

Ryszard Michalski
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

Polska polityka pieniężna w 2016 roku – obrona starych szańców

Streszczenie

Dzięki dużej redukcji deficytu sektora finansów publicznych, głównie za sprawą ograniczenia wydatków budżetowych, Polsce w połowie 2015 roku udało się zakończyć procedurę nadmiernego deficytu po sześciu latach jej obowiązywania. W związku z tym oraz wskutek zmiany ekipy rządzącej w Polsce w 2016 roku nastąpiło wyraźne odejście od polityki konsolidacji fiskalnej i poluzowanie polityki monetarnej.

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

Ostatnie pięć lat to okres stopniowej poprawy sytuacji na rynku międzybankowym w warunkach utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego jako całości. Dla polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, po 2015 roku największe zagrożenia rysują się nie tyle ze strony niestabilnych czynników zewnętrznych, ile wynikają z ekspansywnej polityki wydatków publicznych.

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

Kody JEL: E5

1. Po sześciu latach obowiązywania, wobec pomyślnych rokowań co do kształtowania się deficytu polskiego sektora instytucji rządowych i samorządowych procedura nadmiernego deficytu została w czerwcu 2015 roku zdjęta. W związku z tym w 2016 roku w polityce gospodarczej Polski nastąpiło wyraźne odejście od konsolidacji fiskalnej, wymuszanej wcześniej procedurą nadmiernego deficytu. Konsolidacja miała na celu nie tylko przywrócenie równowagi wewnętrznej, ale przede wszystkim poprawę sytuacji na rachunku obrotów bieżących, i zakończyła się sukcesem mimo osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w 2016 roku (por. tabela 1). W szczególności, dzięki przejściu znaczącej części aktywów otwartych funduszy emerytalnych polski dług publiczny w 2014 roku tylko nieznacznie przekroczył połowę wartości PKB. Jednak od tego czasu zaczął rosnąć, szczególnie szybko w 2016 roku, kiedy jego udział w PKB skoczył aż o 3,3 p.p. Warto podkreślić, że realizacja ambitnych obietnic wyborczych roku 2015 oznacza *de facto* odejście od praktyki zaciskania pasa i rozpoczęcie polityki ekspansji finansowej bez powrotu.

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	2,7
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	8,9
Zmiana wolumenu eksportu dóbr i usług	10,2	7,0	-6,3	12,9	7,9	4,6	6,1	6,4	6,8	9,0
Deficyt sektora finansów publicznych	-1,9	-3,6	-7,3	-7,5	-4,9	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4
Dług publiczny brutto	44,2	46,6	49,8	53,3	54,4	54,0	55,7	50,2	51,1	54,4
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

Źródło: IMF Database; * dane Ministerstwa Finansów i NBP.

2. W ostatnich dwóch dekadach polska 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 efektywność stosowanego instrumentarium monetarnego. Ponadto należy pamiętać, że skuteczność stosowania stóp procentowych jako panaceum na kontrolowanie procesów inflacyjnych jest mocno ograniczona wszędzie tam, gdzie inflacja ma charakter kosztowy, a nie popytowy, tzn. wynika z szoków podażowych, a nie z nadmiaru popytu w gospodarce. Tymczasem kształtowanie się cen w Polsce od lat nabrało 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 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 deflacji¹. Naszym zdaniem, główną przesłanką twardej polityki pieniężnej w Polsce w ostatnich latach było nie tyle mocno wyolbrzymiane zagrożenie przyspieszeniem inflacji, ile kwestia prestiżu – próba zwiększenia wpływu na gospodarkę przez bank centralny oraz obrona partykularnych interesów sektora bankowego. Pod koniec 2016 roku polska polityka pieniężna uległa polu-zowaniu na skutek powrotu tendencji inflacyjnych i znacznej deprecjacji złotego.

¹ Więcej na ten temat patrz: Michalski (2015, s. 45-56).

Mimo wyłonienia na początku 2016 roku praktycznie nowego, bardziej jednorodnego składu RPP IV kadencji układ poglądów na temat polityki monetarnej w jej ramach pozostaje niejasny. Wybór nowych członków Rady miał zaskakujący charakter, ponieważ sięgnięto na ogół po ludzi spoza kręgów finansowych, jednoznacznie powiązanych z jedną opcją polityczną. W tej sytuacji wzrosła rola nowego prezesa NBP prof. Adama Glapińskiego, który w połowie 2016 roku dołączył do Rady jako jej przewodniczący. Można spekulować, że dzięki większej jednorodności politycznej RPP pojawia 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. Jednak wobec wyraźnego osłabienia skuteczności polityki banku centralnego, opartej na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, 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 w szczególności pilna potrzeba odejścia od strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i ponownego przemyślenia podstawowego celu polityki pieniężnej. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) jest realizowana w Polsce od 1998 roku – jak dotąd z wątpliwą skutecznością i, co gorsza, przy olbrzymich kosztach społecznych. Strategia BCI okazała się wyraźnie niedostosowana do polskich warunków, a nawet szkodliwa dla rozwoju społeczno-gospodarczego kraju. W świetle utrzymującej się od lipca 2014 roku do listopada 2016 roku deflacji stała się wręcz anachronizmem. Zamiast koncentracji na osiągnięciu nie-realistycznie zarysowanego celu inflacyjnego władze monetarne powinny poświęcać więcej uwagi stabilności systemu finansowego kraju. Chodzi także o wypracowanie właściwego *modus vivendi* i efektywnej współpracy między centralną administracją i władzami monetarnymi.

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 ponownie w ciągu kilku ostatnich lat prowadziła politykę dodatniej realnej stopy referencyjnej, pozostawiając rządowi całą troskę o utrzymywanie i utrwalać wzrost gospodarczego.

3. Poczynając od lutego 2013 roku do końca 2016 roku roczne tempo zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce utrzymywało się poniżej dolnej granicy przedziału dopuszczalnych wahań. Dowodziło to braku kontroli procesów inflacyjnych ze strony władz monetarnych i nadmiernej restrykcyjności prowadzonej przez nie polityki, co skutkowało szybko postępującą dezinflacją (por. tabela 1). 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 w drugiej połowie 2014 roku i 2015 roku 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. Wbrew oczekiwaniom wielu obserwatorów okazała się uporczywą, trwającą dwadzieścia osiem miesięcy przypadłością. Wymusiła dwie kolejne obniżki stopy referencyjnej na początku października 2014 roku i marca 2015 roku – obie po 50 p.b. do poziomu 1,5%. W swym planie na lata 2017-2020 polski rząd założył tylko nieznaczne przyspieszenie procesów inflacyjnych, mierzonych HICP/CPI: z poziomu -0,2%/-0,6% w 2016 roku, przez 1,8% w 2017 roku, 2,3% w 2018 roku i w 2019 roku do 2,5% w 2020 roku (*Wieloletni plan finansowy...* 2017, s. 61). Wartości te zostały nieco podwyższone w porównaniu z prognozami sprzed roku ze względu na wyższą przewidywaną inflację światową. Wobec przyspieszenia inflacji i rosnących potrzeb finansowych państwa w 2017 roku sytuacja na rynku pieniężnym może jednak ulec zasadniczej zmianie.

Wobec prognozowanej na najbliższe lata niskiej inflacji bardzo trudno zakładać nieuchronność znaczących podwyżek stóp procentowych NBP. 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 2016 roku przez NBP, wyniósł 73,2 mld zł, czyli o blisko 16,4 mld zł, tj. o 18,3% mniej niż w roku poprzednim. Na spadek nadpłynności polskiego sektora bankowego największy wpływ miał przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu i wzrost wysokości rezerwy obowiązkowej. Z kolei za zwiększenie nadpłynności systemu bankowego odpowiadały nadwyżka skupu walut z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów nad ich sprzedażą w wysokości ponad 6 mld złotych oraz wypłaty dyskonta od bonów pieniężnych NBP i odsetek od rezerwy obowiązkowej². Ponadto, na wzrost płynności sektora bankowego wpłynęło poważne zasilenie budżetu państwa w wysokości blisko 7,9 mld złotych z ponad ośmiomiliardowego zysku wypracowanego przez NBP w 2015 roku głównie dzięki deprecjacji złotego. Podobne rozwiązanie znacząco wspierające budżet pojawiło się w 2017 roku.

O utrzymującej się nadpłynności świadczą niktę wykorzystanie kredytu lombardowego przez banki, zwiększone stany ich depozytów w banku centralnym i wyraźna przewaga w ciągu kilku ostatnich okresów kształtowania się stawki POLONIA poniżej obowiązującej stopy referencyjnej NBP. W 2016 roku podobnie jak w roku poprzednim, Narodowy Bank

² 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.

Polski nie przeprowadził żadnej transakcji typu swap walutowy ani interwencji na rynku walutowym (*Sprawozdanie...* 2017, s. 11-16).

4. 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 wzmacniania kursu złotego w wyrażeniu nominalnym. W roku 2016 podobnie jak w 2015 r. doszło do realnej efektywnej deprecjacji złotego rzędu 1,5% mimo trwającej deflacji. Przyczyniały się do tego czynniki globalne, w tym obawy o koniunkturę w Chinach oraz niepewność związana z Brexitem i wyborami prezydenckimi w USA, ale przede wszystkim czynniki krajowe. W efekcie nominalny kurs złotego na przełomie 2016 i 2017 r. kształtował się na najniższym poziomie od 2012 r., podlegając znacznym fluktuacjom (*Sprawozdanie...* 2017, s. 29).

Resort finansów przewiduje w latach 2018-2020 utrzymanie średniorocznego nominalnego kursu złotego w relacji do euro na poziomie 4,25 (*Wieloletni plan finansowy...* 2017, s. 63). Jak się wydaje, można jednak 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 wyceny 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 konieczne staną się w Polsce częstsze i głębsze interwencje na rynku walutowym³.

Mimo floatingu złotego, o wysokości jego kursu w znacznym stopniu decyduje polityka pieniężna RPP, która najprawdopodobniej kieruje się obawą, iż obniżanie stóp procentowych i związana z tym deprecjacja złotego mogłyby zachwiać popytem na krajowe papiery dłużne, zwłaszcza ze strony inwestorów zagranicznych stanowiących znaczący odsetek nabywców obligacji złotych. Tych ostatnich interesuje 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).

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

³ Swoistym paradoksem polskiego *policy mix* jest to, iż od szeregu lat o wiele większą od NBP aktywność na tym polu przejawia Ministerstwo Finansów.

panujących na rynku międzynarodowym opinii inwestorów 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.

5. W świetle wydarzeń ostatnich lat, zwłaszcza doświadczeń płynących z kryzysu strefy euro i sposobów jego przezwycięzania, 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 walutowych⁴ dla obrony i stabilizowania kursu waluty narodowej, czego koszt w znacznym stopniu niweluje korzyści 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 znamienego przesunięcia zainteresowania władz polityczno-gospodarczych z procesów konwergencji nominalnej na rzecz zbieżności realnej, co łącznie z niekorzystnym dla euro przesunięciem polskiej opinii publicznej stawia pod znakiem zapytania szybkie przystąpienie naszego kraju do strefy euro. Potwierdzenia zmiany priorytetów ekonomicznych dostarczają nie tylko rozliczne wypowiedzi polskich polityków, w tym Prezesa NBP, podważające sens szybkiego przyjmowania wspólnej waluty europejskiej, 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

⁴ Według danych NBP, na koniec grudnia 2016 roku wynosiły one w Polsce blisko 103,5 mld euro, a oficjalne aktywa rezerwowe blisko 108,1 mld euro, zaś na koniec lipca 2017 roku odpowiednio nieco ponad 89,1 mld euro oraz blisko 93,6 mld euro. Tak duże zmiany były wynikiem spłaty części zobowiązań wobec zagranicy i wahań kursów walut.

Euro (BISE), powołane z inicjatywy prezesa S. Skrzyпка, już w lutym 2012 roku zostało zastąpione przez Centrum Informacji o Euro NBP i formalnie zlikwidowane w marcu 2017 roku w związku z gruntowną reorganizacją Instytutu Ekonomicznego NBP.

Zawyzając niepotrzebnie poziom krajowych stóp procentowych i kwestionując szybkie przystąpienie Polski do strefy euro, bank centralny w obecnej dekadzie, jak nigdy wcześniej, otwarcie opowiadał 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 Unii Gospodarczej i Walutowej (UGiW) powinno nastąpić po trwałym spełnieniu kryteriów zbieżności nominalnej. W połowie 2017 roku Polska wypełniała 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 pozostawały kryteria kursowe i zgodności legislacji. To pierwsze wymaga wejścia do ERM2, to drugie – zmian w ustawodawstwie krajowym, dotyczących 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 trzeciego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej 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.

6. Dla stanu polskich finansów, w tym systemu pieniężnego, po roku 2015 największe zagrożenie rysuje się ze strony narastającej nierównowagi zewnętrznej. 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 wyniosło na koniec 2016 roku 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 netto⁵). Tym samym, w porównaniu z rekordowym udziałem zadłużenia zagranicznego w PKB Polski w wyrażeniu dolarowym w roku 2012 (73,7%, czyli 369 mld dolarów), jego udział na koniec 2016 roku spadł o 3 p.p.⁶. Co ważne, utrzymywała

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

⁶ W 2013 roku dług zagraniczny 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. W wyrażeniu złotowym, gdy wielkości zadłużenia zagranicznego Polski zostały przeliczone na złote według nominalnych kursów walutowych, wskaźniki te kształtowały się nieco odmiennie i wyniosły w latach 2012-2016 odpowiednio 70,2%; 69,8%; 72,7%; 71,6% oraz 75,8% PKB (*Sprawozdanie... 2017*, s. 29).

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 długu prywatnym.

Niepokoić jednak musi utrzymujący się bardzo wysoki udział międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski w jej PKB, przekraczający w latach 2012-2014 graniczną wielkość uznawaną w świecie finansów za niebezpieczną, tj. -65% PKB (w zestawie wskaźników ostrożnościowych Unii Europejskiej – tzw. *scoreboard* – próg ten ustalono na o wiele bardziej restrykcyjnym poziomie -35%). W 2014 roku udział ten osiągnął swoje ekstremum na poziomie -69,1% PKB. Aczkolwiek udział ten mocno spadł na koniec 2015 roku do poziomu -62,5% PKB i na koniec 2016 roku o kolejne 0,5 p.p. (*Sprawozdanie...* 2017), należy podkreślić, że jest on wciąż niebezpiecznie wysoki. Praktyka wielu krajów pokazuje, że nawet znaczne rezerwy dewizowe nie stanowią wystarczającego zabezpieczenia przed niebezpieczeństwem paniki walutowej i ataku spekulacyjnego oraz destabilizacji krajowego systemu finansowego.

7. Z racji swych funkcji NBP poświęca dużo uwagi nierównowadze bilansu płatniczego oraz kształtowaniu się zadłużenia brutto względem reszty świata i międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski. Co warto podkreślić, w jego publikacjach dominuje ton optymizmu (*Sprawozdanie...* 2016, s. 32-33; *Raport...* 2016, s. 38-39). Bank centralny podkreśla poprawę salda obrotów bieżących, które w 2012 roku wyniosło prawie -14,5 mld euro, tj. -3,7% PKB, w 2013 roku już tylko -5 mld euro, tj. -1,3% PKB, w 2014 roku -8,3 mld euro, tj. -2,1% PKB, w 2015 roku -2,65 mld euro, tj. -0,6% PKB, a w 2016 roku -0,87 mld euro, tj. -0,3% PKB. Dokonała się ona głównie za sprawą poprawy salda obrotów towarowych, które w 2015 roku wykazało się nadwyżką na poziomie 2,213 mld euro, oraz sukcesywnie zwiększanie dodatniego salda usług w wysokości ponad 10,9 mld euro. Odpowiednie kwoty w roku 2016 wyniosły 1,921 mld euro i 13,7 mld euro. Również dane dotyczące bilansu obrotów bieżących, w tym handlu zagranicznego, w I połowie 2017 roku przedstawiają się optymistycznie. Powstaje w związku z tym pytanie, czy jest to sytuacja wyjątkowa, związana ze słabym popytem wewnętrznym, czy też mamy do czynienia z trwałym trendem w polskim handlu zagranicznym. Z drugiej strony niepokojąco rośnie deficyt bilansu dochodów pierwotnych – jedna z miar konkurencyjności międzynarodowej każdej gospodarki. W 2012 roku wyniósł on 12,2 mld euro (prawie dwa razy więcej niż w roku 2008!), w 2013 roku – 11,9 mld euro, w 2014 roku – blisko 14 mld euro, w 2015 roku – ponad 14,9 mld euro, a w 2016 roku – ponad 15,4 mld euro.

Co gorsza, wobec zaostrażającego się kryzysu w strefie euro w 2012 roku znacząco (ponad 2,3 raza w stosunku do roku poprzedniego) spadł napływ do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), osiągając wartość prawie 5,8 mld euro. Najgorzej sytuacja w tej

dziedzinie wyglądała w 2013 roku, kiedy BIZ osiągnęły alarmująco niski poziom blisko 0,66 mld euro. Na szczęście w 2014 roku doszło do uzdrowienia sytuacji – napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski zamknął się kwotą nieco powyżej 14,8 mld euro, by spaść w 2015 roku do powyżej 12,6 mld euro i osiągnąć w 2016 roku blisko 13,2 mld euro.

Równie ciekawie kształtowały się w Polsce w latach 2012-2016 inwestycje portfelowe zagranicy. Po rekordowym napływie w 2012 roku powyżej 15,6 mld euro, w 2013 roku osiągnęły minimum bieżącej dekady poniżej 1,87 mld euro. W 2014 roku wyniosły nieco powyżej 2,4 mld euro, w roku następnym 7 mld euro, a w 2016 roku prawie 6,5 mld euro.

Reasumując, zwiększona niepewność wokół Polski, wynikająca m.in. z ekspansywnej polityki wydatkowej nowych władz, skutkowała w 2016 roku odpływem kapitału i znacznym osłabieniem kursu złotego. Nastąpiło istotne ograniczenie zaangażowania inwestorów zagranicznych na rynku polskich obligacji skarbowych emitowanych zarówno w kraju, jak i za granicą. Pogorszenie nastrojów międzynarodowych kręgów finansowych wokół Polski przejawiało się również w obniżeniu jej wiarygodności kredytowej⁷. Niestety, wszystko to przekładało się na podwyższenie rentowności polskich obligacji, a więc zwiększenie 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 – bardzo kosztownych programów socjalnych zwycięskiej koalicji w wyborach parlamentarnych 2015 roku (*Rodzina 500 plus*, podniesienie minimalnej płacy miesięcznej, wprowadzenie minimalnej płacy godzinowej), ale także próby czy zapowiedzi wprowadzenia w życie nie do końca przemyślanych, niekiedy wręcz lekkomyślnych obietnic wyborczych, o długookresowych, niekorzystnych skutkach finansowych, nieodpowiedzialnie lansowanych zwłaszcza przez ośrodek prezydencki (obniżenie wieku emerytalnego, pomoc dla tzw. frankowiczów). Wiele wskazuje na to, że o finansowanie zewnętrzne będzie w przyszłości coraz trudniej krajowi takiemu jak Polska – dość wolno rozwijającemu się, z obciążonej dużym ryzykiem inwestowania peryferii Unii Europejskiej.

Bibliografia

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

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

Michalski R. (2015), *Polska polityka pieniężna w roku 2014 – déjà vue*, „Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula”, nr 43(5).

Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2015 (2016), NBP/RPP, Warszawa.

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

⁷ Największa agencja ratingowa świata - Standard and Poor's - w styczniu 2016 r. obniżyła o jeden stopień do poziomu BBB+ suwerenną ocenę Polski co do jej długookresowych zobowiązań w walutach obcych, jednocześnie zmieniając swe nastawienie (*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. W maju 2017 roku agencja podniosła swe nastawienie do stabilnego (*Raport...* 2016, s. 31).

A Staff Supplement of January 3, 2017, on the assessment of the impact of the proposed Flexible Credit Line arrangement on the Fund's finances and liquidity position (2017), IMF, Washington, D.C.
Wieloletni plan finansowy państwa na lata 2017-2020 (2017), Rada Ministrów, Warszawa.

Polish Monetary Policy in 2016 – Defence of the Old Ramparts

Summary

Thanks to the fall in budgetary deficit, mainly due to expenditures cuts, Poland managed in the mid-2015 to close the Excessive Deficit Procedure, having been valid for previous six years. Owing to this and to the political change in Poland we observed in 2016 a reversal of fiscal consolidation and easing of monetary policy.

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

The last five years led to gradual improvement of situation in the interbank market; however, still under over-liquidity conditions of the whole banking sector. After 2015, the greatest threat for Polish finances, including the monetary system, comes not from the unstable external environment but from expansionary policy of public expenditures.

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

JEL codes: E5

Artykuł nadesłany do redakcji w sierpniu 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
e-mail: r.michalski@vistula.edu.pl