Ryszard Michalski
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Polska polityka pieniężna w roku 2014 – déjà vue

Streszczenie

Rok 2014, podobnie jak poprzednie lata, trudno zaliczyć do udanych dla polskiej polityki pieniężnej tak ze względu na jej niską skuteczność, jak i zwłaszcza z racji nikłego pozytywnego wpływu na procesy gospodarcze kraju. Realizowane w ostatnich latach przez polski bank centralny najpierw zbędne zacieśnianie polityki pieniężnej, a później jej mocno spóźnione, w dodatku symboliczne i rozciągnięte w czasie stopniowe luzowanie, stoją w ostrej sprzeczności z potrzebą wspierania wzrostu gospodarczego oraz konsolidacji finansów publicznych i przyspieszenia procesu catching-up – konwergencji realnej z państwami rozwiniętymi.

Inaczej niż wiodące banki centralne krajów rozwiniętych, które utrzymywały i utrzymują swe stopy procentowe poniżej stóp inflacji, kontynuując luźną politykę monetarną, polska Rada Polityki Pieniężnej prowadziła w ostatnich kwartałach politykę dodatnich realnych stóp procentowych, które od lipca 2013 roku wyraźnie rosną, w ostatnich kilkunastu miesiącach także ze względu na utrzymującą się deflację. Zasadniczą przesłanką prowadzonej w Polsce twardej polityki monetarnej jest nie rzekoma groźba przyszłej inflacji, ale kwestia prestiżu – próba zwiększenia wpływu na gospodarkę przez bank centralny.

Lata 2012-2014 to okres dalszej, stopniowej poprawy sytuacji na rynku międzybankowym w warunkach utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego jako całości. Dla polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, w okresie po globalnym kryzysie finansowo-gospodarczym i perturbacjach w strefie euro największe zagrożenie rysuje się ze strony niestabilnej sytuacji zewnętrznej.

Słowa kluczowe: bank centralny, Rada Polityki Pieniężnej, stopa procentowa, polityka kursu waluty, inflacja, rynek międzybankowy, nadpłynność sektora bankowego, nierównowaga zewnętrzna.

Kody JEL: E5

1. Mimo postępów konsolidacji fiskalnej i narastania restrykcyjności polityki monetarnej oraz zwolnionego wzrostu popytu zagranicznego, a nawet załamania popytu ze strony Rosji i Ukrainy, w 2014 roku doszło w Polsce do wyraźnego, dwukrotnego wzrostu tempa wzrostu gospodarczego: z 1,7% w 2013 roku do 3,4%, a więc nieco powyżej potencjalnego wzrostu, szacowanego zachowawczo przez Komisję Europejską na 3,2%. Na tak dużą poprawę tempa wzrostu polskiej gospodarki złożyło się przede wszystkim ożywienie popytu krajowego, wynikające nie tylko z przyspieszenia dynamiki konsumpcji, ale przede wszystkim ze wzrostu akumulacji, w tym nakładów brutto na środki trwałe. Warto podkreślić, że po raz pierwszy od 2010 roku wzrost PKB nie był „ratowany" przez wkład eksportu netto – jego udział we wzroście PKB wyniósł -1,4 p.p. wobec 1,3 p.p. w roku 2013 i wynikał z dużo większej dynamiki importu (109,1%) niż eksportu (105,7%). Na lata 2015-2018 rząd zakłada stop-

niowe przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego: od 3,4% w 2015 roku, poprzez 3,8% w 2016 roku i 3,9% w 2017 roku, do 4% w 2018 roku (*Wieloletni plan finansowy*… 2015, s. 66). Ma to nastąpić głównie dzięki ustabilizowaniu dynamiki finalnego popytu krajowego. W odniesieniu do nakładów brutto na środki trwałe wydaje się to być bardzo ambitnym zamierzeniem w świetle znacznej zmienności w dziedzinie akumulacji w ciągu ostatnich lat.

W latach 2011-2012 stopa inflacji mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) kształtowała się powyżej podstawowego celu polityki pieniężnej, ustalonego na 2,5% (w 2011 roku wyniosła 4,3%, a w 2012 roku 3,7%). Poczynając od lutego 2013 roku roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się poniżej dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań. Dowodzi to zupełnego braku kontroli procesów inflacyjnych ze strony władz monetarnych i nadmiernej restrykcyjności prowadzonej przez nie polityki, co skutkowało szybko postępującą dezinflacją, w wyniku której średnioroczny CPI wyniósł 0,9% w roku 2013 i 0% w roku 2014. Od lipca 2014 roku roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się poniżej zera, z tendencją do pogłębiania się do końca roku. Deflacja drugiej połowy 2014 roku wynikała przede wszystkim z obniżania się cen paliw i żywności. Na lata 2015-2018 rząd zakłada nieznaczne przyspieszenie procesów inflacyjnych, mierzonych HICP: od -0.2% w 2015 roku, przez 1,7% w 2016 roku i 1,8% w 2017 r. do 2,5% w 2018 roku (*Wieloletni plan finansowy*… 2015, s. 66).

W Polsce ostatnich lat obserwujemy stosunkowo wysokie wartości deficytu sektora finansów publicznych, w znacznej mierze niezależne od stanu koniunktury. Deficyt ten, liczony według metody ESA 95[1] i odniesiony do PKB jako jeden z dwóch składowych kryterium fiskalnego z Maastricht, osiągnął dzięki posunięciom konsolidacyjnym rządu poziom 3,2% w roku 2014 wobec 4,3% w roku 2013 i 3,9% w roku 2012. W związku z przekroczeniem w roku 2008 przez polski sektor finansów publicznych dopuszczalnej granicy 3% udziału deficytu sektora finansów publicznych w PKB, dnia 7 lipca 2009 roku Rada Ecofin Unii Europejskiej uruchomiła po raz drugi wobec Polski procedurę nadmiernego deficytu przewidzianą w art. 104 Traktatu z Maastricht[2]. Jednocześnie pod rygorem sankcji finansowych zobowiązała nasz kraj do usunięcia nadmiernego deficytu do 2012 roku. Wobec niewywiązania się przez Polskę z tego obowiązku i przede wszystkim w związku z istotnym pogorszeniem sytuacji gospodarczej, w tym równowagi budżetowej większości państw członkowskich, Komisja Europejska dnia 29 maja 2013 roku przedłużyła Polsce termin zejścia z deficytem sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB do roku 2014. Po sześciu latach obowiązywania, wobec pomyślnych rokowań co do kształtowania się deficytu sektora insty-

[1] W ramach Europejskiego Zintegrowanego Systemu Rachunków Narodowych i Regionalnych (*European System of Integrated Economic Accounts* – ESA), stosowanego powszechnie w Unii Europejskiej, metoda ta od września 2014 r. została zastąpiona przez ESA 2010. Polska z nie do końca zrozumiałych względów, narażając się na krytykę władz UE, poza ESA wciąż używa także metody krajowej, opartej na ONZ-owskiej metodyce SNA 93. Ta pierwsza metoda od kilku lat daje wyższe wartości i deficytu, i długu publicznego.

[2] Przeszło rok wcześniej, w czerwcu 2008 roku, po czterech latach stosowania procedura ta została wobec Polski cofnięta.

Zeszyty-naukowe-43_2015.indd 46 2015-11-09 15:23:34

tucji rządowych i samorządowych w roku 2015 i w latach następnych (przewidywana przez rząd stopniowa poprawa od prognozowanych na ten rok 2,7% do 1,2% PKB w roku 2018) (*Wieloletni plan finansowy*… 2015, s. 69) procedura nadmiernego deficytu została w czerwcu 2015 roku w stosunku do Polski cofnięta.

Z kolei dług publiczny liczony według metody unijnej w relacji do PKB osiągnął na koniec roku 2014 poziom 50,1% wobec 57,1% na koniec roku 2013 i 55,6% na koniec roku 2012. W liczbach bezwzględnych dług polskiego sektora instytucji rządowych i samorządowych, stanowiący drugi składnik kryterium fiskalnego z Maastricht, wyniósł na koniec 2014 roku 866,1 mld zł, co oznaczało spadek o 66,4 mld zł (o 7,1%) w stosunku do końca roku 2013 (por. http://www.finanse.mf.gov.pl). Bezprecedensowe zmniejszenie relacji długu publicznego do PKB w 2014 roku było możliwe dzięki istotnym zmianom w systemie emerytalnym, wprowadzonym w 2013 roku[3] W świetle skutków reformy II filara systemu emerytalnego, opartego na otwartych funduszach emerytalnych (OFE), powstaje zasadnicze pytanie, czy stopniowe ograniczanie rozmiarów deficytu i, co za tym idzie, przyrostu długu będzie możliwe w przyszłości. Co ważne, zakres przeprowadzonych zmian w połączeniu z restrykcyjną polityką fiskalną i rysującym się ożywieniem gospodarczym pozwala rządowi zakładać stopniowe obniżanie relacji długu publicznego brutto do PKB począwszy od 2016 roku do poziomu 49,1% w 2018 roku.

Dla polityki pieniężnej ostatnich lat duże znaczenie ma ewolucja struktury zadłużenia Skarbu Państwa (SP), dominującej składowej długu publicznego ogółem, z punktu widzenia udziału w jego finansowaniu inwestorów zagranicznych, którzy kupują zarówno papiery skarbowe nominowane w walutach obcych, jak i w złotych. Widać tu wyraźną tendencję nie tylko do wzrostu roli emisji papierów skarbowych na rynkach zagranicznych w finansowaniu długu SP (ich udział w zadłużeniu Skarbu Państwa osiągnął rekordowe 35,5% na koniec 2014 roku), ale, co istotniejsze, do jeszcze szybszego zwiększania w nim udziału kapitału zagranicznego, który na koniec 2014 roku wyniósł aż 58,6% długu SP wobec 51,9% na koniec 2013 roku. Dla stabilności finansów publicznych nie jest to tendencja zdrowa głównie ze względu na ryzyko nagłego wycofania się zagranicznych inwestorów portfelowych.

Na kanwie wydarzeń ostatnich lat, zwłaszcza doświadczeń płynących z kryzysu strefy euro i sposobów jego przezwyciężania, nie tylko dla specjalistów staje się jasne, że pozostawanie poza większym i silniejszym obszarem walutowym jest nie tylko anachroniczne w zglobalizowanym świecie, ale też coraz bardziej kosztowne i niebezpieczne. Wymaga utrzymywania ogromnych rezerw walutowych (na koniec maja 2015 roku wynosiły one w Polsce 88,4 mld euro, a oficjalne aktywa rezerwowe blisko 93,9 mld euro) dla obrony

[3] W ramach reformy kapitałowego filara systemu emerytalnego w lutym 2014 roku 51,5% aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych (OFE) w łącznej kwocie 153,2 mld zł (ok. 9% PKB), obejmującej skarbowe papiery wartościowe, obligacje Krajowego Funduszu Drogowego (KFD) i inne obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa, zostało przekazane do ZUS. Obligacje skarbowe zostały następnie odkupione od ZUS przez Skarb Państwa i umorzone. Ich umorzenie w połączeniu z konsolidacją papierów wartościowych KFD oznaczało jednorazową redukcję długu publicznego o 145,8 mld zł (ok. 8,5% PKB).

Zeszyty-naukowe-43_2015.indd 47 2015-11-09 15:23:34

i stabilizowania kursu waluty narodowej, czego koszt w znacznym stopniu niweluje pożytki płynące z niezależnej polityki pieniężnej i możliwości deprecjacji własnej waluty. Praktyka wielu krajów pokazuje, że nawet znaczne rezerwy walutowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego. Zapewne dlatego od wiosny 2009 roku Polska utrzymuje w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) dostęp do elastycznej linii kredytowej (FCL) USD. Na początku 2015 roku po kolejnym wniosku Polski, MFW przedłużył linię na następne dwa lata, zmniejszając jednocześnie jej plafon z 22 do 15,5 mld SDR-ów. Jest to wprawdzie kosztowne zabezpieczenie, ale zwiększające efektywne polskie rezerwy walutowe o blisko jedną czwartą.

2. W opozycji do wiodących banków centralnych krajów rozwiniętych, które utrzymywały i utrzymują swe stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, niekiedy bliskich zera, często poniżej stóp inflacji, preferując luźną politykę monetarną (*quantitative easing*), polska Rada Polityki Pieniężnej (RPP) od początku 2012 roku prowadzi politykę dodatniej realnej stopy referencyjnej i to nieustannie rosnącej (z krótką przerwą w połowie 2013 roku) (Albiński, Polański 2015, s. 82), pozostawiając rządowi troskę o utrzymywanie i utrwalanie wzrostu gospodarczego. Naszym zdaniem, główną przesłanką twardej polityki pieniężnej w Polsce jest nie tyle mocno wyolbrzymiane zagrożenie przyspieszeniem inflacji, ile kwestia prestiżu - próba zwiększenia wpływu na gospodarkę przez bank centralny oraz obrona partykularnych interesów sektora bankowego. Skuteczność stosowania stóp procentowych jako panaceum na kontrolowanie procesów inflacyjnych jest mocno ograniczona wszędzie tam, gdzie inflacja ma charakter kosztowy, a nie popytowy, tzn. wynika z szoków podażowych, a nie z nadmiaru popytu w gospodarce. Tymczasem kształtowanie cen w Polsce nabiera coraz bardziej egzogenicznego charakteru, wynikając nie tyle z nadmiernego popytu, ile ze zmian kosztów z racji zmieniających się cen surowców, zwłaszcza energii, często pochodzących z importu. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest utrzymująca się od lat, trudna do racjonalnego uzasadnienia nadmierna restrykcyjność polskiej polityki pieniężnej.

W świetle utrzymującej się niskiej inflacji, a nawet zagrożenia deflacyjnego trudno znaleźć jakieś racjonalne wytłumaczenie (Michalski 2013, s. 145) dla restrykcyjnej polityki stóp procentowych RPP ostatnich lat. Przewrotnie można doszukiwać się w niej swoiście pojmowanej troski o bezproblemowe lokowanie na rynku krajowym i zagranicznym kolejnych transz obligacji skarbowych przez podtrzymywanie ich wysokiej rentowności. Ta ostatnia na rynku krajowym kształtuje się pod silnym wpływem stóp banku centralnego. Dla inwestorów zagranicznych istotną zachętą do inwestowania w walory nominowane w złotych jest ponadto kształtowanie się kursu polskiej waluty, o czym w znacznym stopniu przesądza polityka pieniężna RPP. Stąd obawa, iż obniżanie stóp procentowych i związana z tym deprecjacja złotego mogłyby zachwiać popytem na krajowym rynku papierów dłużnych, zwłaszcza ze strony inwestorów zagranicznych, stanowiących znaczący i wciąż rosnący

odsetek nabywców obligacji złotowych, których interesuje nie tylko wysokość otrzymywanych odsetek, ale i poziom kursu, po jakim dokonują transferu zysków i kapitału za granicę (ściśle biorąc, w porównaniu z pierwotnym kursem wymiany zainwestowanych kwot).

O ile istnieje bezpośredni związek między wysokością stóp procentowych banku centralnego a rentownością instrumentów dłużnych nominowanych w walucie krajowej (zwłaszcza krótkich), o tyle rentowność obligacji emitowanych za granicą zależy przede wszystkim od panujących na rynku opinii inwestorów międzynarodowych o stanie gospodarki zaciągającej dług, na ogół dość subiektywnych i zmiennych w czasie[4], oraz od czynników natury psychologiczno-politycznej, często skrótowo określanych jako „sentyment rynku". Na kształtowanie się tych czynników bank centralny ma znikomy, o ile w ogóle jakikolwiek wpływ. W sytuacji ustabilizowanych warunków rynkowych zachodzi oczywiście arbitraż między rentownościami papierów dłużnych (*yields' arbitrage*), emitowanych na rynku krajowym i międzynarodowym, tzn. ich upodabnianie się z uwzględnieniem zmian poziomu kursu waluty krajowej wobec waluty emisji. Przy narastającej niepewności na rynkach finansowych najczęściej dochodzi do dysparytetu dochodowości obu rodzajów instrumentów dłużnych, na ogół do wyższej rentowności papierów emitowanych na rynkach zagranicznych.

Restrykcyjna polityka pieniężna stoi w jawnej sprzeczności z potrzebą konsolidacji finansów publicznych zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Ograniczając wzrost łącznego popytu krajowego, połączenie restrykcyjnej polityki pieniężnej z polityką ograniczania deficytu budżetowego stanowi poważne zagrożenie dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego, tak niezbędnego dla zwiększenia dobrobytu społecznego i uzdrowienia finansów państwa.

Na początku maja 2012 roku stopa referencyjna NBP została nieoczekiwanie dla wszystkich podwyższona o 25 p.b. z wysokiego poziomu 4,5%, utrzymywanego wraz z innymi stopami na niezmienionym poziomie przez jedenaście poprzednich miesięcy. W ten sposób NBP, jako jedyny bank centralny krajów Unii Europejskiej i jeden z nielicznych na świecie, zdecydował się na podwyżkę swych stóp procentowych w sytuacji narastającej dekoniunktury i obniżających się stóp wzrostu gospodarczego. Do nieznacznej korekty tej zabójczej dla gospodarki polityki doszło dopiero pod koniec 2012 roku w postaci kosmetycznych obniżek stóp procentowych w listopadzie i grudniu (po 25 p.b.). Seria stopniowych obniżek była kontynuowana do lipca 2013 roku – po 25 p.b. w styczniu, lutym, maju, czerwcu i lipcu oraz o 50 p.b. w marcu, jednak nie nadążała za szybkim spadkiem inflacji, zwiększając tym samym i tak już wysoką restrykcyjność polityki pieniężnej. Na początku lipca 2013 roku stopa referencyjna Narodowego Banku Polskiego spadła do 2,5% (*Sprawozdanie*… 2013, s. 14, 22; *Sprawozdanie*… 2014, s. 12). RPP na swym lipcowym posiedzeniu ogłosiła zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych, argumentując to rzekomym wyczerpaniem przestrzeni do

[4] Poza własnymi ocenami, często stadnymi, inwestorzy zagraniczni kierują się w swych decyzjach zakupu albo sprzedaży danych papierów ratingami wiarogodności finansowej, ogłaszanymi przez wyspecjalizowane agencje ratingowe, które nie zawsze trafnie i bezstronnie oddają rzeczywisty standing ich emitentów.

Zeszyty-naukowe-43_2015.indd 49 2015-11-09 15:23:34

dalszego obniżania. I rzeczywiście, stopa podstawowa na tym poziomie wraz z innymi stopami banku centralnego była utrzymywana przez kolejne trzynaście miesięcy mimo szybko postępującej dezinflacji. W lipcu 2014 roku polska gospodarka wpadła w deflację, mierzoną CPI, która wbrew oczekiwaniom wielu obserwatorów okazała się dość głęboką (spadek cen konsumpcyjnych poniżej 1% r/r) i trwałą, bo utrzymującą się blisko rok, przypadłością. Wymusiła dwie kolejne obniżki stopy referencyjnej na początku października 2014 roku i marca 2015 roku – obie po 50 p.b. Towarzyszyło im zmniejszenie rozpiętości między stopami lombardową i depozytową z +/-1,5 do +/-1 p.p. wokół stopy referencyjnej. Osiągnięte poziomy stóp zaliczają się do najniższych w ciągu ostatniego ćwierćwiecza, co w świecie polskiej polityki i mass mediów często było i jest przesadnie akcentowane jako swego rodzaju rekord czy wręcz „historyczne minimum". W świetle praktyki ostatnich lat czołowych banków centralnych świata, takie stwierdzenia brzmią co najmniej niepoważnie, podobnie jak zapewnienia o wyczerpaniu się przestrzeni do dalszych obniżek.

3. Lata 2012-2014 to okres stopniowej poprawy sytuacji na rynku międzybankowym przy utrzymywaniu się nadpłynności sektora bankowego jako całości. Jej średni poziom mierzony saldem operacji otwartego rynku oraz umów depozytowo-kredytowych, przeprowadzonych w 2014 roku przez NBP, wyniósł 108,8 mld zł, czyli o 17,7 mld zł, tj. o 14% mniej niż w roku poprzednim. Na spadek nadpłynności polskiego sektora bankowego najmocniej wpłynął przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu wskutek zwiększenia preferencji płynności, przejawianej przez podmioty niefinansowe, sprzedaż walut obcych netto przez bank centralny i wzrost rezerwy obowiązkowej. Ten ostatni wynikał z objęcia mechanizmem rezerwy spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz ich „czapki" – Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej. Na koniec 2014 roku rezerwa obowiązkowa wyniosła prawie 34,7 mld złotych, z czego na banki komercyjne przypadło aż 32,2 mld złotych. Inaczej niż rok wcześniej nadpłynności nie zwiększyła wpłata z zysku banku centralnego, bowiem Narodowy Bank Polski zamknął rok 2013 zerowym wynikiem finansowym[5]. Z kolei na zwiększenie nadpłynności systemu bankowego działały wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych NBP oraz odsetek od rezerwy obowiązkowej. W październiku 2014 roku zmieniono stawkę oprocentowania środków rezerwy – zamiast 0,9 stopy redyskontowej weksli zaczęto używać 0,9 stopy referencyjnej NBP, co daje dochodowość niższą niż rentowość podstawowych operacji otwartego rynku. W całym roku średnie oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej wyniosło 2,32 % wobec 2,87% w roku poprzednim.

O utrzymującej się nadpłynności świadczyły także nikłe wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki, zwiększone stany ich depozytów w banku centralnym i wyraźna przewaga w roku okresów kształtowania się stawki POLONIA poniżej obowiązującej stopy referencyjnej NBP. W roku 2014 Narodowy Bank Polski nie przeprowadził żadnej transakcji typu swap walutowy ani interwencji na rynku walutowym (*Sprawozdanie*… 2015, s. 21-26).

[5] Również w 2015 roku nie przewiduje się wpłaty z zysku NBP do budżetu państwa w związku z przeznaczeniem całości niewielkiego zysku wypracowanego w 2014 roku na rezerwę na pokrycie ryzyka zmian kursowych.

4. Charakterystyczną cechą rozwoju sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych ostatnich miesięcy jest umacnianie się kilku czołowych walut odgrywających rolę pieniądza międzynarodowego, przede wszystkim dolara amerykańskiego, funta szterlinga i franka szwajcarskiego, gdyż instrumenty w nich nominowane są traktowane jako względnie bezpieczne. W wyniku kryzysu strefy euro, a zwłaszcza wobec zawirowań wokół porozumienia Grecji z jej wierzycielami i groźby Grexitu spadły notowania jednolitej waluty europejskiej. Jednocześnie znacząco zwiększyła się zmienność relacji najważniejszej pary walutowej świata, jaką stanowią dolar amerykański i euro, co odzwierciedla starania o utrzymanie konkurencyjności międzynarodowej największych potęg handlowych świata dzięki polityce osłabiania własnej waluty.

Polski złoty, mimo że staje się coraz silniej powiązany z euro, jest zaliczany do walut peryferyjnych, mało liczących się w obrocie międzynarodowym. Dlatego w warunkach ścierania się dwóch przeciwstawnych tendencji – długookresowej aprecjacji z tytułu *catching-up* i bieżących perturbacji na rynkach finansowych nie można w najbliższych latach zakładać nieuchronności wzmacniania kursu złotego w wyrażeniu nominalnym, tak jak to czyni *Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2015-2018* (wprawdzie słabiej niż poprzednia aktualizacja programu konwergencji – w relacji do euro o 12 groszy zamiast 20 groszy średniorocznie po roku 2015). Tymczasem średnioroczny nominalny efektywny kurs polskiej waluty deprecjonował w 2012 roku o 1,6%, tylko nieznacznie się umocnił w 2013 roku i stopniowo aprecjonował w I połowie 2014 roku, by zacząć się wyraźnie deprecjonować od lipca tego roku. W II połowie 2014 roku i I połowie 2015 roku nominalny kurs złotego znacząco osłabił się w odniesieniu do czołowych walut świata, zwłaszcza w stosunku do dolara amerykańskiego, funta szterlinga i od listopada 2014 roku – franka szwajcarskiego. O wiele wolniej złoty tracił w ostatnich miesiącach wobec euro (*Raport o inflacji* 2015, s. 43). W świetle narastania niepewności na rynku krajowym i w otoczeniu międzynarodowym trudno zakładać silne umacnianie się złotego w relacji do euro i innych walut w latach 2016-2018. Należy raczej oczekiwać większej zmienności kursu waluty krajowej. Poziom kursu walutowego wpływa na procesy inflacyjne w kraju, relacje opłacalności eksportu i importu, wysokość wyceny zagranicznego komponentu długu publicznego i koszty jego obsługi w złotych. Polityka kursu walutowego decyduje nie tylko o strumieniach eksportu i importu oraz o innych pozycjach bilansu obrotów bieżących, ale ma również olbrzymi wpływ na obroty kapitałowe kraju z zagranicą w zakresie inwestycji zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich (portfelowych). Dlatego w przyszłości nieodzowne będą częstsze i głębsze interwencje na rynku walutowym[6].

[6] Swoistym paradoksem polskiego *policy mix* jest to, iż w ostatnich latach o wiele większą od NBP inicjatywę na tym polu przejawia Ministerstwo Finansów. Od końca 2011 roku bank centralny nie przeprowadził żadnej interwencji na rynku walutowym złotego, z wyjątkiem czerwca 2013 roku, kiedy dokonał jedynej interwencji niewielkich rozmiarów, mającej na celu wzmocnienie deprecjonującego się złotego.

5. Dla stanu polskich finansów w okresie po globalnym kryzysie finansowo-gospodarczym największe zagrożenie rysuje się ze strony pogarszającej się nierównowagi zewnętrznej. Sprawa ta w dyskursie publicznym zajmuje stosunkowo mało miejsca. Z racji swych funkcji i konstytucyjnych obowiązków najwięcej uwagi nierównowadze bilansu płatniczego oraz kształtowaniu się zadłużenia brutto względem reszty świata i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski poświęca NBP. Jednak i w jego publikacjach przeważa ton optymizmu (*Sprawozdanie*… 2015, s. 39-41; *Raport o inflacji* 2015, s. 47-48). Bank centralny podkreśla poprawę salda obrotów bieżących, które w 2012 roku wyniosło prawie -13,7 mld euro, tj. -3,6% PKB, w 2013 roku już tylko -5,15 mld euro, tj. -1,3% PKB, a w 2014 roku -5,76 mld euro, tj. -1,4% PKB. Dokonała się ona głównie za sprawą poprawy salda obrotów towarowych, które w 2013 roku wykazało nawet nadwyżkę w wysokości 635 mln euro, oraz sukcesywnego zwiększania dodatniego salda usług do blisko 9,1 mld euro w roku 2014. Również dane dotyczące bilansu obrotów bieżących, w tym handlu zagranicznego, w I połowie 2015 roku przedstawiają się dość optymistycznie. W związku z tym powstaje pytanie, czy jest to sytuacja wyjątkowa, związana ze słabym popytem wewnętrznym, czy też mamy do czynienia z trwałym trendem w polskim handlu zagranicznym. Z drugiej strony, niepokojąco rośnie deficyt bilansu dochodów z zagranicą – jedna z miar konkurencyjności międzynarodowej każdej gospodarki. W 2012 roku wyniósł on prawie 12,8 mld euro (przeszło dwa razy więcej niż w roku 2008!), w 2013 roku wzrósł do 13,7 mld euro, a w 2014 roku osiągnął poziom -13,2 mld euro, tj. 3,2% PKB.

Co gorsza, wobec zaostrzającego się kryzysu w strefie euro w roku 2012 znacząco (ponad 2,3 razy) spadł napływ do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), osiągając wartość 5,6 mld euro. Jeszcze gorzej sytuacja w tej dziedzinie wyglądała w roku 2013, kiedy BIZ osiągnęły alarmująco niski poziom 70 mln euro. Na szczęście, w 2014 roku doszło do uzdrowienia sytuacji – napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski zamknął się kwotą prawie 10,5 mld euro.

Polska należy do krajów poważnie zadłużonych wobec zagranicy (30. miejsce w świecie). Według danych NBP, zadłużenie zagraniczne Polski ogółem na koniec 2014 roku wyniosło 289,7 mld euro, czyli 70,8% PKB. Tym samym drugi rok z rzędu spadał udział zadłużenia zagranicznego w PKB, który osiągnął w 2012 roku swój szczyt na poziomie 72,8% (277,3 mld euro), by w roku następnym spaść do 71,3% (278 mld euro). Ponadto, utrzymywała się korzystna struktura terminowa polskiego długu – relacja zadłużenia długoterminowego do krótkoterminowego wynosiła 4:1. Niepokoić jednak musi utrzymujący się od 2008 roku bardzo wysoki udział krótkiej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB, przekraczający od pięciu lat graniczną wielkość uznawaną w świecie finansów za niebezpieczną, tj. -65% PKB[7]. Wprawdzie udział ten nieco się poprawił na koniec 2014 roku i wyniósł -66,7% PKB, ale rok wcześniej osiągnął swoje ekstremum na poziomie aż

[7] W zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej (tzw. *scoreboard*) próg ten ustalono na o wiele bardziej restrykcyjnym poziomie -35%.

-70,1%. Praktyka wielu krajów pokazuje, że nawet znaczne rezerwy dewizowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego.

6. W Polsce od 1998 roku realizowana jest – jak dotąd z wątpliwą skutecznością i, co gorsza, przy olbrzymich kosztach społecznych – strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategia BCI jest wyraźnie niedostosowana do polskich warunków, a nawet szkodliwa dla rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W świetle utrzymującej się od lipca 2014 roku deflacji okazuje się wręcz anachronizmem. Uporczywe, zbyt jednostronne trzymanie się średniookresowego celu inflacyjnego, ustalonego na nierealistycznie wysokim poziomie, przynosi więcej szkody niż pożytku w dziedzinie stymulowania wzrostu ekonomicznego, tworzenia miejsc pracy, budowy proeksportowej struktury gospodarki czy uzdrowienia finansów publicznych. Osiąganie odpowiednio niskiej inflacji jest ważne dla wszystkich podmiotów gospodarujących, ale w żadnym razie nie może przesłaniać innych celów polityki gospodarczej. Tak np. w amerykańskiej ustawie z 1913 roku, erygującej System Rezerwy Federalnej (Fed), nakreślono kilka równorzędnych celów – dążenie do wysokiego (maksymalnego) zatrudnienia, zapewnienie stabilności cen oraz długoterminowych stóp procentowych. Dodatkowo Fed ma dążyć do stabilnego wzrostu gospodarczego, zapewnić stabilność rynków walutowych i wspierać stabilność systemu finansowego. W rezultacie kryzysu lat 2008-2009 Fed uzależnił swą politykę monetarną od skali obniżania stopy bezrobocia, a Bank Anglii *de facto* zrezygnował ze strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przechodząc w swej polityce na osiąganie założonej stopy wzrostu nominalnego PKB. W 2012 roku dokonano nowelizacji ustawy o Banku Anglii, przypisując mu jako równorzędne cele dążenie do stabilizacji cen i zapewnienie stabilności finansowej. Warto przypomnieć, iż na kanwie walki z najcięższym w swej historii kryzysem finansowo-bankowym, Islandia w 2008 roku zawiesiła bezterminowo stosowanie strategii BCI. Z kolei przeciwdziałając nieustającej aprecjacji franka Narodowy Bank Szwajcarii (NBS) we wrześniu 2011 roku zdecydował się na odejście od strategii zbliżonej do BCI i wprowadził nową zasadę polityki pieniężnej, opartą na celu kursowym, zgodnie z którą kurs franka nie mógł wzmocnić się poniżej 1,2 franka za jedno euro. Realizacja tej zasady okazała się bardzo kosztowna, bowiem doprowadziła do gwałtownego zwiększenia rezerw walutowych i podaży pieniądza krajowego, istotnie ponad potrzeby federacji. Dlatego też w połowie stycznia 2015 roku NBS nieoczekiwanie zaprzestał interwencji na rynku franka, natychmiast doprowadzając do aprecjacji jego kursu (*Raport o inflacji* 2015, s. 19-23). Oznacza to nie tylko nawrót tendencji deflacyjnych w gospodarce szwajcarskiej, ale także poważne osłabienie jej konkurencyjności międzynarodowej.

7. W rezultacie wydarzeń roku 2014 układ sił w ramach Rady Polityki Pieniężnej III kadencji zdaje się na powrót wzmacniać skrzydło „jastrzębi", co utrwala niezdrową koncentrację uwagi Rady na procesach inflacyjnych ze wszystkimi negatywnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego, sytuacji w bilansie płatniczym czy na rynku pracy. Stawia też pod

znakiem zapytania szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, jako że w ramach „pragmatycznego realizmu" prowadzonego *policy mix* doszło do znamiennego przesunięcia zainteresowania władz gospodarczych z procesów konwergencji nominalnej na rzecz zbieżności realnej. Potwierdzenia zmiany priorytetów dostarczają nie tylko rozliczne wypowiedzi polskich polityków, podważające sens szybkiego przyjmowania wspólnej waluty europejskiej, ale także ostatni raport banku centralnego, poświęcony problematyce integracji Polski ze strefą euro (Kosior, Rubaszka 2014). Raport koncentruje się na instytucjonalnych przemianach strefy, nie przedstawiając krajowej strategii działań prowadzących do pełnego członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Niezbyt przekonująco, a wręcz naiwnie postuluje uprzednie wzmocnienie potencjału polskiej gospodarki jako warunek wstępny postępów jej dalszej integracji ze strefą euro. Nie bierze bowiem pod uwagę, że wejście do europejskiej unii walutowej może *per se* przyspieszyć rozwój gospodarczy kraju.

Zawyżając poziom krajowych stóp procentowych i kwestionując szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, bank centralny jak nigdy wcześniej otwarcie opowiada się po stronie partykularnych interesów sektora bankowego, nie zawsze zgodnych z interesem gospodarki narodowej. Zgodnie z zapisami Traktatu akcesyjnego z 2003 roku, na Polsce ciąży prawno-międzynarodowe zobowiązanie do przyjęcia jednolitej waluty europejskiej – przystąpienie na prawach pełnego członka do UGW powinno nastąpić po trwałym spełnieniu kryteriów zbieżności nominalnej[8]. Osiągnięcie tego celu będzie niezmiernie trudne. Formalne wejście Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej jako pełnoprawnego członka będzie musiało być poprzedzone co najmniej dwuletnim okresem stabilizacji kursu złotego względem euro. Tu zapewne kryją się największe zagrożenia dla przebiegu procesu integracji Polski ze strefą euro. O wiele łatwiej bowiem stabilizować poziom inflacji krajowej czy długoterminowych stóp procentowych, a nawet utrzymywać w ryzach deficyt sektora finansów publicznych, aniżeli skutecznie stabilizować kurs złotego względem wspólnej waluty europejskiej w ciągu minimum dwóch lat.

Przed polską polityką monetarną pojawia się istotne wyzwanie polegające na konieczności zredefiniowania celów polityki i instrumentów ich realizacji wobec wyraźnego osłabienia skuteczności dotychczasowej polityki banku centralnego, opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W najbliższych latach przed polskimi finansami, w tym polityką pieniężną, staje ważne zadanie istotnego ograniczenia skali nierównowagi bilansu płatniczego i tym samym zmniejszenia stopnia uzależnienia naszego kraju od napływu oszczędności

[8] W kwietniu 2015 roku Polska wypełniała faktycznie cztery spośród sześciu kryteriów zbieżności nominalnej – stopy inflacji, długookresowych stóp procentowych, udziału deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB oraz relacji długu publicznego do PKB, przy czym w odniesieniu do kryteriów monetarnych Polska była krajem referencyjnym (wraz z Hiszpanią i Węgrami). Jednak formalnie nasz kraj nie spełniał łącznego kryterium fiskalnego ze względu na niezakończoną procedurę nadmiernego deficytu (została ona zdjęta w czerwcu tego roku). Niespełnione natomiast były kryteria kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze wymaga wejścia do ERM2, to drugie zmian w ustawodawstwie krajowym, dotyczącym kwestii monetarnych. W kilku najbliższych latach spełnienie warunku zgodności legislacji wydaje się niemożliwe ze względu na blokadę polityczną w Sejmie – brak konstytucyjnej większości do przeprowadzenia niezbędnych zmian w ustawie zasadniczej.

Zeszyty-naukowe-43_2015.indd 54 2015-11-09 15:23:34

zagranicznych. W pierwszej kolejności musi się to odbyć przez poważne zwiększenie rozmiarów oszczędności krajowych. Między innymi chodzi o takie podniesienie komponentu krajowego w wydatkach rozwojowych ogółem, by na początku przyszłej dekady możliwe było zastąpienie nieuchronnego zmniejszenia finansowania działań rozwojowych ze źródeł Unii Europejskiej środkami własnymi.

W świetle doświadczeń ostatnich kryzysowych i pokryzysowych lat zachodzi pilna potrzeba ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej wobec coraz bardziej egzogenicznego charakteru zachodzących obecnie procesów inflacyjnych. Z powodzeniem można udowodnić tezę, że główna odpowiedzialność za coraz mniej spójny policy mix i nie najlepsze wyniki makroekonomiczne ostatnich kwartałów spoczywa na RPP. Wszystko to każe pytać o sens dalszego funkcjonowania Rady jako elementu kierownictwa gospodarczego kraju.

Bibliografia

Albiński P., Polański Z. (red.) (2015), *Dylematy polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Kosior A., Rubaszka M. (red.) (2014), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, NBP, Warszawa.

Michalski R. (2013), *Polityka finansowa państwa wobec spowolnienia gospodarczego,* (w:) *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2012 roku*, Raporty, IBRKK, Warszawa.

Raport o inflacji (2015), NBP/RPP, Warszawa.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012 (2013), NBP/RPP, Warszawa.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013 (2014), NBP/RPP, Warszawa.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2014 (2015), NBP/RPP, Warszawa.

Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2015-2018 (2015), Rada Ministrów, Warszawa.

Polish Monetary Policy in 2014 - *Déjà Vue*

Summary

The year 2014, as the previous years, can hardly be considered as successful for the Polish monetary policy both for its low efficacy and, particularly, for barely perceptible positive impact on the country's economic processes. The implemented in the recent years by the Polish central bank, first, needless tightening of the monetary policy, and, then, its seriously delayed and, additionally, a symbolic and spread over time gradual easing thereof, stand in stark contrast with the need to save economic growth and consolidation of public finance and acceleration of the process of catching-up – the real convergence with developed countries.

Otherwise than the leading central banks of developed countries, which kept and still have been keeping their interest rates below the rates of inflation, continuing their ease monetary policy, the Polish Monetary Policy Council was carrying in the recent quarters the policy of positive real interest

rates which, since June 2013, have been apparently growing, in the recent dozen months or so also due to the persisting deflation. The basic premise of the carried out in Poland tough monetary policy is not an alleged threat of future inflation but the matter of prestige – an attempt to increase the influence on the economy by the central bank.

The years 2012-2014 are the period of further, gradual improvement of the situation in the interbank market under the conditions of persisting of over-liquidity of the bank sector as a whole. For Polish finance, including the monetary system, in the period after the global financial and economic crisis and commotions in the euro zone, the greatest threat appears to come from external imbalance.

Key words: central bank, Monetary Policy Council, interest rate, exchange-rate policy, inflation, interbank market, bank sector's over-liquidity, external imbalance.

JEL codes: E5

Artykuł nadesłany do redakcji w czerwcu 2015 roku.

© All rights reserved

Afiliacja:
dr hab. Ryszard Michalski
Akademia Finansów i Biznesu Vistula
Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych
ul. Stokłosy 3
02-787 Warszawa
tel.: 22 457 23 00
e-mail: r.michalski@vistula.edu.pl

Zeszyty-naukowe-43_2015.indd 56 2015-11-09 15:23:34