

Ryszard Michalski

Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Polska polityka pieniężna w 2017 roku – w martwym punkcie

Streszczenie

W związku ze zmianą ekipy rządzącej w Polsce, w wyniku wyborów z końca 2015 r., w latach 2016-2017 wyraźnie odrzucono konsolidację fiskalną, rozwijano politykę ekspansji finansowej bez powrotu i zamrożono politykę monetarną.

W ostatnich latach zarysowuje się w Polsce tendencja do spadku znaczenia polityki pieniężnej, która mocno traci na efektywności tak ze względu na błędy jej autorów, jak i na fakt, że od wielu lat nie potrafi sobie poradzić z sytuacją ogólnej nadpłynności systemu bankowego. Wymaga to nie tylko zmian instytucjonalnych, ale i przewartościowania samej koncepcji polityki monetarnej i jej głównego celu.

Ostatnie lata to okres uspokojenia sytuacji na rynku międzybankowym, mimo utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego jako całości. O utrzymującej się nadpłynności świadczą: coraz niższe wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki, zwiększone stany ich depozytów w banku centralnym i wyraźna przewaga w ciągu kilku ostatnich lat okresów kształtowania się stawki POLONIA poniżej obowiązującej stopy referencyjnej NBP. Dla polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, po 2015 r. największe zagrożenia rysują się nie tyle ze strony niestabilnych czynników zewnętrznych, ile wynikają z ekspansywnej polityki wydatków publicznych.

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

Kody JEL: E5

1. W związku ze zmianami politycznymi, które nastąpiły w wyniku wyborów prezydenckich i parlamentarnych 2015 r., wygranych przez populistyczną prawicę, w roku następnym w polityce gospodarczej Polski doszło do odejścia od konsolidacji fiskalnej – polityki zaciskania pasa, wymuszanej wcześniej procedurą nadmiernego deficytu Unii Europejskiej na rządzie liberalnej prawicy. Konsolidacja miała na celu przywrócenie równowagi wewnętrznej i przede wszystkim poprawę sytuacji na rachunku obrotów bieżących. Zasadniczo można ocenić, że zakończyła się sukcesem, przynosząc nie tylko zdjęcie procedury nadmiernego deficytu w czerwcu 2015 r., ale również umocnienie równowagi makroekonomicznej kraju. Osłabienie tempa wzrostu gospodarczego i skali inwestowania w 2016 r. (patrz tabela 1) można wiązać z wygaszeniem finansowania w ramach unijnej perspektywy finansowej lat 2007-2013 i wolnym uruchamianiem wykorzystania środków unijnych z tytułu nowej perspektywy.

Jednakże już w 2017 r. doszło do wyraźnego zwiększenia tempa wzrostu PKB dzięki silnemu impulsowi popytowemu (konsumpcyjnemu), wynikającemu z realizacji ambitnych

socjalnych obietnic wyborczych z 2015 r. Towarzyszyła temu większa dynamika importu niż eksportu. Co ważne, dzięki przyspieszeniu wzrostu gospodarczego udział długu publicznego w PKB po szczególnie szybkim wzroście w 2016 r. (skok o 3 p.p.) zaczął stopniowo spadać.

Tabela 1

Zmiany wskaźników sytuacji gospodarczej Polski w latach 2010-2018 (w %)

| Wskaźnik | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018* |
|--|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|
| Wzrost PKB w cenach stałych | 3,6 | 5,0 | 1,6 | 1,4 | 3,3 | 3,8 | 2,9 | 4,6 | 4,1 |
| Udział inwestycji w PKB | 21,3 | 22,4 | 21,0 | 19,0 | 20,4 | 20,5 | 19,6 | 20,0 | 21,1 |
| Udział w PKB oszczędności krajowych brutto | 15,9 | 17,3 | 17,3 | 17,7 | 18,3 | 19,9 | 19,3 | 20,0 | 20,2 |
| Średnioroczna stopa inflacji | 2,6 | 4,3 | 3,7 | 0,9 | -0,0 | -0,9 | -0,6 | 2,0 | 2,5 |
| Zmiana wolumenu importu dóbr i usług | 14,3 | 5,8 | -0,3 | 1,7 | 10,0 | 6,6 | 8,8 | 7,7* | 9,0 |
| Zmiana wolumenu eksportu dóbr i usług | 13,1 | 7,9 | 4,6 | 6,1 | 6,7 | 7,7 | 8,8 | 6,7* | 8,1 |
| Deficyt sektora finansów publicznych | -7,3 | -4,8 | -3,7 | -4,1 | -3,6 | -2,6 | -2,5 | -1,7* | -1,9 |
| Dług publiczny brutto | 53,1 | 54,1 | 53,7 | 55,7 | 50,2 | 51,1 | 54,1 | 51,4* | 50,8 |
| Udział w PKB salda obrotów bieżących | -5,4 | -5,2 | -3,7 | -1,3 | -2,1 | -0,6 | -0,3 | +0,0* | -0,9 |

Źródło: WEO Database, April 2018; * dane szacunkowe/prognozowane.

2. W ostatnich dwóch dekadach polska polityka pieniężna mocno straciła na efektywności tak ze względu na błędy jej autorów, jak i na fakt, że od lat nie potrafi sobie poradzić z sytuacją ogólnej nadpłynności systemu bankowego, która drastycznie obniża efektywność stosowanego instrumentarium monetarnego. Naszym zdaniem, od lat przywiązuje zbyt dużą wagę do polityki stóp procentowych. Do 2014 r. była ona traktowana jako panaceum na kontrolowanie procesów inflacyjnych, mimo że inflacja w Polsce miała przede wszystkim charakter kosztowy, a nie popytowy tzn. wynikała z szoków podaźowych, a nie z nadmiaru popytu w gospodarce.

Nie tylko w Polsce kształtowanie się cen od dawna nosi w głównej mierze egzogeniczny charakter, będąc rezultatem fluktuacji kosztów wytwarzania z racji zmieniających się cen surowców, zwłaszcza energii, często pochodzących z importu. W opozycji do przodujących 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 (ang. *quantitative easing*), polska Rada Polityki Pieniężnej do połowy 2017 r. prowadziła politykę dodatniej realnej stopy referencyjnej.

Poczynając od lutego 2013 r. do końca 2016 r. roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymywało się poniżej dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań (1,5%), która od marca 2015 r. pokrywa się z poziomem stopy referencyjnej NBP. Dowodziło to braku kontroli kształtowania się cen ze strony władz monetarnych. Co więcej, wskutek nadmiernej restrykcyjności prowadzonej przez nie polityki doszło wtedy do szybko postępującej dezinflacji (por. dane tabeli 1). Od lipca 2014 r. do listopada 2016 r. roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymywało się poniżej zera. Deflacja tego okresu wynikała przede wszystkim z obniżania się cen paliw i żywności w sytuacji nadwyżki ich podaży nad popytem, ale także ze stopniowego zaostrzania się w jej wyniku polityki pieniężnej w wyrazie realnym. Wymusiła dwie kolejne obniżki stopy referencyjnej na początku października 2014 r. i marca 2015 r. – obie po 50 p.b. do poziomu 1,5%.

W 2017 r. średnioroczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych znacząco wzrosło w porównaniu z rokiem poprzednim – do 2% z -0,6%, a więc aż o 2,4 p.p. W swym planie na lata 2018-2021 polski rząd zakłada tylko nieznaczne przyspieszenie procesów inflacyjnych, mierzonych HICP/CPI: z poziomu 1,6-2% w 2017 r., poprzez 2-2,3% w 2018 r., 2,3% w 2019 r. do 2,5% w latach 2020-2021 (*Wieloletni plan finansowy...* 2018, tab. 7, s. 38). Wartości te zostały nieco podwyższone w porównaniu z prognozami sprzed roku ze względu na wyższą przewidywaną inflację światową i zwiększenie popytu krajowego. Wobec perspektyw przyspieszenia inflacji i deprecjacji złotego w związku z pogorszeniem sytuacji na rynku światowym w 2018 r. polityka pieniężna może stanąć przed nowymi wyzwaniami w zakresie równowagi. Biorąc pod uwagę stosunkowo niską inflację prognozowaną na najbliższe lata, trudno jednak zakładać nieuchronność podwyżek stóp procentowych NBP. Zacieśnianie polityki pieniężnej stoi zresztą w sprzeczności z potrzebą wspierania wzrostu gospodarczego zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Z kolei w warunkach utrzymującej się od lat strukturalnej nadpłynności polskiego systemu bankowego nie można liczyć na poluzowanie tej polityki.

Warto podkreślić, że konsekwencją wąsko rozumianej dbałości o stabilność pieniądza krajowego (głównie w kategoriach niskiej inflacji) w warunkach nadpłynności systemu bankowego jest utrzymująca się od lat znaczna restrykcyjność polskiej polityki pieniężnej, przy czym główną przesłanką twardej polityki pieniężnej ostatnich lat było zwiększenia wpływu na gospodarkę przez bank centralny oraz obrona partykularnych interesów sektora bankowego. Pod koniec 2016 r. polska polityka pieniężna uległa poluzowaniu na skutek powrotu tendencji inflacyjnych i znacznej deprecjacji złotego. W 2017 r. złoty wszedł jednak w trend aprecjacyjny i stopa inflacji ustabilizowała się wokół 2%, a więc poniżej bezpośredniego celu inflacyjnego NBP.

3. Polski złoty, mimo że jest coraz silniej powiązany z euro, nawet wśród jednostek pieniężnych państw wschodzących rynków zalicza się do walut peryferyjnych, mało liczących się w obrocie międzynarodowym, rzadko kwotowanych w zagranicznych punktach wymia-

ny walut. W 2016 r. podobnie jak w 2015 r. doszło do realnej efektywnej deprecjacji złotego rzędu 1,5% mimo utrzymującej się deflacji. Przyczyniały się do tego czynniki globalne, w tym obawy o koniunkturę w Chinach oraz niepewność związana z Brexitem i wyborami prezydenckimi w USA, ale przede wszystkim czynniki krajowe. W efekcie nominalny kurs złotego na przełomie 2016 r. i 2017 r. kształtował się na najniższym poziomie od 2012 r., przekraczając poziom 4,21 złotego za 1 dolara amerykańskiego i osiągając prawie 4,41 złotego za euro. W 2017 r. dzięki poprawie stanu polskiej gospodarki i dobrej koniunkturze światowej, która sprzyjała krajom rozwijającym się, złoty wyraźnie się umocnił w wyrażeniu tak realnym, jak i nominalnym. Średnioroczny nominalny kurs dolara w złotych wyniósł 3,78, a kurs euro 4,26, a więc był niższy o odpowiednio 4,2% i 2,4% w porównaniu z 2016 r. Pod koniec roku kurs dolara amerykańskiego osłabił się do prawie 3,46 złotego a kurs euro do blisko 4,16 złotego, przy czym w ostatnich czterech miesiącach 2017 r. oba kursy podlegały znacznym fluktuacjom wskutek zwiększonej niepewności w otoczeniu międzynarodowym. Na lata 2018-2021 resort finansów przewiduje utrzymanie średniorocznego nominalnego kursu złotego w relacji do euro na poziomie 4,15, a nawet „w przypadku braku szoków zewnętrznych” możliwość umacniania się polskiej waluty (*Wieloletni plan finansowy... 2018*, s. 7, 11-12). Jak się wydaje, jest to nie tyle konserwatywne, ile mocno optymistyczne założenie. W warunkach nakładania się wątpliwości co do prowadzonej polityki krajowej i nieuchronnych perturbacji na światowych rynkach finansowych nie należy w najbliższych latach zakładać stabilizacji czy tym bardziej aprecjacji kursu złotego. Można natomiast oczekiwać większej zmienności kursu waluty krajowej ze wszystkimi tego skutkami dla poziomu cen krajowych oraz relacji opłacalności eksportu i importu. Polityka kursu walutowego decyduje nie tylko o różnych pozycjach bilansu obrotów bieżących, o wycenie zagranicznego długu publicznego i prywatnego oraz kosztach jego obsługi w złotych, ale ma również olbrzymi wpływ na obroty kapitałowe kraju z zagranicą w zakresie inwestycji bezpośrednich i pośrednich (portfelowych). Dlatego w przyszłości niezbędne będą w Polsce częstsze i głębsze interwencje na rynku walutowym.

Mimo *floatingu* złotego o wysokości jego kursu w pośredni sposób decyduje polityka pieniężna RPP, która od lat kieruje się obawą, iż obniżanie stóp procentowych i związana z tym deprecjacja złotego mogłyby zachwiać popytem na krajowe papiery dłużne, zwłaszcza ze strony inwestorów zagranicznych, stanowiących znaczący odsetek nabywców obligacji złotych. Tych ostatnich interesuje bowiem nie tylko wysokość otrzymywanych odsetek, ale i poziom kursu, po jakim dokonują transferu zysków i kapitału za granicę ze swych portfelowych inwestycji (ściśle biorąc, w porównaniu z pierwotnym kursem wymiany zainwestowanych kwot).

4. Ostatnie lata w polskiej polityce pieniężnej to okres utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego jako całości, przy czym do 2016 r. włącznie sytuacja na rynku międzybankowym stopniowo się poprawiała. W 2017 r. jej średni poziom mierzony saldem operacji otwartego rynku oraz umów depozytowo-kredytowych, przeprowadzonych przez NBP,

wyniósł 73 632 mln zł, czyli o 426 mln zł tj. o 0,6% więcej niż w roku poprzednim. Dla całego roku charakterystyczny był szybki wzrost średniego poziomu nadpłynności – aż o 8,4% z poziomu 76,9 mld zł w grudniu 2016 r. do blisko 83,4 mld zł w grudniu 2017 r. Na wzrost nadpłynności sektora bankowego największy wpływ miały nadwyżka skupu walut z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów nad ich sprzedażą w kwocie prawie 9,6 mld zł i wpłata do budżetu państwa w wysokości ponad 8,74 mld zł z zysku NBP, wypracowanego w 2016 r. w wysokości 9201 mln zł, przede wszystkim dzięki deprecjacji złotego¹. Ponadto na wzrost płynności sektora bankowego wpłynęły wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych NBP i odsetek od rezerwy obowiązkowej. Z kolei przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu o ponad 10,2 mld zł i wzrost wysokości rezerwy obowiązkowej – średnio o 2,45 mld zł – odpowiadały za zmniejszenie nadpłynności systemu bankowego.

O utrzymującej się nadpłynności świadczą coraz niższe wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki, zwiększone stany ich depozytów w banku centralnym i wyraźna przewaga w ciągu kilku ostatnich lat okresów kształtowania się stawki POLONIA poniżej obowiązującej stopy referencyjnej NBP. Tak jak dotychczas, podstawowym instrumentem wpływającym na taki stan rzeczy były operacje otwartego rynku, tak podstawowe, jak i dostrajające, przeprowadzane z inicjatywy NBP, których rentowność określała niezmienniana w ciągu całego 2017 r. stopa referencyjna banku centralnego (1,5%). Rentowność ta bezpośrednio oddziaływała na cenę pieniądza w transakcjach między bankami, a więc także na stawkę POLONIA.

Na stabilizację krótkoterminowych stóp procentowych i absorpcję nadpłynności sektora bankowego wpływa również system rezerwy obowiązkowej. Od początku 2011 r. stopa rezerwy obowiązkowej wynosi w Polsce 3,5%. W październiku 2014 r. polski bank centralny zmienił stawkę oprocentowania środków rezerwy – zamiast 0,9 stopy redyskontowej weksli zaczął naliczać bankom 0,9 stopy referencyjnej NBP, co dawało dochodowość niższą od rentowności podstawowych operacji otwartego rynku. Od 1 stycznia 2018 r. wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej została obniżona do 0,5%, co powinno sprzyjać zmniejszeniu skali nadpłynności.

W 2017 r. podobnie jak w roku poprzednim Narodowy Bank Polski nie przeprowadził żadnej transakcji typu *swap* walutowy ani interwencji na rynku walutowym (*Sprawozdanie z wykonania...* 2018, s. 11-15).

5. Dla stanu polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, największe zagrożenie po 2015 r. rysuje się ze strony narastającej nierównowagi zewnętrznej. Zwiększona niepewność wokół Polski, wynikająca m.in. z ekspansywnej polityki wydatkowej nowych władz, skutkowała w 2016 r. odpływem kapitału i znacznym osłabieniem kursu złotego. Nastąpiło wtedy istotne ograniczenie zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych emitowanych zarówno w kraju, jak i za granicą. W 2017 r. spadł na-

¹ Ze względu na opisaną wyżej aprecjację złotego wobec walut obcych, skutkującą stratą NBP, podobne rozwiązanie znacząco wspierające budżet nie pojawi się w 2018 r.

plyw do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ). Uwzględniając jednostkową transakcję wykupu pakietu akcji Banku Pekao S.A. od UniCredit S.A. przez PZU S.A., wartość BIZ-ów osiągnęła nieco ponad 6,4 mld euro, a więc o 8,8 mld euro mniej niż rok wcześniej. W przeciwieństwie do 2016 r., kiedy nastąpiło wycofanie z Polski inwestycji portfelowych zagranicą rządu 2,2 mld euro, w analizowanym roku napłynęło ich prawie 5,5 mld euro. Największe zmiany kwotowe w porównaniu z rokiem poprzednim wystąpiły w pozostałych inwestycjach i oficjalnych aktywach rezerwowych. Wynikały one przede wszystkim z operacji dokonywanych przez NBP, związanych z zamykaniem transakcji *repo*, czemu towarzyszył znaczący spadek oficjalnych aktywów rezerwowych. To z kolei wobec wzrostu wartości importu oznaczało zmniejszenie do 4,8 miesiący importu towarów i usług pokrytych tymi aktywami w porównaniu z 6,4 miesiącami w 2016 r.

Pogorszenie nastrojów międzynarodowych kręgów finansowych wokół Polski przejawiało się również wątpliwościami co do jej wiarygodności kredytowej (*Raport o inflacji 2016*, s. 31)². Niestety przełożyło się to na podwyższenie rentowności polskich obligacji, a więc zwiększenie kosztu zaciągania długu i jego obsługi.

Polska należy do krajów poważnie zadłużonych wobec podmiotów zagranicznych. Na koniec 2017 r. zadłużenie zagraniczne Polski ogółem wyniosło według the World Factbook CIA 362 mld dolarów, co dawało nam 31 miejsce wśród krajów świata. Zgodnie z danymi MFW (*A Staff Supplement of January... 2017*, s. 3) na koniec 2016 r. wynosiło ono około 329,8 mld dolarów, z tego 144,9 mld (43,9%) przypadało na dług publiczny³ a 184,9 mld na dług prywatny (ale tylko 86,6 mld długu netto). W wyrażeniu złotowym, gdy wielkości zadłużenia zagranicznego Polski zostają przeliczone na złote według nominalnych kursów walutowych, a więc podlegają ich fluktuacjom, w 2017 r. doszło do gwałtownego spadku udziału tego zadłużenia w PKB z rekordowego poziomu 75,9% w 2016 r. do jedynie 66,5% PKB, czyli o 9,4 p.p. (*Sprawozdanie z wykonania... 2018*, tab. 4, s. 26).

Jest rzeczą oczywistą, iż z racji swych funkcji NBP poświęca dużo uwagi sytuacji w bilansie płatniczym, kształtowaniu się zadłużenia brutto kraju względem reszty świata oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. Co warte podkreślenia, w jego publikacjach od lat dominuje optymizm (*Raport o inflacji 2016*, s. 38-39; 2017, s.33-34; 2018, s. 31-32). Bank centralny podkreśla poprawę salda obrotów bieżących, które w 2015 r. wyniosło -2405 mln euro tj. -0,6% PKB, w 2016 r. -1254 mln euro tj. -0,3% PKB, a w 2017 r. 896 mln euro tj. 0,2% PKB. Dokonała się ona głównie za sprawą poprawy salda obrotów towarowych, które w 2015 r. po raz pierwszy od początku lat 90. wykazało się nadwyżką na poziomie

² Największa agencja ratingowa świata – Standard and Poor’s – w styczniu 2016 r. obniżyła o jeden stopień do poziomu BBB+ suwerenną ocenę Polski co do jej długookresowych zobowiązań w walutach obcych, jednocześnie zmieniając swe nastawienie (ang. *outlook*) na negatywne. W grudniu tego roku S&P podniosła *outlook* polskiego ratingu do stabilnego, a w kwietniu 2018 r. do pozytywnego. W maju 2016 r. negatywne nastawienie w odniesieniu do ratingu Polski ogłosiła druga co do wielkości agencja ratingowa – Moody’s, utrzymując jednak jego niezmienny od 2003 r. poziom A2. W maju 2017 r. agencja podniosła swe nastawienie do stabilnego.

³ W przypadku polskiego zadłużenia publicznego wobec nierezzydentów dług brutto jest praktycznie tożsamy z długiem netto.

2213 mln euro, oraz sukcesywnie zwiększanego dodatniego salda usług w wysokości ponad 10,9 mld euro. Odpowiednie kwoty w 2016 r. wyniosły 2935 mln euro i blisko 14,1 mld euro, a w 2017 r. 821 mln euro i 18,6 mld euro. Powstaje w związku z tym pytanie, czy mamy do czynienia z trwałym trendem w polskim handlu zagranicznym, czy też wraz ze wzrostem popytu krajowego nie dojdzie do pojawienia się deficytu w obrotach towarowych. Z drugiej strony niepokojąco rośnie deficyt bilansu dochodów pierwotnych – jedna z miar konkurencyjności międzynarodowej każdej gospodarki. W 2015 r. wyniósł on ponad 14,68 mld euro, w 2016 r. ponad 16,86 mld euro, a w 2017 r. już blisko 18,42 mld euro.

Co istotne, w ostatnich latach utrzymuje się korzystna struktura terminowa polskiego długu – relacja zadłużenia długoterminowego do krótkoterminowego kształtuje się jak 4:1, przede wszystkim za sprawą charakterystyk długu publicznego. Warto podkreślić, że od lat występuje zasadnicza różnica w wielkości obsługi zadłużenia zagranicznego ogółem przez sektor finansów publicznych oraz sektor prywatny głównie ze względu na dominujący udział zobowiązań krótkoterminowych w długu prywatnym.

Niepokoić jednak musi utrzymujący się bardzo wysoki udział międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB. Wprawdzie w latach 2015-2017 nie przekraczał on granicznej wielkości uznawanej w świecie finansów za niebezpieczną tj. -65% PKB, ale nie można zapominać, iż w zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej – tzw. scoreboard – próg ten ustalono na o wiele bardziej restrykcyjnym poziomie -35%. Na koniec 2015 r. udział ten mocno spadł do poziomu -62,1% PKB (o 7 p.p. w stosunku do ekstremum roku poprzedniego), a na koniec 2016 r. i 2017 r. ustabilizował się na poziomie -60,7% PKB (*Sprawozdanie z wykonania...* 2018, tab. 4, s. 26). Wciąż jednak jest to poziom niebezpiecznie wysoki. 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. Wiele wskazuje na to, że o finansowanie zewnętrzne będzie w przyszłości coraz trudniej krajowi takiemu jak Polska – dość wolno rozwijającemu się, z obciążoną dużym ryzykiem inwestowania peryferii Unii Europejskiej.

6. W świetle 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 staje się nie tylko anachroniczne w zglobalizowanym świecie, ale też coraz bardziej kosztowne i niebezpieczne. Wymaga utrzymywania ogromnych rezerw walutowych dla obrony i stabilizowania kursu waluty narodowej, czego koszt w znacznym stopniu niweluje korzyści płynące z niezależnej polityki pieniężnej i możliwości deprecjacji własnej waluty. Według danych NBP na koniec grudnia 2017 r. polskie należności w walutach wymienialnych wyniosły prawie 90,17 mld euro wobec blisko 103,5 mld euro na koniec grudnia 2016 r., a oficjalne aktywa rezerwowe 94,55 mld euro wobec blisko 108,1 mld euro rok wcześniej. Tak duże zmiany były wynikiem spłaty części zobowiązań wobec zagranicy i wahań kursów walut.

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. Dlatego też od wiosny 2009 r. do początków listopada 2017 r. Polska utrzymywała w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) dostęp do elastycznej linii kredytowej (ang. FCL). Na początku 2017 r. po kolejnym, szóstym już wniosku Polski, MFW przedłużył linię na następne dwa lata, zmniejszając jednocześnie jej plafon z 13 do 6,5 mld SDR-ów. Zapewne ze względu na koszt tego zabezpieczenia polskie władze zrezygnowały z FCL z dniem 3 listopada 2017 r.

W ostatnich latach, w ramach „pragmatycznego realizmu” prowadzonego *policy mix* doszło w Polsce do znamiennej przesunięcia zainteresowania władz polityczno-gospodarczych z procesów konwergencji nominalnej na rzecz zbieżności realnej, co łącznie z niekorzystnym dla euro przesunięciem polskiej opinii publicznej stawia pod znakiem zapytania szybkie przystąpienie naszego kraju do strefy euro. Potwierdzenia zmiany priorytetów ekonomicznych dostarczają nie tylko rozliczne wypowiedzi polskich polityków, w tym Prezesa NBP, podważające sens szybkiego przyjmowania wspólnej waluty europejskiej. Podobnie jak Ministerstwo Finansów, które w listopadzie 2015 r. zlikwidowało stanowisko Pełnomocnika Rządu do Spraw Wprowadzenia Euro w Rzeczypospolitej Polskiej, istniejące od 2009 r., NBP przestał opowiadać się za szybkim przystąpieniem Polski do europejskiej unii walutowej. Powołane z inicjatywy prezesa S. Skrzypka Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro (BISE) już w lutym 2012 r. zostało zastąpione przez Centrum Informacji o Euro NBP i formalnie zlikwidowane w marcu 2017 r. w związku z gruntowną reorganizacją Instytutu Ekonomicznego NBP. Trudno dziś na oficjalnych stronach NBP znaleźć jakiegokolwiek wewnętrzniebankowe aktualne materiały o integracji europejskiej.

Kwestionując szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, bank centralny w obecnej dekadzie jak nigdy wcześniej otwarcie opowiada się po stronie partykularnych interesów sektora bankowego, nie zawsze zgodnych z interesem gospodarki narodowej. Dotyczy to zarówno kwestii kształtowania przychodów bankowych, jak i reżimu nadzoru.

Zgodnie z zapisami Traktatu akcesyjnego z 2003 r. na Polsce ciąży prawnomiędzynarodowe zobowiązanie do przyjęcia jednolitej waluty europejskiej – przystąpienie na prawach pełnego członka do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) powinno nastąpić po trwałym spełnieniu kryteriów zbieżności nominalnej. Na koniec 2017 r. Polska wypełniała trzy spośród sześciu kryteriów zbieżności nominalnej – stopy inflacji, udziału deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB oraz relacji długu publicznego do PKB. Natomiast niespełnione były kryteria długookresowych stóp procentowych, kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze pozostawało niespełnione w wyniku podwyższenia rentowności polskich obligacji, to drugie wymaga wejścia do ERM2, a trzecie – zmian w ustawodawstwie krajowym, dotyczących kwestii monetarnych. Wobec pogorszenia sentymentu rynków finansowych wokół państw wschodzących rynków, w tym Polski, trudno liczyć na szybkie obniżenie rentowności polskich obligacji. W dającej się przewidzieć przyszłości

także spełnienie warunku zgodności legislacji wydaje się niemożliwe ze względu na blokadę polityczną w Sejmie – brak konstytucyjnej większości do przeprowadzenia niezbędnych zmian w ustawie zasadniczej. Wobec dużej zmienności kursu złotego i groźby ataku spekulacyjnego osiągnięcie celu kursowego również wydaje się niezmiernie trudne. O wiele łatwiej bowiem stabilizować poziom inflacji krajowej czy długoterminowych stóp procentowych i utrzymywać pod kontrolą deficyt sektora finansów publicznych, aniżeli skutecznie stabilizować kurs waluty narodowej w warunkach rosnącej niepewności na rynkach międzynarodowych w sytuacji pełnej liberalizacji obrotu dewizowego.

7. Mimo wyłonienia na początku 2016 r. praktycznie nowego bardziej jednorodnego politycznie składu RPP IV kadencji układ poglądów na temat polityki monetarnej w jej ramach pozostaje niejasny. Wśród nowych członków Rady przeważają ludzie spoza kręgów finansowych, jednoznacznie powiązani z jedną opcją polityczną. W tej sytuacji wzrosła rola nowego prezesa NBP prof. Adama Głapińskiego, który w połowie 2016 r. dołączył do Rady jako jej przewodniczący. Oceniając dwa lata funkcjonowania Rady czwartej kadencji, można zaryzykować stwierdzenie, że nie do końca udało się jej zwiększyć wpływ polityki pieniężnej na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, poprawę sytuacji w bilansie płatniczym czy stan rynku pracy. Wobec wyraźnego osłabienia skuteczności instrumentarium monetarnego, opartego na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przed Radą Polityki Pieniężnej IV kadencji stoi wiele wyzwań związanych z koniecznością wypracowania bardziej spójnego *policy mix* i zmian instytucjonalnych oraz przewartościowania samej koncepcji polityki monetarnej. W świetle tak krajowych, jak i zagranicznych doświadczeń ostatnich lat zachodzi w szczególności pilna potrzeba odejścia od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) jest realizowana w Polsce od 1998 r. – jak dotąd z wątpliwą skutecznością i – co gorsza – przy olbrzymich kosztach społecznych. Strategia BCI okazała się wyraźnie niedostosowana do polskich warunków, a nawet szkodliwa dla rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W świetle utrzymującej się od lipca 2014 r. do listopada 2016 r. deflacji stała się wręcz anachronizmem. Zamiast koncentracji na osiągnięciu nierealistycznie zarysowanego celu inflacyjnego władze monetarne powinny poświęcać więcej uwagi stabilności systemu finansowego kraju. Chodzi także o wypracowanie właściwego *modus vivendi* i efektywnej współpracy pomiędzy centralną administracją i władzami monetarnymi.

Bibliografia

Raport o inflacji (2016), NBP/RPP, Warszawa.

Raport o inflacji (2017), NBP/RPP, Warszawa.

Raport o inflacji (2018), NBP/RPP, Warszawa.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2016 (2017), NBP/RPP, Warszawa.

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017 (2018), NBP/RPP, Warszawa.

A Staff Supplement of January 3, 2017, on the assessment of the impact of the proposed Flexible Credit Line arrangement on the Fund's finances and liquidity position (2017), IMF, Washington.

Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2018-2021 (2018), Rada Ministrów, Warszawa.

Polish Monetary Policy in 2017 – a Standstill

Summary

Due to the political change in Poland in the second half of 2015, during the years 2016-2017 we were observing a reversal of fiscal consolidation and freezing of monetary policy.

In last years, the role of Polish monetary policy has evidently diminished. It has lost its efficacy not only because of obvious mistakes of policy makers, but also they are not able to overcome the over-liquidity in the home banking system. It requires not only institutional changes but also essential reorientation of the monetary policy's concept and its main objective.

The last five years have led to mitigation of the situation in the interbank market; however, still under over-liquidity conditions of the whole banking sector. The persistent excess liquidity is evidenced by the lesser and lesser use of marginal lending funds by banks, their higher deposits with the central bank, and keeping the POLONIA rate below the pending reference rate of the NBP through majority of time during maintenance periods. After 2015, the greatest threat for Polish finances, including the monetary system, comes not from an unstable external environment but from expansionary policy of public expenditures.

Key words: central bank, MPC, interest rate, exchange rate policy, inflation/deflation, interbank market, over-liquidity of the banking sector, external disequilibrium.

JEL codes: E5

Artykuł zaakceptowany do druku w listopadzie 2018 r.

Afiliacja:

dr hab. Ryszard Michalski

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydziału Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

e-mail: r.michalski@vistula.edu.pl