących z góry określoną część gromadzonych przez nich depozytów. Poprzez zwiększenie bądź zmniejszenie rezerw obowiązkowych bank centralny oddziałuje na ilość pieniędzy, które bank komercyjny może przeznaczyć na udzielenie

¹ J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London (wyd. pol. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*), tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, PWN, Warszawa 2003, s. 42.

² I. Bludnik, *John M. Keynes i jego program antykryzysowy*, 2013, <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171267037/> [dostęp: 03.11.2021].

³ M. Friedman, R. Friedman, *Free to Choose: A Person Statement*, Harcourt 1980 (wyd. pol. *Wolny Wybór*), tłum. J. Kwaśniewski, Aspekt, Sosnowiec 2009, s. 279.

⁴ M. Sobol, *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2008, s. 51.

kredytów, co w konsekwencji wpływa na ilość pieniędzy dostępnych na rynku, cenę pieniądza oraz oprocentowanie kredytów. Rezerwa obowiązkowa zaliczana jest do grupy instrumentów administracyjnych. Ze względu na swoje cechy traktowana jest jako forma podatku, który banki komercyjne muszą płacić na rzecz banku centralnego⁵.

Ostatnimi z podstawowych instrumentów polityki pieniężnej są operacje refinansowe. Zaliczają się do nich kredyty redyskontowe oraz kredyty lombardowe. Pierwsze z nich polegają na wykupie przez bank centralny weksli banków komercyjnych. Kredyty lombardowe są krótkoterminowymi kredytami udzielanymi bankom komercyjnym pod zastaw ich papierów wartościowych. Te narzędzia służą do zasilania rynku pieniężnego, ale nie da się za ich pomocą zebrać pieniędzy z rynku.

Kryzys finansowy w 2008 r., który został spowodowany wyjątkowo luźną polityką kredytową w Stanach Zjednoczonych, wymagał nadzwyczajnej interwencji. Ponieważ stopy procentowe były już bliskie zeru, banki centralne były zmuszone poszukać alternatywnych sposobów stymulowania gospodarki⁶. W tamtych warunkach sięgnięto po niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, które miały zakładać wykorzystanie zmian wolumenu i struktury aktywów w bilansach banków centralnych. Zasadniczym celem ich stosowania było pobudzenie gospodarcze. Ich głównym narzędziem jest luzowanie ilościowe polegające na skupowaniu przez bank centralny długoterminowych dłużnych papierów wartościowych zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. W ten sposób banki centralne generują popyt na papiery dłużne, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu ich cen. Następuje wzrost bilansu banku centralnego po stronie aktywów i bazy monetarnej po stronie pasywów. Tym samym zwiększa się podaż pieniądza w gospodarce.

Narzędzia niekonwencjonalne stały się trwałym elementem programów antykryzysowych wykorzystywanych przez System Rezerwy Federalnej, Bank Anglii oraz Europejski Bank Centralny. Fed po raz pierwszy użył luzowania ilościowego tuż po upadku *Lehman Brothers* w 2008 r. Bank Anglii zrobił to samo kilka miesięcy później. Europejski Bank Centralny zdecydował się na to dopiero po roku.

Luzowanie ilościowe polega na skupowaniu przez bank centralny długoterminowych dłużnych papierów wartościowych zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. W ten sposób banki centralne generują popyt na papiery dłużne, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu ich cen. Następuje wzrost bilansu ban-

⁵ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Szyszko, *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa 2017, s. 42.

⁶ Strona internetowa NBP, <https://www.nbp.pl/edukacja/zasoby/broszury/luzowanie-ilosciowe.pdf> [dostęp: 03.11.2021].

ku centralnego po stronie aktywów i bazy monetarnej po stronie pasywów. Tym samym zwiększa się podaż pieniądza w gospodarce.

2. Zastosowanie narzędzi polityki pieniężnej w okresie pandemii przez wybrane banki centralne

Pandemia koronawirusa pojawiła się niczym czarny łabędź i zmusiła banki centralne do natychmiastowej reakcji. Doświadczone wydarzeniami z 2008 r. użyły wszelkich dostępnych środków by zminimalizować skutki przesądzonego już kryzysu. Większość niekonwencjonalnych metod stosowanych przez ostatnią dekadę została wykorzystana na taką skalę, że nazywanie ich niekonwencjonalnymi nie wydaje się w pełni odzwierciedlać ich specyfiki.

Bankiem centralnym, który najszybciej zareagował na nadchodzący kryzys był System Rezerwy Federalnej. Już 3 marca 2020 r. zdecydował się na obniżkę stóp procentowych o 0,5 p.p. 15 marca 2020 r. Fed zakomunikował, że spodziewany jest gwałtowny rozwój pandemii, która wpłynie negatywnie na działalność gospodarczą, a także zwiększy stopę bezrobocia. Odpowiedzią miała być kolejna obniżka stóp procentowych, tym razem aż o 1 p.p., która miała dostarczyć płynności dla całego systemu gospodarczego. Była to pierwsza tak duża i zdecydowana redukcja stopy procentowej w ponad 100-letniej historii Fed⁷. Nawet podczas kryzysu finansowego w 2008 r. nie zdecydowano się na tak gwałtowną obniżkę. W okresie od marca do lipca 2020 roku Fed zwiększył swoje zakupy papierów skarbowych o około 1,7 bln dolarów⁸. Suma bilansowa Fed od 2019 roku do końca 2021 roku zwiększyła się ponad dwukrotnie z poziomu 4,16 bln dolarów do 8,79 bln dolarów. Stanowi to ok. 40% PKB Stanów Zjednoczonych. Tak duży poziom luzowania ilościowego nikogo nie dziwi, ponieważ historia pokazuje, że Fed mając do wyboru kontrolowanie inflacji i utrzymanie zatrudnienia, najczęściej wybierał to drugie⁹.

W innej sytuacji znalazł się Europejski Bank Centralny, ponieważ jego stopy procentowe już przed pandemią znajdowały się poniżej zera i EBC nie mógł sobie pozwolić na ich obniżkę. Christine Lagarde, prezes EBC, zapewniła, że wykorzysta wszystkie dostępne narzędzia, by wspomóc strefę euro i aktywnie walczyć z gospodarczymi skutkami pandemii¹⁰. Uruchomiono program pandemicznego

⁷ R. James, *Winners and losers from the Fed's emergency rate cut*, 2020, <https://www.bankrate.com/banking/federal-reserve/interest-rate-decrease-winners-losers/> [dostęp: 24.11.2021].

⁸ J.E. Ihrig, G. Weinbach, S.A. Wolla, *How the Fed Has Responded to the COVID-19 Pandemic*, 2020, <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/august/fed-response-covid19-pandemic/> [dostęp: 24.11.2021].

⁹ P. Kowalewski, *Najwierniejsza przyjaciółka dolara*, 2020, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/najwierniejsza-przyjaciółka-dolara/> [dostęp: 24.11.2021].

¹⁰ C. Lagarde, *Twitter*, 2020, <https://twitter.com/lagarde/status/1240414918966480896> [dostęp: 24.11.2021].

awaryjnego skupu aktywów pod nazwą PEPP („*Pandemic Emergency Purchase Programme*”) o łącznej wartości 750 mld euro¹¹. W czerwcu 2020 r. zwiększono tę sumę o kolejne 600 mld euro, a w grudniu 2020 r. o kolejne 500 mld euro. Zwiększyło to wartość dodatkowego pakietu luzowania ilościowego do 1,85 bln euro. Suma bilansowa EBC od 2019 r. do końca 2021 r. zwiększyła się z poziomu ok 4,6 bln euro do ok. 8,5 bln euro. Jest to wzrost o ponad 85%. Europejski Bank Centralny planuje kontynuować zakupy co najmniej do końca marca 2022 r.¹²

Rok 2020 w Polsce miał być pierwszym rokiem bez deficytu budżetowego¹³. Niestety w związku z wybuchem pandemii wpływy podatkowe lawinowo się zmniejszyły, a potrzeby wydatkowe drastycznie wzrosły. Polska gospodarkach po latach dynamicznego wzrostu doświadczyła recesji, która była pierwszą od 1991 roku. Według GUS Produkt Krajowy Brutto Polski w 2020 roku był o 2,7% niższy w porównaniu do 2019 r.¹⁴ 16 marca 2020 r. zarząd NBP wydał komunikat, w którym podkreślił wyjątkowo trudną sytuację i wysoką niepewność prognozowanych przyszłych zdarzeń. Uznano, że wymagane jest podjęcie natychmiastowych działań antykryzysowych¹⁵. W dniu 17 marca 2020 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu stopy procentowej o 0,5 p.p. oraz o obniżenie stopy rezerw obowiązkowych z 3,5% do 0,5%¹⁶. W swoim komunikacie z dnia 8 kwietnia 2020 r. RPP poinformowała o kolejnej obniżce stóp procentowych o 0,5 p.p. oraz oświadczyła, że NBP prowadzi i będzie nadal prowadził operacje zasilające sektor bankowy w płynność poprzez transakcje repo¹⁷. W dniu 28 maja 2020 r. RPP zdecydowała się po raz kolejny obniżyć stopy procentowe do historycznie niskiego poziomu 0,1 p.p.¹⁸ Jednocześnie NBP prowadził skup dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach operacji otwartego rynku. Od początku 2020 r. NBP skupił obligacje o łącznej wartości 144 mld zł. Za pomocą tych pieniędzy rząd sfinansował „tarcze kryzysowe”, które w postaci dotacji oraz zasiłków miały trafić do przed-

¹¹ D. Zahn, *The Impact of the ECB's Coronavirus Rescue Fund and BoE Rate Cut on European Bonds*, 2020, <https://global.beyondbullsandbears.com/2020/03/19/the-impact-of-the-ecbs-coronavirus-rescue-fund-and-boe-rate-cut-on-european-bonds/> [dostęp: 24.11.2021].

¹² Strona internetowa EBC, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/pepp.pl.html/> [dostęp: 24.11.2021].

¹³ Ustawa budżetowa na rok 2020 z dnia 14 lutego 2020 r., Dz.U. 2020, poz. 571, art. 1.5.

¹⁴ Baza danych GUS, https://stat.gov.pl/files/gfx0/portalinformacyjny/pl/defaultaktualnosci/5480/8/9/1/informacja_w_sprawie_szacunku_pkb_wedlug_kwartalow_za_lata_2019-2020.pdf/ [dostęp: 14.03.2022].

¹⁵ Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2020/zarzad-16032020.html/ [dostęp: 24.11.2021].

¹⁶ Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_03_17.pdf [dostęp: 03.11.2021].

¹⁷ Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_04_08.pdf [dostęp: 03.11.2021].

¹⁸ Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_05_28.pdf [dostęp: 03.11.2021].

siębiorstw uderzonych zakazem prowadzenia działalności w wyniku zamknięcia gospodarki. Wydaje się, że nikt już nie ukrywał finansowania wydatków Rady Ministrów przez Narodowy Bank Polski. Punkt drugi artykułu 220 Konstytucji RP stwierdza: „ustawa budżetowa nie może przewidywać pokrywania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązania w banku centralnym”¹⁹. Ten zakaz jest gwarantem niezależności NBP od rządu i został wprowadzony po to, aby nie powtórzyła się hiperinflacja z przełomu lat 80. i 90. XX wieku. Mimo to prezes Narodowego Banku Polskiego Adam Glapiński na konferencji NBP w listopadzie 2021 r. otwarcie przyznał, że zwiększenie wydatków rządowych było możliwe dzięki pomocy banku centralnego²⁰.

W pierwszym kwartale 2020 r. znacząco wzrosły obawy przed inflacją. Według badań nastrojów konsumentów publikowanych przez Komisję Europejską odsetek netto obywateli, którzy spodziewali się znaczącego wzrostu inflacji w ciągu 12 miesięcy sięgnął 32,5%. Był to najwyższy poziom wskaźnika od listopada 2012 r.²¹ W odpowiedzi na obawy rynku prezes Glapiński podczas konferencji prasowej powiedział: „*W oczy zagląda nam groźba deflacji - inflacja jest teraz ostatnim problemem. To będzie trudny i ciężki kryzys, ale mam nadzieję, że wyjście z niego będzie energiczne*”. Oczekiwana deflacja miała wiązać się z ograniczonym popytem wewnętrznym spowodowanym zamknięciem części gospodarki oraz niskimi cenami surowców. W efekcie mimo znaczącego poluzowania polityki pieniężnej inflacja do końca 2020 r. znajdowała się na stosunkowo niskim poziomie. Międzynarodowy Fundusz Walutowy w lutym 2021 r. prognozował, że na koniec 2021 r. inflacja bazowa wyniesie 1,9%²². Jak się okazało inflacja bazowa w grudniu 2021 r. wyniosła 5,3%, a wskaźnik CPI 8,6% r/r²³. Jest to poziom, który znacznie przekroczył cel inflacyjny oraz prognozy NBP i MFW. W odpowiedzi na tę sytuację prezes Glapiński tłumaczył, że podniesiona inflacja jest ceną za uniknięcie głębszego kryzysu, a jej zjawisko ma charakter globalny spowodowany głównie przez wysokie ceny surowców i energii²⁴. W pierwszej części tego zdania prezes Glapiński przyznaje, że inflacja jest skutkiem interwencji banku centralnego ratującego gospodarke, natomiast w drugiej części zdania wskazuje jednak na czynniki niezależne od NBP. Prawdą jest, że wysoka inflacja ma charakter glo-

¹⁹ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997 Nr 78, poz. 483, art. 220.

²⁰ *Ocena bieżącej sytuacji ekonomicznej – listopad 2021*, <https://www.youtube.com/watch?v=wF7NDRmtA7k&t=2631s/> [dostęp: 12.12.2021].

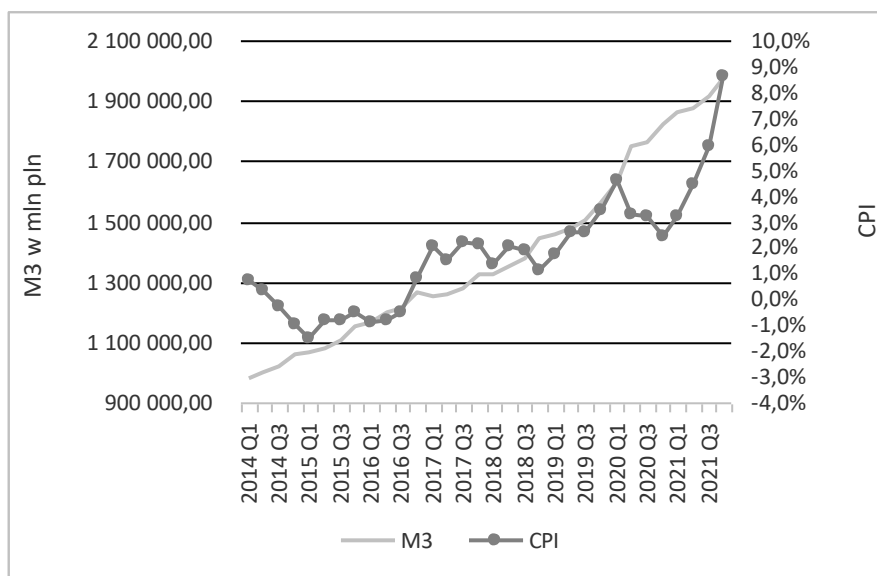
²¹ I. Morawski, *Czy obawy przed inflacją są uzasadnione?* <https://spotdata.pl/blog/2020/03/31/czy-obawy-przed-inflacja-sa-uzasadnione/> [dostęp: 24.11.2021].

²² Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=aktualnosci/wiadomosci_2021/mfw.html [dostęp: 24.11.2021].

²³ Baza Danych NBP, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=statystyka/bazowa/bazowa.htm> [dostęp: 17.01.2022].

²⁴ *Ocena bieżącej sytuacji ekonomicznej*, listopad 2021, <https://www.youtube.com/watch?v=wF7NDRmtA7k&t=4047s/> [dostęp: 12.12.2021].

balny natomiast jest to zjawisko globalne w tym sensie, że występuję w wielu krajach jednocześnie – tak jak wysokie wydatki rządowe oraz wysokie deficyty budżetowe są zjawiskami globalnymi. Inflacja nie jest zjawiskiem międzynarodowym, którego poszczególne państwa nie są w stanie kontrolować. Inflacja jest przede wszystkim zjawiskiem monetarnym, wywołanym przez wzrost ilości pieniądza, szybszy niż wzrost produkcji²⁵. Należy zwrócić uwagę, że rozmiar luzowania ilościowego od początku pandemii był największy w historii. Inflacja przybrała charakter globalny, ponieważ wszystkie banki centralne na świecie w obawie przed załamaniem gospodarczym zdecydowały się wykorzystać niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej w skali dotąd niespotykanej. Co więcej, pieniądz do roku 2020 tworzony był przez banki komercyjne, które analizowały każdy wniosek kredytowy. Oznacza to, że za każdą nową złotówką stało realne aktywo w postaci domu czy fabryki. Podaż pieniądza podczas pandemii wzrosła za sprawą deficytu budżetowego. Pieniądz tego rodzaju można nazwać „pustym”, ponieważ nie stoi za nim żadne nowo wyprodukowane dobro.



Rysunek 1. Relacja między podażą pieniądza M3 a wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Na rysunku 1 przedstawiono relację między podażą pieniądza M3 a indeksem cen konsumpcyjnych w Polsce w latach 2014–2021. Zestawienie tych dwóch

²⁵ M. Friedman, R. Friedman, *Free to Choose: A Person...*, s. 271–272.

krzywych potwierdza tezy monetarystów, że zależność między podażą pieniądza a inflacją jest znacząca. Poziom cen będzie reagował proporcjonalnie do podaży pieniądza. W Polsce suma pieniądza M3 w obiegu od początku 2020 r. do grudnia 2021 zwiększyła się o ok. 22% z poziomu 1 565 574,70 mln zł do 1 971 943,10 mln zł²⁶. Na wykresie widać spadek wskaźnika CPI w drugim kwartale 2020 roku, który był spowodowany zamknięciem gospodarki i zmniejszonym obiegiem pieniądza. Jednak, gdy tylko zniesiono ograniczenia i uwolniono popyt na początku 2021 r., Polska doświadczyła dynamicznego wzrost wskaźnika CPI. Czynniki zewnętrzne, takie jak koszt surowców i energii, w sposób istotny wpływają na poziom cen w gospodarce, jednak twierdzenie, że poziom inflacji zależy wyłącznie od czynników zewnętrznych w państwie z własnym bankiem centralnym budzi wiele kontrowersji wśród ekonomistów²⁷. Inflacja bazowa, która nie obejmuje cen energii i żywności pozostawała wciąż wysoka i wynosiła 5,3% w grudniu 2021 r.²⁸

W związku z ogromną presją inflacyjną, Rada Polityki Pieniężnej w okresie od października 2021 r. do stycznia 2022 r. podniosła stopy procentowe 4 razy. Pierwsza podwyżka o 0,4 p.p. została ogłoszona 6 października 2021 r. Niespełna miesiąc później 3 listopada 2021 r. RPP znów podwyższyła stopy procentowe o 0,75 p.p., 8 grudnia 2021 r. o 0,5 p.p., a 4 stycznia 2022 r. o kolejne 0,5 p.p. Na listopadowej konferencji Narodowego Banku Polskiego prezes Glapiński tłumaczył, że decyzja RPP ma na celu ograniczenie ryzyka utrwalania się inflacji na poziomie przekraczającym cel inflacyjny w średnim okresie. Twierdził, że ryzyko inflacyjne wzrosło w ostatnim okresie ze względu na wystąpienie kolejnych globalnych szoków podażowych. Według prezesa Glapińskiego podwyżka stóp procentowych nie wpłynie na spadek obecnej inflacji, lecz na tę w średnim okresie. Mimo podwyżek realne stopy procentowe przyjmują coraz bardziej ujemne wartości. RPP, utrzymując cenę pieniądza poniżej inflacji, działa na niekorzyść oszczędzających i wynagradza dłużników. Taki stan rzeczy kreuje iluzję dobrobytu, wysokich płac i niskiego bezrobocia. Dzieje się to jednak kosztem rosnącego długu publicznego oraz inflacji, która wymyka się spod kontroli banku centralnego. Należy pamiętać, że gdy choroba inflacyjna jest już na zaawansowanym poziomie to kuracja będzie długa i bardzo bolesna²⁹. Historia nie zna przypadków, aby inflacja uległa trwałej redukcji bez spowolnienia wzrostu gospodarczego i bezrobocia.

²⁶ Strona internetowa NBP, https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/m3.html [dostęp: 14.01.2022].

²⁷ *NBP i ekonomiści inaczej widzą świat*, <https://www.parkiet.com/Gospodarka----Kraj/305089975-NBP-i-ekonomisci-inaczej-widza-swiat.html> [dostęp: 10.12.2021].

²⁸ *Baza Danych NBP*, <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/bazowa/bazowa.htm> [dostęp: 17.01.2022].

²⁹ M. Friedman, R. Friedman, *Free to Choose: A Person...*, s. 279.

Podsumowanie

Celem artykułu było dokonanie diagnozy polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w warunkach pandemii koronawirusa. Z uwagi na fakt, że działania niekonwencjonalne zostały w Polsce użyte po raz pierwszy trudno przewidzieć ich realne skutki w przyszłości. Należy jednak podkreślić, że negatywne skutki ekspansywnej polityki pieniężnej w postaci wzrostu cen w gospodarce są widoczne już dziś nawet przez Radę Polityki Pieniężnej, która w czwartym kwartale 2021 roku stosowała szereg działań, by te skutki złagodzić. Do najważniejszych wniosków można zaliczyć:

1. Luzowanie ilościowe ma przełożenie na wzrost cen w gospodarce oraz wzrost cen aktywów finansowych. Oznacza to, że istnieje zależność między podażą pieniądza a inflacją.
2. Zarówno prognozy NBP oraz MFW dotyczące inflacji w Polsce w latach 2020-2021 nie sprawdziły się.
3. Działaniami antykryzysowym powinna towarzyszyć polityka łagodząca negatywne efekty ekspansji monetarnej.
4. Chwilowe pobudzenie gospodarki poprzez luzowanie ilościowe może okazać się niekorzystne w długim okresie, ponieważ nie zrównoważy to późniejszych destrukcyjnych następstw tych narzędzi.

Bibliografia

- Baza danych GUS, <https://stat.gov.pl>.
- Baza Danych NBP, <https://www.nbp.pl>.
- Bludnik I., John M. Keynes i jego program antykryzysowy, 2013, <http://yadda.icm.edu.pl/yadda/element/bwmeta1.element.ekon-element-000171267037>.
- Friedman M., Friedman R., *Free to Choose: A Person Statement*, Harcourt 1980 (wyd. pol. *Wolny Wybór*), tłum. J. Kwaśniewski, Aspekt, Sosnowiec 2009, s. 279.
- Ihrig J.E., Weinbach G., Wolla S.A., *How the Fed Has Responded to the COVID-19 Pandemic*, 2020, <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2020/august/fed-response-covid19-pandemic/>.
- James R., *Winners and losers from the Fed's emergency rate cut*, 2020, <https://www.bankrate.com/banking/federal-reserve/interest-rate-decrease-winners-losers>.
- Kowalewski P., *Najwierniejsza przyjaciółka dolara*, 2020, <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bezkategorii/rotator/najwierniejsza-przyjaciolka-dolara>.
- Keynes J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London; wyd. pol. *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, tłum. M. Kalecki, S. Rączkowski, PWN, Warszawa 2003.
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz.U. 1997 Nr 78, poz. 483.
- Lagarde C., Twitter, 2020, <https://twitter.com/lagarde/status/1240414918966480896>.
- Morawski I., *Czy obawy przed inflacją są uzasadnione?* <https://spotdata.pl/blog/2020/03/31/czy-obawy-przed-inflacja-sa-uzasadnione>.

- NBP i ekonomiści inaczej widzą świat*, <https://www.parkiet.com/Gospodarka---Kraj/305089975-NBP-i-ekonomisci-inaczej-widza-swiat.html>.
- Ocena bieżącej sytuacji ekonomicznej – listopad 2021*, <https://www.youtube.com/watch?v=wF7NDRmtA7k&t=2631s>.
- Przybylska-Kapuścińska W., M. Szyszko, *Współczesna polityka pieniężna. Perspektywa XXI wieku*, Difin, Warszawa 2017, s. 42.
- Sobol M., *Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w drodze do euro*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 51.
- Strona internetowa EBC, <https://www.ecb.europa.eu>.
- Ustawa budżetowa na rok 2020 z dnia 14 lutego 2020 r., Dz.U. 2020, poz. 571.
- Zahn D., *The Impact of the ECB's Coronavirus Rescue Fund and BoE Rate Cut on European Bonds*, 2020, <https://global.beyondbullsandbears.com/2020/03/19/the-impact-of-the-ecbs-coronavirus-rescue-fund-and-boe-rate-cut-on-european-bonds/>.

Streszczenie

Kryzys gospodarczy spowodowany pandemią koronawirusa doprowadził do natychmiastowej reakcji banków centralnych krajów rozwiniętych. Z uwagi na ograniczenia w postaci niskich stóp procentowych banki centralne musiały sięgnąć po niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, zakładając wykorzystanie zmian wolumenu i struktury bilansów banków centralnych. Wzrost sumy bilansowej w wielkości niespotykanej dotąd w historii przypominał również o zagrożeniach, które się z tym wiążą: ryzykiem inflacyjnym oraz zakłóceniami mechanizmu rynkowego. Negatywne skutki ekspansji monetarnej zauważono już w 2021 roku, gdy wskaźnik inflacji przekroczył cel inflacyjny RPP. Prowadzi to do wniosku, że działaniom antykryzysowym powinna towarzyszyć polityka łagodząca negatywne efekty ekspansji monetarnej. Chwilowe pobudzenie gospodarki poprzez luzowanie ilościowe może okazać się niekorzystne w długim okresie, ponieważ nie zrównoważy to późniejszych niekorzystnych następstw tych narzędzi. Celem artykułu było dokonanie diagnozy polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego w warunkach pandemii koronawirusa.

Słowa kluczowe: polityka banku centralnego, luzowanie ilościowe, działania antykryzysowe, inflacja

ASSESSMENT OF THE ACTIVITIES OF THE NATIONAL BANK OF POLAND DURING THE CORONAVIRUS PANDEMIC

Summary

The economic crisis caused by the coronavirus pandemic led to an immediate reaction from central banks in developed countries. Because of low-interest rates, central banks had to resort to unconventional monetary policy tools assuming the use of changes in the volume and structure of central banks' balance sheets. The negative effects of the monetary expansion were already noticed in 2021 when the inflation rate exceeded the MPC's inflation target. This leads to the conclusion that anti-crisis measures should be accompanied by a policy mitigating the negative effects of monetary expansion. A tem-

porary boost to the economy through quantitative easing may prove disadvantageous in the long run, as it will not offset the subsequent adverse effects of these tools. The article aimed to diagnose the monetary policy of the National Bank of Poland in the conditions of the coronavirus pandemic.

Keywords: monetary policy, quantitative easing, anti-crisis measures, inflation