

Małgorzata Czuchryta
ORCID:0000-0002-9477-268X
Narodowy Bank Polski

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2020.178>
Open Access, CC BY-NC-ND 4.0

Patrycja Kowalik
ORCID:0000-0002-0728-7345
Narodowy Bank Polski

Cytowanie: Czuchryta, M., Kowalik, P. (2020). Reakcja Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polskiego na kryzys pandemiczny. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 7(13), 43-59, DOI: 10.26366/PTE.ZG.2020.178.

Reakcja Europejskiego Banku Centralnego i Narodowego Banku Polskiego na kryzys pandemiczny²

Abstrakt

Wstrząs gospodarczy spowodowany pandemią COVID-19 ma charakter szoku podaży-popytowego, który dotknął gospodarkę strefy euro oraz Polski. W odpowiedzi na negatywne skutki pandemii, Europejski Bank Centralny oraz Narodowy Bank Polski podjęły decyzje, które były ukierunkowane na dostarczenie płynności w sektorze bankowym. W niniejszym artykule, na podstawie analizy informacji, komunikatów i aktów prawnych, porównano działania obu banków centralnych (w okresie od 12 marca do 23 listopada 2020r.), przy uwzględnieniu odmiennych uwarunkowań prowadzonej polityki pieniężnej. Zawarta w artykule analiza porównawcza działań EBC i NBP jest szczególnie ważna obecnie, kiedy zerowe stopy procentowe są powszechnie stosowane, a wśród badaczy jest toczona dyskusja dotycząca efektywności konwencjonalnej i niekonwencjonalnej polityki pieniężnej. W części pierwszej artykułu przedstawiono instrumenty polityki monetarnej wykorzystane przez EBC. W części drugiej zawarto omówienie działań podjętych przez NBP. W części trzeciej zaprezentowano podsumowanie porównujące reakcje obu banków na kryzys wywołany pandemią COVID-19.

Słowa kluczowe: kryzys pandemiczny, Europejski Bank Centralny, Narodowy Bank Polski, polityka pieniężna, polityka monetarna, standardowe instrumenty, niestandardowe instrumenty.

The response of European Central Bank and National Bank of Poland to the pandemic crisis

Abstract

COVID-19 pandemic caused supply and demand shock, that has hit euro area and polish economies. In response to negative effects of the pandemic, European Central Bank and National Bank of Poland took decisions to increase the liquidity in the banking sectors. This article compared the monetary policies of ECB and NBP, taking into account different macroeconomic situation. The comparison was based on information, press releases and legal acts from 12th March to 23rd November 2020. The conclusions of this article are significant, especially nowadays, when zero interest rates are becoming the new normal and researchers are considering differences inefficiency of conventional and non-conventional monetary policies. The paper consists of an introduction, two parts and a summary. In the first part, the monetary

² Poglądy przedstawione w artykule są poglądami osobistymi autorów i nie wyrażają oficjalnego stanowiska Narodowego Banku Polskiego.

policy instruments of ECB were presented. In the second part, the measures used by NBP were discussed. The third part is the summary, which consists comparison of both banks' reactions to pandemic crisis.

Key words: pandemic crisis, European Central Bank, National Bank of Poland, monetary policy, standard instruments, non-standard instruments.

JEL: E50, E52, E58.

Wstęp

Wstrząs gospodarczy spowodowany pandemią ma charakter szoku podażowo-popytowego. Szok podażowy został wywołany zakłóceniem łańcuchów dostaw, mniejszą aktywnością gospodarczą Chin w pierwszym kwartale 2020r. oraz wprowadzonymi przez władze państwowe ograniczeniami w działalności gospodarczej. Szok popytowy jest związany ze spadkiem popytu konsumentów oraz wstrzymaniem inwestycji w warunkach wysokiej niepewności. W celu ograniczenia rozprzestrzeniania się pandemii zostały wprowadzone restrykcje obejmujące warunki prowadzenia działalności gospodarczej oraz możliwości przemieszczania się. Zgodnie z komunikatem Komisji Europejskiej, miało to szczególnie negatywny wpływ na sytuację ekonomiczną przedsiębiorstw z sektora zdrowia, turystyki i transportu, a zwłaszcza – branży lotniczej (Komunikat z dnia 13 marca 2020r. Skoordynowana reakcja gospodarcza na epidemię COVID-19, 2020, s. 3). Zarówno w strefie euro, jak i w Polsce banki odgrywają decydującą rolę w finansowaniu sektora przedsiębiorstw, dlatego działania Narodowego Banku Polskiego (NBP) i Europejskiego Banku Centralnego (EBC) były w dużej mierze skoncentrowane na dostarczeniu płynności do sektora bankowego. Zwiększenie podaży kredytów miało pobudzić aktywność gospodarczą.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie i porównanie działań podjętych przez Europejski Bank Centralny i Narodowy Bank Polski w reakcji na kryzys wywołany pandemią COVID-19. Prowadzona przez nie polityka pieniężna różni się bowiem zarówno uwarunkowaniami, jak i doбором instrumentów.

Zastosowana metoda badawcza opiera się na analizie informacji, komunikatów oraz aktów prawnych publikowanych przez EBC i NBP od 12 marca do 23 listopada 2020r. Przyjęty przedział czasowy rozpoczyna dzień, w którym ogłoszono pierwsze decyzje EBC w sprawie polityki pieniężnej w związku z rozprzestrzenianiem się COVID-19.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej zostały przedstawione instrumenty polityki pieniężnej wykorzystane przez EBC. W drugiej części zawarto omówienie działań podjętych przez NBP. W trzeciej zaprezentowano podsumowanie wynikające z porównania

reakcji obu banków centralnych na kryzys wywołany pandemią COVID-19 w zakresie polityki pieniężnej.

Reakcja Europejskiego Banku Centralnego na kryzys wywołany pandemią COVID-19

W odpowiedzi na kryzys gospodarczy, który objął gospodarkę strefy euro, Europejski Bank Centralny przyjął pakiet działań w zakresie polityki pieniężnej. Od 16 marca 2016r. podstawowe stopy procentowe EBC pozostają na poziomie bliskim zera (Key ECB interest rates, 2019a)³. Wobec tego, w reakcji na kryzys pandemiczny, EBC nie miał możliwości ich dalszego obniżania.

EBC kontynuował łagodne nastawienie w polityce monetarnej korzystając z niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej, aby zabezpieczyć płynność systemu finansowego, a także pośrednio zapewnić dostęp do finansowania gospodarstw domowym oraz przedsiębiorstwom (Konferencja prasowa, 2020a).

W obliczu zaburzeń gospodarczych i wysokiej niepewności, na posiedzeniu w dniu 12 marca 2020r. Rada Prezesów EBC ogłosiła pierwsze decyzje dotyczące wprowadzenia pakietu środków polityki pieniężnej (Decyzje w sprawie polityki pieniężnej, 2020b).

EBC postanowiło kontynuować w ramach programu *Assets Purchase Programme* (APP) zakupy aktywów netto na kwotę 20 mld euro miesięcznie (Asset purchase programmes, 2020c).⁴ Dodatkowo, uruchomiono zakupy w ramach dodatkowej, przejściowej puli 120 mld euro (Decyzje..., 2020b). Ponadto, wprowadzono nadzwyczajny program skupu aktywów w czasie pandemii (PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*), który stanowił uzupełnienie i wzmocnienie programu APP. Program PEPP wyróżnia się elastycznością struktury aktywów, co ma zapewnić odpowiednią reakcję na pojawiające się problemy w gospodarce i systemie finansowym (Decyzja Europejskiego Banku Centralnego 2020/440, 2020d, s. 1). W ramach programu PEPP, banki centralne Eurosystemu mogą dokonywać zakupu wszystkich aktywów, które były zakwalifikowane również do programu APP, tj. obligacje skarbowe, papiery wartościowe emitowane przez europejskie instytucje ponadnarodowe, obligacje korporacyjne, papiery wartościowe zabezpieczone aktywami i obligacje zabezpieczone (O programie skupu aktywów, 2019b). W dniu ogłoszenia dodatkowego programu, Rada Prezesów poinformowała o planowanej pierwotnej kwocie

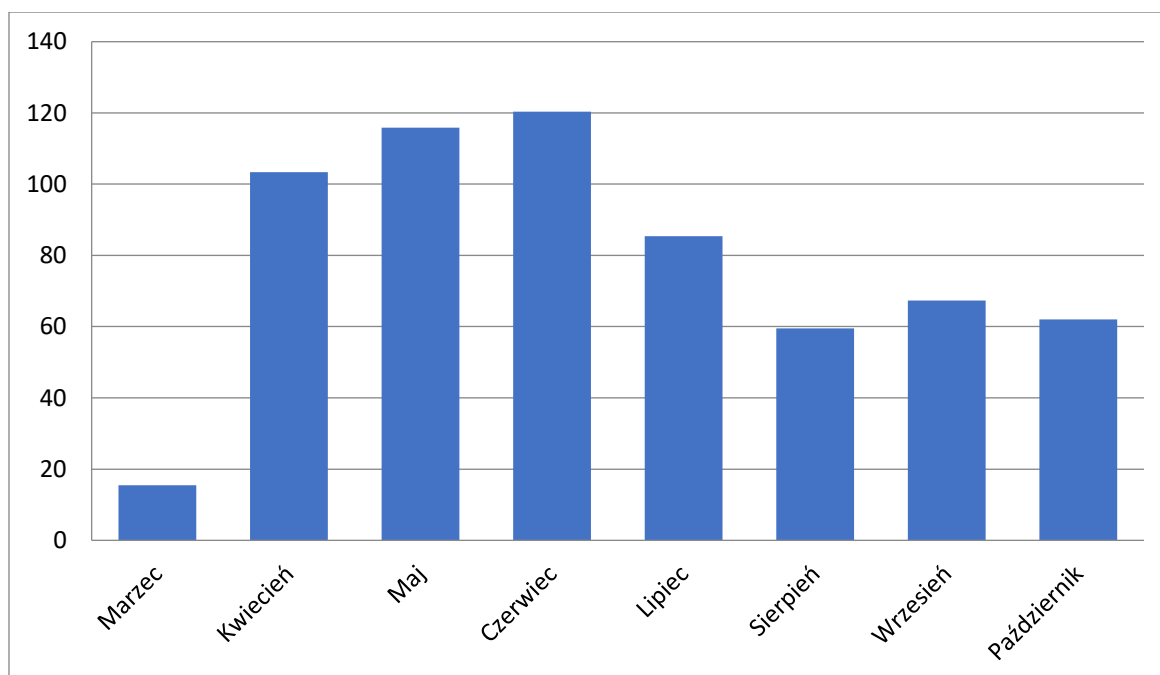
³ Stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących wynosi 0,00%;

Stopa procentowa kredytu w banku centralnym wynosi 0,25%;

Stopa procentowa depozytu w banku centralnym wynosi -0,50% (Key ECB..., 2019a).

⁴ Program APP został uruchomiony w październiku 2014 r. (Asset purchase..., 2020c).

zakupu aktywów w wysokości 750 mld euro (ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme, 2020e). 4 czerwca 2020r. pulę zwiększono o 600 mld euro (do łącznej kwoty 1350 mld euro). Transakcje w ramach programu APP będą prowadzone do końca 2020r. z możliwością ich kontynuowania tak długo, jak będzie to konieczne. Natomiast działania w ramach programu PEPP będą prowadzone co najmniej do końca czerwca 2021r. (Decyzje w sprawie polityki pieniężnej, 2020f). Na rysunku 1 przedstawiono wartość miesięcznych zakupów netto aktywów przeprowadzonych w ramach PEPP w okresie od marca do października 2020r. Oba programy mają na celu zwiększenie płynnych rezerw banków w celu wsparcia akcji kredytowej kierowanej do podmiotów sfery realnej⁵⁶.



Rysunek 1. Wartość miesięcznych zakupów aktywów netto (w mld euro) w okresie od marca do października 2020r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (Pandemic emergency purchase programme (PEPP), 2020g)

Również 12 marca 2020r., EBC poinformował o przeprowadzeniu dodatkowych długoterminowych operacji refinansujących (*Long Term Refinancing Operations - LTRO*) z terminem zapadalności 24 czerwca 2020r. Wraz z ogłoszeniem tej serii niskoprocentowanych pożyczek dla sektora bankowego zapewniono doraźne wsparcie

⁵ W ramach omawianego programu, banki Eurosystemu mają możliwość dokonywania zakupu papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami w postaci kredytów udzielanych przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym. Zwiększenie popytu na te instrumenty dłużne powoduje wzrost ich wartości, co zachęca banki do udzielania kolejnych kredytów (O programie..., 2019b).

⁶ Programy zakupu aktywów mają na celu wzmocnienie transmisji polityki pieniężnej, ułatwienie udzielania kredytu gospodarce strefy euro, łagodzenie warunków zaciągania kredytów przez gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa oraz wsparcie stałej konwergencji stopy inflacji do poziomu poniżej, ale blisko 2% w średnim okresie, zgodnie z podstawowym celem EBC, jakim jest utrzymanie stabilności cen (Decyzja Europejskiego Banku Centralnego..., 2020d; Decyzja Europejskiego Banku Centralnego 2020/188, 2020h).

płynnościowe bankom do momentu rozpoczęcia kolejnej operacji w ramach programu TLTRO III (ECB announces measures to support bank liquidity conditions and money market activity, 2020i)⁷. W tabeli 1 przedstawiono szczegóły wszystkich dodatkowych operacji LTRO, które ogłoszono w dniu 12 marca.

Tabela 1. Harmonogram dodatkowych operacji LTRO (zgodnie z decyzją z dnia 12 marca 2020r.)

Data rozliczenia (planowana)	Termin zapadalności	Przeznaczona kwota (w mld euro)	Wartość zawartych transakcji (w mld euro)	Liczba oferentów
18 marca 2020	24 czerwca 2020	109,13	109,13	110
25 marca 2020	24 czerwca 2020	79,67	79,67	180
1 kwietnia 2020	24 czerwca 2020	43,71	43,71	107
8 kwietnia 2020	24 czerwca 2020	19,51	19,51	99
15 kwietnia 2020	24 czerwca 2020	4,64	4,64	53
22 kwietnia 2020	24 czerwca 2020	18,91	18,91	82
29 kwietnia 2020	24 czerwca 2020	36,66	36,66	74
6 maja 2020	24 czerwca 2020	14,28	14,28	62
13 maja 2020	24 czerwca 2020	6,82	6,82	52
20 maja 2020	24 czerwca 2020	8,73	8,73	47
27 maja 2020	24 czerwca 2020	18,54	18,54	40
3 czerwca 2020	24 czerwca 2020	14,48	14,48	30
10 czerwca 2020	24 czerwca 2020	13,77	13,77	24

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (History of all ECB open market operations, 2020j).

We wrześniu 2019r. została przeprowadzona pierwsza z siedmiu ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących w ramach trzeciej serii programu TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) zachęcającego banki do udzielania kredytów gospodarstwom domowym oraz przedsiębiorstwom (szczególnie małym i średnim)⁸. Wysokość oprocentowania oraz wielkości środków, które mogą zostać pożyczone bankom przez EBC w ramach tego programu jest uzależniona od wartości kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym. Podczas ogłoszenia TLTRO III, pożyczki udzielane bankom miały oprocentowanie o 10 punktów bazowych powyżej średniej stopy procentowej podstawowej operacji refinansującej obowiązującej w czasie trwania danej operacji (ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations, 2019c). Trzy kolejne decyzje EBC wprowadzały zmiany łagodzące kryteria otrzymania pożyczek oraz obniżające ich oprocentowanie, tym samym reagując na hamującą akcję kredytową. 30 kwietnia 2020r. przyjęto decyzję o dodatkowym tymczasowym obniżeniu stóp procentowych (z uwzględnieniem warunków wymienionych w decyzji UE 2020/614). Dla instytucji, które wypełniły kryterium o minimalnej kwocie netto kwalifikowanych kredytów, oprocentowanie kredytu kształtuje się na poziomie o 50 punktów bazowych niższym niż średnia stopa depozytu

⁷ Stopa oprocentowania pożyczek w ramach programu LTRO była równa średniej stopie depozytowej.

⁸ Pierwsza seria (TLTRO I) została ogłoszona w 2014 r., druga (TLTRO II) – w 2016 r.

w banku centralnym (Decyzja Europejskiego Banku Centralnego 2020/614, 2020k).⁹ W tabeli 2 przedstawiono informacje dotyczące harmonogramu operacji w ramach programu TLTRO III.

Tabela 2. Harmonogram operacji w ramach programu TLTRO III

Data rozliczenia (planowana)	Termin zapadalności	Przeznaczona kwota (w mld euro)	Wartość zawartych transakcji (w mld euro)	Liczba oferentów
25 września 2019	28 września 2022	3,40	3,40	28
18 grudnia 2019	21 grudnia 2022	97,72	97,72	122
25 marca 2020	29 marca 2023	114,98	114,98	114
24 czerwca 2020	28 czerwca 2023	1308,43	1308,43	742
30 września 2020	27 września 2023	174,46	174,46	388
16 grudnia 2020	-	-	-	-
24 marca 2021	-	-	-	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (History..., 2020j)

W dniu 30 kwietnia 2020r., Rada Prezesów EBC zdecydowała o wprowadzeniu nowej serii nieukierunkowanych nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii (PELTRO – *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation*), obejmującej siedem operacji według harmonogramu przedstawionego w tabeli 3. Zgodnie z komunikatem, operacje były przeprowadzone w trybie przetargu kwotowego, a oprocentowanie wyniosło 25 punktów bazowych poniżej średniej stopy podstawowych operacji refinansujących (MRO). Podjęte działania miały na celu dodatkową ochronę płynności rynków pieniężnych w strefie euro (ECB announces New pandemic emergency longer-term refinancing operations, 2020).

Tabela 3. Harmonogram nieukierunkowanych nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii (PELTRO)

Data rozliczenia (planowana)	Termin zapadalności	Przeznaczona kwota (w mld euro)	Wartość zawartych transakcji (w mld euro)	Liczba oferentów
21 maja 2020	30 września 2021	0,85	0,85	19
24 czerwca 2020	30 września 2021	15,61	15,61	45
6 sierpnia 2020	30 września 2021	5,68	5,68	13
3 września 2020	26 sierpnia 2021	0,79	0,79	13
8 października 2020	26 sierpnia 2021	1,01	1,01	13
5 listopada 2020	29 lipca 2021	0,75	0,75	12
3 grudnia 2020	29 lipca 2021	-	-	-

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (History..., 2020j)

EBC, mając na uwadze ścisłe relacje finansowe strefy euro z gospodarkami innych krajów oraz konieczność zapewnienia płynności walutowej w systemie bankowym, uruchomił

⁹ Dotyczy to okresu specjalnej stopy procentowej, tj. od dnia 24 czerwca 2020 r. do dnia 23 czerwca 2021 r. W pozostałym czasie trwania operacji w ramach trzeciej serii TLTRO, stopa procentowa jest równa średniej stopie procentowej depozytu EBC w czasie trwania TLTRO III.

linie *repo* dla banków centralnych wybranych krajów. Ponadto wznowiono osłonowe linie *swap* na parze walut narodowych i euro dla Danii, Chorwacji i Bułgarii (ECB and Danmarks National bank reactivate swap line to provide euro liquidity, 2020ł; ECB and Bulgarian National Bank set up swap line to provide euro liquidity, 2020m; ECB and Hrvatska narodna banka set up swap line to provide euro liquidity, 2020n). W dniu 28 sierpnia, przedłużono o pół roku współpracę między EBC a Bankiem Narodowym Rumunii i Narodowym Bankiem Chorwacji (ECB extends euro..., 2020v). Szczegółowe dane, dotyczące harmonogramu oraz wielkości środków objętych transakcjami *repo* lub liniami *swap*, zostały przedstawione w tabeli 4.

Tabela 4. Harmonogram operacji *repo* oraz *swap*

Rodzaj operacji	Data rozpoczęcia	Kraj	Wielkość środków objętych transakcjami <i>repo</i> lub liniami <i>swap</i> (w mld euro)	Data zakończenia
Repo	5 czerwca 2020	Rumunia	4,5	Czerwiec 2021
	17 lipca 2020	Serbia	1,0	Czerwiec 2021
	17 lipca 2020	Albania	0,4	Czerwiec 2021
	23 lipca 2020	Węgry	4,0	Czerwiec 2021
	18 sierpnia 2020	Północna Macedonia	0,4	Czerwiec 2021
	18 sierpnia 2020	San Marino	0,1	Czerwiec 2021
Swap	20 marca 2020	Dania	24,0	Brak danych
	15 kwietnia 2020	Chorwacja	2,0	Czerwiec 2021
	22 kwietnia 2020	Bułgaria	2,0	Grudzień 2020

Źródło: Opracowanie własne na podstawie (ECB and Danmarks National bank..., 2020ł; ECB and Bulgarian National Bank..., 2020m; ECB and Hrvatska narodna banka..., 2020n; ECB and National Bank of Romania..., 2020o; ECB and National Bank of Serbia..., 2020p; ECB and Bank of Albania..., 2020r; ECB and Magyar Nemzeti Bank..., 2020s; ECB and National Bank of the Republic of North Macedonia..., 2020t; ECB and Central Bank of the Republic of San Marino..., 2020u)

Dla zabezpieczenia płynności walutowej, EBC zwiększył częstotliwość siedmiodniowych operacji zasilających w płynność w dolarach amerykańskich z tygodniowej na dzienną, rozpoczynając od 23 marca 2020r. (Coordinated central bank..., 2020w). Od lipca, Rada Prezesów zmieniła częstotliwość ww. operacji, ustalając termin trzydniowy (US dollar liquidity-providing..., 2020y). 20 sierpnia powrócono do przeprowadzania 7-dniowych operacji zasilających w dolarze amerykańskim z częstotliwością tygodniową (Reduction in frequency..., 2020z).

Reakcja Narodowego Banku Polskiego na kryzys wywołany pandemią COVID-19

Narodowy Bank Polski również dość szybko podjął decyzję o reakcji na zagrożenie kryzysem gospodarczym związanym z pandemią koronawirusa. W Polsce pierwsze ograniczenia dotyczące prowadzenia działalności gospodarczej oraz przemieszczania się zostały wprowadzone od 14 marca 2020r. wraz z ogłoszeniem na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu zagrożenia epidemicznego. Zarząd Narodowego Banku Polskiego dostrzegając zagrożenie dla sfery realnej polskiej gospodarki już 16 marca zakomunikował wykorzystanie dodatkowych instrumentów – operacji repo, zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku oraz wprowadzenie kredytu wekslowego dla banków. Zapowiedział również rekomendowanie Radzie Polityki Pieniężnej obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej oraz podniesienia jej oprocentowania, a także poparł propozycję Prezesa NBP dotyczącą obniżenia stóp procentowych. (Komunikat Zarządu NBP z dnia 16 marca 2020r., 2020e).

W okresie od połowy marca do końca maja 2020r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła podstawowe stopy procentowe trzykrotnie (informacje na ten temat zostały przedstawione w tabeli 5).

Tabela 5. Zmiana podstawowych stóp procentowych NBP

Wyszczególnienie	Od 5 marca 2015	18 marca 2020	9 kwietnia 2020	29 maja 2020
Stopa referencyjna	1,50	1,00	0,50	0,10
Stopa lombardowa	2,50	1,50	1,00	0,50
Stopa depozytowa	0,50	0,50	0,00	0,00
Stopa redyskontowa weksli	1,75	1,05	0,55	0,11
Stopa dyskontowa weksli	-	1,10	0,60	0,12

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP (Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998 – 2020, 2020k).

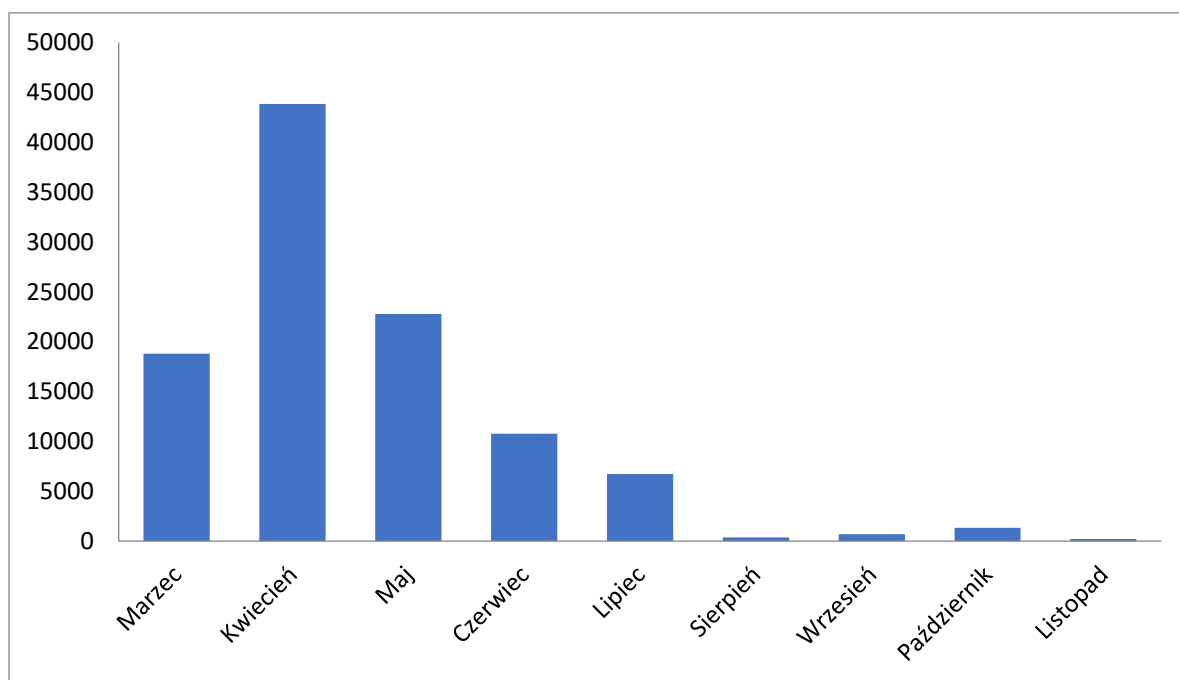
W związku z planowanym udostępnieniem bankom kredytu wekslowego podczas marcowego posiedzenia RPP ustalono wysokość stopy dyskontowej weksli, na której bazuje jego oprocentowanie¹⁰.

Podczas posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca została podjęta także decyzja o redukcji stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5% oraz podwyższeniu oprocentowania środków utrzymywanych w jej ramach z 0,5% do poziomu stopy referencyjnej (wówczas 1%) (Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020r.,

¹⁰ Instrument w postaci kredytu wekslowego nie był wykorzystywany przez NBP od 2010 r.

2020a). Celem tego działania było ograniczenie ryzyka wpływu aktualnych zaburzeń gospodarczych na podaż kredytu (Informacja..., 2020a).

W celu przeciwdziałaniu skutkom kryzysu NBP zdecydował o wykorzystaniu operacji dostrajających repo¹¹ oraz wdrożeniu operacji strukturalnych zakupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Intencją wprowadzenia takich operacji była zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym. Dodatkowo powinny one również wpłynąć na utrzymanie płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych (Komunikat..., 2020e). Szczegółowe dane dotyczące przeprowadzonych operacji zostały przedstawione na rysunku 2.



Rysunek 2. Wartość obligacji przyjętych do odkupu przez NBP (w mln zł) od marca do listopada 2020r.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP (Operacje NBP, 2020g)

W ramach programu skupu obligacji skarbowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym NBP przeprowadził od marca do listopada piętnaście operacji strukturalnych na kwotę ok. 105,5 mld zł. Pierwsza taka operacja została przeprowadzona 19 marca 2020r., a do końca miesiąca odbyły się łącznie trzy przetargi skupu obligacji skarbowych na kwotę 18,8 mld zł. W kolejnych miesiącach odbywały się one z mniejszą częstotliwością – od kwietnia do lipca organizowane były dwa razy na miesiąc, a od sierpnia do listopada raz w miesiącu. NBP największą wartość obligacji do odkupu przyjął w kwietniu – wyniosła ona 43,8 mld zł. Skup przeprowadzony w maju był

¹¹ NBP przeprowadził w analizowanym okresie jedną operację repo w dniu 16 marca 2020 r. na kwotę 17,3 mld zł (Operacje NBP, 2020g).

już o połowę mniejszy (ok. 22,8 mld zł). W kolejnych miesiącach wielkość przeprowadzanych operacji była znacznie niższa.

Od 10 kwietnia 2020r. NBP udostępnił bankom kredyt wekslowy, którego celem - podobnie jak programu TLTRO wprowadzonego przez EBC - jest umożliwienie refinansowania kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorstwom sektora niefinansowego. Stanowi on kolejny instrument umożliwiający bankom pozyskanie dodatkowej płynności (Kredyt wekslowy. Pytania i odpowiedzi, 2020f)¹². Według stanu na koniec października NBP udzielił kredytu wekslowego w łącznej wysokości około 50 mln zł (Obserwator finansowy, 2020).

Podsumowanie

Porównując politykę pieniężną EBC i NBP, należy uwzględnić odmienne warunki gospodarcze, w których ją prowadzą. Na koniec 2019r. wzrost gospodarczy w strefie euro utrzymywał się na relatywnie niskim, ale stabilnym poziomie. Dynamika PKB w IV kwartale 2019r. spadła do poziomu 0,9% r/r z 1,2% w III kwartale. Polska gospodarka rozwijała się znacznie szybciej w porównaniu do strefy euro, choć tempo wzrostu gospodarczego również obniżyło się. W IV kwartale 2019r. dynamika PKB w Polsce wyniosła 3,2% r/r (3,9% w III kwartale) (Raport o inflacji, 2020l, s. 27). Przy podejmowaniu decyzji w ramach polityki pieniężnej, bank centralny kieruje się zarówno obecnym poziomem inflacji, jak również prognozami dynamiki wzrostu cen. W styczniu 2020r. wskaźnik inflacji HICP w strefie euro wyniósł 1,4% r/r, natomiast w Polsce 3,8% (Eurostat, 2020). EBC prowadził zatem politykę monetarną uwzględniając poziom inflacji niższy niż przyjęty cel inflacyjny¹³, podczas gdy NBP podejmował działania w warunkach wyższego tempa wzrostu cen niż docelowe¹⁴.

W marcu 2020r. projekcje makroekonomiczne w strefie euro i w Polsce zostały zrewidowane w dół na skutek rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19. Wpływ pandemii na gospodarkę światową był bardziej negatywny niż prognozowano w połowie lutego. W sytuacji

¹² Kredyt wekslowy polega na przyjmowaniu od banków przez NBP do dyskonta weksli wystawianych przez przedsiębiorstwa w związku z otrzymanym przez nie z banku kredytem. Szczegółowe warunki jego udzielenia zostały zawarte w uchwale nr 21/2020 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 10 kwietnia 2020 r. (Kredyt..., 2020f).

¹³ Rada Prezesów EBC dąży do tego, by w średnim okresie utrzymać inflację poniżej, ale blisko 2% (Polityka pieniężna, 2020aa).

¹⁴ Od 2004 r. celem polityki pieniężnej NBP jest utrzymanie inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym odchyleniem +/- 1 punktu procentowego (Założenia polityki pieniężnej na rok 2020, 2020n, s. 2) Według danych GUS w styczniu 2020 r. inflacja w Polsce mierzona wskaźnikiem CPI wyniosła 4,3% (GUS, Miesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1982 roku).

wysokiej niepewności i ograniczenia przez rządy działalności gospodarczej (lockdown-y), banki centralne podjęły działania, mające na celu zapewnienie płynności w systemie finansowym. W Polsce stopy procentowe były utrzymywane na znacznie wyższym poziomie niż w strefie euro, więc NBP zdecydował się na ich obniżenie¹⁵. W wyniku podjętych przez RPP decyzji, stopy procentowe zostały ustanowione na najniższym poziomie w historii (tj. stopa referencyjna wyniosła 0,10%). W strefie euro stopy procentowe od 16 marca 2016r. pozostawały na poziomie zbliżonym do technicznego zera i nie mogły być dalej obniżane.

Zarówno EBC, jak i NBP zdecydowały się na uruchomienie programów skupu aktywów. W strefie euro, w dniu 13 marca Rada Prezesów EBC poinformowała o podtrzymaniu programu skupu aktywów (APP) w wysokości 20 mld euro miesięcznie oraz uruchomieniu dodatkowej puli na kwotę 120 mld euro do końca 2020r. W dniu 18 marca 2020r. wprowadzono kolejny program skupu (PEPP), który dopuszczał nabycie papierów wartościowych o wartości 750 mld euro. Program ten został następnie powiększony o 600 mld euro w dniu 4 czerwca 2020r. NBP w przeciwieństwie do EBC nie określił docelowej kwoty skupu aktywów. W komunikacie Zarządu NBP z dnia 16 marca 2020r. poinformowano jedynie o planowanym wdrożeniu programu na dużą skalę. Operacje strukturalne, obejmujące zakup obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa, mają być przeprowadzane do odwołania, a terminy przetargów oraz ich wielkość będą zależały od warunków rynkowych (Komunikat..., 2020e).

W efekcie wprowadzonego programu skupu aktywów, suma bilansowa NBP w okresie od marca do października wzrosła o 27,6% (tj. o ok. 150,8 mld zł) (Bilans Narodowego Banku Polskiego (ujęcie monetarne) – dane miesięczne, 2020m). Wskazuje to na mniejszą skalę przeprowadzonych przez NBP operacji w porównaniu do EBC, którego suma bilansowa w okresie od marca do listopada wzrosła o 45% (tj. o ok. 2 129,2 mld euro) (Skonsolidowane sprawozdanie..., 2020ab; Skonsolidowane sprawozdanie..., 2020ac). Aktywa skupione przez NBP od marca do października stanowią ok. 15,1% wszystkich aktywów NBP, natomiast w przypadku EBC w dniu 13 listopada – papiery wartościowe nabyte w ramach polityki pieniężnej stanowią ok. 52,3% wszystkich aktywów. Przedstawione dane w sposób jednoznaczny wskazują na różnorodne strategie obu banków centralnych przyjęte w celu przeciwdziałania negatywnym skutkom panującego kryzysu.

¹⁵ Jak wynika z opisów dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych RPP oraz informacji po posiedzeniach w dniach 17 marca, 8 kwietnia i 29 maja, argumentami za obniżeniem stóp procentowych były przede wszystkim: przeciwdziałanie szybszemu spadkowi dynamiki cen niż zakładano w marcowej projekcji inflacji, wsparcie polityki fiskalnej poprzez obniżenie kosztu obsługi długu oraz zmniejszenie obciążeń kredytobiorców.

Skup papierów wartościowych, zarówno przez EBC, jak i NBP, ma na celu dostarczenie płynności do sektora bankowego, aby ułatwić dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz wzmocnić kanały transmisji polityki pieniężnej. NBP wyróżnia, w szczególności, konieczność zmian struktury płynności sektora bankowego w długim horyzoncie czasowym oraz utrzymanie płynności papierów wartościowych na rynkach wtórnych (Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020r., 2020b). Wprowadzenie tego instrumentu stanowi również wsparcie polityki gospodarczej, przez skup obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa. Wspomniane papiery dłużne są emitowane w celu pozyskania środków na sfinansowanie programów antykryzysowych. Natomiast, w strategii działalności EBC, program skupu aktywów odgrywa również istotną rolę w utrzymywaniu stabilności cen, tj. zbliżania się do ustalonego celu inflacyjnego (Decyzja..., 2020d). Jest to szczególnie ważne, gdyż od marca 2020r. wskaźnik CPI w strefie euro pozostaje w trendzie spadkowym, a od września 2020r. przyjął on wartości ujemne. EBC podjął zatem działania, aby zapobiec utrwalaniu się deflacji. W ramach programów APP i PEPP, papiery wartościowe mogą być skupowane zarówno od przedsiębiorstw, jak i banków komercyjnych, tym samym dostarczając sektorowi bankowemu środków potrzebnych do udzielania kredytów. Wzmocniona akcja kredytowa z założenia powinna skutkować pobudzeniem konsumpcji, inwestycji, a ostatecznie wzrostem gospodarczym.

12 marca 2020r., EBC ogłosił decyzję o przeprowadzeniu serii dodatkowych długoterminowych operacji refinansujących, które umożliwiłyby bankom komercyjnym uzyskiwanie niskoprocentowanych pożyczek. Przedstawione w tabeli 1 dane informują o wysokim zapotrzebowaniu sektora bankowego na tego rodzaju wsparcie. W dniu 30 kwietnia 2020r. wprowadzono dodatkową serię nieukierunkowanych nadzwyczajnych dłuższych operacji refinansujących w czasie pandemii. Kolejnym programem, który miał zachęcać banki do udzielania kredytów gospodarstwom domowym oraz przedsiębiorstwom (szczególnie małym i średnim) była trzecia seria TLTRO. Zgodnie z danymi przedstawionymi w tabeli 2, gwałtowny wzrost oferentów odnotowano w czerwcu 2020r., co było prawdopodobnie spowodowane kolejnymi decyzjami o obniżeniu oprocentowania udzielanych pożyczek, zwiększeniu kwoty pożyczek dla banków, które wykazywały się odpowiednią aktywnością kredytową, rozszerzeniem listy aktywów mogących stanowić zabezpieczenie oraz zmniejszeniem wskaźnika *haircut* dla wartości tych zabezpieczeń. W Polsce, instrumentem, którego cel stanowi – podobnie jak w przypadku programu TLTRO – wsparcie płynności i

zwiększenie podaży kredytu dla przedsiębiorstw, jest kredyt wekslowy. Przeszkodami we wprowadzeniu w Polsce rozwiązania analogicznego do TLTRO są ograniczenia prawne, takie jak konieczność umożliwienia równego dostępu do niego wszystkich banków czy kwestie pomocy publicznej¹⁶.

EBC swoją interwencją objął również płynność walutową, aby zapewnić dostęp do walut dla banków strefy euro oraz niektórych banków spoza strefy (poprzez otwarcie linii *swap* oraz *repo*). Przywrócenie 7-dniowej częstotliwości operacji zasilających sektor bankowy w dolary amerykańskie wskazuje na skuteczność podjętych działań. NBP nie zdecydował się na podjęcie bezpośredniej interwencji na rynku walutowym. W informacji po posiedzeniu RPP w dniu 16 czerwca 2020 r. wskazano jednak brak wyraźnego dostosowania kursu złotego do warunków globalnego kryzysu wywołanego pandemią oraz poluzowania polityki pieniężnej jako czynnik ograniczający tempo wzrostu gospodarczego (Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 czerwca 2020r., 2020d). Wspomniana informacja może zostać uznana za interwencję werbalną.

Porównując działania podjęte przez EBC i NBP zasadnicza różnica dotyczy rodzaju zastosowanych instrumentów¹⁷. Niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej wykazują się dużą elastycznością, przez co banki centralne mają większe możliwości kształtowania ich tak, aby impuls pieniężny wywołał określone skutki w odpowiednim sektorze gospodarki. Wspomniana cecha jest ważna szczególnie podczas obecnego kryzysu, który swoją nieprzewidywalnością wymusza szybkie reakcje na rynku pieniężnym.

Bibliografia

EBC (2019a), *Key ECB interest rates*, dostępny na https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (data dostępu 20.11.2020).

¹⁶ Do omówionej kwestii odniosła się członkini RPP G. Ancyparowicz w wywiadzie dostępnym pod adresem [http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/36269212,bardzo-male-szanse-na-ujemne-stopy-proc---inflacja-ponizej-celu--ale-w-przedziale-%E2%80%93-ancyparowicz--rpp-\(wywiad\)](http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/36269212,bardzo-male-szanse-na-ujemne-stopy-proc---inflacja-ponizej-celu--ale-w-przedziale-%E2%80%93-ancyparowicz--rpp-(wywiad)).

¹⁷ Na potrzeby artykułu przyjęto podział na standardowe oraz niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej. Warto jednak zaznaczyć, że niekonwencjonalna polityka monetarna, która miała być rozwiązaniem tymczasowym przyjętym w odpowiedzi na kryzys finansowy 2008 r., jest kontynuowana nadal w wielu państwach. W związku z tym, niestandardowe środki stają się niekiedy modyfikacją podstawowych instrumentów. Niniejsza kwestia była poruszana m.in. przez Claudio Bolio (When the unconventional becomes conventional (bis.org)), Simona Kennedy'ego i Samuela Dodge'a (What Is Monetary Policy in 2020? Latest Thinking During Virus, Covid-19 Lockdown - Bloomberg), Johna Murray'a (John Murray: When the unconventional becomes conventional - monetary policy in extraordinary times (bis.org)), Stijna Verhelsta (All monetary policy has become 'unconventional' - Egmont Institute) etc.

EBC (2019b), *O programie skupu aktywów*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.pl.html> (data dostępu 02.11.2020).

EBC (2019c), *ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III)*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190606~d1b6e3247d.en.html> (data dostępu 03.11.2020).

EBC (2020a), *Konferencja prasowa*, dostępny na <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.pl.html>, (data dostępu 01.11.2020).

EBC (2020b), *Decyzje w sprawie polityki pieniężnej*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.pl.html> (data dostępu 01.11.2020).

EBC (2020c), *Asset purchase programmes*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (data dostępu 01.11.2020).

EBC (2020d), *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2020/440 z dnia 24 marca 2020r. w sprawie tymczasowego nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii (EBC/2020/17)*.

EBC (2020e), *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, dostępny na https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html (data dostępu 02.11.2020).

EBC (2020f), *Decyzje w sprawie polityki pieniężnej*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.pl.html> (data dostępu 02.11.2020).

EBC (2020g), *Pandemic emergency purchase programme (PEPP)*, dostępny na <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (data dostępu 02.11.2020).

EBC (2020h), *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2020/188 z dnia 3 lutego 2020r. w sprawie programu zakupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych (EBC/2020/9)*.

EBC (2020i), *ECB announces measures to support bank liquidity conditions and money market activity*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200312_2~06c32dabd1.en.html (data dostępu 03.11.2020).

EBC (2020j), *History of all ECB open market operations*, dostępny na https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/top_history.en.html (data dostępu 03.11.2020).

EBC (2020k), *Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2020/614 z dnia 30 kwietnia 2020r. zmieniająca decyzję (UE) 2019/1311 w sprawie trzeciej serii ukierunkowanych dłuższych operacji refinansujących (EBC/2020/25)*.

EBC (2020l), *ECB announces new pandemic emergency longer-term refinancing operations*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200430_1~477f400e39.en.html (data dostępu 03.11.2020).

EBC (2020ł), *ECB and Danmarks National bank reactivate swap line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200320~165793c952.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020m), *ECB and Bulgarian National Bank set up swap line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422~962a743486.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020n), *ECB and Hrvatska narodna banka set up swap line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200415_1~92fe0267b1.en.html (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020o), *ECB and National Bank of Romania set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200605~530c053484.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020p), *ECB and National Bank of Serbia set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200717_2~7d1fb908e4.en.html (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020r), *ECB and Bank of Albania set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200717_1~f143ca1c56.en.html (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020s), *ECB and Magyar Nemzeti Bank set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200723~ddf371441e.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020t), *ECB and National Bank of the Republic of North Macedonia set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200818~6f97d2eeefb.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020u), *ECB and Central Bank of the Republic of San Marino set up repo line to provide euro liquidity*, dostępny na stronie

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200818_1~46f5b14600.en.html (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020v), *ECB extends euro liquidity lines with two central banks*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200828~412bf7c3fd.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020w), *Coordinated central bank action to further enhance the provision of US dollar liquidity*, dostępny na stronie https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200320_1~be7a5cd242.en.html (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020y), *US dollar liquidity-providing operations from 1 July 2020*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200619~8badb7725d.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020z), *Reduction in frequency of 7-day US dollar liquidity-providing operations as of 1 September 2020*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200820~4c0e97dec5.en.html> (data dostępu 04.11.2020).

EBC (2020aa), *Polityka pieniężna*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.pl.html> (data dostępu 10.12.2020).

EBC (2020ab), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu 13 marca 2020r.*, dostępny na stronie <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2020/html/ecb.fst200317.pl.html> (data dostępu 06.12.2020).

EBC (2020ac), *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Eurosystemu 13 listopada 2020r.*, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2020/html/ecb.fst201117.pl.html> (data dostępu 06.12.2020).

Eurostat, *HICP - all items*, dostępny na <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/teicp000/default/table?lang=en>, (data dostępu 29.11.2020).

GUS, *Miesięczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1982 roku*, dostępny na <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-od-1982-roku/> (data dostępu 04.12.2020).

Komisja Europejska (2020), *Komunikat z dnia 13 marca 2020r. Skoordynowana reakcja gospodarcza na epidemię COVID-19*, s. 3.

NBP (2020a), *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020r.*

NBP (2020b), *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020r.*

NBP (2020c), *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 29 maja 2020r.*

NBP (2020d), *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 czerwca 2020r.*

NBP (2020e), *Komunikat Zarządu NBP z dnia 16 marca 2020r.*, dostępny na https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/aktualnosci/wiadomosci_2020/zarząd-16032020.html (data dostępu 12.12.2020).

NBP (2020f), *Kredyt wekslowy. Pytania i odpowiedzi*, dostępny na <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/faq/kredyt-wekslowy.html> (data dostępu 11.12.2020).

NBP (2020g), *Operacje NBP – 2020r.*, dostępny na <https://www.nbp.pl/dzienne/bony2020.xlsx> (data dostępu 28.11.2020).

NBP (2020h), *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 17 marca 2020r.*

NBP (2020i), *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 8 kwietnia 2020r.*

NBP (2020j), *Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 28 maja 2020r.*

NBP (2020k), *Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998 – 2020*, dostępny na https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm, (data dostępu 03.12.2020).

NBP (2020l), *Raport o inflacji. Marzec 2020*, s. 27.

NBP (2020m), *Bilans Narodowego Banku Polskiego (ujęcie monetarne) – dane miesięczne*, dostępny pod adresem: https://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_nbp.xlsx, (data dostępu 01.12.2020).

NBP (2020n), *Założenia polityki pieniężnej na rok 2020*, s. 2.

Obserwator finansowy (2020), *NBP udzielił kredytu wekslowego w łącznej wysokości ok. 50 mln zł*, dostępny na <https://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/dispatches/nbp-udzielił-kredytu-wekslowego-w-lacnej-wysokosci-ok-50-mln-zl/> (data dostępu 10.12.2020).