

## Komentarz Specjalny

### 8 pytań (i odpowiedzi) na temat programu QE

- Chociaż program skupu aktywów został wprowadzony przez NBP dwa miesiące temu, temat ten wciąż budzi wiele dyskusji i kontrowersji. Na podstawie doświadczeń innych krajów, które wcześniej wprowadzały QE można przypuszczać, że powyższa sytuacja szybko się nie zmieni.
- W niniejszej notce staramy się krótko i w przystępny sposób odpowiedzieć na kilka najważniejszych pytań, które pojawiają się w dyskusjach z klientami i w debacie publicznej.
- W szczególności próbujemy odnieść się do pytań o to, w jakim celu program skupu aktywów jest wprowadzany, czy stanowi „dodruk pieniądza”, czy niesie ze sobą zagrożenia i czy doprowadzi do niekontrolowanego wzrostu inflacji.

---

**Piotr Kalisz, CFA**

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

**Cezary Chrapek, CFA**

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

---

## Osiem pytań na temat programu QE

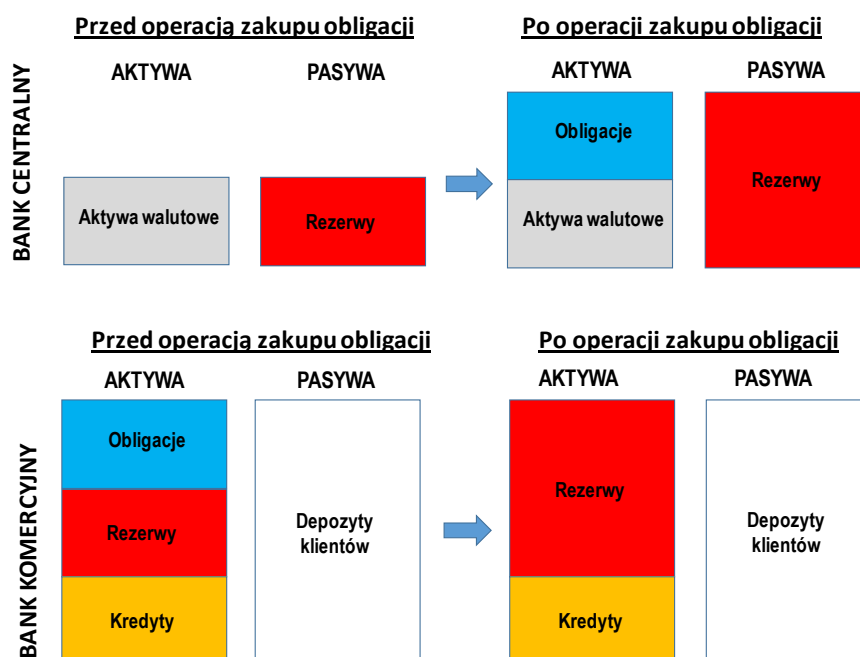
Mijają dwa miesiące od kiedy bank centralny ogłosił uruchomienie programu skupu aktywów w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku (SOOR). Na podstawie toczących się publicznie dyskusji odnosimy wrażenie, że program ten, powszechnie nazywany polskim QE, wciąż wydaje się wywoływać wiele pytań i wątpliwości. W poniższym raporcie staramy się odnieść do najczęściej pojawiających się kwestii. Każda krótka sekcja jest pomyślana jako podsumowanie najważniejszych wniosków na dany temat i może być czytana oddzielnie

### 1. Co to jest QE i jaki jest jego mechanizm?

Ogłoszony przez NBP program skupu aktywów SOOR polega na regularnych zakupach obligacji skarbowych lub obligacji z gwarancją Skarbu Państwa na rynku wtórnym. Oznacza to, że papiery skarbowe są kupowane od banków, a nie bezpośrednio od Ministerstwa Finansów. W praktyce NBP płaci bankom za obligacje nowo stworzonym przez siebie pieniądzem, przelewając odpowiednią kwotę na rachunek, który banki komercyjne utrzymują w banku centralnym.

Mechanizm SOOR i jego wpływ na bilanse NBP oraz banku komercyjnego jest przedstawiony na schemacie 1. Automatyczną konsekwencją zakupu obligacji przez bank centralny jest zwiększenie jego bilansu. Aktywa NBP zwiększają się o wartość zakupionych obligacji, a pasywa banku są powiększone o (tę samą) kwotę nowo wykreowanego pieniądza rezerwowego. Pod pojęciem pieniądza rezerwowego lub po prostu rezerw kryje się pieniądz, który jest wykorzystywany do rozliczeń między bankami. Jednocześnie operacja ta nie zwiększa bilansu banku komercyjnego, lecz zmienia jego strukturę - strona pasywów pozostaje bez zmian, a po stronie aktywów spada wartość papierów skarbowych, a rośnie (o tę samą kwotę) wartość rezerw utrzymywanych na rachunku bankowym.

Schemat 1. Wpływ operacji QE/SOOR na bilanse banku centralnego i banku komercyjnego



## 2. Po co uruchamiać skup aktywów?

Programy skupu aktywów są wprowadzane przez banki centralne w sytuacji poważnych szoków, szczególnie gdy stopy procentowe zbliżą się do zera i nie mogą być głębiej obniżane. W takiej sytuacji QE ma na celu zminimalizowanie spadku PKB i inflacji. Do osiągnięcia celu może dojść kilkoma kanałami. Po pierwsze, zakupy obligacji prowadzą do obniżenia rynkowych stóp procentowych i jednocześnie skłaniają inwestorów do sięgania po nowe aktywa (*portfolio rebalancing*). Po drugie, QE może pośrednio prowadzić do większej akcji kredytowej, obniżając oprocentowanie kredytów i w niektórych przypadkach skłaniając banki do poszukiwania bardziej ryzykownych aktywów (udzielania kredytów). Po trzecie, efektem QE może być osłabienie waluty, które wspiera eksport. Wreszcie działania banku centralnego mają rolę sygnalizacyjną – mogą zwiększać wiarę konsumentów, firm i inwestorów w to, że bank centralny poważnie podchodzi do swoich zadań (efekt „*whatever it takes*”).

W obecnym kryzysie programy skupu aktywów stosowane przez banki centralne mają jeszcze jeden dodatkowy skutek, który może okazać się kluczowy. Ułatwiają one finansowanie znacznych programów fiskalnych mających na celu stymulację gospodarki. Większość ekonomistów zgadza się, że w warunkach pandemii i *lockdownu* polityka fiskalna może być znacznie skuteczniejsza niż polityka pieniężna. W tej sytuacji rola banku centralnego sprowadza się między innymi do zapewnienia, że finansowanie programów stymulacyjnych nie doprowadzi do destabilizacji na rynkach, a potencjalnie również do zagrożeń dla stabilności sektora finansowego. Bez zaangażowania banku centralnego realizacja fiskalnych działań stabilizacyjnych byłaby zdecydowanie trudniejsza.

## 3. Czy programy skupu aktywów są skuteczne?

Jeżeli chodzi o skuteczność QE/SOOR, dotychczas dostępne badania empiryczne pokazują, że w przeszłości podobne działania miały istotny pozytywny wpływ na PKB i inflację, podnosząc ścieżki obu tych wskaźników i skracając okres recesji i deflacji<sup>1</sup>. Badania te dotyczyły największych banków centralnych, między innymi: Fed, EBC lub Banku Anglii. Oczywiście każdy program QE jest inny i wnioski z przeszłych programów, szczególnie tych wprowadzanych w krajach rozwiniętych, mogą nie sprawdzać się w Polsce w sytuacji pandemii. Niemniej w naszej ocenie spośród dostępnych obecnie instrumentów jest to prawdopodobnie najlepsza opcja z dziedziny polityki monetarnej.

## 4. Czy SOOR to coś nadzwyczajnego?

Choć programy skupu aktywów są teoretycznie uznawane za działania niekonwencjonalne, w rzeczywistości w ciągu ostatnich dziesięciu lat weszły one do kanonu podstawowych instrumentów wielu banków centralnych. Nawet jeżeli większość banków niechętnie sięga po podobne rozwiązania, nie budzą one już większych kontrowersji. Spośród największych banków centralnych z programów QE korzystał między innymi amerykański Fed, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii, Bank Japonii, a w naszym regionie

---

<sup>1</sup> Np. Kapetanios, Mumtaz, Stevens, Theodoridis, (2012). "Assessing the economy-wide effects of quantitative easing," Bank of England working papers 443, Bank of England, Weale, Wieladek (2016), "What are the macroeconomic effects of asset purchases?" Journal of Monetary Economics

choćby Narodowy Bank Węgier. Liczba banków centralnych nie korzystających z jakiegś formy „niekonwencjonalnych” działań jest znacznie krótsza niż się zazwyczaj wydaje.

## 5. Czy to dodruk pieniądza?

Prawdopodobnie najczęstszym nieporozumieniem związanym z programem skupu aktywów jest przyrównywanie go do drukowania pieniądza bez pokrycia. Po pierwsze, współcześnie bank centralny tworzy pieniądź nie wykorzystując prasy drukarskiej, lecz po prostu zwiększając poziom pieniądza (rezerw) w systemie jednym przyciśnięciem klawisza w komputerze. Innymi słowy rezerwy powstają „z powietrza”, a do ich stworzenia nie potrzeba ani drukarki ani papieru. Po drugie i bardziej istotne, tworzenie rezerw to podstawowy element działań polityki pieniężnej i nie ma w tym nic nadzwyczajnego. Na przykład utrzymywanie stóp procentowych na odpowiednim poziomie wiąże się z ciągłym sterowaniem poziomem rezerw za pomocą operacji otwartego rynku. Bez zmian rezerw w systemie bankowym banki centralne nie mogłyby pełnić swoich kluczowych funkcji.

## 6. Czy SOOR zwiększa podaż pieniądza?

Zakup aktywów zwiększa ilość rezerw w systemie międzybankowym, a przez to zwiększa podaż pieniądza rezerwowego (zazwyczaj oznaczanego M0). Ten agregat obejmuje jednak gotówkę i rezerwy banków, a przez to ma niewiele wspólnego z tym co większość osób ma na myśli mówiąc o podaży pieniądza.

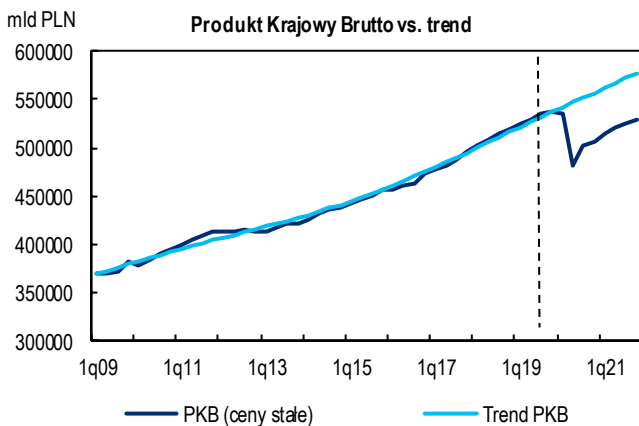
Szeroko rozumiana podaż pieniądza (M2 lub M3) obejmuje oprócz gotówki również depozyty bieżące i terminowe utrzymywane przez klientów w bankach komercyjnych. Agregat ten uwzględnia środki, które mogą być wykorzystane do realizacji płatności między firmami i gospodarstwami domowymi, podczas gdy rezerwy mogą być wykorzystywane wyłącznie do rozliczeń między bankami. Obie miary są z innych kategorii i mierzą coś zupełnie innego – np. rezerwy nie mogą wyjść poza system międzybankowy i nie mogą być „odpożyczone” klientom banków. Dlatego prowadzenie programu skupu aktywów i zwiększanie rezerw banków nie ma bezpośredniego wpływu na szeroko rozumianą podaż pieniądza. Jej wzrost nie zależy bezpośrednio od działań banku centralnego, lecz od akcji kredytowej (udzielenie nowego kredytu w rzeczywistości kreuje nowy pieniądź).

Niemniej niewątpliwie jednym z celów skupu aktywów jest pobudzenie aktywności gospodarczej oraz obniżenie oprocentowania kredytu, co w dłuższym czasie może prowadzić do wzrostu kredytu i podaży pieniądza. Powiązanie to ma jednak pośredni charakter i nie następuje automatycznie. Jeżeli na skutek wprowadzenia SOOR szeroko rozumiana podaż pieniądza zacznie szybciej rosnąć (a przynajmniej nie spadnie), będzie to oznaka sukcesu programu skupu aktywów, a nie niekorzystny efekt uboczny.

## 7. Czy inflacja wymknie nie spod kontroli?

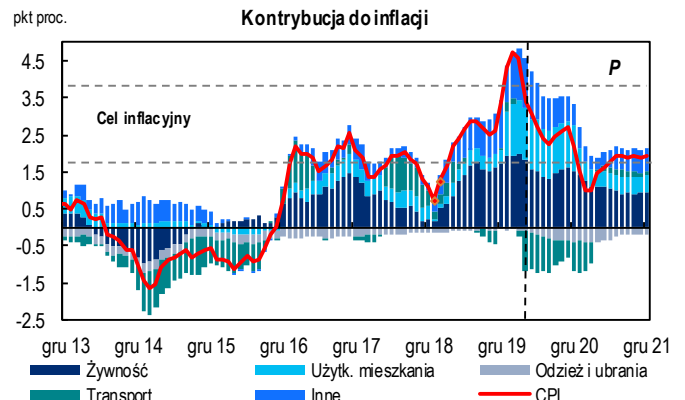
Jedną z częstych obaw formułowanych przez komentatorów jest to, że programy skupu aktywów przez banki centralne doprowadzą do znacznego wzrostu inflacji. Rzeczywiście podobne programy mogą doprowadzić do wzrostu inflacji, taki jest zresztą ich cel. Jednak obawy przed niekontrolowanym wzrostem cen wydają się na tym etapie nieuzasadnione.

Wykres 1. Negatywny szok popytowy obniży ścieżkę PKB i doprowadzi do rozszerzenia się luki popytowej



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych Eurostat

Wykres 2. Inflacja może spaść do około 1% na początku 2021 roku



Źródło: GUS, prognozy Citi Handlowy

Polska gospodarka doświadczyła bardzo mocnego szoku, który najprawdopodobniej doprowadzi do gwałtownego spadku PKB i powstania kilkuprocentowej ujemnej luki popytowej (Wykres 1). Oznacza to, że rzeczywisty PKB będzie utrzymywał się poniżej potencjału, co będzie zwiększało presję na spadek cen, a nie na ich wzrost. Dlatego pierwszym zagrożeniem z którym należy się zmierzyć jest nie tyle niekontrolowany wzrost inflacji, co raczej wejście w okres deflacji. Co do zasady inflacja rzadko rośnie w sytuacji gdy w gospodarce istnieją duże niewykorzystane moce produkcyjne (np. rosące bezrobocie, fabryki działające na poniżej potencjału). Na przykład nasze prognozy zakładają, że inflacja, która jeszcze na początku roku oscylowała w pobliżu 5%, na początku 2021 roku może spaść do około 1% (wykres 2).

Niekwestionowany (o tyle o ile wiemy) konsensus w ekonomii pokazuje, że banki centralne łatwiej radzą sobie z walką ze zbyt wysoką inflacją niż z deflacją. W pierwszym przypadku sprawdzonym, choć potencjalnie bolesnym, narzędziem są podwyżki stóp procentowych. Z kolei w przypadku deflacji obniżki stóp procentowych do dowolnie niskich poziomów nie są praktycznie możliwe, gdyż stopy z wielu względów nie mogą być bezpiecznie obniżane znacznie poniżej zera. Można więc zaryzykować stwierdzenie, że gdyby banki centralne miały wybierać problem z którym mają się borykać, to zapewne wybrałyby wysoką inflację zamiast deflacji. Nie można wykluczyć, że na późniejszym etapie, gdy sytuacja się unormuje i wykorzystanie mocy produkcyjnych powróci do normy, pojawi się również inflacja. Wówczas jednak bank centralny będzie mógł się wycofać z akomodacyjnej polityki i użyć „konwencjonalnych” instrumentów aby zdusić inflację.

## 8. Czym grozi program skupu aktywów?

Uzasadnionym jest pytanie o to, jakie zagrożenia niesie ze sobą program skupu aktywów. Naszym zdaniem większość zagrożeń jest związana nie tyle z samym faktem stosowania QE, co raczej z tym, że instrumenty te mogą być w przyszłości stosowane w sposób nieadekwatny do potrzeb. Obecna sytuacja makroekonomiczna oraz konieczność zapewnienia stymulacji fiskalnej sprawiają, że większość ekonomistów i inwestorów traktuje program skupu aktywów jako odpowiednie działanie ze strony władz monetarnych. Gdyby jednak w przyszłości skala operacji rosła szybciej niż

uzasadniają to obecne potrzeby lub gdyby skup aktywów był kontynuowany po ustabilizowaniu się sytuacji rynkowej jako sposób finansowania wydatków budżetowych, zaufanie do działań banku centralnego mogłoby zostać podkopane. Na tym etapie takie ryzyko nie jest jednak poważnie rozważane przez uczestników rynku.

Bardzo trudno w sposób precyzyjny ocenić skalę bezpiecznych działań NBP – takich, które nie wzbudziłyby obaw o stabilność złotego oraz stabilność cen. Na koniec marca bilans banku centralnego sięgał około 24% PKB, z czego aktywa złotowe stanowiły zaledwie 4.7% (w marcu przeprowadzono dwie pierwsze aukcje w ramach programu SOOR). Jest to relatywnie niski poziom na tle innych krajów. Niemniej porównywanie NBP z bankami, które dotychczas prowadziły podobne działania jest ryzykowne, gdyż były to zazwyczaj największe banki centralne, emitujące waluty uznawane przez inne kraje za waluty rezerwowe. W oczywisty sposób takie banki nie muszą utrzymywać wysokiego poziomu rezerw walutowych, a w ich bilansach mogą dominować aktywa krajowe. Dlatego też trudno bezpośrednio porównywać skalę działań NBP do działań tych banków.

Na tym etapie oczekujemy, że program SOOR sięgnie około 200 mld zł (większa skala byłaby możliwa w przypadku pogłębienia szoku popytowego w stosunku do obecnych oczekiwań). Jeżeli nasze oczekiwania się potwierdza oznaczałoby to, że aktywa NBP sięgną około 750 mld zł, co odpowiadałoby 33% PKB. Wówczas aktywa złotowe (głównie obligacje) stanowiłyby około 30% całości aktywów banku centralnego. Przypuszczamy, że taka struktura bilansu mieściłaby się w granicach bezpiecznych działań, choć możliwe, że pozostała przestrzeń manewru byłaby już relatywnie niewielka.

Wydaje się również, że NBP jest świadomy potencjalnych zagrożeń dla złotego związanych z prowadzeniem SOOR. Według naszych szacunków bank centralny w marcu i kwietniu absorbował z rynku nadwyżkę płynności, która została wykreowana na skutek zakupu aktywów, a która nie została pochłonięta przez rosnące zasoby gotówki. W sumie w ciągu tych dwóch miesięcy NBP zakupił aktywa za nieco ponad 60 mld zł, zwiększając o tyle poziom rezerw. Jednocześnie zasoby gotówki w obiegu i kasach banków wzrosły o 50 mld zł. Pozostałe 10 mld zł zostało pochłonięte przez zwiększone operacje otwartego rynku.

Sterylizacja dodatkowych rezerw powinna częściowo ograniczyć presję na osłabienie złotego, choć zapewne jej zupełnie nie wyeliminuje. Biorąc pod uwagę szybko rosnący zasób pieniądza rezerwowego przypuszczamy też, że NBP i MF będą starać się wymieniać znacznie większą niż dotychczas część funduszy unijnych bezpośrednio na rynku. Dzięki temu spowolniony zostanie przyrost rezerw a złoty otrzyma częściowe wsparcie ze strony tych działań.

## Biuro Głównego Ekonomisty

**Piotr Kalisz, CFA**

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

[piotr.kalisz@citi.com](mailto:piotr.kalisz@citi.com)

**Cezary Chrapek, CFA**

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

**Citi Handlowy**

**Senatorska 16**

**00-923 Warszawa**

**Polska**

**Fax: +48 22-657-76-80**

Osoby zainteresowane otrzymaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

[cezary.chrapek@citi.com](mailto:cezary.chrapek@citi.com)

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany

## Komentarz Specjalny

14/05/2020

---

w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.

---