

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

[doi.org/10.34765/sp.0422.a06](https://doi.org/10.34765/sp.0422.a06)

# **POLSKA POLITYKA PIENIĘŻNA W LATACH 2020–2021 – NIEZBORNE ZMIANY**

## **Streszczenie**

Artykuł stanowi próbę odpowiedzi na pytanie o przyczyny i skutki różnokierunkowych zmian w polskiej polityce pieniężnej lat 2020–2021. Autor szczegółowo omawia trzy zasadnicze, choć nie do końca konsekwentne zwroty tej polityki: rozpoczęty w marcu/kwietniu 2020 r. skup na rynku wtórnym obligacji emitowanych albo gwarantowanych przez Skarb Państwa; obniżki stóp procentowych banku centralnego dokonane wiosną tego roku oraz ich podwyżki, których cykl zaczął się jesienią 2021 r.; interwencje walutowe z grudnia 2020 r. Głównym celem skupu obligacji było sfinansowanie ekspansji wydatków rządowych. Podstawowym powodem interwencji walutowych, osłabiających kurs złotego, była chęć wypracowania jak najwyższego zysku NBP z tytułu dodatnich różnic kursowych. Zmiany w polityce pieniężnej znacząco wspomagały rząd, ułatwiając mu wzrost dochodów podatkowych i obniżkę kosztów obsługi długu publicznego. Wszystkie prowadziły do nasilenia procesów inflacyjnych. Głównym od lat dylematem polskiej polityki pieniężnej jest nadpłynność systemu bankowego, która wpływa negatywnie na efektywność instrumentarium stosowanego przez NBP. Władze monetarne nie potrafią sobie z nią poradzić, co prowadzi do spadku znaczenia polityki pieniężnej w ramach *policy mix*. Przewyciężenie nierozwiązanych dotąd dylematów wymagałoby nie tylko zmian instytucjonalnych, ale także przewartościowania samej koncepcji polityki monetarnej i jej głównego celu.

**Słowa kluczowe:** Rada Polityki Pieniężnej, polityka stóp procentowych, polityka kursu waluty, inflacja, rynek międzybankowy, nadpłynność sektora bankowego, nierównowaga zewnętrzna.

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

## **POLAND'S MONETARY POLICY IN YEARS 2020–2021 – AWKWARD CHANGES**

### **Summary**

The article aims to provide an analysis of the causes and consequences of changes in Poland's monetary policy in 2020–2021. It offers a detailed description of three major changes: the purchases of state-issued and guaranteed bonds on the secondary market starting in March/April 2020, the central bank's interest rates cuts in spring 2020 and their hikes cycle starting in autumn 2020, as well as foreign exchange interventions in December 2020. The primary objective of the bond purchases was to finance the expansion of government spending. A primary motive for NBP's foreign exchange interventions at the end of 2020 that weakened the zloty exchange rate was to maximize its profits from positive exchange differences. Poland's new monetary policy brought significant benefits to the government, which was able to increase its tax revenue and reduce the cost of servicing its public debt. Increased inflation has resulted from this, which spurs the question as to whether Poland's monetary authorities are fulfilling their constitutional mandate because the Polish zloty has been losing its purchasing power relative to foreign currencies and domestically lately. The main problem with Poland's monetary policy is the overliquidity of the banking system, which negatively impacts NBP's ability to use its financial instruments. Poland's monetary authorities have not been able to handle the overliquidity for years, which results in decreasing importance of its monetary policy. In recent months, increasing inflationary pressure has posed a new challenge to NBP. Resolving these dilemmas would require not only institutional changes, but also a reevaluation of its monetary policy and its main purpose.

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

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

1. Z ekonomicznego punktu widzenia rok 2021 w Polsce można zaliczyć do stosunkowo udanych, zwłaszcza w porównaniu z recesyjnym rokiem 2020. Świadczą o tym dobre wyniki makroekonomiczne, osiągnięte m.in. dzięki ekspansywnej polityce zarówno fiskalnej, jak i monetarnej oraz przede wszystkim wskutek korzystnego układu warunków zewnętrznych, czego wyrazem było przyspieszenie wymiany handlowej Polski z zagranicą.

**Tabela 1.** Wskaźniki sytuacji gospodarczej Polski w latach 2015–2022 (w %)

Wskaźnik	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022*
Wzrost PKB w cenach stałych	4,2	3,1	4,8	5,4	4,7	-2,5	5,7	3,7
Udział inwestycji ogółem w PKB	20,6	19,7	19,9	20,8	19,7	17,2	20,8	19,7
Udział w PKB oszczędności krajowych brutto	19,7	18,9	19,5	19,5	20,2	20,2	19,9	16,8
Zmiana wolumenu importu dóbr i usług	6,9	7,9	10,2	7,5	3,0	-1,2	17,4*	8,7
Zmiana wolumenu eksportu dóbr i usług	8,0	9,3	9,6	6,9	5,2	0,1	12,0*	5,8
Udział w PKB deficytu sektora finansów publicznych	-2,6	-2,5	-1,5	-0,2	-0,7	-7,1	-2,5*	-4,1
Udział w PKB długu publicznego brutto	51,1	54,1	50,6	48,8	45,6	57,4	55,5*	53,3
Udział w PKB salda obrotów bieżących	-0,9	-0,8	-0,4	-1,3	0,5	2,9	-0,9	-2,9
Średnioroczna stopa inflacji (CPI)	-0,9	-0,6	1,9	1,6	2,3	3,4	5,1	8,9

Uwaga: \* – dane szacunkowe lub prognozowane.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: WEO Database (2022).

Wyraźne załamanie tempa wzrostu gospodarczego i skali inwestowania w 2020 r., jakkolwiek relatywnie niewielkie w skali europejskiej, jak i globalnej, wynikało przede wszystkim z zamknięcia polskiej gospodarki w ramach drastycznej walki z pandemią COVID-19 i pogłębienia się niepewności co do przyszłego rozwoju tej ostatniej. Pojawienie się ujemnej luki produktowej było tym dotkliwsze, że wystąpiło po trzech kolejnych latach ponad czteroprocentowego tempa wzrostu PKB, osiągniętego dzięki silnemu popytowi konsumpcyjnemu oraz dobrej koniunkturze eksportowej, co wywindowało produkt krajowy powyżej produktu potencjalnego. W latach 2019–2020 obserwujemy wyższą dynamikę realną eksportu niż importu (tabela 1), co doprowadziło do pojawienia się dodatniego salda obrotów bieżących i silnego wzrostu oficjalnych aktywów rezerwowych.

Udział długu publicznego w PKB stopniowo spadał do rekordowo niskiego poziomu 45,7% PKB w 2019 r. Trend ten uległ odwróceniu w 2020 r., przede wszystkim na skutek gwałtownego wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. Wyraźnie mniejszy deficyt utrzymał się w 2021 r., ale co gorsza, był coraz bardziej rozmywany (ukrywany) przez władze fiskalne wskutek szerszego wykorzystania swoistej kreatywnej księgowości budżetowej.

Dla okresu po 2018 r. charakterystyczne jest przyspieszenie procesów inflacyjnych, szczególnie widoczne w pandemicznych latach 2020–2021 i przede wszystkim w 2022 r., również w związku z nasileniem się światowej inflacji, wywołanym wojną w Ukrainie. Mimo recesji spowodowanej pandemią koronawirusa średnioroczne tempo wzrostu CPI przyspieszyło w 2020 r., osiągając wartość 3,4%, głównie za sprawą zwiększonego popytu krajowego. W związku z zakłóceniami w globalnych łańcuchach dostaw, pogorszeniem sytuacji na światowych rynkach surowcowych, słabymi zbiorami większości płodów rolnych i narastającą presją popytu krajowego, w 2021 r. doszło do dalszego zwiększenia stopy inflacji (średniorocznie do 5,1%) i w konsekwencji deprecjacji złotego. Rok 2022 przyniósł zaostrzenie niekorzystnej sytuacji wobec wystąpienia ostrych zaburzeń na światowym rynku energii i eksplozji cen jej nośników, wywołanych wojną w Ukrainie.

Znamienne, że w swym planie finansowym na lata 2019–2022 (*Wieloletni... 2019*, tabela 11, s. 37) polski rząd przyjął wartości wskaźników HICP/CPI na poziomie 1,8% w 2019 r. oraz po 2,5% w trzech kolejnych latach. Natomiast w planie na lata 2021–2024 – o dwa lata późniejszym (*Wieloletni... 2021*, tabela 12, s. 46), przerwa publikacyjna spowodowana pandemią, rząd przyjął te wskaźniki na poziomie 3,1% w 2021 r., 2,8% w 2022 r., 2,6% w 2023 r. i 2,5% w 2024 r. W ostatnim planie na lata 2022–2025 (*Wieloletni... 2022*, tabela 10, s. 37) rząd założył te wskaźniki na poziomie 9,1% w 2022 r., 7,8% w 2023 r., 4,8% w 2024 r. i 3,5% w 2025 r. W rzeczywistości w 2020 r. średnioroczny CPI wyniósł 3,4% a HICP 3,7%, zaś w 2021 r. odpowiednio 5,1% i 5,2%.

Ogólnie biorąc, wyniki lat 2021–2022 w dziedzinie inflacji, oszczędności krajowych brutto, długu publicznego brutto, deficytu sektora finansów publicznych i salda obrotów bieżących nie wyglądają już tak korzystnie jak w latach przed pandemicznym 2020 r.

2. Rezultaty polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego (NBP) przed recesyjnym 2020 r. dowodziły spadku znaczenia polityki pieniężnej, która w opinii Michalskiego (2022) mocno straciła na swej efektywności. Stąd w obliczu kryzysu pandemicznego i konieczności przeciwdziałania jego

skutkom można było spodziewać się zasadniczych zmian w prowadzonej polityce gospodarczej, w tym także monetarnej. Jednak polityka pieniężna lat 2020–2021 okazała się bardzo niejednorodna i niekonsekwentna. Dość istotnie zmieniła się w 2020 r. w kierunku poluzowania, natomiast w ciągu trzech pierwszych kwartałów 2021 r. uległa ponownej petryfikacji, by w ostatnim kwartale tego roku i kolejnych miesiącach doznać gwałtownego zaostrenia. Polski bank centralny musiał sobie radzić nie tylko ze starymi, ale i nowymi dylematami, spowodowanymi przez kryzys pandemiczny a także przez wprowadzane przez siebie zmiany. Szczególnie widać to w obszarze kontroli inflacji.

Przemiany lat 2020–2021, które trudno ocenić jednoznacznie pozytywnie albo negatywnie, polegały na trzech zasadniczych zwrotach, zmieniających charakter polskiej polityki pieniężnej.

Po pierwsze w marcu 2020 r. w reakcji na wybuch pandemii koronawirusa, współdziałając z rządem, NBP uruchomił polski program luzowania ilościowego, polegający na skupie na rynku wtórnym pokaźnych ilości obligacji skarbowych. Od kwietnia 2020 r. skup ten został rozszerzony o dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa (obligacje emitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacje emitowane przez Polski Fundusz Rozwoju S.A.). Łączna wartość obligacji skupionych przez NBP w 2020 r. w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku wyniosła 107,1 mld PLN (według ich wartości nominalnej). Od stycznia do listopada 2021 r. NBP skupił na rynku wtórnym dużo mniej obligacji o łącznej nominalnej wartości 36,9 mld PLN, w tym obligacji skarbowych o wartości 28,6 mld PLN i obligacji z gwarancją Skarbu Państwa o wartości 8,3 mld PLN. Wartość portfela dłużnych papierów wartościowych skupionych przez NBP wyniosła na koniec 2021 r. 144,0 mld PLN (*Sprawozdanie... 2022*, s. 23). Tym samym doszło do stopniowej modyfikacji struktury aktywów banku centralnego i przezwyciężenia kuriozalnej sytuacji, w której prawie całość aktywów bilansu polskiego banku centralnego stanowiły waluty obce, podczas gdy po stronie pasywów dominowały i nadal dominują zobowiązania w złotych. Tendencję tę wzmacniały kolejne zakupy złota monetarnego.

Powstaje naturalne pytanie o zarówno przyczyny, jak i skutki – przede wszystkim inflacyjne – nadzwyczajnego skupu przez NBP na rynku wtórnym obligacji skarbowych albo gwarantowanych przez państwo. Trudno uznać, że chodziło tutaj o powiększenie i tak już dużej płynności banków. Jest rzeczą oczywistą, że głównym celem skupu obligacji było sfinansowanie ekspansywnej polityki wydatków rządowych. Zwiększając płynność banków komercyjnych, bank centralny umożliwiał im dalsze zakupy papierów dłużnych

i ewentualną ekspansję kredytową. Trzeba jednak pamiętać, że od zwiększonych możliwości kredytowych do rzeczywiście rozszerzonej akcji kredytowej prowadzi długa, wyboista droga, bowiem popyt na kredyty bankowe zależy od wielu zmiennych w czasie czynników. Samo zwiększenie podaży środków finansowych w rękach banków nie wystarcza do zwiększenia skali kredytowania gospodarki. Banki komercyjne, pożyczając rządowi, firmom i gospodarstwom domowym, zasilają ich konta depozytowe. Tworzą w ten sposób pieniądź bankowy, którym w przeciwieństwie do rezerw bankowych można płacić za pomocą na przykład przelewu czy karty płatniczej.

Szczególnie istotny jest tu poziom stóp rynkowych – niskich nominalnie i ujemnych realnie. Otóż od dłuższego już czasu aż do początków 2022 r. polskie firmy, dysponując pokaźnymi kwotami wolnych środków na swych kontach, nie zgłaszały znaczącego popytu na nowe kredyty nawet przy niskim ich oprocentowaniu wymaganym przez banki. W sytuacji bardzo niskich stóp procentowych inaczej działało się z popytem na kredyt ze strony gospodarstw domowych. W obu analizowanych latach obserwujemy gwałtowny wzrost kredytów konsumpcyjnych, w tym znaczący przyrost kredytów hipotecznych. Z jednej strony podsycało to procesy inflacyjne<sup>1</sup>, a z drugiej stanowiło swoistą konkurencję w ramach alternatywy dla banków – rozszerzać kredyty dla ludności czy też kupować rządowe papiery wartościowe (banki nie kupowałyby obligacji od rządu, gdyby było to mniej opłacalne, mimo że są one obciążone o wiele mniejszym ryzykiem rynkowym). Bank centralny przesądził ten wybór, prowadząc politykę historycznie niskich stóp procentowych oraz uruchamiając odkup obligacji emitowanych albo gwarantowanych przez państwo. Banki odsprzedawały NBP kupione na rynku pierwotnym obligacje skarbowe, a uzyskane środki ponownie inwestowały w obligacje rządowe. Wolne środki trzymały na swych rachunkach bieżących w banku centralnym w formie depozytu na koniec dnia lub lokowały je w bonach pieniężnych emitowanych przez NBP.

Niestandardowy skup przez NBP na rynku wtórnym obligacji skarbowych bezpośrednio podbił ich ceny rynkowe, obniżając ich rentowności. W ten sposób polski bank centralny wzmocnił swą kontrolę nad stopami procentowymi na rynku finansowym, zarówno krótkoterminowymi, stosowanymi na *overnightowym* rynku międzybankowym (przy pożyczkach udzielanych przez banki sobie nawzajem na jeden dzień), jak i długoterminowymi, używanymi na rynku kapitałowym. Niewątpliwie wyższe ceny obligacji i niższe ich oprocentowanie

---

<sup>1</sup> Zwiększona inflacja wystąpiła już w drugiej połowie 2019 r. i na początku 2020 r., a po marcu 2021 r. doszło do jej nasilenia w związku z ekspansywną polityką wydatków rządowych.

ułatwiły w 2020 r. sfinansowanie istotnego przyrostu długu publicznego przy niższym średnim koszcie jego obsługi. Skuteczne obniżenie przez NBP stóp rentowności obligacji skarbowych odbyło się jednak za cenę sztucznego utrzymania realnie ujemnych stóp procentowych banku centralnego i to o rosnącym module, ze wszystkimi tego negatywnymi konsekwencjami dla przebiegu procesów gospodarczych, zwłaszcza w obszarze inflacji. Analizowane rentowności zaczęły stopniowo rosnąć od początku 2021 r., co świadczyło o wyczerpaniu się możliwości nadzwyczajnej formuły wspierania ekspansywnej polityki finansowej rządu. Co gorsza, wraz z nasileniem się inflacji i jesiennymi podwyżkami stóp procentowych banku centralnego nastąpiło znaczące podwyższenie stóp rentowności i obniżanie cen obligacji skarbowych, mocno kontynuowane w 2022 r. Oznacza to, że wartość portfeli obligacji skupionych przez banki ulega istotnej redukcji, co może wywoływać rosnące zaburzenia ich płynności.

Po drugie wiosną 2020 r., po kilku latach zamrożenia, doszło do uaktywnienia polityki stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej (RPP) obniżała wtedy podstawowe stopy procentowe aż trzykrotnie – w marcu, kwietniu i maju, osiągając ich historycznie najniższy poziom po ponad pięciu latach stabilizacji (tabela 2). Stanowiło to jaskrawe odejście od polityki zamrożenia stóp procentowych banku centralnego i to w kierunku podsycania presji inflacyjnej.

Warto podkreślić, że w okresie aż pięciu lat – od 5.03.2015 r. aż do 18.03.2020 r. – polskie władze monetarne utrzymywały stopy – referencyjną, lombardową, depozytową i redyskontową – na niezmiennym poziomie, w wysokości odpowiednio 1,5%, 2,5%, 0,5% i 1,75%. Tak długiego okresu zamrożenia 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 nasilania się procesów inflacyjnych. Pod koniec tego okresu pojawiły się oznaki narastającej inflacji, więc zgodnie z zasadami ortodoksyjnej polityki pieniężnej należało się raczej spodziewać podwyżki stóp procentowych. Jednakże względy przeciwdziałania załamaniu gospodarczemu spowodowanemu pandemią koronawirusa oraz potrzeba współpracy z rządem w ramach polityki zwalczania recesji – wspierania jego kolejnych tarcz antykryzysowych – spowodowały znaczące ich obniżki.

Zmiany w polityce stóp procentowych 2020 r. oznaczały wzmocnienie rozbratu z polityką dodatnich realnych stóp procentowych banku centralnego, która dominowała w Polsce do połowy 2017 r. Zwiększanie modułu ujemnych realnych stóp procentowych NBP było równoznaczne z jego zgodą na dalsze

podwyższanie stopy inflacji ze wszystkimi tego konsekwencjami dla stopy oszczędności, procesów zaciągania i obsługi długu, jak też wartości waluty krajowej. *De facto* oznaczało to zawieszenie obowiązującej formalnie od 1998 r. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Polityka stóp procentowych NBP jesienią 2021 r. uległa drastycznemu odwróceniu, a w kolejnych miesiącach dalszym podwyżkom w odpowiedzi na rozkręcającą się inflację (tabela 2). Powstaje zasadnicze pytanie, czy podwyżki te nie były mocno spóźnione i w związku z tym mało skuteczne, by powstrzymać galopadę cen.

**Tabela 2.** Zmiany podstawowych stóp procentowych NBP w okresie od marca 2015 r. do lipca 2022 r.

Obowiązują od	Stopa referencyjna	Stopa lombardowa	Stopa depozytowa	Stopa redyskontowa weksli	Stopa dyskontowa weksli <sup>a</sup>
03.05.2015	1,50	2,50	0,50	1,75	*
03.18.2020	1,00	1,50	0,50	1,05	1,10
04.09.2020	0,50	1,00	0,00	0,55	0,60
05.29.2020	0,10	0,50	0,00	0,11	0,12
10.07.2021	0,50	1,00	0,00	0,51	0,52
11.04.2021	1,25	1,75	0,75	1,30	1,35
12.09.2021	1,75	2,25	1,25	1,80	1,85
01.05.2022	2,25	2,75	1,75	2,30	2,35
02.09.2022	2,75	3,25	2,25	2,80	2,85
03.09.2022	3,50	4,00	3,00	3,55	3,60
04.07.2022	4,50	5,00	4,00	4,55	4,60
05.06.2022	5,25	5,75	4,75	5,30	5,35
06.09.2022	6,00	6,50	5,50	6,05	6,10
07.08.2022	6,50	7,00	6,00	6,55	6,60
09.08.2022	6,75	7,25	6,25	6,80	6,85

Uwaga: a – stopa dyskontowa pojawiła się w związku z restytucją przez NBP kredytu wekslowego, poprzednio stosowanego w 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.



Po trzecie pod koniec 2020 r. władze monetarne odeszły od reżimu płynnego kursu walutowego na rzecz sterowanego floatingu, zarówno za pomocą interwencji słownych, jak i zakupów walut obcych, mających na celu osłabienie kursu złotego. Wybuch pandemii i towarzyszący mu silny wzrost na światowych rynkach finansowych awersji do ryzyka w stosunku do tzw. rynków wschodzących, przyczyniły się także do osłabienia złotego wobec głównych walut. Wraz z poprawą nastrojów na rynkach finansowych w kolejnych miesiącach 2020 r. złoty się umocnił, zwłaszcza w stosunku do dolara. Pogorszenie sytuacji epidemicznej jesienią przyczyniło się ponownie do osłabienia złotego, w tym wzrostu kursu EUR/PLN powyżej poziomów z wiosny. W sumie jednak skala dostosowań kursu złotego do globalnego kryzysu pandemicznego oraz poluzowania polityki pieniężnej przez NBP była dość zmienna, głównie ze względu na dobre wyniki polskiego handlu zagranicznego. Od końca października 2020 r. kurs złotego zaczął się szybko umacniać względem dolara amerykańskiego, co spowodowało kontrakcję banku centralnego, który w grudniu 2020 r. dokonał pierwszych od lat interwencji walutowych, nie podając jednak ich zakresu. Zdaniem prezesa NBP – niezmiernie dyskusyjnym – miały one na celu przeciwdziałanie procyklicznemu, czyli w ówczesnych okolicznościach prorecesyjnemu umocnieniu kursu złotego oraz wzmocnienie pro wzrostowego oddziaływania poluzowania ilościowego na polską gospodarkę. Jednak nie należy zapominać, że sytuacja wyglądała nieco odmiennie w odniesieniu do euro – najważniejszej waluty obcej polskiego obrotu finansowego z zagranicą. Kurs euro w złotych stopniowo rósł i w końcu roku przewyższył poziom 4,60. Średnio licząc w 2020 r. kurs euro w złotych (EUR/PLN) ukształtował się na poziomie 4,44, a kurs dolara amerykańskiego (USD/PLN) wyniósł 3,90 (*Wieloletni... 2021*, s. 9). W 2021 r. kurs złotego nadal cechowała duża zmienność z tendencją do wyraźnej deprecjacji wobec euro. Średnio w 2021 r. kurs euro w złotych (EUR/PLN) wyniósł 4,57, a kurs dolara amerykańskiego (USD/PLN) ukształtował się na poziomie 3,86 (*Wieloletni... 2022*, s. 10). W pierwszej połowie 2022 r. deprecjacja złotego wobec dolara uległa znacznemu przyspieszeniu, a wobec euro spowolnieniu w związku z wybuchem wojny w Ukrainie (*Raport... 2022*, wykres 2.22, s. 33).

3. Główny dylemat polskiej polityki pieniężnej, nierozwiązany przez całe ostatnie ćwierćwiecze, stanowi nadpłynność systemu bankowego, która wpływa negatywnie na efektywność instrumentarium stosowanego przez NBP. Jej rozmiary uległy istotnemu zwiększeniu w ciągu obu analizowanych lat, co było przede wszystkim skutkiem działań prowadzonych przez NBP. Według danych

NBP poziom środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego, przekraczających stan rezerw obowiązkowych, wyniósł w grudniu 2020 r. średnio 183,8 mld PLN i był ponad dwukrotnie wyższy niż na koniec 2019 r. W 2020 r. do wzrostu nadpłynności (aż o prawie 111,9 mld PLN) przyczynił się w głównej mierze przeprowadzony w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku skup przez NBP państwowych obligacji na rynku wtórnym. W warunkach ograniczonej puli nowych kredytów netto (zwłaszcza inwestycyjnych) dodatkowa płynność ze skupu obligacji zasilala głównie nadpłynność sektora bankowego. W tym samym kierunku oddziaływało obniżenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5%, co pod koniec roku zwiększyło poziom środków sektora bankowego o 41,3 mld PLN (*Sprawozdanie... 2021*, s. 19). Do wzrostu nadpłynności sektora bankowego w 2020 r. przyczyniły się również transakcje walutowe prowadzone przez NBP, w tym skup walut obcych od Ministerstwa Finansów. Przyrost ten został częściowo ograniczony w wyniku sprzedaży walut obcych przez NBP na potrzeby Komisji Europejskiej. Przewaga dokonywanego przez NBP skupu walut obcych nad ich sprzedażą oznaczała znaczący wzrost wartości środków w dyspozycji sektora bankowego. Z kolei w kierunku ograniczenia w 2020 r. nadpłynności polskich banków oddziaływał rekordowy przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu, który wystąpił przede wszystkim w początkowym okresie pandemii, zmniejszając w skali roku poziom środków w dyspozycji banków prawie o 82 mld PLN. Na koniec 2020 r. stan pieniądza gotówkowego w obiegu wyniósł 306,8 mld PLN, co oznaczało wzrost w stosunku do końca roku poprzedniego aż o 38,2%.

Wskutek zwiększenia nadpłynności sektora bankowego w 2020 r. wzrosło również średnie saldo krótkoterminowych operacji polityki pieniężnej. Poza inwestycjami w bony pieniężne NBP (w ramach podstawowych bądź dostrajających operacji otwartego rynku) pozostałe środki powyżej rezerwy obowiązkowej banki utrzymywały na rachunkach bieżących i *overnightowych* w NBP. Świadectwem narastającej nadpłynności w polskim systemie bankowym w 2020 r. była większa skala tych nadwyżek niż w latach poprzednich. Innym dowodem na utrzymywanie się nadpłynności było nikłe wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki.

W 2021 r. sytuacja nadpłynności polskiego sektora bankowego uległa dalszej hipertrofii. W grudniu 2021 r. poziom środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego, które przekraczały wymagany poziom rezerwy obowiązkowej, wyniósł średnio prawie 253,9 mld PLN. Był więc o blisko 70,1 mld PLN wyższy niż w analogicznym okresie 2020 r. (*Sprawozdanie... 2022*, s. 19). Do wzrostu nadpłynności sektora bankowego w 2021 r. przyczyniły się przede

wszystkim transakcje walutowe prowadzone przez NBP, w tym skup walut obcych, głównie od Ministerstwa Finansów. Przyrost ten został częściowo ograniczony w wyniku sprzedaży walut obcych Komisji Europejskiej przez NBP. Przewaga wartości dokonywanego przez NBP skupu walut obcych nad ich sprzedażą spowodowała pod koniec 2021 r. wzrost poziomu środków w dyspozycji sektora bankowego o ponad 59,2 mld PLN. Na zwiększenie skali nadpłynności banków wpłynął także prawie trzykrotnie mniejszy niż rok wcześniej skup dłużnych papierów wartościowych na rynku wtórnym, dokonywany przez NBP w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Operacje te przyczyniły się do wzrostu poziomu środków w dyspozycji sektora bankowego o blisko 38,7 mld PLN. Z kolei w kierunku ograniczenia nadpłynności polskich banków oddziaływał obserwowany w 2021 r. przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu, który spowodował obniżenie poziomu środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego o 35,6 mld PLN. Na koniec 2021 r. stan pieniądza gotówkowego w obiegu wyniósł 340,4 mld PLN, co oznaczało wzrost w stosunku do końca 2020 r. o 11,1%. Na ograniczenie przyrostu nadpłynności banków wpłynęło ponadto podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 0,50% do 2,00%, co miało miejsce pod koniec 2021 r. Wymagany poziom rezerwy obowiązkowej w grudniowym okresie jej utrzymywania w 2021 r. był wyższy o ponad 27,9 mld PLN w porównaniu z końcem 2020 r. Dowodem na utrzymywanie się wysokiej nadpłynności sektora bankowego w 2021 r. były kolejny wzrost średniej wartości krótkoterminowych operacji polityki pieniężnej, nadal niske wykorzystanie kredytu lombardowego i nieskorzystanie przez banki z kredytu wekslowego w ciągu całego roku.

Przyczyną narastania od lat nadpłynności polskiego systemu bankowego jest to, że bank centralny nie dysponuje wystarczająco skutecznymi, łatwymi do wykorzystania instrumentami jej zmniejszania. Stąd zapewne postulaty ze strony NBP zwiększenia obrotu gotówkowego, sprzeczne z kierunkami rozwoju systemów płatności na całym świecie.

4. Ważnym instrumentem wpływającym na stan nadpłynności systemu bankowego jest rezerwa obowiązkowa – jej zakres, stopa i oprocentowanie wpłaconych środków. Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej jest naliczana od środków złotych i środków w walutach obcych zgromadzonych na rachunkach bankowych oraz od środków uzyskanych z tytułu emisji papierów wartościowych, natomiast od 1.03.2018 r. od środków uzyskanych z tytułu operacji *repo* i *sell-buy-back* oraz środków pozyskanych co najmniej na 2 lata obowiązuje stopa zerowa.

System rezerwy obowiązkowej ma za zadanie absorbować część nadpłynności sektora bankowego. Przyczynia się także do stabilizacji krótkoterminowych stóp procentowych. Z punktu widzenia wpływu na nadpłynność systemu bankowego zmniejszenie oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej należy uznać za ruch w dobrym kierunku, podobnie jak podwyższenie samej stopy rezerwy obowiązkowej. Natomiast podwyżka oprocentowania oraz obniżenie stopy rezerwy trzeba ocenić jako posunięcia kontrproduktywne dla działań mających na celu ograniczenie nadpłynności banków.

W ramach polityki luzowania ilościowego 17.03.2020 r. Rada zdecydowała o obniżeniu, od dnia 30.04.2020 r., podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% aż do 0,5%, umożliwiając zwiększanie przez banki oferty kredytów. Jednocześnie zdecydowała o zrównaniu oprocentowania środków rezerwy obowiązkowej z poziomem stopy referencyjnej NBP. 29.05.2020 r. oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej zostało obniżone z 0,5% do 0,1%, a więc do nowego poziomu stopy referencyjnej, co wpłynęło nieco na zmniejszenie skali generowania nadpłynności. Z punktu widzenia wpływu na nadpłynność systemu bankowego sytuacja uległa pogorszeniu, gdy począwszy od października 2021 r. RPP zaczęła podnosić stopy banku centralnego. W przeciwnym kierunku działało podwyższenie podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z poziomu 0,50% do 2,00% od rezerwy utrzymywanej od dnia 30.11.2021 r. Od 31.03.2022 r. stopa ta została ponownie podwyższona do 3,5%.

Poza omówionymi wyżej strukturalnymi operacjami otwartego rynku i zmianami w polityce rezerwy obowiązkowej, podstawowymi instrumentami wpływającymi na sytuację na polskim rynku międzybankowym były operacje podstawowe, jak i dostrajające, przeprowadzane z inicjatywy NBP. Wykorzystując te operacje bank centralny oferował bankom komercyjnym możliwość wyrównywania ich pozycji płynnościowej w okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Ich rentowność określała stopa referencyjna banku centralnego, trzykrotnie obniżona wiosną 2020 r., a następnie stopniowo podnoszona od października 2021 r. Rentowność ta bezpośrednio oddziaływała na cenę pieniądza w transakcjach między bankami, a więc w rezultacie na stawkę POLONIA. Od lat celem operacyjnym polityki pieniężnej RPP jest dążenie do utrzymywania stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. W sytuacji narastającej nadpłynności kształtowanie się stawki POLONIA nie jest dobrym indykatorem dla polityki stóp procentowych, ponieważ zazwyczaj plasuje się ona poniżej stopy referencyjnej, a jej odchylenia od tej stopy są raczej niewielkie. Dobrze obrazują to wyniki obu lat, w których praktycznie przez cały czas stawka POLONIA utrzymywała się poniżej poziomów stopy

referencyjnej przy wyższej skali odchyień w pierwszej połowie 2020 r. i ostatnim kwartale 2021 r.

5. Do pewnego stopnia można zaakceptować pogląd, że w warunkach utrzymującej się od lat strukturalnej nadpłynności polskiego systemu bankowego trudno było liczyć na przełomie lat 2019–2020 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). Utrzymywanie stóp procentowych banku centralnego na niezmiennym poziomie przez ponad pięć lat 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 wzrostu gospodarczego zacieśnianie polityki pieniężnej stało jednak w sprzeczności z potrzebą jego wspierania, zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Było to zupełnie oczywiste w sytuacji załamania gospodarczego spowodowanego pandemią koronawirusa. Dlatego wiosną 2020 r. doszło do zaskakującej serii trzech obniżek stóp procentowych NBP, a jesienią 2021 r. zaczął się cykl ich podwyżek, mocno spóźniony wobec narastającego porecesyjnego ożywienia.

W najbliższych dwóch-trzech latach nie należy zakładać stabilizacji czy tym bardziej nominalnej aprecjacji kursu złotego wobec niepewności co do trafności prowadzonej krajowej polityki gospodarczej, zwiększonej inflacji i nieuchronnych perturbacji na światowych rynkach finansowych. Można natomiast oczekiwać większej zmienności kursu złotego ze wszystkimi tego skutkami dla poziomu cen krajowych, kosztów obsługi długu zagranicznego oraz relacji opłacalności eksportu i importu. Polityka kursu walutowego decyduje bowiem nie tylko o różnych pozycjach bilansu płatniczego, 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.

Nawet w warunkach czystego *floatingu* na wysokość kursu złotego istotny, chociaż pośredni wpływ wywiera polityka pieniężna RPP. Na skutek

interwencji walutowych pod koniec 2020 r. polityka ta w sposób bezpośredni wpłynęła na osłabienie waluty krajowej. Polskie władze monetarne do wiosnego przełomu w 2020 r. kierowały 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). Stąd skup walut obcych przez NBP w grudniu 2020 r. stanowił swego rodzaju niespodziankę i mógł świadczyć o zmianie nastawienia władz gospodarczych w stosunku do zagranicznych nabywców krajowych obligacji.

W zamian pojawiła się argumentacja, iż niski kurs złotego sprzyja polskim eksporterom, pozwalając przez szybkie powiększanie produkcji eksportowej skutecznie przezwyciężyć recesję spowodowaną pandemią. Jest w tym ziarno prawdy, bowiem niski nominalny kurs waluty krajowej rzeczywiście pobudza wysiłek eksportowy<sup>2</sup> i jednocześnie hamuje tempo wzrostu importu, co było już widoczne od wiosny 2018 r. do wiosny 2020 r. Polski handel zagraniczny także nieźle sobie radził do połowy 2021 r., od kiedy pojawiło się ujemne saldo obrotów towarowych mimo wyraźnej deprecjacji kursu złotego wobec walut obcych. Jednakże deprecjacja złotego niewątpliwie ułatwia ciągłe uzyskiwanie dużej nadwyżki w obrotach usługowych z zagranicą.

Z czysto teoretycznego punktu widzenia w osłabianiu nominalnego kursu złotego przez NBP można doszukiwać się próby utrzymania w ryzach realnego kursu waluty krajowej, który w ostatnich miesiącach 2021 r. podlegał zwykle ze względu na szybko rosnącą inflację, nawet o kilka punktów procentowych wyższą niż u głównych partnerów handlowych. Jest to jednak bardzo wyszukana racja, w dodatku trudna do wyważenia. Tymczasem niski kurs waluty nieuchronnie prowadzi do podsycania presji inflacyjnej, co w konsekwencji może spowodować zwiększony popyt importowy.

6. Naszym zdaniem podstawową przesłankę zmian w polityce walutowej z końca 2020 r. i 2021 r. stanowiła chęć wypracowania jak najwyższego zysku banku centralnego z tytułu dodatnich różnic kursowych. Od wielu lat wynik

---

<sup>2</sup> Nie należy jednak zapominać, że o sukcesie eksportowym kraju decyduje cały szereg czynników, w tym polityka kursowa w zaledwie kilkunastu procentach.

finansowy NBP zależy w głównej mierze od dodatniego wyniku z zarządzania rezerwami dewizowymi, które do marca 2020 r. stanowiły prawie 100% aktywów NBP oraz ujemnego wyniku z prowadzonej polityki pieniężnej ze względu na nadpłynność sektora bankowego. W 2020 r. Narodowy Bank Polski wypracował zysk w wysokości ponad 9,3 mld PLN, o około 19% wyższy niż rok wcześniej, a w 2021 r. w kwocie bliskiej 11 mld PLN, tj. o 18% więcej niż w 2020 r. Zgodnie z ustawą o NBP, zysk banku centralnego z roku poprzedniego podlega podziałowi na wpłatę do budżetu państwa w wysokości 95% zysku oraz na odpis na fundusz rezerwowy NBP w wysokości 5% zysku. W analizowanych latach wpłata do budżetu państwa wyniosła odpowiednio prawie 8,9 mld PLN i ponad 10,4 mld PLN, a odpis na fundusz rezerwowy NBP ukształtował się na poziomie ponad 0,4 mld PLN i blisko 0,55 mld PLN.

W sumie zmiany w polityce pieniężnej na przełomie 2020 i 2021 r. znacząco wspomagały rząd, ułatwiając mu finansowanie zwiększonych wydatków budżetowych przez wzrost dochodów podatkowych i obniżkę kosztów obsługi długu publicznego. Wszystko to odbywało się jednak kosztem nasilonej inflacji. Co więcej, na horyzoncie pojawiło się ryzyko rozkręcenia spirali cenowo-płacowej i rosnących stóp rentowności polskich obligacji skarbowych.

Przy okazji zmian idących w przeciwnym kierunku od oczekiwanego tak przez teoretyków, jak i praktyków życia gospodarczego, rodzi się zasadnicze pytanie, na ile obecne władze monetarne wypełniają konstytucyjny mandat – czy raczej obowiązek – dbałości o wartość polskiego pieniądza. W ostatnich kwartałach traci on bowiem zarówno na swej krajowej sile nabywczej, jak i w relacji do walut obcych.

7. Jakkolwiek dla stanu polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, największe zagrożenia rysują się ze strony ekspansywnej polityki budżetowej i błędów polityki monetarnej, to jednak wpływają nań także czynniki zewnętrzne. Z tytułu swych funkcji NBP poświęca dużo uwagi sytuacji w bilansie płatniczym, kształtowaniu się zadłużenia kraju względem reszty świata oraz międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. 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 eksportowych nie dojdzie do pojawienia się rosnącego deficytu w obrotach handlowych z zagranicą.

Z drugiej strony musi niepokoić wysoki deficyt bilansu dochodów pierwotnych – jedna z miar konkurencyjności międzynarodowej każdej gospodarki.

Dobre wyniki makroekonomiczne skutkowały w 2020 r. poprawą salda rachunku finansowego, mimo zwiększonej niepewności wokół Polski, wynikającej m.in. z ekspansywnej polityki wydatkowej rządu i niestabilności systemu prawnego. Jednakże w 2021 r. doszło do jego pogorszenia, a nawet pojawienia się w połowie tego roku szybko rosnącego deficytu. Co istotne, w ostatnich latach doszło do stopniowego powiększania wartości bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce głównie dzięki reinwestowanym zyskom. W 2020 r. wyniosły one około 15,2 mld EUR, a w 2021 r. skoczyły aż do 28,4 mld EUR. Z kolei w zakresie inwestycji portfelowych, poczynając od 2018 r., nastąpił exodus zagranicznych inwestorów portfelowych, na co wpłynęło obniżanie rentowności polskich obligacji, a więc zwyżka ich cen. W 2020 r. odpływ zagranicznych inwestorów portfelowych wyniósł 10 mld EUR, a w 2021 r. 5,5 mld EUR.

Dobra sytuacja w bilansie płatniczym, potwierdzana korzystnymi ocenami wiarygodności kredytowej Polski przez największe agencje ratingowe świata, umożliwiła wzrost oficjalnych aktywów rezerwowych, które na koniec 2020 r. wyniosły ponad 125,6 mld EUR, a na koniec 2021 r. blisko 146,6 mld EUR. Nastąpiło to dzięki wzrostowi rezerw w walutach wymiennalnych o ponad 15,3 mld EUR i uzyskaniu przez Polskę w sierpniu 2021 r. w ramach nowej alokacji MFW 3,925 mld SDR (ponad 4,7 mld EUR). Jednakże na przełomie lat 2021 i 2022 nastąpiło niewielkie zmniejszenie tych aktywów, przede wszystkim za sprawą obniżenia aktywów rezerwowych w walutach wymiennalnych. Tym samym przy jednoczesnym wzroście wartości importu towarów i usług doszło do obniżenia wskaźnika pokrycia importu towarów i usług z 6,1 miesiąca na koniec 2020 r. do 5,5 miesiąca na koniec 2021 r. (*Raport... 2022*, tabela 2.3, s. 36). Warto pamiętać, że praktyka wielu krajów pokazuje, że nawet znaczne oficjalne aktywa rezerwowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego.

8. Polska należy do krajów poważnie zadłużonych wobec nierezydentów. Według danych NBP zadłużenie zagraniczne brutto Polski od kilku lat do 2020 r. włącznie spadało. Na koniec 2020 r. wyniosło prawie 305,7 mld EUR (blisko 375,4 mld USD), a jego udział w PKB obniżył się do 60%. W 2021 r. zadłużenie to wzrosło do 322,2 mld EUR (365 mld USD), ale jego udział w PKB spadł do 57%, przede wszystkim dzięki silnej odbudowie tempa wzrostu gospodarczego. Równoległe do tego poprawiła się międzynarodowa pozycja



inwestycyjna netto Polski, której udział w PKB na koniec 2020 r. wyniósł -44%, a na koniec 2021 r. -40% (*Raport...* 2022, tabela 2.3, s. 36). Od 2015 r. udział ten nie przekracza granicznej wielkości uznawanej w świecie finansów za niebezpieczną, tj. -65% PKB, z wyraźną tendencją do poprawy. Jednak w zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej – tzw. *scoreboardzie* – próg ten ustalono na wiele bardziej wymagającym poziomie -35%. Dlatego ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto Polski trzeba uznać za wciąż niekorzystną, tym bardziej że wiele wskazuje na to, iż w przyszłości sytuacja na światowym rynku finansowym okaże się trudniejsza.

9. W świetle doświadczeń płynących z wielkiej recesji, kryzysu strefy euro i kryzysu pandemicznego oraz sposobów ich przewyższania staje się jasne, że pozostawanie poza większym i silniejszym obszarem walutowym nawet dla kraju średniej wielkości jest nie tylko anachroniczne w zglobalizowanym świecie, ale też coraz bardziej kosztowne i niebezpieczne. Wymaga utrzymania ogromnych rezerw walutowych dla obrony i stabilizowania kursu waluty narodowej, których koszt z reguły przewyższa korzyści płynące z niezależnej polityki pieniężnej i możliwości deprecjacji własnej waluty, na ogół zbyt przeceniane.

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 niezbyt korzystnym postrzeganiem wspólnej waluty europejskiej przez opinię publiczną stawia pod znakiem zapytania szybkie przystąpienie Polski do III etapu Unii Gospodarczej i Walutowej. Od kilku lat NBP nie prowadzi pogłębionych prac nad europejską integracją walutową. Kwestionując szybkie przystąpienie 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 prawno-międzynarodowe zobowiązanie do wprowadzenia jednolitej waluty europejskiej, kiedy pozwolą 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* (2022, s. 60–70) w dwuletnim okresie referencyjnym od maja 2020 r. do kwietnia 2022 r. Polska spełniała tylko dwa spośród sześciu kryteriów zbieżności nominalnej – udziału deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB oraz relacji długu publicznego do PKB. Natomiast niespełnione były kryteria stopy inflacji mierzonej HICP, długookresowych stóp procentowych, kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze pozostaje niespełnione w wyniku znaczącego podwyższenia krajowej stopy inflacji, drugie wynika z pogorszenia *standingu* międzynarodowej wiarygodności finansowej Polski, trzecie wymaga wejścia do mechanizmu kursowego – ERM2, a czwarte – zmian w ustawodawstwie krajowym, dotyczących kwestii monetarnych. W przypadku utrzymania się negatywnego sentymentu rynków finansowych wokół państw wschodzących rynków, w tym Polski, w przyszłości może być trudne uzyskanie odpowiednio niskiej rentowności polskich obligacji. Co gorsza, długookresowe konsekwencje budżetowe zwalczania zapaści gospodarczej spowodowanej pandemią koronawirusa i skutków wojny w Ukrainie grożą w najbliższych latach niespełnieniem obu fiskalnych kryteriów konwergencji nominalnej.

10. Niewątpliwie konieczność przeciwdziałania kryzysowi wywołanemu pandemią COVID-19 pogłębiła współpracę między centralną administracją rządową i władzami monetarnymi. Co więcej, potrzeba wspierania rządu wymusiła zasadniczą – co nie znaczy dostatecznie efektywną – zmianę charakteru prowadzonej polityki pieniężnej.

Opanowana przez jedną opcję polityczną RPP nie zawsze była w stanie sprostać pojawiającym się wyzwaniom, zwłaszcza jeśli chodzi o zapewnienie stabilnej wartości polskiego pieniądza. Oceniając funkcjonowanie Rady IV kadencji, można zaryzykować stwierdzenie, że w nikłym stopniu udało się jej zwiększyć wpływ polityki pieniężnej na przyspieszenie wzrostu gospodarczego i poprawę sytuacji w bilansie płatniczym. Wobec zbyt długiego zamrożenia stóp procentowych 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), już od połowy 2017 r. stopniowo ulegała wyraźnemu poluzowaniu, co w połączeniu z ekspansywną polityką wydatków rządowych doprowadziło do nasilenia procesów inflacyjnych, zwłaszcza od drugiej połowy 2019 r. Jesienią 2021 r. NBP został zmuszony do wszczęcia cyklu podwyżek swych stóp procentowych, których

skuteczność wydaje się mocno wątpliwa wobec niespójnego, a nawet rozbieżnego *policy mix* – połączenia ekspansywnej polityki fiskalno-budżetowej i nie do końca konsekwentnej restrykcyjnej polityki monetarnej. Szybko rosnąca inflacja stała się nowym wyzwaniem dla NBP, rodząc pytanie czy obecne władze pieniężne wypełniają konstytucyjny mandat dbałości o wartość polskiego pieniądza. W warunkach galopującej inflacji złoty traci bowiem zarówno na swej krajowej sile nabywczej, jak i w relacji do walut obcych. Zdaniem Wojtyny (2022) w tych warunkach szczególnego znaczenia nabiera poprawa jakości komunikacji władz pieniężnych wobec szerokich rzesz odbiorców ich decyzji i zamierzeń.

By NBP stał się kreatorem sprawnego rynkowego systemu monetarnego i nowoczesnej bankowości centralnej, jego organy muszą dokonać wielu zmian instytucjonalnych oraz przewartościowania samej koncepcji monetarnej. W szczególności chodzi o poważne potraktowanie kwestii przystąpienia do strefy euro – rezygnacji z niezwykle kosztownej suwerenności walutowej. W świetle tak krajowych, jak i zagranicznych doświadczeń ostatnich lat zachodzi także pilna potrzeba odejścia od strategii BCI i ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej. Zamiast koncentracji na nierealistycznie zarysowanym celu inflacyjnym władze monetarne powinny poświęcać więcej uwagi utrzymaniu wartości pieniądza oraz stabilności i jakości systemu finansowego kraju.

## Bibliografia

- Convergence Report* (2022), June, ECB Eurosystem, Frankfurt am Main.
- Raport o inflacji* (2022), lipiec, NBP/RPP, Warszawa.
- Michalski R. (2022), *Polska polityka pieniężna w latach 2018–2019 – przed wielką zmianą*, „Społeczeństwo i Polityka”, nr 1(70).
- Rosati D.K. (2017), *Polityka gospodarcza. Wybrane zagadnienia*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2020* (2021), maj, NBP/RPP, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2021* (2022), maj, NBP/RPP, Warszawa.
- WEO Database, April 2022 <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending> [dostęp: 15.07.2022].

*Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2019–2022* (2019), kwiecień,  
Rada Ministrów, Warszawa.

*Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2021–2024* (2021), kwiecień,  
Rada Ministrów, Warszawa.

*Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2022–2025* (2022), kwiecień,  
Rada Ministrów, Warszawa.

Wojtyna A. (2022), *NBP - nadal brak światła w tunelu*, „Rzeczpospolita”, 23.01.

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