

Ryszard Michalski  
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

## Próba oceny polskiej polityki gospodarczej w drugiej dekadzie XXI wieku

### Streszczenie

Polska polityka gospodarcza drugiej dekady XXI wieku w małym stopniu dostosowywała się do zachodzących w świecie zmian, koncentrując się na kwestiach wewnętrznych. Dzięki dużej redukcji deficytu sektora finansów publicznych, głównie za sprawą ograniczenia wzrostu wydatków budżetowych, w połowie 2015 roku udało się zakończyć procedurę nadmiernego deficytu po sześciu latach jej obowiązywania. Wciąż niezalutwiona pozostaje kwestia reformy systemu podatkowego, który jest mocno przestarzały, pełen niespójności i luk. W ostatnich latach rysuje się tendencja do wzrostu znaczenia polityki fiskalnej, mimo kłopotów rządu z utrzymaniem dyscypliny budżetowej kraju. Dla realizacji ambitnych obietnic wyborczych roku 2015, oznaczających *de facto* odejście od praktyki zaciskania pasa i rozpoczęcie polityki ekspansji bez powrotu, kwestia zasadniczej reformy i podwyższenia podatków – z wyjątkiem pośrednich – staje się coraz bardziej ewidentna. Z kolei polityka pieniężna mocno traci na efektywności, tak ze względu na ewidentne błędy jej autorów, jak i na fakt, że od 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.

W najbliższych latach przed polskimi władzami staje ważne zadanie ograniczenia skali nierównowagi tak wewnętrznej, jak zewnętrznej i tym samym zmniejszenia stopnia uzależnienia naszego kraju od napływu oszczędności zagranicznych.

**Słowa kluczowe:** konsolidacja fiskalna, deficyt i dług publiczny, *policy mix*, nierównowaga płatnicza, zadłużenie zagraniczne.

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

1. Przy próbach oceny rozmaitych gospodarek należy brać pod uwagę ich zróżnicowanie pod względem posiadanego potencjału wytwórczego i ludzkiego, wyposażenia w zasoby naturalne, struktury instytucjonalnej i prawnej, czynników kulturowych i społecznych, otwarcia na świat oraz przede wszystkim prowadzonej polityki gospodarczej. Ta ostatnia w dłuższym okresie przesądza o sile i sprawności (konkurencyjności) każdej gospodarki i stosowanych w nich rozwiązaniach organizacyjno-systemowych. W ujęciu funkcjonalnym na politykę gospodarczą na szczeblu kraju składają się:

- a) polityka makroekonomiczna (m.in.: tzw. finanse publiczne, tj. polityka budżetowa, której częścią jest polityka fiskalna; polityka pieniężna; polityka handlowa – inaczej handlu zagranicznego, w tym polityka celna i polityka proeksportowa; polityka ekologiczna

- ochrony środowiska); wobec członkostwa w Unii Europejskiej podlega różnym ograniczeniom;
- b) polityka mikroekonomiczna (polityka strukturalna, w tym polityka regionalna, polityka prywatyzacji i różnego rodzaju polityki sektorowe, np. przemysłowa, rolna czy transportowa; polityka kształtowania cen i dochodów);
- c) polityka transformacji (zmiany ustrojowo-systemowe i instytucjonalne).

Charakter prowadzonej przez władze krajowe polityki ekonomicznej – obok czynników instytucjonalno-strukturalnych – decyduje w krótkim i średnim okresie o wynikach gospodarowania w skali kraju. Najlepiej oddaje go stopień restrykcyjności (zacieśnienia) czy też, patrząc z przeciwstawnej strony, ekspansywności (poluzowania) obu składowych *policy mix*, tj. polityki fiskalnej i monetarnej. Podstawowym problemem, przed jakim staje każda władza krajowa, jest godzenie potrzeb wzrostu gospodarczego i zwalczania bezrobocia z wymogami utrzymania równowagi wewnętrznej i zewnętrznej.

Należy pamiętać, iż każda polityka gospodarcza jest mocno osadzona w całokształcie polityki władz państwowych, wpływając i jednocześnie podlegając oddziaływaniom innych jej składowych. Zarówno pozytywne, jak i negatywne aspekty polityki ekonomicznej mogą być potęgowane albo neutralizowane na przykład przez skutki prowadzonej polityki współpracy z zagranicą, obranych kierunków polityki społecznej czy przestrzegania ładu prawnego.

2. Mimo znaczących sukcesów reformatorskich i dokonań transformacyjnych ostatnich trzech dekad, zwłaszcza przyspieszonej modernizacji gospodarki i społeczeństwa dzięki członkostwu w Unii Europejskiej, polityka ekonomiczna Polski wciąż pozostaje w kręgu utrwalonych od lat mitów i fałszywych koncepcji, które wpływają na jej efektywność i skuteczność (Michalski 2016, s. 23). Wśród nich na plan pierwszy wysuwa się przekonanie, że na tle innych krajów Polska wyróżnia się swą specyfiką społeczno-polityczną, pozostając swego rodzaju samotną wyspą na morzu wrogiego otoczenia. Tego typu myślenie można traktować jako przejaw wywodzącej się z tragicznych doświadczeń nowoczesnej historii swoistej powstańczej mentalności Polaków. Jednak uleganie syndromowi „oblężonej twierdzy” niesie ze sobą postawy nieufności wobec obcych i niechęć do przyswajania cudzych rozwiązań i osiągnięć, spowalniając procesy otwierania się na świat. Koncentruje uwagę krajowych podmiotów gospodarujących na sprawach i rynkach lokalnych, utrudniając ich ekspansję za granicą. Tym samym ogranicza wykorzystanie możliwości, które daje współpraca międzynarodowa w dziedzinie transferu technologii, innowacji i kapitału w coraz bardziej globalizującej się gospodarce. Syndrom ten poniekąd tłumaczy słabości rozwojowe polskiego kapitału i produkcji. Pozostaje ściśle związany z niedostatkiem kapitału społecznego – dominującą w polskim społeczeństwie wiarą w przewagę działania indywidualnego, a nie zespołowego.

Dla elit życia publicznego Polski ostatnich trzech dekad charakterystyczne jest dążenie do wielkiej zmiany jako odpowiedź na rozliczne wyzwania dynamicznie zmieniającego się

świata. Zazwyczaj „wielka zmiana” zaczyna się od zera – bez oglądania się na przeszłość i zachowania elementarnej ciągłości polityki propaństwowej, polegającej na szacunku do tradycji i dokonania poprzedników. Co gorsza, zazwyczaj pozostaje słabo rozpoznana co do skutków podejmowanych działań w bliższej i dalszej przyszłości. Na ogół nie liczy się z istniejącymi ograniczeniami i jest połączona z przecenianiem własnych możliwości. Tymczasem każda zmiana kosztuje i wymaga odpowiedniego przygotowania, zwłaszcza w dziedzinie doboru kadr. Niestety, w okresie transformacji nie udało się w Polsce zbudować w sektorze publicznym zdrowego systemu kształcenia oraz wyłaniania elit kierowniczych, który byłby oparty na wiedzy, kompetencjach i doświadczeniu.

Powszechnie krytykowany za czasów realnego socjalizmu mechanizm negatywnej selekcji kadr wciąż nie został w Polsce przewyżniony, a wręcz przeciwnie – uległ nawet spotęgowaniu, powodując zjawiska przypadkowości wielu karier. Wskazuje się, że życie społeczno-gospodarcze kraju cierpi na narastającą chorobę „partiokracji” połączonej ze swoistą „showmanizacją” czy wręcz tabloidyzacją życia politycznego. Paradoksalnie, w znacznej mierze stało się tak za sprawą demokratyzacji ustroju kraju po 1989 roku, która w opinii publicznej utrwaliła przeświadczenie, iż niezależnie od przygotowania i osiągnięć „śpiewać każdy może” oraz że większość ma zawsze rację. Stąd też zapewne bierze się nieumiejętność korzystania z fachowego doradztwa czy szeroko rozpowszechniona awersja do korzystania ze środowisk eksperckich. Skoro liczy się przede wszystkim głos większości, eksperci są mało ważni. Tym samym nieuchronnie dochodzi do pogorszenia jakości, a nawet atrofii zaplecza doradczego na różnych szczeblach władzy publicznej, której decyzje w coraz większym stopniu zależą od wyników rozmaitych sondaży. Najpoważniejszym jednak ograniczeniem, z jakim od lat boryka się polska polityka gospodarcza, jest zakorzeniony w tradycji historycznej niechętny stosunek obywateli – tak przedsiębiorców, jak konsumentów – do instytucji państwa. W szczególności dla większości Polaków państwo i jego organy jawią się jako mało pożądana, a nawet zbędna uczestniczka życia gospodarczego, gdy realizują swe funkcje imperium czy tym bardziej dominium. Funkcje właścicielskie państwa w gospodarce są przy tym najczęściej kwestionowane w związku z nagminnymi słabościami managementu przedsiębiorstw sektora publicznego, często nadmiernie upolitycznionego i przede wszystkim niedostatecznie opartego na kryteriach merytorycznych.

3. Wszystkie wyżej wymienione uwarunkowania mają negatywny wpływ na skuteczność i efektywność polityki ekonomicznej, utrudniając przewyżnienie narastających od lat wyzwań. Do najważniejszych obecnie problemów polskiej gospodarki należy naszym zdaniem zaliczyć (Michalski 2016, s. 24-25):

- słabość strategicznego centrum gospodarczego, przejawiającą się wielością ośrodków decyzyjnych i brakiem należytej koordynacji między nimi, która skutkuje zmniejszoną przewidywalnością i brakiem zaufania podmiotów gospodarujących do prowadzonej przez władze polityki gospodarczej;

- brak trwałej sanacji finansów publicznych, co oznacza utrzymywanie się wysokiego deficytu sektora finansów publicznych i szybkie powiększanie długu publicznego, mimo wzrostu gospodarki, połączone z wysokim, a nawet rosnącym kosztem jego obsługi;
- narastanie nierówności dochodowych i majątkowych oraz niesprawiedliwości podatkowej, co przekłada się na niekorzystny stan nastrojów społecznych;
- niesprawność sądownictwa, zwłaszcza gospodarczego, skutkującą przewlekłością postępowań sądowych, co także przesądza o klimacie inwestycyjnym, warunkach prowadzenia biznesu i stosunku obywateli do państwa;
- niedostateczny poziom wydatków publicznych (na ochronę zdrowia, edukację, naukę i szkolnictwo wyższe, bezpieczeństwo wewnętrzne i zewnętrzne, kulturę narodową) przy ciągłych próbach ich co najmniej względnego ograniczania;
- zapaść demograficzną, grożącą narastaniem perturbacji na rynku pracy, przy utrzymywaniu się dużej emigracji i niezdecydowanej polityce proimigracyjnej;
- niski poziom oszczędności i inwestycji krajowych, prowadzący do dużego uzależnienia od zagranicznych inwestorów bezpośrednich i portfelowych;
- nierozstrzygniętą kwestię przystąpienia kraju do strefy euro, co wymaga utrzymywania olbrzymich, kosztownych rezerw walutowych dla zapewnienia stabilności systemu finansowego kraju, w tym niezakłóconej wymienialności waluty narodowej;
- niestabilność i niewydolność wszystkich trzech filarów systemu emerytalnego, a zwłaszcza zamieszanie wokół granicznego wieku emerytalnego;
- zagrożenie bezpieczeństwa energetycznego, zwłaszcza jeśli chodzi o ciągłość dostaw energii elektrycznej, ze względu na rysujący się niedostatek mocy elektrowni, które są oparte głównie na węglu, oraz wysoki koszt energii dla wszystkich jej użytkowników;
- niedostatki ochrony środowiska, które oznaczają pogarszającą się jakość powietrza, gleb i wód z poważnymi konsekwencjami zdrowotnymi dla społeczeństwa;
- mały dynamizm i niską innowacyjność gospodarki.

4. W ostatnich latach w polskiej polityce gospodarczej wyraźnie rysuje się tendencja do wzrostu znaczenia polityki fiskalnej, mimo kłopotów rządu z utrzymaniem dyscypliny budżetowej kraju. Tendencja ta stanowi bezpośrednią konsekwencję globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego, w trakcie którego doszło do znacznego wzrostu długu publicznego, oraz pokryzysowych wysiłków mających na celu konsolidację fiskalną. Ta ostatnia miała na celu nie tylko przywrócić równowagę wewnętrzną, ale przede wszystkim poprawić sytuację na rachunku obrotów bieżących (por. tabela 1). Z kolei polityka pieniężna mocno straciła na efektywności, tak ze względu na ewidentne błędy jej autorów, jak i na fakt, że od lat nie potrafi sobie poradzić z sytuacją ogólnej nadpłynności systemu bankowego, która drastycznie obniża skuteczność stosowanego instrumentarium monetarnego. Konsekwencją wąsko rozumianej dbałości o stabilność pieniądza krajowego jest utrzymująca się od lat, trudna do racjonalnego uzasadnienia nadmierna restrykcyjność polskiej polityki pieniężnej, która wraz

z obniżaniem się cen paliw i żywności przyczyniła się do wystąpienia od połowy 2014 roku do listopada 2016 roku, uporczywej deflacji (Michalski 2015, s. 45-56).

**Tabela 1**

**Zmiany wskaźników sytuacji gospodarczej Polski w latach 2007-2016 (w %)**

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
Zmiana PKB w cenach stałych	7,2	3,9	2,6	3,7	5,0	1,6	1,4	3,3	3,9	2,6
Udział inwestycji w PKB	24,8	24,3	20,2	21,3	22,4	21,0	19,0	20,3	20,4	18,8
Udział w PKB oszczędności krajowych brutto	18,4	17,6	16,1	15,9	17,3	17,3	17,7	18,2	19,9	.
Średnioroczna stopa inflacji	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	-0,0	-0,9	-0,6
Zmiana wolumenu importu dóbr i usług	15,8	9,4	-12,4	14,0	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,3	8,1
Zmiana wolumenu eksportu dóbr i usług	10,2	7,0	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,8	7,3
Deficyt sektora finansów publicznych	-1,9	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,5
Dług publiczny brutto	44,2	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	55,7	50,2	51,1	53,1
Udział w PKB salda obrotów bieżących	-6,4	-6,8	-4,1	-5,4	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,3

\* – projekcja  
Źródło: IMF Data.

Wbrew powszechnej opinii, zwłaszcza krajowych elit biznesowych, politycznych i medialnych, która jest składową fałszywej świadomości podatkowej Polaków („Polska krajem wysokich podatków”; „im niższe podatki, tym lepiej”; wiara w rzekome przewagi płaskiego /tzw. liniowego/ podatku dochodowego nad jego progresją), Polska jest krajem niskiego średniego opodatkowania. W 2015 roku średni udział w PKB obciążeń podatkowych (bez składek przypisanych umownie) wyniósł w Polsce 32,5% (w 2014 roku 32,1%) wobec 39,1% (tylko samo w 2014 roku) w całej UE, utrzymując się od kilku lat o co najmniej 6 p.p. poniżej średniej unijnej (*Wieloletni plan finansowy...* 2016, s. 55). Co gorsza, polski system podatkowy jest mocno przestarzały, pełen niespójności i luk, a przez to mało wydajny i niesprawiedliwy. Problem dobrego systemu opodatkowania, a zwłaszcza jego właściwej struktury z punktu widzenia podziału na podatki majątkowe, pośrednie (od konsumpcji) i dochodowe, jest bardzo istotny dla jakości każdej polityki gospodarczej. Od lat w naszym kraju zamiast rzetelnej debaty podatkowej mamy do czynienia z głośno manifestowanym samozadowoleniem władz z niskiego poziomu bezpośredniego opodatkowania, neoliberalnymi uzurpacjami na temat rzekomej wyższości tzw. podatku liniowego nad podatkami progresywnymi i postulatami dalszego obniżania podatków jako sposobu przyspieszania wzrostu gospodarczego bez oglądania się na rozmiary zbieranych podatków. Należy pamiętać

tać, że uprawianie polityki niskich podatków przy braku innych dochodów w kraju o niskiej ogólnej skłonności do oszczędzania i ograniczonej bazie podatkowej jest niczym innym jak przejadaniem przyszłości oraz nakładaniem podatku na przyszłe pokolenia, bez wiedzy i zgody przyszłych podatników.

W dotychczas podejmowanych w Polsce próbach reformy podatkowej uderza połowiczność czy wręcz minimalistyczny i kosmetyczny charakter proponowanych zmian systemowych w dziedzinie dochodów państwa. Tymczasem dla realizacji ambitnych obietnic wyborczych roku 2015, oznaczających *de facto* odejście od polityki zaciskania pasa, kwestia podwyższenia podatków – z wyjątkiem pośrednich – staje się coraz bardziej wyrazista, a nawet paląca. W Polsce wciąż panuje z gruntu fałszywe przekonanie, iż ograniczanie deficytu i długu publicznego poprzez wzrost podatków wiązałoby się w dłuższej perspektywie ze znacznie bardziej negatywnymi konsekwencjami dla wzrostu gospodarczego niż cięcie wydatków. Co godne podkreślenia, ani teoria ekonomii, ani badania empiryczne nie dostarczają przekonującego dowodu na istnienie bezpośredniego związku między obniżką obciążeń fiskalnych, zwłaszcza podatków dochodowych, a przyspieszaniem tempa wzrostu gospodarczego, które jest wynikiem działania wielu czynników różnej natury, często nieuchwytnych statystycznie. Uderza przy tym abstrahowanie od skutków popytowych zmian zachodzących w systemie podatkowym. Tymczasem empirycznie zauważa się pozytywną korelację między wysokością podatków dochodowych a rozrostem „szarej strefy” (gospodarki nieformalnej) oraz negatywną między skalą obciążeń podatkami pośrednimi, w tym akcyzą, a poziomem konsumpcji. Z reguły występuje też *trade-off* między wysokością obciążeń podatkowych i rozmiarami bazy podatkowej.

Polski system podatkowy od lat wymaga daleko idącej przebudowy z racji swego skomplikowania, wielu niekonsekwencji i niedostatecznej wydajności. W przypadku podatków dochodowych i majątkowych uderza mała liczba i niska wysokość ich stawek (szczególny przykład CIT i PIT oraz obciążeń z tytułu dziedziczenia majątku). Co więcej, dopiero niedawno podniesiono na forum publicznym, że w Polsce od lat kwota wolna od obciążenia podatkiem od dochodów osobistych utrzymuje się na zdumiewająco niskim poziomie 3091 zł, a więc kilkakrotnie niższym niż w większości krajów Unii Europejskiej. Jego stawki mocno uprzywilejowują najlepiej zarabiających podatników, co prowadzi w końcowym rozrachunku do spadku popytu krajowego, a także do zwiększenia skali nierównowagi budżetowej. W przeciwieństwie do krajów rozwiniętych w polskim poborze podatków systematycznie rośnie rola podatków pośrednich<sup>1</sup>, o czym świadczą podwyższone z początkiem 2011 roku stawki podatku od towarów i usług (VAT), które mają być utrzymane co najmniej do końca 2017 roku, oraz stopniowe podwyższone stawki akcyzy. (Paradoksalnie, mimo podniesionych stawek od kilku lat obserwujemy znaczny spadek wydajności podatku od towarów

<sup>1</sup> Gwoli ścisłości, jest to tendencja wspólna dla wszystkich krajów, w których występują trudności ze zbieraniem danin publicznych, czy to ze względu na słabość aparatu skarbowego i niedoskonałości ordynacji podatkowej, czy to wobec oporu społecznego, często skutecznie podsycanego przez stronnicy polityków i mass media.

i usług.) Śladowe udziały w polskim systemie podatkowym mają natomiast najnowsze typy podatków w postaci obciążeń ekologicznych czy danin od transakcji finansowych, szybko zyskujące na znaczeniu w świecie. Postulowane od lat wprowadzenie podatku katastralnego wciąż pozostaje na papierze, mimo złożonego ponad dekadę temu w Sejmie projektu stosownej ustawy.

Każdy system podatkowy, poza zapewnieniem odpowiednich dochodów budżetowych, spełnia istotne funkcje redystrybucyjne przez działanie mechanizmu wydatkowego. W zależności od swej konstrukcji podatki mogą pozytywnie wpływać na rozmiary ogólnego popytu, jeśli prowadzą do przesuwania siły nabywczej od podmiotów o niskiej skłonności do wydatku konsumpcyjnego czy inwestycyjnego do podmiotów o skłonności wysokiej. Przeciwdziała to narastaniu rozwarstwienia dochodowego, które samo w sobie szkodzi pokojowi społecznemu i procesom sprawnego gospodarowania.

5. Polska należy do krajów poważnie zadłużonych wobec podmiotów zagranicznych (31 miejsce w świecie według the World Factbook CIA). Zgodnie z danymi MFW (A Staff Supplement... 2017, s. 3), zadłużenie zagraniczne Polski ogółem na koniec 2016 roku wyniosło około 329,8 mld dolarów, z tego 144,9 mld (43,9%) przypadało na dług publiczny, a 184,9 mld na dług prywatny (ale tylko 86,6 mld długu netto<sup>2</sup>). Tym samym w porównaniu z rekordowym udziałem zadłużenia zagranicznego w PKB Polski w 2012 roku (73,7%, czyli 369 mld dolarów), jego udział na koniec 2016 roku spadł o 3 p.p. (w 2013 roku wyniósł 384,1 mld, w 2014 roku 356,7 mld, a w 2015 roku 330 mld dolarów, osiągając odpowiednio 73,2%, 65,4% i 69,2% PKB). Co ważne, utrzymywała się korzystna struktura terminowa polskiego długu – relacja zadłużenia długoterminowego do krótkoterminowego wynosiła jak 4:1, przede wszystkim za sprawą charakterystyk długu publicznego. Warto podkreślić, że od lat zachodzi zasadnicza różnica w wielkości obsługi zadłużenia zagranicznego ogółem przez sektor finansów publicznych oraz sektor prywatny głównie ze względu na dominujący udział zobowiązań krótkoterminowych w długi prywatnym.

Niepokoić musi utrzymujący się od 2010 roku bardzo wysoki udział międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB, przekraczający graniczną wielkość uznawaną w świecie finansów za niebezpieczną, tj. -65% PKB<sup>3</sup>. Wprawdzie udział ten mocno spadł na koniec 2015 roku, gdy wyniósł -61,9% PKB, a w latach 2016-2017 przewiduje się jego stabilizację na poziomie około -60% PKB. W 2014 roku wyniósł aż -68,3% PKB, a w 2013 roku osiągnął swoje ekstremum na poziomie -69% PKB. 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.

<sup>2</sup> W przypadku zadłużenia publicznego wobec nierezydentów dług brutto jest tożsamy z długiem netto.

<sup>3</sup> W zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej (tzw. *scoreboard*) próg ten ustalono na o wiele bardziej restrykcyjnym poziomie -35%.

Dla oceny polskiej polityki gospodarczej ostatnich lat w odniesieniu do zarządzania długiem duże znaczenie mają nie tylko zmiany wielkości, ale także ewolucja struktury finansowania długu publicznego. Jeśli chodzi o finansowanie zadłużenia publicznego Polski, od początku obecnej dekady przeważają w nim inwestorzy zagraniczni. Zarówno z punktu widzenia kryterium miejsca emisji, jak i rezydencji ich udział w zobowiązaniach Skarbu Państwa (SP) osiągnął szczyt w 2014 roku (por. wykresy 1 i 2). Inwestorzy zagraniczni kupują papiery skarbowe, nominowane zarówno w walutach obcych, jak i w złotych, powodowani ich wysoką rentownością, która fluktuuje w czasie w zależności od czynników zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Utrzymywanie się dominującej roli kapitału zagranicznego w finansowaniu polskiego długu publicznego, który finansuje ponad 50% zadłużenia Skarbu Państwa, trudno uznać za pozytywny objaw przede wszystkim ze względu na niebezpieczeństwo nagłej zmiany sentymentu inwestorów zagranicznych względem ekspozycji w Polsce i wynikającej stąd możliwości wycofania ich kapitałów za granicę. Poza ryzykiem nagłego wycofania się zagranicznych inwestorów portfelowych z polskiego rynku w grę wchodzi pokaźne płaćności odsetkowe za granicę, które wynikają z błędnej, nadmiernie restrykcyjnej polityki stóp procentowych władz monetarnych kraju, preferującej interesy inwestorów zagranicznych i banków krajowych. Płaćności odsetkowe, związane z długiem publicznym najlepiej określają rzeczywisty ciężar długu publicznego i od kilku już lat utrzymują się na bardzo wysokim poziomie z wyraźną tendencją do wzrostu, zbliżając się do 2% rocznego PKB.

Mimo ciągłego wzrostu ich złotowej wartości po 2014 roku, widać wyraźne dążenie do obniżenia roli emisji papierów skarbowych na rynkach zagranicznych w finansowaniu długu SP. Po rekordowych poziomach 2014 roku (36,1% w koniec lutego tego roku) ich udział w finansowaniu zadłużenia Skarbu Państwa spadł do 2016 roku o ponad 2 p.p. Zadłużenie Skarbu Państwa, najistotniejsza składowa długu sektora finansów publicznych, na koniec 2016 roku wyniosło 928661,2 mln zł, co oznaczało wzrost aż o 94,1 mld zł (o prawie 11,3%) w porównaniu z końcem 2015 roku<sup>4</sup>.

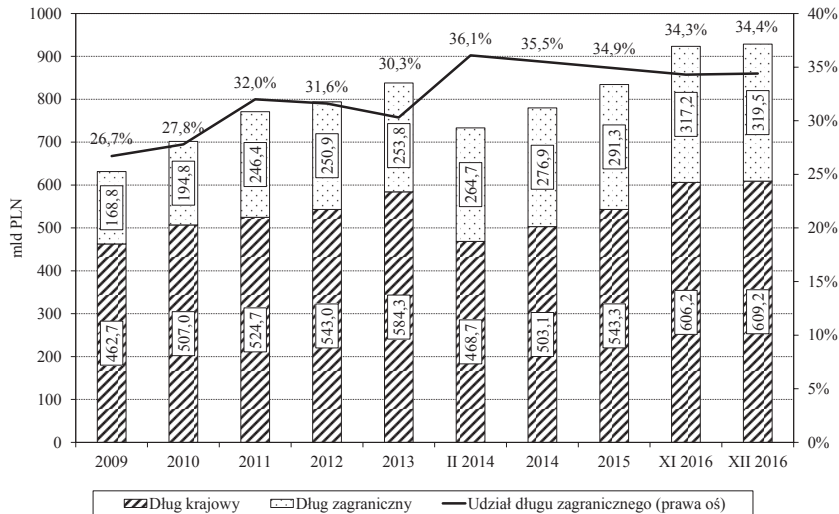
W strukturze krajowego finansowania zadłużenia publicznego do 2014 roku dominowały podmioty pozabankowe. Jednak od końca tego roku przeważa w nim udział sektora bankowego, ponieważ skutek reformy otwartych funduszy emerytalnych przestały one inwestować w papiery skarbowe. Warto zauważyć, iż do końca 2012 roku postępował regres tak względny, jak i bezwzględny finansowania przez polskie banki długu publicznego. Natomiast w 2016 roku odnotowano wyraźny wzrost znaczenia krajowych instytucji kredytowych w finansowaniu długu przy jednoczesnym obniżeniu roli podmiotów niebankowych – por. wykres 2. Sytuację tę należy tłumaczyć działaniem wprowadzonego z początkiem 2016 r. podatku bankowego, który zwalnia spod obciążeń zakupy bonów i obligacji skarbowych.

<sup>4</sup> <http://www.finanse.mf.gov.pl> [dostęp: 28.02.2017].



Wykres 1

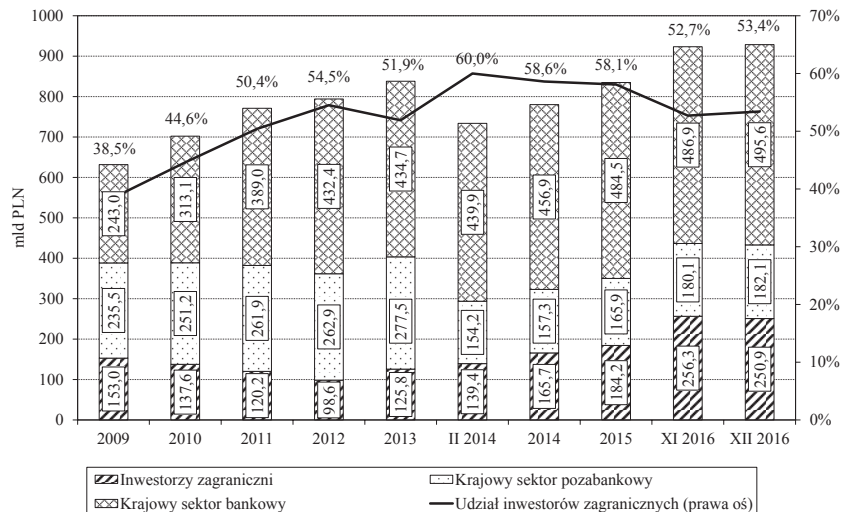
### Zadłużenie Skarbu Państwa w podziale na dług nominowany w złotych (dług krajowy) i walutach obcych (dług zagraniczny) w latach 2009-2016



Źródło: <http://www.finanse.mf.gov.pl> [dostęp: 28.02.2017].

Wykres 2

### Zadłużenie Skarbu Państwa w podziale na inwestorów krajowych i zagranicznych (rezydentów i nierezydentów) w latach 2009-2016



Źródło: jak w wykresie 1.

Jeśli chodzi o finansowanie polskiego zadłużenia publicznego przez inwestorów zagranicznych, od 2014 roku nastąpiło szybkie zmniejszenie ich udziału – o ponad 6 p.p. z poziomu 60%. Dla stabilności finansów publicznych jest to niewątpliwie tendencja zdrowa, głównie ze względu na zmniejszające się ryzyko nagłego wycofania się zagranicznych inwestorów portfelowych. Z drugiej jednak strony należy pamiętać, że istotnemu ograniczeniu zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych zarówno w kraju, jak i za granicą towarzyszyło pogorszenie nastrojów międzynarodowych kręgów finansowych wokół Polski, w tym również obniżenie jej wiarygodności kredytowej (*Raport o inflacji 2016*, s. 31)<sup>5</sup>. Niestety, przekłada się to na podwyższenie rentowności polskich obligacji – podwyższenie kosztu zaciągania długu i jego obsługi. Poza pogorszeniem atmosfery politycznej w kraju wpłynęły na to nie tylko początki realizacji nad wyraz ambitnych i – co za tym idzie – kosztownych programów socjalnych zwycięskiej koalicji w wyborach parlamentarnych 2015 roku (*Program Rodzina 500+*, podniesienie minimalnej płacy miesięcznej, wprowadzenie minimalnej płacy godzinowej), ale także zapowiedź wprowadzenia w życie nie do końca przemyślanych i nadzwyczaj lekkomyślnych obietnic wyborczych, o katastrofalnych wręcz długookresowych skutkach finansowych, nieodpowiedzialnie lansowanych zwłaszcza przez ośrodek prezydencki (obniżenie wieku emerytalnego, pomoc dla tzw. frankowiczów). W dłuższej perspektywie utrzymywanie chronicznego deficytu sektora finansów publicznych przy negligowaniu strony dochodowej finansów państwa grozi eksplozją długu publicznego.

6. Po sześciu latach obowiązywania procedury nadmiernego deficytu, dzięki postępom konsolidacyjnego manewru w zakresie finansów publicznych i wobec pomyślnych rokowań co do kształtowania się deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2015 roku i w latach następnych procedura ta została w czerwcu 2015 roku wobec Polski zdjęta. Trwałe zejście deficytu finansów publicznych poniżej granicy 3% udziału w PKB byłoby ułatwione w przypadku osiągnięcia w najbliższych latach tempa wzrostu gospodarczego powyżej 4% średniorocznie. Jest to jednak zadanie trudne do osiągnięcia wobec wolnego wzrostu gospodarczego naszych partnerów w Unii Europejskiej, od którego uzależniony jest poziom polskiego eksportu, a tym samym stopień aktywności gospodarczej kraju. W grę wchodzi dodatkowo uwarunkowania takie jak prospołeczne przesunięcie wydatków budżetowych po wyborach końca 2015 roku, możliwości finansowania wynikającego stąd zwiększonego deficytu sektora finansów publicznych w zależności od sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych oraz przebieg polityki pieniężnej, w tym kursowej Narodowego Banku Polskiego. Zwiększona niepewność wokół Polski, wynikająca m.in. z ekspansywnej polityki wydatkowej nowych władz, skutkowałą w 2016 roku odpływem kapitału i znacznym osła-

<sup>5</sup> Największa agencja ratingowa świata – Standard and Poor’s – w styczniu 2016 roku 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 maju tego roku negatywne nastawienie w odniesieniu do ratingu Polski ogłosiła druga co do wielkości agencja ratingowa – Moody’s, utrzymując jednak jego niezmienny od 2003 roku poziom A2.

bieniem kursu złotego. Wiele wskazuje na to, że o finansowanie zewnętrzne będzie w przyszłości coraz trudniej takiemu krajowi jak Polska – wolno rozwijającemu się, z obarczonych dużym ryzykiem inwestowania peryferii Unii Europejskiej. Wobec konieczności finansowania okazałych deficytów tak wewnętrznych, jak zewnętrznych przez wiele krajów świata, w tym rozwiniętych, i związanej z tym nieuchronnej zwyczajki stóp procentowych na rynkach finansowych, prawdopodobnie wystąpi silny efekt tzw. *crowding out* – wypychania z rynku pożyczkowego słabszych państw. Będzie temu również sprzyjało stopniowe odchodzenie przez najważniejszy bank centralny świata – System Rezerwy Federalnej od jego polityki niskich stóp procentowych.

7. Na drugą dekadę XXI wieku przypadają dwie kadencje Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Wybór członków RPP III kadencji, który odbył się z początkiem 2010 roku, znacznie odbiegał od zarysowanych w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej merytorycznych kryteriów i odznaczał się dużym upolitycznieniem. Dodatkowo sytuację władz monetarnych skomplikowała tragiczna śmierć prezesa Sławomira Skrzypka. W czerwcu 2010 roku nowym prezesem NBP został profesor Marek Belka, uznający sam siebie za zdecydowanego pragmatyka. Nowemu prezesowi przyszło współdziałać nie tylko z nowo wybraną RPP, ale także ze „starym” zarządem NBP, z odmiennym spojrzeniem na sprawy polityki monetarnej, co niewątpliwie utrudniało kolegialne zarządzanie bankiem centralnym. Co ważne, układ sił w ramach Rady III kadencji stał się bardziej „prorządowy” niż poprzedniej. Jednak na powrót okazał się faworyzować skrzydło „jastrzębi”, co skutkowało recydywą fobii inflacyjnej ze wszystkimi negatywnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego. Postawił też pod znakiem zapytania szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, jako że w ramach „pragmatycznego realizmu” spowolnieniu uległy procesy konwergencji tak nominalnej, jak realnej.

Mimo wyłonienia na początku 2016 roku praktycznie nowego składu RPP IV kadencji, układ poglądów na temat polityki monetarnej w jej ramach pozostaje niejasny. Wybór nowych członków Rady miał zaskakujący charakter, ponieważ był mocno motywowany politycznie. Sięgnięto na ogół po ludzi spoza kręgów finansowych, niestety jednoznacznie powiązanych z jedną opcją polityczną. W tej sytuacji na znaczeniu zyskuje stanowisko nowego prezesa NBP Adama Głapińskiego, który w połowie 2016 roku dołączył do Rady jako jej przewodniczący. Z drugiej strony, dzięki większej jednorodności politycznej RPP pojawiła się szansa na przewycięzenie niezdrowej koncentracji uwagi Rady na wymyślnym zagrożeniu inflacyjnym, skutkującej nadmiernie restrykcyjną polityką pieniężną z jej negatywnymi konsekwencjami dla wzrostu gospodarczego, sytuacji w bilansie płatniczym czy na rynku pracy. Przed Radą Polityki Pieniężnej czwartej 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 kryzysowych i pokryzysowych lat zachodzi pilna potrzeba odejścia od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej wobec coraz bardziej egzogenicznego charakteru

zachodzących od kilku lat procesów inflacyjnych. Zamiast koncentracji na osiągnięciu nierealistycznie zarysowanego celu inflacyjnego władze monetarne powinny poświęcać więcej uwagi stabilności systemu finansowego kraju.

8. W opozycji do wiodących banków centralnych krajów rozwiniętych, które utrzymywały i utrzymują swe stopy procentowe na historycznie niskich poziomach, niekiedy bliskich zera, często poniżej stóp inflacji, preferując luźną politykę monetarną (*quantitative easing*), polska Rada Polityki Pieniężnej od początku 2012 roku ponownie prowadziła politykę dodatniej realnej stopy referencyjnej i to nieustannie rosnącej do 2016 roku<sup>6</sup>, pozostawiając rządowi całą troskę o utrzymywanie i utrwalanie wzrostu gospodarczego. Jak się wydaje, główną przesłanką twardej polityki pieniężnej w Polsce jest nie tyle mocno wyolbrzymiane zagrożenie przyspieszeniem inflacji, ile kwestia prestiżu – próba zwiększenia wpływu na gospodarkę przez bank centralny oraz obrona partykularnych interesów sektora bankowego. Skuteczność stosowania stóp procentowych jako panaceum na kontrolowanie procesów inflacyjnych<sup>7</sup> jest mocno ograniczona wszędzie tam, gdzie inflacja ma charakter kosztowy, a nie popytowy, tzn. wynika z szoków podażowych, a nie z nadmiaru popytu w gospodarce. Tymczasem kształtowanie się cen w Polsce nabiera coraz bardziej egzogenicznego charakteru, wynikając nie tyle z nadmiernego popytu, ile ze zmian kosztów z racji zmieniających się cen surowców, zwłaszcza energii, często pochodzących z importu. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest utrzymująca się od lat, trudna do racjonalnego uzasadnienia nadmierna restrykcyjność polskiej polityki pieniężnej (Michalski 2013, s. 145). W świetle utrzymującej się niskiej inflacji, a nawet zagrożenia deflacyjnego, cienia racjonalnego wytłumaczenia dla restrykcyjnej polityki stóp procentowych RPP można doszukiwać się w swoiście pojmowanej trosce o bezproblemowe lokowanie na rynku krajowym i zagranicznym kolejnych transz obligacji skarbowych przez podtrzymywanie ich wysokiej rentowności. Ta ostatnia na rynku krajowym kształtuje się pod silnym wpływem stóp banku centralnego. Poza wysokimi krajowymi stopami procentowymi dla inwestorów zagranicznych istotną zachętą do inwestowania w walory nominowane w złotych jest korzystne dla nich kształtowanie się kursu polskiej waluty. Mimo floatingu o wysokości kursu złotego w znacznym stopniu przesądza polityka pieniężna RPP, która najprawdopodobniej kieruje się obawą, iż obniżanie stóp procentowych i związana z tym deprecjacja złotego mogłyby zachwiać popytem na krajowym rynku papierów dłużnych, zwłaszcza ze strony inwestorów zagranicznych, stanowiących znaczący odsetek nabywców obligacji złotych. Tych ostatnich interesuje 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).

<sup>6</sup> Z krótką przerwą w połowie 2013 roku (Albiński, Polański 2015, s. 82).

<sup>7</sup> Od 1998 roku w Polsce realizowana jest – jak dotąd z wątpliwą skutecznością i, co gorsza, przy olbrzymich kosztach społecznych – strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI). Strategia BCI okazała się wyraźnie niedostosowana do polskich warunków a nawet szkodliwa dla rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W świetle utrzymującej się od lipca 2014 roku deflacji staje się wręcz anachronizmem.

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

9. W przeciwieństwie do lat 2011-2012, kiedy stopa inflacji mierzona wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) kształtowała się powyżej podstawowego celu polityki pieniężnej, ustalonego w Polsce na 2,5%, poczynając od lutego 2013 roku roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się poniżej dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań. Dowodzi to zupełnego braku kontroli procesów inflacyjnych ze strony władz monetarnych i nadmiernej restrykcyjności prowadzonej przez nie polityki, co skutkowało szybko postępującą dezinflacją, w wyniku której średnioroczny CPI wyniósł 0,9% w 2013 roku i 0% w 2014 roku. Od lipca 2014 roku roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych utrzymywało się poniżej zera, z tendencją do pogłębiania się w kolejnych kwartałach. Deflacja drugiej połowy lat 2014 i 2015 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. Na lata 2016-2019 polski rząd zakłada nieznaczne przyspieszenie procesów inflacyjnych, mierzonych HICP: od 0% w 2016 roku, przez 1,3% w 2017 roku i 1,8% w 2018 roku do 2,2% w 2019 roku (*Wieloletni plan finansowy...* 2016, s. 59).

Na początku lipca 2013 roku stopa referencyjna Narodowego Banku Polskiego (NBP) spadła do 2,5% (*Sprawozdanie...* 2014, s. 12). Co musiało dziwić, RPP ogłosiła wtedy zakończenie cyklu obniżek stóp procentowych, argumentując to rzekomym wyczerpaniem przestrzeni do dalszego ich obniżania. I rzeczywiście, stopa podstawowa na tym poziomie wraz z innymi stopami banku centralnego była utrzymywana przez kolejne piętnaście miesięcy mimo szybko postępującej dezinflacji. W jej rezultacie w lipcu 2014 roku polska gospodarka wpadła w deflację, mierzoną CPI, która wbrew oczekiwaniom wielu obserwatorów okazała się uporczywą, trwającą dwadzieścia osiem miesięcy przypadłością. Wymusiła ona dwie kolejne obniżki stopy referencyjnej na początku października 2014 roku i marca 2015 roku – obie po 50 p.b. Towarzyszyło im zmniejszenie rozpiętości pomiędzy stopami lombardową i depozytową z +/-1,5 do +/-1 p.p. wokół stopy referencyjnej. Co zastanawiają-

ce, po raz kolejny Rada ogłosiła zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Osiągnięte w 2015 roku poziomy stóp zaliczają się do najniższych w ostatnim ćwierćwieczu, co w świecie polskiej polityki i mass mediów często było i jest przesadnie akcentowane jako swego rodzaju rekord czy wręcz „historyczne minimum”. W świetle praktyki ostatnich lat czołowych banków centralnych świata takie stwierdzenia brzmią co najmniej niepoważnie, podobnie jak zapewnienia o wyczerpaniu się przestrzeni do dalszych obniżek. Z drugiej strony, wobec prognozowanej na najbliższe lata niskiej inflacji, bardzo trudno zakładać nieuchronność znaczących podwyżek stóp procentowych NBP<sup>8</sup>. Zacieśnianie polityki pieniężnej stoi zresztą w jawnej sprzeczności z potrzebą przeciwdziałania deflacji oraz konsolidacji finansów publicznych zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Z kolei w warunkach utrzymującej się od lat strukturalnej nadpłynności polskiego systemu bankowego trudno liczyć na znaczące poluzowanie tej polityki.

Ostatnie lata to okres stopniowej poprawy sytuacji na rynku międzybankowym przy utrzymywaniu się nadpłynności sektora bankowego jako całości. Jej średni poziom mierzony saldem operacji otwartego rynku oraz umów depozytowo-kredytowych, przeprowadzonych w 2015 r. przez NBP, wyniósł 89,6 mld zł, czyli o 19,2 mld zł, tj. o 17,7% mniej niż w roku poprzednim. Na spadek nadpłynności polskiego sektora bankowego największy wpływ miał przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu i wzrost rezerwy obowiązkowej. Na koniec 2015 roku rezerwa obowiązkowa wyniosła prawie 37,1 mld złotych, z czego na banki komercyjne przypadło aż 34,6 mld złotych. Z kolei za utrzymywanie nadpłynności systemu bankowego odpowiadały nadwyżka skupu walut z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów nad ich sprzedażą w wysokości ponad 13,9 mld złotych oraz wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych NBP i odsetek od rezerwy obowiązkowej<sup>9</sup>. Podobnie jak w 2014 roku, nadpłynności nie zwiększyła wpłata z zysku banku centralnego, bowiem Narodowy Bank Polski przeznaczył całość niewielkiego zysku wypracowanego w 2014 roku na powiększenie rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursowych. Sytuacja zmieniła się w 2016 roku, kiedy nastąpiło poważne zasilenie budżetu państwa z ponad ośmiomiliardowego zysku wypracowanego przez NBP w 2015 roku, głównie dzięki deprecjacji złotego. Podobnego rozwiązania należy się spodziewać w 2017 roku.

O utrzymującej się nadpłynności świadczą nikle 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. W 2015 roku podobnie jak w roku poprzednim, Narodowy

<sup>8</sup> Z pewnym uproszczeniem można przyjąć, że w warunkach malej, otwartej gospodarki, takiej jak polska, zwiększanie restrykcyjności polityki pieniężnej w porównaniu z głównymi partnerami gospodarczymi sprzyja wzmocnieniu kursu waluty krajowej.

<sup>9</sup> Od początku 2011 roku stopa rezerwy obowiązkowej wynosi w Polsce 3,5%. W październiku 2014 roku polski bank centralny zmienił stawkę oprocentowania środków rezerwy – zamiast 0,9 stopy redyskontowej weksli zaczął naliczać bankom 0,9 stopy referencyjnej NBP, co daje dochodowość niższą od rentowości podstawowych operacji otwartego rynku. W 2015 roku średnie oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej wyniosło 1,43% wobec 2,32% w roku poprzednim.

Bank Polski nie przeprowadził żadnej transakcji typu swap walutowy ani interwencji na rynku walutowym (*Sprawozdanie...* 2016, s. 17-18). Podobna sytuacja miała najprawdopodobniej miejsce również w 2016 roku.

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

Polski złoty, mimo że staje się coraz silniej powiązany z euro, jest zaliczany do walut peryferyjnych, mało liczących się w obrocie międzynarodowym. Dlatego wobec zwiększenia niepewności na rynku wewnętrznym i w otoczeniu międzynarodowym, w warunkach nakładania się rosnącego braku zaufania do prowadzonej polityki krajowej i bieżących perturbacji na światowych rynkach finansowych, nie można w najbliższych latach zakładać nieuchronności wzmocnienia kursu złotego w wyrażeniu nominalnym, tak jak to czyni *Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2016-2019* (wprawdzie o wiele słabiej niż poprzednia aktualizacja programu konwergencji – w relacji do euro o kilka zamiast kilkunastu groszy średniorocznie po 2016 roku). Należy raczej oczekiwać większej zmienności kursu waluty krajowej i to w obie strony. Powszechnie wiadomo, że zmiany kursu walutowego wpływają na poziom cen krajowych, relacje opłacalności eksportu i importu, wysokość wyliczonego zagranicznego komponentu długu publicznego i prywatnego oraz koszty jego obsługi w złotych. Polityka kursu walutowego decyduje nie tylko o strumieniach eksportu i importu oraz o innych pozycjach bilansu obrotów bieżących, ale ma również olbrzymi wpływ na obroty kapitałowe kraju z zagranicą w zakresie inwestycji zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich (portfelowych). Dlatego w przyszłości nieodzowne będą w Polsce częstsze i głębsze interwencje na rynku walutowym<sup>10</sup>.

Średnioroczny realny efektywny kurs polskiej waluty stopniowo aprecjonował od 2011 roku do 2014 roku głównie za sprawą jej powolnego nominalnego wzmocnienia. W styczniu i lutym 2015 roku nominalny kurs złotego znacząco osłabił się w odniesieniu do czołowych walut świata, zwłaszcza w stosunku do dolara amerykańskiego i funta szterlinga, o wiele wolniej tracąc wobec euro. W połowie stycznia 2015 roku doszło do gwałtownej deprecjacji

<sup>10</sup> Swoistym paradoksem polskiego *policy mix* jest to, iż od wielu lat o wiele większą niż NBP inicjatywę na tym polu przejawia Ministerstwo Finansów. Od końca 2011 roku polski bank centralny nie przeprowadza interwencji na rynku walutowym złotego, z wyjątkiem czerwca 2013 roku, kiedy dokonał jedynej interwencji niewielkich rozmiarów, mającej na celu wzmocnienie deprecjonującego się złotego.

złotego i innych walut względem franka szwajcarskiego, gdy Szwajcarski Bank Narodowy zrezygnował z obrony kursu franka wobec euro na poziomie 1,2. Następnie do maja 2015 roku złoty nieco zyskał na wartości, by w II połowie roku znowu zacząć deprecjonować. Tym samym w całym 2015 roku doszło do realnej efektywnej deprecjacji złotego rzędu 1,5% mimo trwającej deflacji. Podobna sytuacja utrzymywała się w 2016 roku. 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 (*Raport o inflacji* 2015, s. 43; 2016, s. 31). W efekcie nominalny kurs złotego na przełomie lat 2016 i 2017 kształtował się na najniższym poziomie od 2012 roku, podlegając znacznym fluktuacjom.

11. 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<sup>11</sup> dla obrony i stabilizowania kursu waluty narodowej, czego koszt w znacznym stopniu niweluje pożytki płynące z niezależnej polityki pieniężnej i możliwości deprecjacji własnej waluty. Praktyka wielu krajów pokazuje, że nawet znaczne rezerwy walutowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego. Zapewne dlatego od wiosny 2009 roku Polska utrzymuje w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW) dostęp do elastycznej linii kredytowej (FCL). Na początku 2017 roku 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. Jest to wprawdzie kosztowne zabezpieczenie, ale wciąż zwiększające polskie rezerwy walutowe o jedną trzynastą.

W ostatnich latach, w ramach „pragmatycznego realizmu” prowadzonego *policy mix* doszło w Polsce do znamiennego 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, podważające sens szybkiego przyjmowania wspólnej waluty europejskiej, ale także zlikwidowanie w listopadzie 2015 roku istniejącego od 2009 roku w strukturze Ministerstwa Finansów stanowiska Pełnomocnika Rządu do Spraw Wprowadzenia Euro w Rzeczpospolitej Polskiej. Również NBP przestał opowiadać się za szybkim przystąpieniem Polski do europejskiej unii walutowej. Znamienne, że Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro (BISE), powołane z inicjatywy prezesa S. Skrzypka, zostało w lutym 2012 roku zastąpione przez Centrum Informacji o Euro

<sup>11</sup> Według danych NBP, na koniec stycznia 2017 roku wynosiły one w Polsce ponad 101,5 mld euro, a oficjalne aktywa rezerwowe blisko 106,2 mld euro.



NBP. Warto przypomnieć, że ostatni raport banku centralnego, poświęcony problematyce integracji Polski ze strefą euro (Kosior, Rubaszek 2014), koncentrował się głównie na instytucjonalnych przemianach samej strefy, nie przedstawiając żadnej krajowej taktyki czy tym bardziej strategii działań prowadzących do pełnego członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW). Niezbyt przekonująco, a wręcz naiwnie postulował uprzednie wzmocnienie potencjału polskiej gospodarki jako warunek wstępny postępów jej dalszej integracji ze strefą euro. Tego typu postulaty zgłaszane zresztą po dziś dzień do złudzenia przypominają argumenty przeciwników radykalnego reformowania polskiej gospodarki, a zwłaszcza wprowadzenia wymienialności złotego, z przełomu lat 80. i 90. ubiegłego wieku. Nie biorą w ogóle pod uwagę, że wejście do unii walutowej może samo w sobie przyspieszyć rozwój gospodarczy kraju dzięki tzw. efektowi endogeniczności wspólnego obszaru walutowego.

Zawyzając niepotrzebnie poziom krajowych stóp procentowych i 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. Zgodnie z zapisami Traktatu akcesyjnego z 2003 roku na Polsce ciąży prawnomiędzynarodowe zobowiązanie do przyjęcia jednolitej waluty europejskiej – przystąpienie na prawach pełnego członka do UGW powinno nastąpić po trwałym spełnieniu kryteriów zbieżności nominalnej. Na początku 2017 roku Polska wypełnia faktycznie cztery spośród sześciu kryteriów zbieżności nominalnej – stopy inflacji, długookresowych stóp procentowych, udziału deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w PKB oraz relacji długu publicznego do PKB. Niespełnione natomiast pozostają kryteria kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze wymaga wejścia do ERM2, to drugie – zmian w ustawodawstwie krajowym, dotyczącym kwestii monetarnych. W dającej się przewidzieć przyszłości 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 fluktuacji kursu złotego osiągnięcie celu kursowego również wydaje się niezmiernie trudne. Formalne wejście Polski do UGW jako pełnoprawnego członka musi bowiem być poprzedzone co najmniej dwuletnim okresem stabilizacji kursu złotego względem euro. Tu zapewne kryją się największe zagrożenia ekonomiczne dla przebiegu procesu integracji Polski ze strefą euro. O wiele łatwiej bowiem stabilizować poziom inflacji krajowej czy długoterminowych stóp procentowych, a nawet utrzymywać w ryzach deficyt sektora finansów publicznych, aniżeli skutecznie stabilizować kurs waluty narodowej w sytuacji pełnej liberalizacji obrotu dewizowego.

12. Przed polską polityką gospodarczą pojawia się istotne wyzwanie polegające na konieczności zredefiniowania celów polityki i instrumentów ich realizacji wobec nadmiernej rozchwianej polityki budżetowej, w tym niespójnej strategii fiskalnej, oraz wyraźnego osłabienia skuteczności polityki banku centralnego, opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Na taki stan rzeczy składa się m.in. brak właściwego *modus vivendi* i należytej współpracy między centralną administracją i władzami monetarnymi. W świetle do-

świadczeń ostatnich kryzysowych i pokryzysowych lat zachodzi pilna potrzeba ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej wobec coraz bardziej egzogenicznego charakteru zachodzących od kilku lat procesów inflacyjnych. W warunkach polskich z powodzeniem można bronić tezy, że główna odpowiedzialność za coraz mniej spójny *policy mix* i nie najlepsze wyniki makroekonomiczne ostatnich lat spoczywa na RPP.

Głównym wyzwaniem stojącym przed polską polityką gospodarczą w najbliższych latach jest taka przebudowa budżetu państwa, by z jednej strony jego wydatki nabrały bardziej produktywnego, prorozwojowego charakteru, a z drugiej – by doszło do trwałego ograniczenia strukturalnego deficytu budżetowego i tym samym potrzeb pożyczkowych państwa dzięki zwiększeniu dochodów budżetu i racjonalizacji jego wydatków. Doświadczenia wielu krajów, w tym obserwowane w ostatnich latach trudności z równowagą płatniczą peryferyjnych państw strefy euro, pokazują, że dla niezakłóconego, trwałego wzrostu gospodarczego niezbędne jest obniżenie deficytu sektora finansów publicznych do takich rozmiarów, które nie powodują nadmiernego przyrostu jego zadłużenia.

Reforma podatków wiąże się ściśle z ważnym zadaniem istotnego ograniczenia skali nierównowagi bilansu płatniczego i tym samym zmniejszenia stopnia uzależnienia naszego kraju od napływu oszczędności zagranicznych. W pierwszej kolejności musi się to odbyć przez poważne powiększenie rozmiarów oszczędności krajowych dzięki racjonalnemu zwiększeniu dochodów podmiotów krajowych wskutek aktywnej polityki fiskalnej (redystrybucyjnej) władz gospodarczych. Z tego punktu widzenia *Program Rodzina 500+*, uruchomiony na wiosnę 2016 roku, należy uznać za mechanizm nie tylko zwiększający dochody polskich rodzin, ale także wymuszający gruntowną przebudowę budżetu państwa. Warto w szczególności podkreślić, iż bez skutecznego mechanizmu zapewnienia odpowiednio dużych własnych dochodów budżetowych Polska nie ma szans na przywrócenie równowagi czy tym bardziej na sanację swych finansów publicznych, w interesie przyspieszenia długofalowego rozwoju gospodarczego. Priorytetowym zadaniem staje się przy tym takie podniesienie komponentu krajowego w wydatkach rozwojowych ogółem, by po roku 2020 w ramach nowej perspektywy finansowej możliwe było zastąpienie nieuchronnego zmniejszenia finansowania inwestycji ze źródeł Unii Europejskiej środkami własnymi<sup>12</sup>.

## Bibliografia

- Albiński P., Polański Z. (red.) (2015), *Dylematy polityki makroekonomicznej w warunkach kryzysu zadłużeniowego w Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza, SGH w Warszawie, Warszawa.
- Kosior A., Rubaszka M. (red.) (2014), *Ekonomiczne wyzwania integracji Polski ze strefą euro*, NBP, Warszawa.
- Michalski R. (2013), *Polityka finansowa państwa wobec spowolnienia gospodarczego* (w:) *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2012 roku*, Raporty, IBRKK, Warszawa.

<sup>12</sup> W tę stronę zdają się zmierzać zapisy *Strategii na rzecz odpowiedzialnego rozwoju* Ministerstwa Rozwoju z 2016 roku, zwłaszcza części I i VII.

- Michalski R. (2015), *Polska polityka pieniężna w roku 2014 – déjà vue*, „Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula”, nr 43(5).
- Michalski R. (2016), *Polityka gospodarcza Polski w okresie zaburzeń finansowych i przemian strukturalnych w gospodarce europejskiej i światowej*, „Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula”, nr 3(49).
- Raport o inflacji* (2015), NBP/RPP, Warszawa.
- Raport o inflacji* (2016), NBP/RPP, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2013* (2014), NBP/RPP, Warszawa.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015* (2016), 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.
- Strategia na rzecz odpowiedzialnego rozwoju* (2016), Ministerstwo Rozwoju, Warszawa.
- Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2016-2019* (2016), Rada Ministrów, Warszawa.
- <http://www.finanse.mf.gov.pl> [dostęp: 28.02.2017].

## An Attempt to Assess the Polish Economic Policy in the Second Decade of the 21<sup>st</sup> Century

### Summary

The Polish economic policy in the second decade of the 21<sup>st</sup> century has to a lesser extent adjusted to the global changes, having been focused on domestic issues. Thanks to the fall in the deficit, mainly due to budgetary expenditures mitigation, it was possible in mid-2015 to close down the Excessive Deficit Procedure, having been valid for previous six years. Nevertheless, the question of tax system overhaul is still pending because the present Polish taxation is quite outdated, full of inconsistencies and loopholes.

In the last years, the role of fiscal policy has been on rise despite the government's problems with maintaining the budgetary discipline. To fulfil ambitious election promises of the year 2015, which have de facto meant abandonment of fiscal consolidation and start of expansionary policy of no return, an evident need arises to reform entirely the tax system and to increase taxes – except for indirect ones. On the other hand, the monetary policy is losing its efficacy not only because of obvious mistakes of policy makers but also due to the persistence of over-liquidity in the interbank market. It requires not only institutional changes but also essential reorientation of the monetary policy's concept and main objective thereof.

In the years to come, the state authorities should diminish the scale of internal and external disequilibria and this way to alleviate the dependence of Poland on foreign savings.

**Key words:** fiscal consolidation, public deficit and debt, quantitative easing, policy mix, balance of payments disequilibrium, foreign debt.

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

Artykuł nadesłany do redakcji w marcu 2017 roku

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. Ryszard Michalski

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

ul. Stokłosa 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: [r.michalski@vistula.edu.pl](mailto:r.michalski@vistula.edu.pl)