

Ryszard Michalski
Akademia Finansów i Biznesu Vistula
ORCID 0000-0002-4806-3364

doi.org/10.34765/sp.0122.a02

POLSKA POLITYKA PIENIĘŻNA W LATACH 2018–2019 – PRZED WIELKĄ ZMIANĄ

Streszczenie

Artykuł stanowi próbę analizy przyczyn i skutków polskiej polityki pieniężnej lat 2018–2019. Polityka pieniężna wspomagała wtedy rząd, ułatwiając mu wzrost dochodów podatkowych i obniżkę kosztów obsługi długu publicznego. Wobec swoistego zamrożenia polityki monetarnej utrzymała się tendencja do spadku jej znaczenia. Polityka pieniężna mocno straciła 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, która wpływa negatywnie na efektywność instrumentarium stosowanego przez NBP. O nadpłynności całego sektora bankowego 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. Odmiana sytuacji wymagałaby nie tylko zmian instytucjonalnych, ale także przewartościowania samej koncepcji polityki monetarnej i jej głównego celu.

Słowa kluczowe: polityka stóp procentowych, polityka kursu waluty, inflacja, nadpłynność sektora bankowego, nierównowaga zewnętrzna.

Kody JEL: E44, E51, F34, F36, G01, G28

Artykuł badawczy.

POLAND'S MONETARY POLICY IN YEARS 2018–2019 – BEFORE THE BIG CHANGE

Summary

The article aims to provide an analysis of causes and consequences of Poland's monetary policy in years 2018–2019. Monetary policy brought then significant benefits to the government, which was able to increase its tax revenue and reduce the cost of public debt servicing. Due to the specific freezing of monetary policy it has evidently lost its efficacy not only because of mistakes of policy makers but also because for years they have not been able to overcome the over-liquidity in the home banking system what negatively impacts NBP's ability to use its monetary instruments. About persistent excess liquidity say lesser and lesser use of marginal lending funds by banks, their higher deposits with the central bank, and keeping POLONIA rate below pending reference rate of the NBP through majority of time during maintenance periods. The reversal of such a situation requires not only institutional changes but also essential reorientation of monetary policy's concept and its main objective.

Keywords: interest rate policy, exchange rate policy, inflation, banking sector's excess liquidity, external imbalance.

JEL Codes: E44, E51, F34, F36, G01, G28

Research article.

1. Z gospodarczego punktu widzenia lata 2018–2019 należy zaliczyć w Polsce do w miarę udanych, zwłaszcza w porównaniu ze słabszym rokiem 2016. Świadczą o tym dobre wskaźniki makroekonomiczne, osiągnięte m.in. dzięki ekspansywnej polityce zarówno fiskalno-budżetowej, jak i monetarnej oraz przede wszystkim wskutek korzystnego układu warunków zewnętrznych, zwłaszcza ożywienia w strefie euro.

Tabela 1. Wskaźniki sytuacji gospodarczej Polski w latach 2015–2020 (w %)

Wskaźnik	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Wzrost PKB w cenach stałych	4,2	3,1	4,8	5,4	4,5	-2,7
Udział inwestycji ogółem w PKB	20,6	19,7	19,9	20,8	19,8	17,3
Udział oszczędności krajowych brutto w PKB	19,7	18,9	19,5	19,5	20,2	20,8
Zmiana wolumenu importu dóbr i usług	6,9	7,9	10,2	7,5	3,3	-2,6
Zmiana wolumenu eksportu dóbr i usług	8,0	9,3	9,6	6,9	5,1	-0,5
Udział deficytu sektora finansów publicznych w PKB	-2,6	-2,5	-1,5	-0,2	-0,7	-8,2*
Udział długu publicznego brutto w PKB	51,1	54,1	50,6	48,8	45,7	57,7*
Udział salda obrotów bieżących w PKB	-0,9	-0,8	-0,4	-1,3	0,5	3,5
Średnioroczna stopa inflacji (CPI)	-0,9	-0,6	1,9	1,6	2,3	3,4

* – dane szacunkowe/prognozowane.

Źródło: WEO Database, April 2021.

Wyraźne osłabienie tempa wzrostu gospodarczego i skali inwestowania w 2016 r. wynikało, po pierwsze, z wygaszenia finansowania w ramach unijnej perspektywy finansowej lat 2007–2013 i powolnego uruchamiania środków unijnych z tytułu nowych ram finansowych, po drugie, ze zbyt restrykcyjnego charakteru ówczesnej polityki pieniężnej i po trzecie, z poważnych zmian, zwłaszcza kadrowych, w aparacie kierowania państwem. Jednakże już w trzech następnych latach doszło do znacznego zwiększenia tempa wzrostu PKB, co wywindowało jego poziom powyżej produktu potencjalnego, dzięki silnemu impulsowi popytowemu (konsumpcyjnemu), wynikającemu z realizacji ambitnych socjalnych obietnic wyborczych z 2015 r., oraz dobrej koniunktury eksportowej. W latach 2017–2018 towarzyszyła temu większa dynamika

realna importu niż eksportu (patrz tabela 1). Co ważne, dzięki przyspieszeniu wzrostu gospodarczego udział długu publicznego w PKB po szczególnie szybkim wzroście w 2016 r. (skok o 3 punkty procentowe) zaczął stopniowo spadać, osiągając swe lokalne minimum w 2019 r. na poziomie 45,7% PKB. Warto zauważyć, że WEO Database wykazuje się niekonsekwencją w określaniu poziomu inwestycji ogółem i oszczędności krajowych brutto w 2019 r. Podana w tabeli 1 relacja między ich udziałami w PKB nie współgra z udziałem obrotów bieżących w PKB. Dowodzi to trudności w określeniu rzeczywistej wielkości tych pierwszych. W całym okresie kształtują się one na zbyt niskim poziomie, by w dłuższej perspektywie zagwarantować stabilny wzrost rzędu 4% rocznie.

Generalnie biorąc, wyniki 2019 r. w dziedzinie wzrostu gospodarczego, inflacji, handlu zagranicznego, deficytu sektora finansów publicznych i obrotów bieżących nie wyglądają już tak korzystnie jak w roku 2018. Mogło to nawet oznaczać pewne odwrócenie pozytywnej tendencji z dwóch poprzednich lat, co zostało spotęgowane w 2020 r. wybuchem pandemii koronawirusa.

2. W ponad dwóch ostatnich dekadach polska polityka pieniężna mocno straciła na efektywności głównie ze względu na fakt, że od lat nie potrafi sobie poradzić z sytuacją ogólnej nadpłynności systemu bankowego, która drastycznie obniża efektywność stosowanego instrumentarium monetarnego. 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 z wykorzystaniem niestandardowych instrumentów (ang. *quantitative easing*), polska Rada Polityki Pieniężnej do połowy 2017 r. prowadziła politykę dodatniej realnej stopy referencyjnej. Taka polityka była potęgowana przez fenomen utrzymywania się od lipca 2014 r. do listopada 2016 r. rocznego tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych poniżej zera. Deflacja tego okresu wynikała przede wszystkim z obniżania się cen paliw i żywności w sytuacji nadwyżki ich podaży nad popytem na rynku światowym, ale także ze stopniowego zaostrzania się polskiej polityki pieniężnej w wyrazie realnym. Deflacja wymusiła dwie kolejne obniżki stopy referencyjnej na początku października 2014 r. i marca 2015 r. – obie po 50 p.b. do poziomu 1,5%, naszym zdaniem nadal zbyt wysokiego, by skutecznie przewyciężyć utrzymujący się spadek cen. Na szczęście dla procesu rozwoju gospodarczego średnioroczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2017 r. znacząco wzrosło w porównaniu z rokiem poprzednim – aż do 1,9% z poziomu -0,6%, a więc

o 2,5 pkt. proc. W swym planie na lata 2018–2021 polski rząd zakładał tylko nieznaczne przyspieszenie procesów inflacyjnych, mierzonych HICP/CPI: z poziomu 1,6%/2% w 2017 r., przez 2%/2,3% w 2018 r., 2,3% w 2019 r. do 2,5% w latach 2020–2021 (*Wieloletni... 2018*, tabela 7, s. 38). Rzeczywiste tempo wzrostu CPI wyniosło w 2018 r. tylko 1,6%, co w znacznym stopniu wynikało z korzystnych cen importowych na światowych rynkach surowcowych (zwłaszcza energetycznych i rolnych), w tym ze znacznego spadku cen ropy naftowej w ostatnich miesiącach 2018 r. Natomiast w o rok późniejszym planie na lata 2019–2022 rząd przyjął zmiany wskaźników HICP/CPI na poziomie 1,8% w 2019 r. oraz po 2,5% w trzech kolejnych latach (*Wieloletni... 2019*, tabela 11, s. 37). Rzeczywista stopa inflacji w 2019 r. była jednak wyraźnie wyższa ze względu na presję popytu krajowego, problemy z podażą produktów rolnych na skutek nieurodzaju spowodowanego suszą, osłabienie złotego i przyspieszenie inflacji światowej. Wobec perspektyw dalszego zwiększenia inflacji i deprecjacji złotego w związku z pogorszeniem sytuacji na rynku światowym w latach następnych, polityka pieniężna może stanąć przed nowymi wyzwaniami w zakresie równowagi gospodarczej.

3. Mimo że polskie władze monetarne od lat przywiązują dużą wagę do polityki stóp procentowych, zdecydowały się na bezprecedensowe utrzymywanie swych podstawowych stóp – referencyjnej, lombardowej, depozytowej i redyskontowej – na niezmiennym poziomie, tj. odpowiednio 1,5%, 2,5%, 0,5% i 1,75%, od 5 marca 2015 r. aż do 18 marca 2020 r. Tak długiego, ponad pięcioletniego okresu stabilizacji stóp procentowych banku centralnego, nie można racjonalnie uzasadnić wobec zasadniczo zmieniających się warunków gospodarowania. Argument o konieczności zapewnienia podmiotom gospodarującym stabilności monetarnej trudno uznać za poważny w sytuacji dużej zmienności innych parametrów ekonomicznych, a zwłaszcza falowania wzrostu gospodarczego i procesów inflacyjnych. Biorąc pod uwagę stopę wzrostu PKB i stopę inflacji należy stwierdzić, że do połowy 2017 r. stopy NBP były za wysokie, zaś poczynając od tego czasu – wyraźnie za niskie. W ten sposób zbyt długo utrzymywana stabilność stóp procentowych banku centralnego działała mocno procyklicznie.

Do pewnego stopnia można zaakceptować pogląd, że w warunkach utrzymującej się od lat strukturalnej nadpłynności polskiego systemu bankowego trudno było liczyć na poluzowanie polityki stóp procentowych, tym bardziej że o restrykcyjności polityki pieniężnej poza poziomem realnych stóp banku centralnego decyduje także zachowanie się realnego kursu waluty narodowej

(Rosati 2017, s. 490). Z tego punktu widzenia polska polityka pieniężna uległa pod koniec 2016 r. stopniowemu poluzowaniu nie tylko na skutek powrotu inflacji, ale też znacznej deprecjacji złotego. W 2017 r. złoty wszedł w wyraźny trend aprecjacyjny, ale z kolei stopa inflacji ukształtowała się nieco poniżej 2%. Natomiast w latach 2018–2019 wobec niewielkiej efektywnej deprecjacji złotego średnioroczna stopa inflacji wyniosła odpowiednio 1,6% i 2,3%. Utrzymywanie niezmiennych stóp procentowych było wtedy wyrazem wąsko rozumianej dbałości o stabilność pieniądza krajowego, ujmowanej głównie w kategoriach niskiej inflacji. Z drugiej strony pod koniec 2019 r. ryzykowne zdawało się założenie dalszego braku podwyżek stóp procentowych NBP wobec utrzymującej się od trzech lat dodatniej luki produktowej i nasilającej się inflacji prognozowanej na najbliższe lata. W obliczu rysującego się osłabienia stopy wzrostu gospodarczego zacieśnianie polityki pieniężnej stało jednak w sprzeczności z potrzebą jego wspierania zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Stało się to zupełnie oczywiste w sytuacji załamania gospodarczego spowodowanego pandemią koronawirusa.

4. 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 i w związku z tym rzadko kwotowanych w zagranicznych punktach wymiany walut. W 2018 r. średnioroczny kurs euro w złotych (EUR/PLN) wyniósł 4,2617, a kurs dolara (USD/PLN) uplasował się na poziomie 3,6117 i były odpowiednio o 0,1% wyższy oraz 4,4% niższy niż w 2017 r. Z kolei w 2019 r. średnioroczny kurs euro w złotych (EUR/PLN) kształtował się na poziomie 4,2988, a kurs dolara (USD/PLN) wyniósł 3,8399. Były więc wyższe odpowiednio o 0,9% oraz aż o 6,3% niż w 2018 r. Na kształtowanie się kursu polskiej waluty w latach 2018–2019 miały wpływ głównie czynniki globalne, w tym obawy o koniunkturę w Chinach, nasilanie się wojny handlowej USA – ChRL oraz niepewność związana z *brexitem*. Po relatywnej stabilizacji w dwóch pierwszych miesiącach 2018 r. złoty osłabił się względem euro a następnie dolara amerykańskiego w wyniku wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych i odpływu kapitałów z rynków wschodzących, związanych z zacieśnianiem polityki pieniężnej w USA (w 2018 r. w końcu każdego kwartału System Rezerwy Federalnej dokonał podniesienia przedziału stóp oprocentowania funduszy federalnych po 25 p.b.).

W ciągu całego 2018 r. średni efektywny kurs złotego praktycznie nie zmienił się dzięki korzystnym decyzjom agencji S&P – kwietniowej o podniesieniu

do pozytywnej perspektywy ratingu Polski i październikowej o zwiększeniu samego ratingu do A- z nastawieniem stabilnym oraz poprawie nastrojów na rynkach finansowych w drugiej połowie roku, która skutkowałą osłabieniem dolara amerykańskiego, co sprzyjało większości walut krajów wschodzących rynków i rozwijających się. Natomiast w 2019 r. utrzymywała się tendencja do niewielkiej efektywnej deprecjacji złotego, przy czym złoty osłabiał się przede wszystkim w stosunku do dolara amerykańskiego i franka szwajcarskiego. Kurs USD w PLN lekko zwyżkował do maja tego roku, by w czerwcu osiągnąć roczne minimum. W III kwartale mocno zwyżkował, a w ostatnim kwartale się osłabił na skutek trzech kolejnych obniżek przedziału stóp oprocentowania funduszy federalnych po 25 p.b. w okresie sierpień–październik 2019 r. W I półroczu 2019 r. wystąpił spadek kursu euro w złotych, w III kwartale nieznaczny wzrost, a w IV spadek. Na zmiany kursu euro nie miała wpływu wysokość głównej stopy refinansowej Europejskiego Banku Centralnego, utrzymywanej od połowy marca 2016 r. na niezmiennym, zerowym poziomie.

W swym planie finansowym na lata 2018–2021 resort finansów przewidywał 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... 2018*, ss. 7 i 11–12), co okazało się mocno nierealistyczne. Z kolei w planie na lata 2019–2022 założył stabilizację tego kursu na poziomie 4,3 (*Wieloletni... 2019*, tabela 14, s. 39), co także było dość optymistycznym, a przy tym nierealistycznym założeniem. W warunkach niepewności co do trafności prowadzonej polityki krajowej i nieuchronnych perturbacji na światowych rynkach finansowych, nie należało w najbliższych latach zakładać stabilizacji czy tym bardziej aprecjacji kursu złotego. Można natomiast było oczekiwać większej zmienności kursu waluty krajowej ze wszystkimi tego skutkami dla poziomu cen krajowych oraz relacji opłacalności eksportu i importu¹. Polityka kursu walutowego decyduje bowiem 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 naszym zdaniem w przyszłości niezbędna będzie w Polsce aktywna polityka kursowa banku centralnego – częstsze i głębsze interwencje na rynku walutowym.

¹ Dodatkowych zakłóceń można się spodziewać w wyniku kryzysu spowodowanego pandemią COVID-19.

Trzeba pamiętać, że mimo floatingu złotego o wysokości jego kursu silnie, chociaż 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). Z drugiej jednak strony niski kurs waluty krajowej pobudza wysiłek eksportowy i hamuje tempo wzrostu importu, co było szczególnie widoczne w 2019 r., a w 2020 r. przyczyniło się do spadku importu.

5. Dokumenty Rady Polityki Pieniężnej (*Sprawozdanie... 2019*, ss. 11–15; *Sprawozdanie... 2020*, ss. 11–17) wskazują, iż od lat jej instrumentarium nie jest w stanie skutecznie przeciwdziałać utrzymywaniu się nadpłynności sektora bankowego jako całości.

Do 2016 r. włącznie sytuacja na rynku międzybankowym stopniowo poprawiała się. W 2017 r. średnia nadpłynność mierzona saldem operacji otwartego rynku oraz umów depozytowo-kredytowych, przeprowadzonych przez NBP wyniosła 73 632 mln PLN, czyli o 426 mln PLN, tj. o 0,6% więcej, niż w roku poprzednim. W 2018 r. wzrosła o wiele bardziej niż w 2017 r., do poziomu 90 166 mln PLN. W porównaniu do 2017 r. była więc wyższa aż o 16 534 mln PLN, tj. o 22,5%. Dla całego 2018 r. charakterystyczny był szybki wzrost średniego poziomu nadpłynności – z blisko 83,4 mld PLN w grudniu 2017 r. do 86 625 mln PLN w grudniu 2018 r. (wzrost o 3248 mln PLN, tj. o 3,9%). Z kolei w 2019 r. średni poziom nadpłynności sektora bankowego wyniósł 81 518 mln PLN i był niższy w porównaniu do 2018 r. o 8648 mln PLN, tj. o 9,6%. Średni poziom nadpłynności w grudniu 2019 r. wyniósł 86 330 mln PLN. Był więc o 295 mln PLN, tj. o 0,3%, niższy niż w grudniu 2018 r.

Na wzrost nadpłynności sektora bankowego największy wpływ w ostatnich latach miała nadwyżka skupu walut z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów nad ich sprzedażą. W 2017 r. wyniosła ona prawie 9,6 mld PLN, w 2018 r. blisko 16 mld PLN, a w 2019 r. ponad 29,9 mld PLN. Ponadto na wzrost płynności sektora bankowego wpłynęły wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych NBP i odsetek od rezerwy obowiązkowej. Natomiast w kierunku zmniejszenia nadpłynności sektora bankowego działało zwiększenie poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu. W 2018 r. na skutek zwiększenia

preferencji płynności przez podmioty niefinansowe wobec narastania ujemnych realnych stóp procentowych poziom ten wzrósł w ciągu roku średnio o 21 412 mln PLN w porównaniu z ponad 10,2 mld PLN w roku poprzednim, a w 2019 r. o 20 872 mln PLN. Poza przyrostem pieniądza gotówkowego w obiegu za zmniejszenie nadpłynności systemu bankowego odpowiadał wzrost wartości rezerwy obowiązkowej w związku z powiększającymi się depozytami w bankach. Od początku 2011 r. stopa rezerwy obowiązkowej została w Polsce generalnie podwyższona do 3,5%, ograniczając narastanie nadpłynności systemu bankowego². Na koniec grudnia 2019 r. wysokość rezerwy obowiązkowej ukształtowała się na poziomie ponad 46,8 mld PLN i była wyższa w porównaniu do stanu na 31 grudnia 2018 r. o prawie 3,7 mld PLN (wzrost o 8,5%).

Absorbując część nadpłynności sektora bankowego, system rezerwy obowiązkowej przyczynia się także do stabilizacji krótkoterminowych stóp procentowych. Od 1 stycznia 2018 r. wysokość oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej została obniżona do 0,5%, co dodatkowo wpłynęło na zmniejszenie skali generowania nadpłynności. 29 maja 2020 r. oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej zostało obniżone do 0,1%, a więc do nowego poziomu stopy referencyjnej.

Świadectwem utrzymującej się nadpłynności jest małe wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki i wyraźna przewaga w ciągu ostatnich lat okresów kształtowania się stawki POLONIA poniżej obowiązującej stopy referencyjnej NBP. W 2019 r., podobnie jak w latach poprzednich, banki rzadko korzystały z kredytu lombardowego. Łączna kwota wykorzystanego kredytu w skali roku wyniosła jedynie 7,6 mln PLN i była ponad 7,5 raza niższa od kwoty wykorzystanej w 2018 r. (57,4 mln PLN). Podstawowymi instrumentami wpływającymi na sytuację na rynku międzybankowym były operacje otwartego rynku – tak podstawowe, jak i dostrajające, przeprowadzane z inicjatywy NBP, których rentowność określała niezmienniana od marca 2015 r. stopa referencyjna banku centralnego (1,5%). Rentowność ta bezpośrednio oddziaływała na cenę pieniądza w transakcjach między bankami, a więc także na stawkę POLONIA.

W latach 2018–2019 – podobnie jak w latach poprzednich – Narodowy Bank Polski nie przeprowadził żadnej transakcji typu swap walutowy ani interwencji na rynku walutowym, rezygnując z jakiegokolwiek wpływu na kształtowanie się kursu waluty narodowej, ważnej składowej polityki pieniężnej.

² W ramach nowej, antykrzysowej polityki pieniężnej NBP obniżył z końcem kwietnia 2020 r. stopę rezerwy obowiązkowej do 0,5%.

6. Od wielu lat wynik finansowy NBP jest kształtowany w głównej mierze przez dodatni wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi, które do marca 2020 r. stanowiły prawie 100 proc. aktywów NBP oraz ujemny wynik z prowadzonej polityki pieniężnej ze względu na nadpłynność sektora bankowego. W przeciwieństwie do 2017 r. w latach 2018–2019 nie wystąpiła wpłata do budżetu państwa z zysku NBP³ ze względu na opisaną wyżej aprecjację złotego wobec walut obcych w 2017 r., skutkującą stratą NBP oraz zerowym wynikiem finansowym banku centralnego w 2018 r. Wprawdzie Narodowy Bank Polski wypracował w 2018 roku dodatnie wyniki z różnic kursowych w wysokości 3,6 mld PLN oraz z zarządzania rezerwami dewizowymi w kwocie 3,0 mld PLN, to jednak wystarczyły one jedynie na pokrycie kosztów. Mianowicie koszty utworzenia rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych – do której tworzenia bank centralny jest zobowiązany ustawą o NBP – wyniosły 3,9 mld PLN, koszty prowadzenia polityki pieniężnej 1,6 mld PLN, a koszty działania NBP i amortyzacji utrzymały się na poziomie podobnym jak w latach poprzednich i wyniosły 1,1 mld PLN.

Z kolei w 2019 r. Narodowy Bank Polski wypracował zysk w kwocie ponad 7,8 mld PLN. Zgodnie z ustawą o NBP zysk ten uległ podziałowi na wpłatę do budżetu państwa w wysokości ponad 7,4 mld PLN (95% zysku) oraz odpis na fundusz rezerwowy NBP (5% zysku) w wysokości blisko 0,4 mld PLN. Na zysk NBP złożyły się z jednej strony dodatnie wyniki z zarządzania rezerwami dewizowymi w kwocie 7,6 mld PLN i z różnic kursowych w wysokości 5,6 mld PLN, a z drugiej koszty utworzenia rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych (2,8 mld PLN), koszty prowadzenia polityki pieniężnej (1,4 mld PLN) oraz koszty działania i amortyzacji (1,2 mld PLN).

7. Jakkolwiek dla stanu polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, największe zagrożenia rysują się ze strony ekspansywnej polityki budżetowej, to wpływają nań także czynniki zewnętrzne.

Wraz z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego według danych NBP (patrz tabela 2) w 2018 r. pojawił się deficyt na rachunku obrotów bieżących, który w relacji do PKB wyniósł -1,0% wobec nadwyżki 0,1% w 2017 r. (zgodnie z danymi WEO Database, zawartymi w tabeli 1, w 2018 r. deficyt na rachunku obrotów bieżących pogłębił się i w relacji do PKB wyniósł -1,3% wobec -0,4% rok wcześniej). Niższe niż w 2017 r. saldo obrotów bieżących wynikało przede

³ W 2017 r. wyniosła ona ponad 8,74 mld PLN z zysku wypracowanego w 2016 r. w wysokości 9,2 mld PLN, przede wszystkim dzięki deprecjacji złotego.

wszystkim z wyraźnie ujemnego salda dochodów pierwotnych ze względu na zwiększone transfery z tytułu wysokich dochodów zagranicznych inwestorów. Dodatkowo pojawiło się ujemne saldo obrotów towarowych, które wynikało z niższej dynamiki eksportu niż importu w warunkach pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski oraz ekspansji popytu wewnętrznego i wzrostu cen importowanych surowców. Sytuacja ta uległa odwróceniu w 2019 r., zwłaszcza dzięki przyspieszeniu eksportu tak towarowego, jak i usługowego. Warto podkreślić, iż od wielu lat utrzymuje się w Polsce wysoka i po 2004 r. – przystąpieniu do UE – szybko rosnąca nadwyżka w handlu usługami. Od 2013 r. również łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego jest dodatnie, a w 2019 r. wzrosło do rekordowego poziomu 2,5% PKB. Wynikało to m.in. z rosnącego napływu funduszy unijnych, zwłaszcza z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego i Funduszu Spójności, który odpowiadała za wysoką nadwyżkę na rachunku kapitałowym (por. dane w tabeli 2).

Tabela 2. Wybrane wskaźniki nierównowagi zewnętrznej w latach 2014–2019

Wskaźnik	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Saldo obrotów bieżących/ PKB [w proc.]	-2,1	-0,6	-0,3	0,1	-1,0	0,5
Saldo obrotów bieżących i kapitałowych/PKB [w proc.]	0,4	1,8	0,5	1,3	1,1	2,5
Saldo obrotów towarowych i usług/PKB [w proc.]	1,4	3,1	4,0	4,1	3,4	5,2
Oficjalne aktywa rezerwowe [w miesiącach importu towarów i usług]	5,3	5,3	6,4	4,7	4,8	5,1
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto/PKB [w proc.]	-69,1	-62,1	-61,6	-61,2	-55,6	-49,8
MPI – pasywa/PKB [w proc.]	116,1	111,8	116,9	109,2	103,9	97,8*
Zadłużenie zagraniczne brutto/PKB [w proc.]	72,7	71,8	76,4	67,0	63,8	58,4
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/ Zadłużenie zagraniczne ogółem [w proc.]	17,2	18,2	23,0	21,8	22,9	15,9*

Wskaźnik	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/PKB (w proc.)	12,5	13,0	17,6	14,6	14,7	9,3*
Zadłużenie zagraniczne krótkoterminowe/Oficjalne aktywa rezerwowe (w proc.)	61,0	63,3	68,5	73,9	70,5	43,7*
Zadłużenie zagraniczne netto/PKB (w proc.)	37,2	35,4	32,8	30,1	25,6	.
Zadłużenie zagraniczne długoterminowe/Oficjalne aktywa rezerwowe (w proc.)	294,2	285,5	228,8	264,3	237,1	230,6*
Zadłużenie zagraniczne ogółem/MPI – pasywa (w proc.)	62,6	64,2	65,3	61,4	61,5	59,7*

* - obliczenia własne.

Źródło: *Sprawozdanie... 2018* (2019, tabela 4, s. 28); *Sprawozdanie... 2019* (2020, tabela 4, s. 21); *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2018 r.* (2019, tabela 25, s. 73).

W 2019 r. doszło do znaczącej poprawy salda rachunku bieżącego o ponad 7,2 mld EUR do poziomu blisko 2,2 mld EUR, głównie za sprawą zaskakująco wysokiego zwiększenia salda obrotów towarowych o 7,2 mld EUR do ponad 2,4 mld EUR⁴ i dalszego powiększenia salda obrotów usługowych o ponad 3,5 mld EUR do blisko 25,2 mld EUR. Ujemne saldo dochodów pierwotnych pogorszyło się o prawie 1,4 mld EUR, a saldo dochodów wtórnych pogorszyło się o 393 mln EUR. Natomiast saldo rachunku kapitałowego ukształtowało się na wysokim poziomie prawie 10,6 mld EUR, nieco wyższym niż w 2018 r.

Dobre wyniki makroekonomiczne mimo zwiększonej niepewności wokół Polski, wynikającej m.in. z ekspansywnej polityki wydatkowej nowych władz i niestabilności systemu prawnego, skutkowały poprawą salda rachunku finansowego, które w 2019 r. wyraźnie wzrosło do poziomu ponad 6,7 mld EUR, a więc o prawie 5,1 mld EUR w stosunku do roku poprzedniego. Co istotne, w latach 2018–2019 doszło do stabilizacji napływu do kraju bezpośrednich inwestycji zagranicznych na poziomie rzędu 14 mld EUR rocznie. Z kolei

⁴ Po raz pierwszy od początku lat 90. saldo obrotów towarowych wykazało się nadwyżką w 2015 r. na poziomie ponad 2,2 mld EUR.

w przeciwieństwie do 2017 r., kiedy do Polski napłynęło z zagranicy prawie 5,5 mld EUR inwestycji portfelowych, przyciągniętych ich stosunkowo wysoką rentownością, w latach 2018–2019 obserwujemy *exodus* zagranicznych inwestorów portfelowych, którzy wycofali z Polski równowartość odpowiednio ponad 13,9 i 14,2 mld EUR. Wpłynęło na to obniżenie rentowności polskich obligacji, a więc zwyżka ich cen, wynikająca także z korzystniejszej oceny wiarygodności kredytowej Polski przez największe agencje ratingowe świata. Standard and Poor's w kwietniu 2018 r. podniósł swe nastawienie (ang. *outlook*) do pozytywnego, zaś w październiku tego roku sam rating o jeden stopień do A- z nastawieniem stabilnym w zakresie długookresowych zobowiązań Polski w walutach obcych. Moody's od 2003 r. utrzymywał polski rating na poziomie A2, a w maju 2017 r. podniósł swe nastawienie do stabilnego. Zmiany te przełożyły się na tendencję do redukcji kosztu zaciągania długu i jego obsługi przez Polskę, szczególnie w 2019 r.

Poprawa sytuacji w bilansie płatniczym umożliwiła w latach 2018–2019 wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych odpowiednio o 8,7 i 12,2 mld EUR. W 2019 r. wyniosły one 114,5 mld EUR wobec blisko 102,3 mld EUR na koniec 2018 r. i 94,55 mld EUR rok wcześniej. Powiększenie tych aktywów, mimo jednoczesnego wzrostu wartości importu towarów i usług, oznaczało zwiększenie wskaźnika pokrycia importu towarów i usług w 2018 r. do 4,8 miesiąca a w 2019 r. do 5,1 miesiąca. Według danych NBP na koniec 2019 r. polskie należności w walutach wymiennalnych wynosiły 103,3 mld EUR wobec nieco ponad 96,5 mld EUR na koniec 2018 r. i prawie 90,2 mld EUR na koniec 2017 r. Tak duże zmiany były wynikiem przede wszystkim stosunkowo wysokiego salda obrotów bieżących i kapitałowych oraz wahań kursów walut. Warto pamiętać, że praktyka wielu krajów dowodzi, że nawet znaczne rezerwy walutowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego. W październiku 2018 r. NBP nieco zwiększył posiadane zasoby złota monetarnego, a w czerwcu 2019 r. – kupując dodatkowe 100 ton – prawie podwoił ich fizyczne rozmiary. Wobec rosnących cen złota, zwłaszcza w związku z pandemią w 2020 r., zakupy te okazały się trafioną inwestycją, zwiększając udział wartości złota w polskich oficjalnych aktywach rezerwowych o kilka punktów procentowych.

8. Polska należy do krajów poważnie zadłużonych wobec podmiotów zagranicznych. Warto przypomnieć, że MFW (*A Staff Supplement of January 3, 2017...*, s. 3) na koniec 2016 r. wycenił zadłużenie zagraniczne brutto Polski

na około 329,8 mld USD, z tego 144,9 mld (43,9%) przypadało na dług publiczny⁵, a 184,9 mld na dług prywatny (ale tylko 86,6 mld długu netto). Według danych Narodowego Banku Polskiego zadłużenie zagraniczne brutto Polski na koniec 2019 r. wyniosło 314,1 mld EUR (352,2 mld USD), a więc obniżyło się o ponad 0,5 mld EUR w stosunku do poprzedniego roku i aż o 5,6 mld EUR do 2017 r., kiedy wynosiło nieco powyżej 319,7 mld EUR. W wyrażeniu względnym w 2017 r. doszło do gwałtownego spadku udziału tego zadłużenia w PKB z rekordowego poziomu 76,4% w roku 2016 do 67,0% PKB, czyli aż o 9,6 pkt. proc., w 2018 r. do 63,8%, czyli o dalsze 3,2 pkt. proc., a w 2019 r. do 58,4%, a więc o znaczące 5,4 pkt. proc. (por. dane w tabeli 2). Udział długu zagranicznego brutto w PKB obniżył się w latach 2017–2019 przede wszystkim dzięki przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego. Równoległe do tego poprawiała się międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto Polski, która na koniec 2019 r. kształtowała się na poziomie nieco powyżej -267,6 mld EUR (-49,8% PKB), a więc o 24,3 mld EUR więcej w porównaniu z końcem roku 2017, czyli w relacji do PKB aż o 11,4 pkt. proc. lepiej.

Jest rzeczą oczywistą, iż z racji swych funkcji NBP poświęca dużo uwagi sytuacji w bilansie płatniczym, kształtowaniu się zadłużenia kraju względem reszty świata oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. Co warto podkreślić, w jego publikacjach od lat dominuje optymizm (*Raport o inflacji* 2017, s. 33–34; 2018, s. 31–32; 2019, s. 42–43; 2020, s. 42–44). O równowadze bilansu płatniczego decyduje sytuacja w obrotach bieżących, o której w znacznej mierze przesądza poziom eksportu netto towarów i usług. Powstaje w związku z tym pytanie, czy w polskim handlu zagranicznym mamy do czynienia ze względnie trwałym pozytywnym trendem rozwojowym czy też wraz ze wzrostem popytu krajowego i potencjalnym pogorszeniem możliwości eksportowych⁶ nie dojdzie do pojawienia się deficytu w obrotach handlowych z zagranicą. Z drugiej strony musi niepokoić rosnący z roku na rok deficyt bilansu dochodów pierwotnych – jedna z miar konkurencyjności międzynarodowej każdej gospodarki. W 2017 r. deficyt ten wyniósł blisko 18,96 mld EUR, w 2018 r. ponad 20,498 mld EUR, a w 2019 r. 23,49 mld EUR.

⁵ W przypadku polskiego zadłużenia publicznego wobec nierezydentów dług brutto jest praktycznie tożsamy z długiem netto.

⁶ Dotyczy to zwłaszcza eksportu usług w związku z pracami nad tzw. dyrektywą usługową w ramach UE. Wielką niewiadomą stanowił wpływ pandemii koronawirusa na aktywność gospodarczą.

Co ważne, w ostatnich latach utrzymuje się korzystna struktura terminowa polskiego długu – relacja zadłużenia długoterminowego do krótkoterminowego kształtuje się w przybliżeniu jak 4:1, przede wszystkim za sprawą poprawiających się charakterystyk długu publicznego. Warto podkreślić, że od lat występuje w Polsce zasadnicza różnica w wielkości obsługi zadłużenia zagranicznego przez sektor finansów publicznych oraz sektor prywatny, nie tylko ze względu na większe rozmiary długu prywatnego wobec zagranicy, ale także za sprawą dominującego w nim udziału zobowiązań krótkoterminowych.

Godnym odnotowania jest znaczący spadek w ostatnich latach modułu udziału międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB. Od roku 2015 udział ten nie przekracza granicznej wielkości uznawanej w świecie finansów za niebezpieczną, tj. -65% PKB, z wyraźną tendencją do poprawy (*Międzynarodowa...* 2019). Jednak w zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej – tzw. scoreboard – próg ten ustalono na o wiele bardziej wymagającym poziomie -35%. Dlatego udział międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB trzeba uznać za wciąż wysoki, tym bardziej że wiele wskazuje na to, iż w przyszłości o finansowanie zewnętrzne może być coraz trudniej krajowi takiemu jak Polska, znajdującemu się na obciążonych dużym ryzykiem inwestowania peryferiach Unii Europejskiej.

9. 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 nawet dla kraju średniej wielkości 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 często zbyt przeceniane korzyści płynące z niezależnej polityki pieniężnej i możliwości deprecjacji własnej waluty. Co więcej, często oznacza nasiloną fluktuację kursu narodowego pieniądza.

W ostatnich latach, w ramach „pragmatycznego realizmu” prowadzonego *policy mix* w odniesieniu do integracji ze strefą euro, doszło w Polsce do znamienego przesunięcia zainteresowania władz polityczno-gospodarczych z procesów konwergencji nominalnej na rzecz zbieżności realnej, co łącznie z niekorzystnym dla postrzegania wspólnej waluty europejskiej przesunięciem polskiej opinii publicznej, stawia pod znakiem zapytania szybkie przystąpienie naszego kraju do III etapu Unii Gospodarczej i Walutowej. Potwierdzenia zmiany priorytetów w tym zakresie dostarczają nie tylko liczne wypowiedzi

polskich polityków, w tym Prezesa NBP, ale też rozliczne kampanie propagandowo-pseudoedukacyjne, 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 zlikwidowało jednostki organizacyjne zajmujące się przystąpieniem Polski do europejskiej unii walutowej, typu Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro (BISE) a następnie Departament (DISE) czy Centrum Informacji o Euro NBP, formalnie zlikwidowane w marcu 2017 r. w związku z gruntowną reorganizacją, a właściwie likwidacją Instytutu Ekonomicznego NBP. Trudno od kilku lat na oficjalnych stronach NBP znaleźć wewnątrzbankowe materiały o możliwościach przystąpienia Polski do strefy euro. Jedyne aktualne informacje o europejskiej integracji monetarnej można znaleźć w cyklicznej publikacji NBP „Przegląd Spraw Europejskich”, który biernie relacjonuje dokonania UE. Organizowane przez NBP coroczne konferencje „Future of the European Economy” koncentrują się coraz bardziej nie tyle na funkcjonowaniu całej Unii Europejskiej, w tym strefy euro, ile na problematyce państw członkowskich, pozostających poza strefą euro i zagadnieniach globalnych.

Swego rodzaju odstępstwem od polityki zapoznawania spraw Unii Gospodarczej i Walutowej było zorganizowanie przez NBP w maju 2019 r. konferencji „Złoty, euro i sprawa polska”. Jednakże zarówno dobór prelegentów, jak i przebieg dyskusji, wykazały jednostronny i wysoce polityczny charakter tego przedsięwzięcia. Trudno więc uznać je za sukces. Kwestionując szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, bank centralny pod obecnym kierownictwem jak nigdy wcześniej otwarcie opowiada się po stronie zarówno przeciwników pogłębiania integracji europejskiej, jak również partykularnych interesów sektora bankowego, nie zawsze zgodnych z potrzebami gospodarki narodowej. To ostatnie dotyczy tak kwestii kształtowania przychodów bankowych, jak i reżimu nadzoru nad bankami.

Zgodnie z zapisami Traktatu akcesyjnego z 2003 r., przyjętego w drodze ogólnonarodowego referendum, na Polsce ciąży prawnomiędzynarodowe zobowiązanie do wprowadzenia jednolitej waluty europejskiej, kiedy pozwoli na to sytuacja makroekonomiczna kraju. Przystąpienie na prawach pełnego członka do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW), czyli wejście do jej III etapu powinno nastąpić po trwałym spełnieniu kryteriów zbieżności nominalnej. Według *Convergence Report 2020* (*Convergence Report 2020*, s. 60–70) w dwuletnim okresie referencyjnym od 1 kwietnia 2018 r. do 31 marca 2020 r. Polska spełniała trzy spośród sześciu kryteriów zbieżności nominalnej – udziału

deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB, relacji długu publicznego do PKB oraz długookresowych stóp procentowych. Natomiast niespełnione były kryteria stopy inflacji mierzonej HICP, kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze pozostawało niespełnione w wyniku znaczącego podwyższenia krajowej stopy inflacji, drugie wymagało wejścia do ERM2, a trzecie – zmian w ustawodawstwie krajowym w zakresie kwestii monetarnych. W dającej się przewidzieć przyszłości osiągnięcie warunku zgodności legislacji wydaje się niemożliwe ze względu na blokadę polityczną w Sejmie – brak konstytucyjnej większości do przeprowadzenia niezbędnych zmian w polskiej ustawie zasadniczej. Wobec dużej zmienności kursu złotego i groźby ataku spekulacyjnego spełnienie kryterium kursowego wydaje się być również dość trudne. O wiele łatwiej bowiem stabilizować poziom inflacji krajowej a nawet długoterminowych stóp procentowych oraz utrzymywać pod kontrolą deficyt sektora finansów publicznych, aniżeli skutecznie stabilizować kurs waluty narodowej okresie co najmniej dwóch lat, w warunkach rosnącej niepewności na rynkach międzynarodowych, w sytuacji pełnej liberalizacji obrotu dewizowego. W przypadku pogorszenia sentymentu rynków finansowych wokół państw wschodzących rynków, w tym Polski, w przyszłości może być trudno o utrzymanie niskiej rentowności polskich obligacji, tak jak to się udało w roku 2019 i w początkach 2020 r. Co gorsza, długookresowe konsekwencje budżetowe zwalczania zapaści gospodarczej spowodowanej pandemią koronawirusa grożą w najbliższych latach niespełnieniem obu fiskalnych kryteriów konwergencji nominalnej.

10. Wyłoniona na początku 2016 r. przez trzy uprawnione organa państwa, opanowane przez jedną opcję polityczną, praktycznie nowa Rada Polityki Pieniężnej okazała się o wiele bardziej jednorodna politycznie. Jednak mimo wpływu czterech lat funkcjonowania układ poglądów na temat polityki monetarnej w ramach Rady IV kadencji wciąż pozostaje niejasny. W składzie RPP przeważają ludzie spoza kręgów finansowych, głównie ze środowisk akademickich, jednoznacznie powiązani z rządzącą koalicją Zjednoczonej Prawicy. W tej sytuacji wzrosła rola nowego prezesa NBP prof. Adama Glapińskiego, który w połowie 2016 r. dołączył do Rady jako jej przewodniczący⁷.

Oceniając nie tylko lata 2018–2019, ale całe cztery lata funkcjonowania Rady IV kadencji, można zaryzykować stwierdzenie, że w nikłym stopniu udało się jej zwiększyć wpływ polityki pieniężnej na przyspieszenie wzrostu

⁷ W 2019 r. pozycja prezesa NBP mocno podkopała nonszalancka polityka płac w stosunku do kadry kierowniczej banku.

gospodarczego, poprawę sytuacji w bilansie płatniczym czy na rynku pracy. Wobec kilkuletniego zamrożenia stóp procentowych banku centralnego i wyraźnego osłabienia skuteczności pozostałego instrumentarium pieniężnego w warunkach utrzymującej się nadpłynności systemu bankowego, rozwój społeczno-gospodarczy kraju odbywał się niejako autonomicznie, niezależnie od władz monetarnych. Polityka pieniężna, wciąż formalnie oparta na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), od połowy 2017 r. stopniowo ulegała wyraźnemu poluzowaniu, co w połączeniu z ekspansywną polityką wydatków rządowych doprowadziło do nasilenia procesów inflacyjnych, zwłaszcza w drugiej połowie 2019 r. i na początku 2020 r. Potrzeba przeciwdziałania kryzysowi wywołanemu pandemią COVID-19 pogłębiła współpracę między centralną administracją i władzami monetarnymi. Co więcej, wymusiła zasadniczą zmianę dotychczasowej polityki pieniężnej. Na swych posiedzeniach między 17 marca a 28 maja 2020 r. RPP trzykrotnie obniżyła stopę referencyjną NBP, łącznie o 140 p.b., w krokach po 50, 50 i 40 p.b., do historycznie niskiego poziomu 0,1%. Obniżone też zostały pozostałe stopy. Ponadto Narodowy Bank Polski rozpoczął na dużą skalę skup obligacji skarbowych oraz dłużnych papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Prawdopodobnie pozwoli to na trwałe przełamanie tzw. asymetrii walutowej aktywów i pasywów polskiego banku centralnego.

By NBP stał się kreatorem rozwiniętego rynkowego systemu monetarnego i nowoczesnej bankowości centralnej, musi dokonać wiele zmian instytucjonalnych oraz przewartościowania samej koncepcji monetarnej. W świetle tak krajowych, jak i zagranicznych doświadczeń ostatnich lat, zachodzi w szczególności pilna potrzeba odejścia od strategii BCI i ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej. Zamiast koncentracji na nierealistycznie zarysowanym celu inflacyjnym władze monetarne powinny poświęcać coraz więcej uwagi stabilności i jakości systemu finansowego kraju.

Bibliografia

- 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 D.C.
- Convergence Report* (2020), ECB Eurosystem, June.
- Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2018 r.* (2019), NBP, Warszawa.
- Raport o inflacji* (2017, 2018, 2019, 2020), NBP/RPP, Warszawa.
- Rosati D.K. (2017), *Polityka gospodarcza. Wybrane zagadnienia*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2017* (2018), NBP/RPP, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2018* (2019), NBP/RPP, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2019* (2020), NBP/RPP, Warszawa.
- WEO Database, April 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending> [dostęp: marzec 2022].
- Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2018–2021* (2018), Rada Ministrów, Warszawa.
- Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2019–2022* (2019), Rada Ministrów, Warszawa.

Afiliacja: **dr hab. Ryszard Michalski**
Akademia Finansów i Biznesu Vistula
ul. Stokłosy 3
02-787 Warszawa
e-mail: r.michalski@vistula.edu.pl

