

Bomba w skarbcu

Największe banki centralne na potęgę drukują pieniądze, starając się za ich pomocą wyrwać z zapaści gospodarkę. Normalnie druk pustego pieniądza powinien prowadzić do wzrostu cen. Tymczasem w USA i strefie euro inflacja jest na najniższym od pół wieku poziomie. Co się dzieje?!

WITOLD M. ORŁOWSKI

Fakt, że banki centralne masowo drukują pusty pieniądz, nie stanowi ani wielkiej tajemnicy, ani zagadki. Jest celowym działaniem, nawiązującym do propozycji wielu ekonomistów (w tym laureata zeszłorocznej Nagrody Nobla Paula Krugmana), aby „utopić recesję w powodzi pieniędzy”. Istne rzeki pieniędzy wylewają na rynek zarówno rządy, stymulujące popyt za pomocą zwiększonych wydatków publicznych, jak i banki centralne dbające, by jak najwięcej gotówki znalazło się w systemie bankowym. Na razie te działania nie dają znaczących efektów: ani nie prowadzą do końca recesji, jak chcieliby ich zwolennicy, ani nie wywołują inflacji, przed czym ostrzegają ich krytycy. Popyt na głównych rynkach światowych zamarł, a wraz z nim inflacja. Gdzie się ukryła? Czy powróci? Dobrze schowana inflacja to duże niebezpieczeństwo. Spróbujmy jej zatem poszukać.

Wstandardowej makroekonomii związek pomiędzy drukiem pieniędzy a inflacją jest jasny. Jeśli z powodu recesji na rynku brakuje popytu, to zadaniem rządu i banku centralnego jest działanie na rzecz jego wzrostu. Recesje polegają na tym, że spada popyt sektora prywatnego – przedyktowane zmurą bezrobocie i nadmierne zadłużenia gospodarstwa domowe kupują mniej dóbr konsumpcyjnych, a pesymistycznie nastawione firmy ograniczają inwestycje. Inflacja pozostaje na niskim poziomie, bo sprzedawcy mają kłopot ze zbyt wielu produktami. Jednocześnie rośnie bezrobocie i spadają dochody.

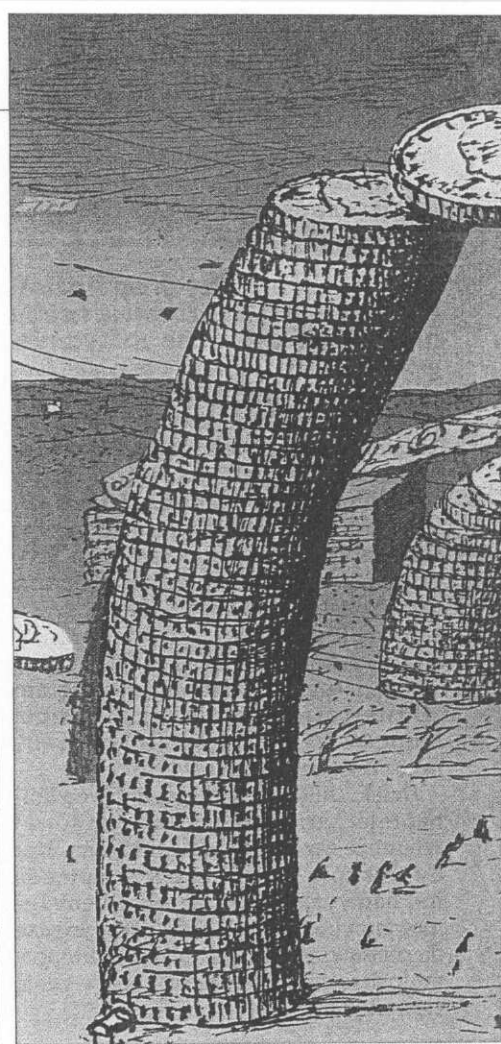
Temu zjawisku można przeciwdziałać na dwa sposoby. Po pierwsze, zachęcać sektor prywatny do – mimo wszystko – większych wydatków. W tym celu banki centralne obniżają stopy procentowe, redukując tym samym koszty kredytu i czyniąc zakupy (na kredyt) bardziej opłacalnymi. Po drugie, można wpłynąć na wydatki sektora prywatnego pośrednio, zwiększając wydatki rządowe. Większe wydatki, zwłaszcza inwesty-

cyjne, dają ludziom nowe miejsca pracy i poprawiają perspektywy sprzedaży w firmach (alternatywnie rząd może obniżyć podatki). A to uruchamia cudowny mechanizm wzrostu, który zachęca sektor prywatny do zwiększenia wydatków i tym samym kończy recesję. Popyt zaczyna rosnąć, a wraz z nim ceny.

Prosta makroekonomia mówi nam, czego oczekiwać ze strony inflacji. W przypadku obniżenia przez bank centralny stóp procentowych, efektem jest pożyczanie przez bank centralny bankom komercyjnym sporej ilości pieniędzy. Kiedy tylko gospodarka przyspiesza, pieniądze te zaczynają wpływać na rynek w formie kredytów, stymulując popyt i wzrost cen. Całą operację obniżania stóp trzeba więc odwrócić, schładzając popyt rynkowy ich podwyżkami. Nieco inaczej jest z wydatkami rządowymi – pieniądze na ich pokrycie rząd pożyczka, wypuszczając na rynek obligacje.

Zakłada się, że w okresie recesji część prywatnego kapitału pozostaje nieużyta, więc rząd ściąga go po prostu z rynku i wpuszcza do gospodarki. Cena do zapłacenia oczywiście przychodzi, ale z opóźnieniem – kiedy trzeba przecież pożyczone pieniądze zwrócić i to z procentami. Gorzej rzecz mogłaby wyglądać tylko wówczas, gdyby rząd pożyczkał brakujące pieniądze bezpośrednio w banku centralnym. Wówczas pieniądze mogłoby pojawić się w gospodarce zbyt wiele, a to wiodłoby do natychmiastowego wybuchu wysokiej inflacji. Takie działania są jednak przez współczesną ekonomię wykluczone, a w statutach banków centralnych cywilizowanych krajów znajduje się zazwyczaj zapis zabraniający bezpośredniego finansowania deficytu rządu.

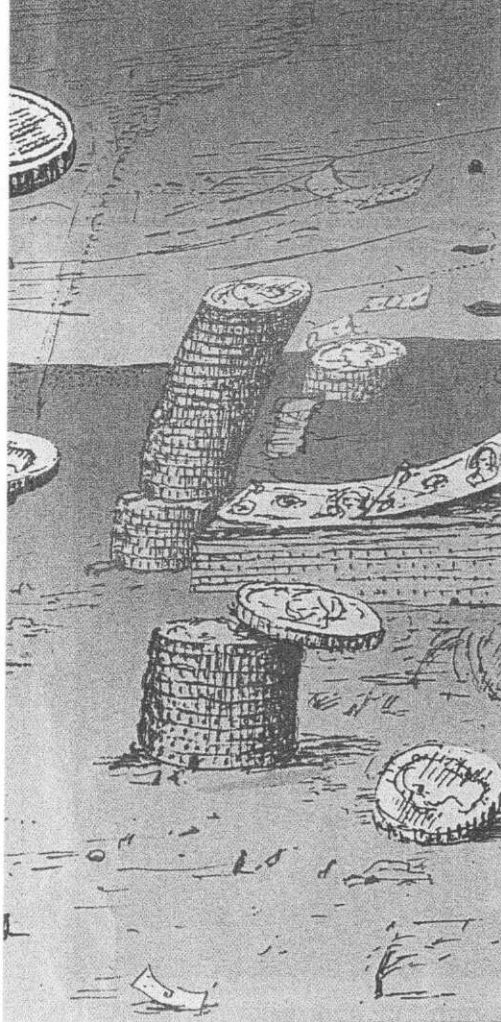
W sumie więc standardowa makroekonomia – świetnie sprawdzająca się w normalnych czasach minionego półwiecza – każe bankom centralnym po prostu obniżać cenę kredytu w czasach recesji, a podwyższać w okresie gospodarczego boomu, nie dopuszczając do nadmiernego wzrostu inflacji. Jeśli chodzi o działania rządu, zalecany jest przede wszystkim umiar. Dopóki skala zadłuże-



nia państwa nie jest nadmierna, a bank centralny konsekwentny w odmowie dodruku pieniędzy na sfinansowanie deficytu, nie musi to mieć żadnych konsekwencji inflacyjnych.

Tak działa ten mechanizm w czasach normalnych (przy standardowym cyklu koniunkturalnym). Niestety, obecne takie nie są. U źródeł tej recesji, zwłaszcza w USA i zachodniej Europie, leży potężny kryzys bankowy. Oszalałe w latach finansowego boomu banki inwestowały oszczędności ludzi w skrajnie ryzykowne instrumenty pochodne. Kiedy tylko nadmuchana, spekulacyjna bańka pękła, okazało się, że znaczna część aktywów, które miały przynosić bankom wielkie zyski, albo zmieniła się w makulaturę, albo przynosiła stratę. W efekcie liczne banki stanęły na skraju bankructwa. Odpowiedzią na te problemy były w pierwszej kolejności gwałtownie rosnące utrudnienia w udzielaniu sobie nawzajem kredytu przez instytucje finansowe – a kredyty takie, w ogromnych kwotach, jest potrzebny po to, by rynek bankowy w ogóle mógł sprawnie funkcjonować. W rezultacie banki centralne uznały, że rynek bankowy trzeba ratować, bo inaczej może dojść do masowych upadłości. Zaczął się wielki druk pustego pieniądza.

Należy zdawać sobie sprawę, że zwiększanie ilości pieniędzy w obiegu jest nor-



© JANUSZ KAPUSTA/CORBIS

Kiedy skończy się ostra recesja, bardzo szybko może ją zastąpić nowe zmartwienie – fala inflacji.

malnym zadaniem banków centralnych. Im bardziej rozwinięta gospodarka, tym więcej potrzeba pieniędzy dla jej funkcjonowania. Zadaniem banków centralnych jest więc zadbanie o to, by była właściwa ilość pieniędzy. Jeśli potrzeba ich więcej, bank ma prawo wydrukować odpowiednią liczbę nowych banknotów, tworząc pieniądź z papieru, a jeszcze częściej właściwie z niczego. We współczesnej gospodarce większość pieniędzy, którymi się posługujemy, w ogóle nie jest fizycznie wydrukowana – istnieje w formie komputerowych zapisów stanów kont, a wydawana jest głównie poprzez transakcje bezgotówkowe.

Dawniej, aby zwiększyć ilość pieniędzy w gospodarce, bank centralny musiał fizycznie wydrukować banknoty. Dzisiaj wystarczy, że w drodze bezgotówkowej, elektronicznej transakcji udzieli kredytu bankom komercyjnym. Banki komercyjne wykorzystują ten kredyt po to, by udzielać dalszych kredytów firmom i gospodarstwu domowemu, zwiększając

ilość pieniędzy na rynku o wielokrotność pożyczonej kwoty. A czynią to tym chętniej, im niższe są stopy procentowe.

W obecnym, kryzysowym stanie światowych finansów mechanizm ten jednak zaczął działać inaczej. Starając się zachęcić banki komercyjne do pożyczania, główne banki centralne świata obniżyły stopy procentowe niemal do zera. Dalej obniżyć się już po prostu nie da. Dlatego zamiast standardowej polityki zmian stóp procentowych, banki centralne musiały zastosować tzw. politykę luzowania ilościowego, czyli dosłownie wciskać bankom komercyjnym pieniądze, skupując od nich różne aktywa finansowe (w tym również takie, co do których zyskowności są poważne wątpliwości). W efekcie aktywa banku centralnego USA w ciągu ostatniego roku wzrosły dwukrotnie, a jednocześnie do banków komercyjnych przepłynęło ponad bilion dolarów gotówki. Z tego powodu ilość pieniędzy w gospodarce powinna teoretycznie wzrosnąć o wielokrotność tej kwoty, a to byłoby już sumy ogromne. Tak się jednak nie stało. Dlaczego?

Bo banki komercyjne całego świata chętnie dziś biorą taki bajecznie tani kredyt od banków centralnych, ale wcale nie mają ochoty wykorzystywać go do udzielania kredytów firmom i gospodarstwu domowemu. Bojąc się o swoją własną wypłacalność, pieniądze z banku centralnego wolą zachować we własnych skarbcach albo zainwestować w najbardziej bezpieczne obligacje rządowe (specjalnością polskich banków stało się lokowanie pożyczonych od NBP pieniędzy... na koncie w NBP). Banki centralne emitują więc biliony dolarów, euro, jenów i funtów teoretycznie pustego pieniądza, ale ten pieniądź spokojnie pozostaje w skarbcach banków i nie trafia na rynek.

No i zguba się znalazła. Inflacji nie ma, bo nie ma popytu, który by ją mógł pobudzić. Banki centralne (zwłaszcza w USA, Wielkiej Brytanii i Japonii) wprawiają gigantyczne pieniądze do sektora bankowego, który jednak nie przekazuje ich dalej do gospodarki, ale wchłania je i zatrzymuje jak sucha gąbka wodę. W skarbcach banków pieniędzy jest pełno, a na rynku mało. Banki centralne wciąż nie znalazły skutecznych sposobów na to, by zmusić banki komercyjne do odblokowania kranu z kredytami dla gospodarki. Tym bardziej że przeszkadzają im w tym działania rządów (zwłaszcza amerykańskiego), sprzedających warte biliony dolarów obligacje służące sfinansowaniu gigantycznych programów stymulacyjnych. Jak się może zainwestować w bezpieczne obligacje prezydenta Obamy, to po co ryzykować z pożyczkami dla firm?

Zatrzymywanie emitowanych pieniędzy w sektorze bankowym to główna, ale nie jedyna dziura, w którą schowała

się inflacja. Rosnące bezrobocie ograniczyło dynamikę płac, przyczyniając się do spadku cen towarów przemysłowych. Charakterystyczne dla czasów obecnego kryzysu paniczne wycofanie się inwestorów amerykańskich z tzw. rynków wschodzących spowodowało, że waluty wielu krajów rozwijających się (w tym złoty) uległy osłabieniu. A to z kolei doprowadziło do wzmocnienia dolara i euro, a tym samym obniżyło ceny, które Amerykanie i zachodni Europejczycy muszą płacić za import. Dodatkowo recesja obniżyła ceny większości surowców (ropa naftowa jest dziś o ponad połowę tańsza niż przed rokiem). Słowem, niezależnie od samego problemu słabego popytu rynkowego, którego nie są w stanie ożywić banki centralne, jest również wiele innych czynników, które utrzymują wzrost cen w USA i w strefie euro na bliskim zeru poziomie.

Wiemy już, że banki komercyjne nie wypuszczają pustego pieniądza na rynek, bo boją się o własną wypłacalność. Ale co będzie, kiedy najgorsze minie i poczucie ryzyka spadnie? Pieniądź zacznie się wylewać na rynek szeroką strugą w formie taniego kredytu. A biorąc pod uwagę, jak gigantyczne kwoty zostały zamrożone w skarbcach banków, może to szybko doprowadzić do wybuchu wysokiej inflacji.

Kiedy najgorsze minie, zapewne odwagi nabiorą również inwestorzy amerykańscy, na nowo kierując swoje kapitały na wschodzące rynki. A to zaowocuje nieuniknionym osłabieniem dolara i wzrostem cen towarów importowanych do USA. Kiedy na nowo ruszy światowa gospodarka, w górę pójść też zapewne ceny surowców. Słowem, kiedy skończy się ostra recesja, bardzo szybko może ją zastąpić nowe zmartwienie – fala inflacji.

Inflacją nie będzie przesadnie przejmować się rząd USA, dla którego będzie to najtańszy sposób wykpienia się od spłacenia części swojego kolosalnego zadłużenia. Przecież amerykańskie obligacje są wyrażone w dolarach i mają stałe oprocentowanie – więc zarówno trzymający w nich swe oszczędności obywatele, jak bank centralny Chin nie mogą żądać żadnego odszkodowania ani za inflację, ani za osłabienie waluty! Będzie to jednak problem dla amerykańskiego banku centralnego, który będzie musiał raptownie podnosić stopy procentowe, aby ściągnąć z rynku pieniądze, których będzie ewidentnie za dużo. Ostrożniejsza polityka Europejskiego Banku Centralnego powoduje, że takie zagrożenie w przypadku euro jest znacznie mniejsze. Ale – tak jak wystarczył kryzys bankowy w USA, żeby cały świat wpał w recesję – tak samo wystarczy wybuch inflacji w USA, by cały świat musiał z nią przez wiele lat walczyć. ■