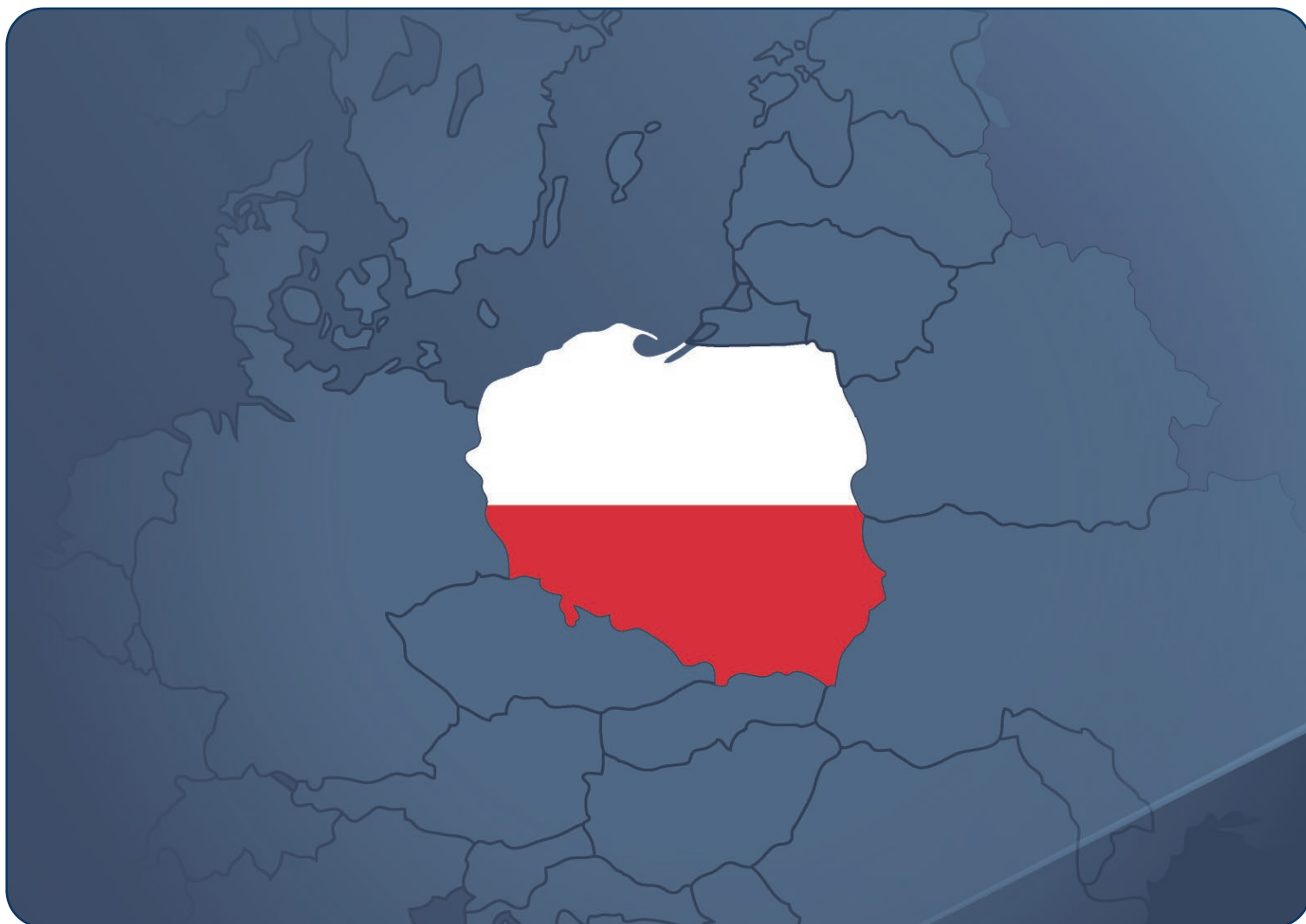


Polska gospodarka w erze globalnych turbulencji

NARODOWY
BANK POLSKI

Prof. Adam Glapiński,
Prezes NBP

W stabilizowaniu gospodarki ważną rolę odgrywa także własna waluta i płynny kurs walutowy, który zazwyczaj łagodzi wpływ zaburzeń pochodzących z zagranicy. Własna waluta pozwala także na prowadzenie polityki pieniężnej skaliowanej do potrzeb polskiej gospodarki, reagującej w odpowiednim momencie i skali na pojawiające się zaburzenia.

str. 3

Złotego nie warto zastąpić przez euro

Jednolita polityka EBC prowadzi do destabilizujących i kosztownych nierównowag w poszczególnych krajach członkowskich – co w konsekwencji przelewa się na całą strefę euro. Ich skutkiem są nie tylko anemiczny i niestabilny wzrost gospodarczy całej strefy euro, lecz także wymuszone tym faktem deficyty finansów publicznych.

prof. Leon Podkaminer

str. 5

Nie zaprzepaścić stabilności finansowej budowanej przez lata

Instytucjom odpowiedzialnym za stabilność systemu finansowego, takim jak Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego czy Bankowy Fundusz Gwarancyjny, udało się uchronić go przed wstrząsami i zachować kluczowy dla jego funkcjonowania czynnik – zaufanie. Firmy mogły zawsze liczyć na finansowanie, a klienci banków zawsze mieli pewność, że ich oszczędnościom nic nie grozi.

str. 13

Spis treści

Odporność i źródła sukcesu polskiej gospodarki w erze globalnych turbulencji	3
Złotego nie warto zastąpić przez euro	5
Uratowano miliony miejsc pracy, a gospodarka szybko powróciła na ścieżkę wzrostu	7
Pandemia, wojna i walka z inflacją	9
Nie zaprzepaścić stabilności finansowej budowanej przez lata	13
Banki centralne kupują rekordowe ilości złota. Nasz jest w czołówce	16
Polska gospodarka poradziła sobie w trudnych czasach	19
Różnorodność siłą polskiego eksportu	22
O stan państwowej kasy nie musimy się martwić	23
Firmy zarabiają mimo globalnego pogorszenia się koniunktury	25
Polska realizuje największy w historii proces transformacji	28
Wojsko na wielkich zakupach	31

Odporność i źródła sukcesu polskiej gospodarki w erze globalnych turbulencji

Polska niejednokrotnie wyróżniała się osiąganymi sukcesami gospodarczymi i odpornością na szoki zewnętrzne. Nie inaczej było także w ostatnich latach, kiedy to – mimo wyjątkowo trudnych warunków zewnętrznych – wzrost gospodarczy był silniejszy niż w wielu innych gospodarkach.

Nie stało się tak jednak przypadkiem – o sukcesie i odporności polskiej gospodarki na szoki zdecydowało złożenie wielu czynników, w tym udanych decyzji polityki gospodarczej, które pozwoliły uniknąć licznych potencjalnych problemów i źródeł słabości.

Wyzwanie „polikryzysów”

W ostatnich latach światowa gospodarka mierzyła się ze skutkami kilku silnych, negatywnych szoków. Często określa się je łącznie mianem „polikryzys”, wyrażeniem ukutym w latach 90. XX wieku przez socjologa Edgara Morina i rozpowszechnionym w odniesieniu do bieżącej sytuacji przez historyka gospodarczego Adama Tooze’a. Według Tooze’a polikryzys jest złożeniem kilku szoków, które wykraczają swoją naturą poza ramy ekonomiczne, oddziałując m.in. na zmiany społeczne, polityczne czy geopolityczne. Szoki te się przenikają, co sprawia, że ostateczne skutki zaburzeń są większe niż suma kosztów generowanych przez pojedyncze szoki. Niewątpliwie z tego rodzaju szokami gospodarka światowa miała do czynienia w ostatnich latach, kiedy to musiała stawić czoła konsekwencjom pandemii COVID-19 oraz agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę.

Wybuch pandemii COVID-19 doprowadził do czasowego wstrzymania lub ograniczenia aktywności wielu podmiotów gospodarczych. Towarzyszyło temu załamanie handlu międzynarodowego i – utrzymujące się przez wiele kwartałów – zaburzenia w funkcjonowaniu międzynarodowych łańcuchów dostaw. W rezultacie, relatywnie silne ożywienie aktywności gospodarczej po pandemii natrafiło na bariery podażowe, co doprowadziło do wzrostu cen surowców i wielu towarów. Ceny surowców – w szczególności energetycznych – wzrosły jeszcze silniej w następstwie agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę, podbijając inflację w wielu krajach do nienotowanych od dekad poziomów.



prof. Adam Glapiński, Prezes NBP

Polska, jako mała gospodarka otwarta, a jednocześnie kraj przyfrontowy, doświadczyła – podobnie jak pozostałe kraje Europy Środkowo-Wschodniej – wyraźnego wzrostu cen. W 2022 r. inflacja w Polsce wzrosła do 14,4 proc. r/r. Znaczny wzrost inflacji było nieunikniony, biorąc pod uwagę, że ceny ropy naftowej były około dwukrotnie wyższe niż przed pandemią, notowania cen gazu ziemnego wzrosły przejściowo nawet trzynastokrotnie, ceny węgla – pięciokrotnie, ceny surowców rolnych – nawet o 70 proc., a koszty transportu morskiego – okresowo ponad sześciokrotnie. W warunkach tak silnego szoku podażowego polityka pieniężna NBP stała się przed wyjątkowo trudnym zadaniem pogodzenia dwóch celów: niedopuszczenia do utrwalenia się podwyższonej inflacji, unikając przy tym recesji i nie wywołując silnego wzrostu bezrobocia.

Polityka pieniężna: między Scyllą inflacji a Charybdą recesji

W latach 2021–2022 Rada Polityki Pieniężnej dokonała najsilniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej w historii tego ciała decyzyjnego, podnosząc stopę referencyjną NBP z 0,1 proc. do 6,75 proc. Dzięki zdecydowanej reakcji polityki pieniężnej, które przełożyło się na ograniczenie popytu i agregatów kredytowych, a także dzięki wygasaniu szoków kosztowych w gospodarce, w bieżącym roku dynamika cen wyraźnie się obniżyła. W październiku 2023 r. inflacja CPI (według wstępnego odczytu) wyniosła 6,6 proc. i była o prawie 12 pkt proc. niższa niż w swoim szczycie w lutym br. Towarzystwo temu stopniowe obniżenie inflacji bazowej.

Co ważne, Polska poradziła sobie ze skutkami zaburzeń pandemicznych oraz wojennych lepiej niż wiele innych gospodarek. W szczególności Polska uniknęła głębokiej recesji, której doświadczyły liczne kraje w następstwie szoku pandemicznego. Spadek PKB Polski w 2020 r. wyniósł 2 proc. i był trzykrotnie płytszy niż średnio w strefie euro. Co więcej, polska gospodarka szybko powróciła na ścieżkę dynamicznego wzrostu. Już w II kw. 2021 r. – oraz jako jeden z pierwszych krajów europejskich – osiągnęła przedpandemiczny poziom PKB. Także skutki agresji zbrojnej Rosji na Ukrainę nie podważyły relatywnie korzystnej sytuacji Polski. W połowie 2023 r. PKB był o 7 proc. wyższy niż bezpośrednio przed pandemią, podczas gdy w strefie euro – o niecałe 3 proc. Co więcej, Polska wciąż wyróżnia się dobrą sytuacją na rynku pracy, z jedną z najniższych w Europie stóp bezrobocia. Tym samym, polska gospodarka po raz kolejny wyszła obronną ręką z niekorzystnej sytuacji wynikającej z szoków zewnętrznych.

Doganiając zachód

Zręczne prześlizgnięcie się polskiej gospodarki pomiędzy Scyllą inflacji a Charybdą recesji z jej kosztami społecznymi pozwala na szybkie zmniejszanie się dystansu dzielącego Polskę od krajów Europy Zachodniej, a w niektórych przypadkach nawet jego domknięcie. Pod względem realnego PKB na osobę (w parytecie siły nabywczej) Polska przegoniła już Grecję i Portugalie. Przy utrzymaniu obecnych tendencji w ciągu najbliższej dekady możliwe stanie się osiągnięcie obecnego poziomu życia Włochów, Francuzów i Brytyjczyków.

Szybki i stabilny rozwój przekłada się także na rosnące znaczenie Polski zarówno w Europie, jak i na świecie. Obecnie Polska jest szóstą pod względem wielkości gospodarką Unii Europejskiej. Rośnie także jej udział w handlu światowym, a polskie przedsiębiorstwa uczestniczą w coraz bardziej zaawansowanych technologicznie ogniwach łańcucha wartości. Przykładowo, Polska stała się europejskim liderem w produkcji baterii do samochodów elektrycznych. Co więcej, spektakularny wzrost odnotował także w ostatnich latach eksport polskich usług. W efekcie od wielu lat Polska utrzymuje nadwyżkę w wymianie handlowej z zagranicą. Dlatego nie dziwi, że szerokim strumieniem płynie do Polski kapitał

w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich, których napływ w 2022 r. przekroczył 140 mld zł.

Zasada Anny Kareniny

„Anna Karenina”, jedno z najwybitniejszych dzieł Lwa Tołstojczyka zaczyna się od sentencji: „Wszystkie szczęśliwe rodziny są do siebie podobne; każda nieszczęśliwa rodzina jest nieszczęśliwa na swój sposób”. Tołstoj zdaje się sugerować, że szczęście małżeństwa czy rodziny jest wypadkową wielu czynników – brak jednego z nich, niezależnie którego, może przesądzić o niepowodzeniu bądź tragedii. Podobnie – choć może nieco mniej dramatycznie – ma się rzecz z całymi gospodarkami, a w szczególności – z analizą źródeł sukcesu gospodarczego Polski, której seria znakomitych wyników w ciągu ostatnich dekad była efektem złożenia się wielu czynników.

Jednym z nich, oprócz dobrze wykształconej siły roboczej oraz silnego ducha przedsiębiorczości, jest niewątpliwie nadzwyczajna odporność gospodarki na szoki zewnętrzne. Ten istotny atut Polska zawdzięcza po części znacznej dywersyfikacji geograficznej i produktowej gospodarki: polskie towary i usługi są sprzedawane zarówno na relatywnie dużym rynku wewnętrznym, jak i na rynkach zagranicznych, gdzie polscy producenci lokują dużą część dóbr konsumpcyjnych, ale też dóbr pośrednich. W efekcie, choć wzrost eksportu stanowi istotny czynnik wspierający rozwój gospodarczy, to osłabienie popytu zagranicznego nie generuje tak silnych zaburzeń jak w innych gospodarkach regionu.

Nie do przecenienia jest też brak istotnych nierównowag makroekonomicznych, w tym niski na tle wielu innych krajów poziom zadłużenia sektora publicznego i prywatnego czy nadwyżka w obrotach bieżących. W efekcie Polska nie jest nadmiernie zależna od kapitału zagranicznego: zadłużenie zagraniczne netto w relacji do PKB w ostatnich latach wyraźnie się obniżyło i w 2022 r. wyniosło zaledwie 7 proc.

W stabilizowaniu gospodarki ważną rolę odgrywa także własna waluta i płynny kurs walutowy, który zazwyczaj łagodzi wpływ zaburzeń pochodzących z zagranicy. Własna waluta pozwala także na prowadzenie polityki pieniężnej skalibrowanej do potrzeb polskiej gospodarki, reagującej w odpowiednim momencie i skali na pojawiające się zaburzenia. W okresie podwyższonej niepewności dotyczącej skutków pojawiających się szoków oraz potencjalnie zróżnicowanym oddziaływaniu zaburzeń na poszczególne gospodarki, taka możliwość jest nie do przecenienia. Okazała się ona kluczowa po wybuchu pandemii COVID-19, gdy NBP poluzował politykę pieniężną, ale także przy globalnym wzroście inflacji. W 2021 r. NBP zareagował na ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji jako jeden z pierwszych banków centralnych. Jak tylko dane zaczęły wskazywać, że wpływ szoków podażowych na inflację może mieć bardziej trwały charakter, NBP – na wiele miesięcy przed głównymi bankami centralnymi – zaczął silnie podnosić stopy procentowe. W efekcie w lipcu 2022 r. stopa referencyjna NBP wyniosła już 6,5 proc., podczas gdy w tym samym czasie EBC utrzymywał wciąż ujemne stopy procentowe. Obecnie, gdy inflacja szybko spada, a jednocześnie koniunktura jest osłabiona, w tym u głównych partnerów handlowych, NBP także nie waha się dostosowywać poziomu stóp procentowych do uwarunkowań krajowej gospodarki. Oczywiście uwzględniając, że nadrzędnym celem polityki pieniężnej pozostaje trwałe obniżenie inflacji do średniookresowego celu.

Podsumowując, Polska wydaje się mieć istotne przewagi nad wieloma innymi gospodarkami. Niewątpliwie są nimi odporność na szoki zewnętrzne o różnych źródłach i charakterze, własna waluta, brak istotnych nierównowag makroekonomicznych, a także długofalowo szybki wzrost gospodarczy osiągany przy zachowaniu spójności społecznej. Zgodnie z zasadą Anny Kareniny złożenie tych czynników może nie tylko wyjaśnić przeszłe sukcesy, lecz także pozwala z optymizmem patrzeć w przyszłość.

Złotego nie warto zastąpić przez euro

Sezon urlopowy rokrocznie owocuje wzrostem zainteresowania tematyką przystąpienia Polski do strefy euro. Wyrazem tego są w okresie wakacyjnych podróży materiały w mediach, w których autorzy wskazują na korzyści, jakie miałyby wyniknąć z rezygnacji z waluty narodowej i suwerennego banku centralnego.

Osobiście nie podzielam takich opinii, czemu dawałem wyraz wielokrotnie. Obecnie stanowiska ekonomistów dotyczące ewentualnego przyjęcia euro są zresztą bardzo zróżnicowane, a tzw. opinia publiczna raczej nie jest entuzjastyczna jeśli chodzi o rezygnację ze złotego.

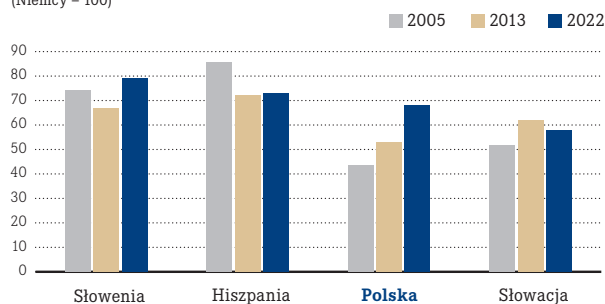
O samym euro wyrażałem się źle, jeszcze zanim ono się formalnie pojawiło. Poniżej przypominam kilka faktów przemawiających za utrzymaniem własnej waluty.

Jest mało prawdopodobne, by przyjęcie euro przyspieszyło wzrost gospodarczy

Zastąpienie waluty narodowej przez euro nie gwarantuje wcale szybszego „doganiania” krajów wysoko rozwiniętych. Polska funkcjonująca z własną walutą rośnie szybciej niż np. Słowacja i Słowenia, które przyjęły euro stosunkowo wcześniej po wstąpieniu do UE. Co więcej, Polska mocno poprawia swoją pozycję także wobec wielu słabszych krajów oryginalnej strefy euro. Widać to np. w porównaniu z najmocniejszą europejską gospodarką – Niemcami. Państwa południa kontynentu, takie jak: Portugalia, Włochy, Grecja i Hiszpania, wypadają w tym zestawieniu słabo. Zwraca uwagę radykalne „obsunięcie się” Hiszpanii, a także nieregularność i niskie tempo postępu zarówno na Słowacji, jak i w Słowenii. Zauważmy, że według Eurostatu Polska startująca z niskiej pozycji względem Słowacji już ją wyprzedziła.

PKB na mieszkańca

w porównaniu z najmocniejszą europejską gospodarką – Niemcami (Niemcy = 100)



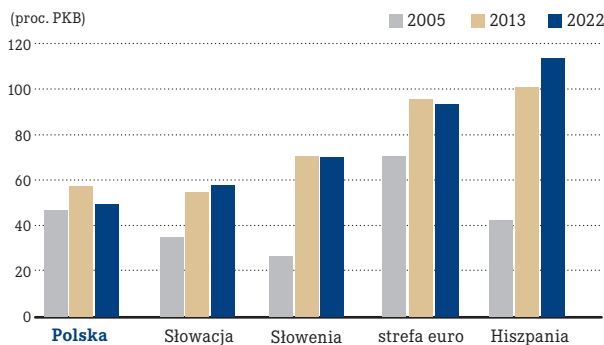
Źródło: AMECO

Obecność w strefie euro nie dyscyplinuje polityki fiskalnej

Wbrew powszechnym narzekaniom na politykę fiskalną w Polsce (i nadziejom na jej „dyscyplinowanie” po przyjęciu euro) dług publiczny w Polsce utrzymuje się w ryzach – i to

mimo aktywnej polityki społecznej państwa. Tymczasem mimo różnorodnych formalnych obostrzeń dług ten przeżywa istną eksplozję w strefie euro. Dotyczy to także krajów, które „wstąpiły w związek z euro”, nie mając problemu z długiem publicznym. Dług pojawił się z czasem – właśnie „w owym związku”.

Dług publiczny



Źródło: AMECO

Euro i wspólna polityka pieniężna nie gwarantują niskiej inflacji

Spójrzmy na historyczną już, w kontekście danych mówiących, że w październiku wskaźnik wzrostu cen spadł do 6,6 proc., inflację w 2022 r. Czy jej wysoki poziom – 14,4 proc. może przemawiać za tezą, że byłaby ona niższa, gdybyśmy znaleźli się w ramach euro?

To, że średnia stopa inflacji dla tej strefy wynosiła w zeszłym roku 8,3 proc., niewiele mówi o sytuacji w poszczególnych krajach eurolandu. W Estonii było to 19,3 proc., na Litwie 19,7 proc., na Łotwie 17,2 proc., a na Słowacji 12,8 proc. Wysoki wskaźnik zanotowano w 2022 r. także w niektórych „starych” krajach UE: Belgii i Holandii (odpowiednio 9,5 proc. oraz 10 proc.).

Gdzie pewność, że w reżymie euro inflacja w Polsce nie byłaby jeszcze wyższa?

Orędownicy jak najrychlejszego przyjęcia wspólnej waluty należą też do zdecydowanych krytyków zbyt łagodnej (ich zdaniem) polityki NBP, zwłaszcza w kontekście ostatnich redukcji stóp banku centralnego przez Radę Polityki Pieniężnej. Byli im przeciwni, a wcześniej prześcigali się w żądaniach szybkiego i radykalnego podwyższania stóp procentowych. Jednak gdyby Polska przyjęła euro, musieliby się pogodzić z dużo niższymi, urzędowymi (przez długi czas nawet ujemnymi) stopami procentowymi dyktowanymi przez Europejski Bank Centralny!



prof. Leon Podkaminer

Wadliwa „architektura” strefy euro: one size fits all?

Dlaczego kraje strefy euro wykazują tak nadzwyczajną tendencję do gromadzenia długów publicznych – i to mimo wszystkich traktatów i paktów mających przeciw „dyscyplinować” ich finanse narodowe? I dlaczego ich wzrost gospodarczy jest anemiczny i nieregularny? Dotyczy to nawet Niemiec, które zasadniczo rosną szybciej niż kraje południa Europy, ale dużo wolniej niż np. USA, a ostatnio weszły w fazę recesji. Szczegółowe odpowiedzi na te pytania można znaleźć w literaturze fachowej, dostępnej, choć raczej słabo znanej w kraju. Krótka odpowiedź brzmi: winna jest wspólna polityka pieniężna – i właśnie wspólna waluta.

„Ojcowie” euro lekkomyślnie zawierzyli doktrynie jednego uniwersalnego rozmiaru pasującego każdemu („one size fits all”). Ale jedna i ta sama polityka pieniężna, jedna i ta sama stopa procentowa EBC aplikowana do rozległego obszaru złożonego z krajów o bardzo różnych charakterystykach makroekonomicznych i strukturalnych nie może być efektywna. Stopa procentowa EBC na poziomie niewiele powyżej 2 proc. była w 2022 r. grubo za niska dla Litwy, gdzie inflacja zbliżała się do 20 proc., ale nieco za wysoka dla Francji, gdzie wskaźnik oscylował wokół zaledwie 5 proc.

Jednolita polityka EBC prowadzi do destabilizujących i kosztownych nierównowag w poszczególnych krajach członkow-

skich – co w konsekwencji przelewa się na całą strefę euro. Ich skutkiem są nie tylko anemiczny i niestabilny wzrost gospodarczy całej strefy euro, lecz także wymuszone tym faktem deficyty finansów publicznych.

To, że w dłuższej perspektywie strefa euro okazała się strefą sekularnej stagnacji gospodarczej, w dodatku wstrząsanej periodycznymi kryzysami i recesjami, nie jest więc żadnym przypadkiem. Pozostając poza strefą euro, Polska rośnie gospodarczo o wiele szybciej i o wiele „zdrowiej” niż kraje, które już dawno zrezygnowały z własnych walut. „Suwerenna” waluta okazuje się ważnym czynnikiem wzrostu i stabilności – nawet, gdy od czasu do czasu jej kurs wymienny względem euro podlega istotnej zmienności.

Wątpliwe korzyści geopolityczne

Krótkotrwała panika, jaka wystąpiła na rynku walutowym po rosyjskiej inwazji na Ukrainę, ewidentnie udzieliła się też wielu komentatorom ekonomicznym, dziennikarzom i politykom. Pojawiły się postulaty natychmiastowego podjęcia jakichś extraordinaryjnych starań o zastąpienie złotego wspólną walutą europejską. Przekonanie, że Polska z własną walutą jest bardziej narażona na rosyjską agresję niż Polska bez własnej waluty, jest dość naiwne. Czy kraje bałtyckie są – z tytułu posiadania euro – mniej narażone na agresję niż Polska? Nie sądzę.

Autor jest doradcą Prezesa NBP. Tekst wyraża opinie autora



Kraje strefy euro

Uratowano miliony miejsc pracy, a gospodarka szybko powróciła na ścieżkę wzrostu

Grażyna Ancyparowicz: Wysoka i groźna w skutkach inflacja występuje tylko po nadzwyczajnych wydarzeniach, takich z jakimi mieliśmy ostatnio do czynienia: epidemia na skalę globalną, szoki na głównych rynkach surowcowych, wojna.

W ciągu ostatniej dekady polska gospodarka rozwijała się bardzo dynamicznie. Jakie czynniki to spowodowały?

Istotnie, w cenach stałych nasz produkt krajowy brutto – ten najbardziej syntetyczny wskaźnik wzrostu gospodarczego – był w 2022 r. wyższy niż w 2010 r. o 53,9 proc., przy czym lwią część tego przyrostu, bo aż 37,7 pkt. proc. przypadła na ostatnie osiem lat. Ten spektakularnie szybki wzrost nastąpił po odejściu od neoliberalnej wizji gospodarki na rzecz szeroko pojętego interwencjonizmu państwa i troski o rodzinę.

Nastawienie w polityce ekonomicznej stało się bardziej prospołeczne?

Podobnie jak Polska postępowały – po iluzorycznych i, jak się okazało, negatywnych doświadczeniach thatcheryzmu¹ i reaganomiki² – także inne kraje Unii Europejskiej. W 2010 r. Komisja Europejska uruchomiła – jako jedną z siedmiu inicjatyw przewodnich strategii „Europa 2020” – europejską platformę współpracy w zakresie walki z ubóstwem i wykluczeniem społecznym. Można tylko żałować, że Polska wkroczyła na tę ścieżkę tak późno.

Czy Narodowy Bank Polski angażował się w politykę gospodarczą?

Bezpośrednio – nie, bo jest to domena rządu. Pośrednio – tak, bo dbałość o obniżenie inflacji i o wiarygodność polskiej waluty jest jednocześnie dbałością o rozwój gospodarczy kraju. Zresztą dodatkowym celem NBP jest przecież wspieranie polityki gospodarczej rządu, o ile nie zagraża to podstawowemu celowi banku centralnego. Nie ma w tym nic ekstraordynaryjnego. Wszystkie główne banki centralne w okresach napięć i szoków zaburzających normalne funkcjonowanie gospodarki wspierały i będą wspierać wysiłki administracji państwowej.

Przykładem takich zakrojonych na wielką skalę działań mogą być duże programy skupu aktywów realizowane przez Europejski Bank Centralny po kryzysie subprime³ i podczas koronakryzysu.

Program skupu aktywów prowadził wówczas również NBP. Przy czym zarówno EBC, jak i Narodowy Bank Polski nigdy bezpośrednio nie finansowały ani rządów, ani podmiotów funkcjonujących w realnej sferze gospodarki. Zabrania tego Traktat



o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, w przypadku Polski dodatkowo nasza konstytucja i ustawa o NBP.

Na czym więc polega rola banku centralnego?

Poprzez instrumenty polityki pieniężnej bank centralny oddziałuje na komercyjne instytucje monetarne, które poprzez rozmiary akcji kredytowej wpływają na kreację pieniądza, co z kolei wpływa na popyt krajowy. Wysoka stopa referencyjna utrudnia dostęp do kredytu, a w konsekwencji mrozi inwestycje i gospodarkę, czego następstwem jest spadek popytu krajowego. Z taką sytuacją mamy do czynienia w Polsce od stycznia br.; dynamika naszego PKB jest obecnie niska, bo popyt krajowy (niezasilany kredytem w takiej skali, jak w latach poprzednich) spada, ceny detaliczne od kilku miesięcy nie rosną albo nawet obniżają się, a inflacja wraca do celu, czyli poziomu pożądanego dla danego typu gospodarki na określonym etapie jej rozwoju.

Grażyna Maria Ancyparowicz, ekonomistka,

nauczycielka akademicka, doktor habilitowany nauk ekonomicznych, członkini Rady Polityki Pieniężnej w kadencji 2016–2022

Troska o stabilność cen, która należy do zadań banku centralnego, nie jest w ostatnich latach łatwym zadaniem.

Trzeba wyraźnie powiedzieć, że stabilność cen rozumiana jako zerowa inflacja w rozwijającej się gospodarce nie jest możliwa, choćby dlatego, że dochody związane z inwestycjami zawsze wyprzedzają efekty podażowe. Co ważne: inflacja wydaje się z natury czymś złym. Tak nie musi być. Umiarkowana, kontrolowana inflacja odgrywa podobną rolę jak deszcz w rolnictwie; bez opadów nic nie urośnie. Z tego punktu widzenia bardziej groźna jest deflacja niż umiarkowana inflacja, nawet jeśli ma ona charakter uporczywy.

Z ostatnio opublikowanych badań amerykańskich zwolenników doktryny keynesistowskiej⁴ wynika, że wysoka i groźna w skutkach inflacja występuje tylko po nadzwyczajnych wydarzeniach, takich właśnie, z jakimi mieliśmy ostatnio do czynienia: epidemia na skalę globalną, szoki na głównych rynkach surowcowych, wojna. Tu polityka monetarna niczego nie naprawi. Może jedynie hamować wzrost gospodarczy, aż gospodarka poprzez swoje homeostatyczne⁵ właściwości wróci do względnej równowagi.

Jak to jest z inflacją w Polsce?

Na ocenę tempa inflacji wpływa sposób liczenia i prezentacji wskaźników ilustrujących wzrost cen. Nie wdając się w skomplikowane opisy metodologii, warto zauważyć, że np. w Polsce ceny (w ujęciu zagregowanym) były we wrześniu br. takie same jak przed czterema miesiącami, natomiast wskaźnik CPI (Consumer Price Index) obrazujący zmiany poziomu cen w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku ma wciąż wysoką wartość; według wstępnych szacunków GUS wyniósł ok. 8,2 proc. Niestety, polityka pieniężna nie działa wstecz, nie może wyeliminować ani skutków pandemii, ani szoków na rynkach energii i surowców. Stąd nawet jeżeli ceny w ostatnich miesiącach nie rosły, to roczny wskaźnik cen uwzględniający zmiany cen sprzed kilku miesięcy nadal może być podwyższony.

Jakie były najważniejsze działania NBP podczas pandemii i w procesie normalizacji życia po koronakryzysie?

Od marca 2015 r. Narodowy Bank Polski utrzymywał relatywnie wysokie, stabilne – w porównaniu z innymi głównymi bankami centralnymi – stopy procentowe, kierując się w polityce pieniężnej zasadą wait and see (zaczekaj i zobacz, co się wydarzy) nawet wówczas, gdy wskaźnik CPI, obrazujący wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, kształtował się przejściowo poniżej dolnej granicy przedziału wyznaczonego dla celu inflacyjnego. Na pierwszym po ogłoszeniu lockdownu posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej (17 marca 2020 r.), w celu ograniczenia ryzyka niewypłacalności kredytobiorców, RPP rozpoczęła cykl obniżek podstawowych stóp procentowych do historycznie najniższych poziomów.

Blisko zera...

Od 28 maja 2020 r. do 6 października 2021 r. stopa referencyjna NBP wynosiła 0,10 proc.; lombardowa 0,50 proc.; depozytowa 0,00 proc.; redyskontowa weksli 0,11 proc.; dyskontowa weksli 0,12 proc. Na tym samym marcowym posiedzeniu RPP obniżyła stopę rezerwy obowiązkowej do minimalnego dopuszczalnego prawem poziomu (0,5 proc.), podnosząc zarazem – głównie z myślą o kondycji finansowej podmiotów spółdzielczości bankowej – jej oprocentowanie o 50 pkt bazowych (do 1,00 proc.).

Po unormowaniu się sytuacji pandemicznej stopy zaczęły rosnąć.

NBP – wyprzedzając m.in. FED, EBC czy banki centralne Szwajcarii i Anglii – zaostriżył politykę monetarną. W okresie od 6 października 2021 r. do 7 września 2022 r. Rada Polityki Pieniężnej w cyklu 11 podwyżek podniosła stopę referencyjną NBP z 0,1 proc., do 6,75 proc., dokonując stosownych zmian także innych instrumentów polityki pieniężnej. Walka z inflacją była prowadzona ostrożnie, aby nie zaprzepaścić szans

realizacji ambitnych programów rozwojowych i społecznych, które szybko skracają dystans dzielący nas od zamożniejszych mieszkańców Europy. Rozłożony w czasie cykl podwyżek kosztu pieniądza dał naszym przedsiębiorstwom czas na dostosowanie się do działania w trudniejszych warunkach, bez nadmiernej obawy o utratę płynności finansowej, równocześnie hamując presję popytową w gospodarce.

Na początku września stopy zostały obniżone.

Ponieważ od kilku miesięcy wszystko wskazuje na wyhamowanie presji inflacyjnej, na posiedzeniu 5 i 6 września br. RPP złagodziła politykę pieniężną, biorąc pod uwagę zarówno uwarunkowania zewnętrzne, jak i sytuację na rynku kredytowym. Trudno jednak przewidzieć, co nastąpi w najbliższych tygodniach i miesiącach. Mamy zbyt dużo niewiadomych, aby rozwiązać to równanie.

Jakie są dziś główne wyzwania związane z utrzymaniem stabilności finansowej w Polsce w świetle globalnych zmian ekonomicznych i politycznych?

To jest temat bardzo szeroki, ograniczmy się zatem do kosztów interwencji rządowej w okresie koronakryzysu i wynikających stąd obciążeń dla sektora finansów publicznych. Kraje Unii Europejskiej (27) wraz z Wielką Brytanią wydały na pakiety ratunkowe ponad 1 bln euro, w tym Polska – ok. 40 mld euro. Dzięki temu uratowano wiele milionów miejsc pracy, a gospodarka szybko powróciła na ścieżkę wzrostu. Co równie ważne – jest to wzrost zrównoważony, co skrupulatnie badają rokrocznie odpowiednie organa Unii Europejskiej.

Czy transfery socjalne realizowane w Polsce po 2015 r. miały wpływ na inflację i czy zagrażają podwyższoną dynamiką cen w przyszłości?

Inflację wywołały czynniki zewnętrzne, które przyjęły postać szoków popytowo-podażowych. Z danych Eurostatu jednoznacznie wynika, że transfery społeczne nie miały wpływu na inflację w Polsce. W latach 2015–2020 spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło o 25,7 proc. (o ok. 6 pkt proc. mniej niż PKB), a udział prywatnej konsumpcji w PKB spadł z ok. 58,9 proc. do ok. 56,8 proc. Realizowana po 2015 r. polityka społeczna charakteryzowała się tym, że przy szybszym niż wzrost kosztów utrzymania wroście przeciętnego rozporządzalnego dochodu per capita, dochody osób mniej zamożnych rosły w większym tempie niż osób dobrze sytuowanych. Przyczyniły się do tego zarówno podwyżki minimalnych wynagrodzeń i wprowadzenie minimalnej stawki godzinowej, relatywnie wysoka waloryzacja świadczeń emerytalno-rentowych, jak i transfery społeczne. W latach 2015–2022 dochody rozporządzalne w przeliczeniu na jedną osobę w gospodarstwie domowym wzrosły o 62,3 proc., a wydatki tylko o 35,2 proc., to znaczy, że część zamożniejszych gospodarstw domowych powstrzymała się od konsumpcji, finansując – poprzez oszczędności – pośrednio lub bezpośrednio inwestycje, bez których nie jest możliwy wzrost gospodarki.

Innymi słowy, rozwijaliśmy się dostatecznie szybko, aby sukcesywnie i skutecznie poprawiać położenie materialne mieszkańców naszego kraju, a równocześnie utrzymując względną równowagę finansów publicznych, zwiększając wydatki państwa na inne ważne cele, takie jak: obronność, kulturę czy ochronę środowiska.

Czy grozi nam nadmierne zadłużenie?

Polska należy do najmniej zadłużonych krajów Unii Europejskiej; według metodologii Eurostatu nasz dług publiczny nie przekracza 50 proc. PKB. Nie ma więc żadnych zagrożeń brakiem zdolności do obsługi tego zadłużenia. Przy okazji chciałabym zwrócić uwagę, że mniej więcej dwie trzecie tego długu jest w polskich rękach. Co to znaczy? Tyle, że polskie gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, które nabyły obligacje skarbowe (bo taką formę ma polski dług publiczny), otrzymują z tego tytułu odsetki od Skarbu Państwa, a gdy przyjdzie czas wykupu – zwrot zainwestowanych oszczędności. CA

Rozmowa przeprowadzona 14 września 2023 r.

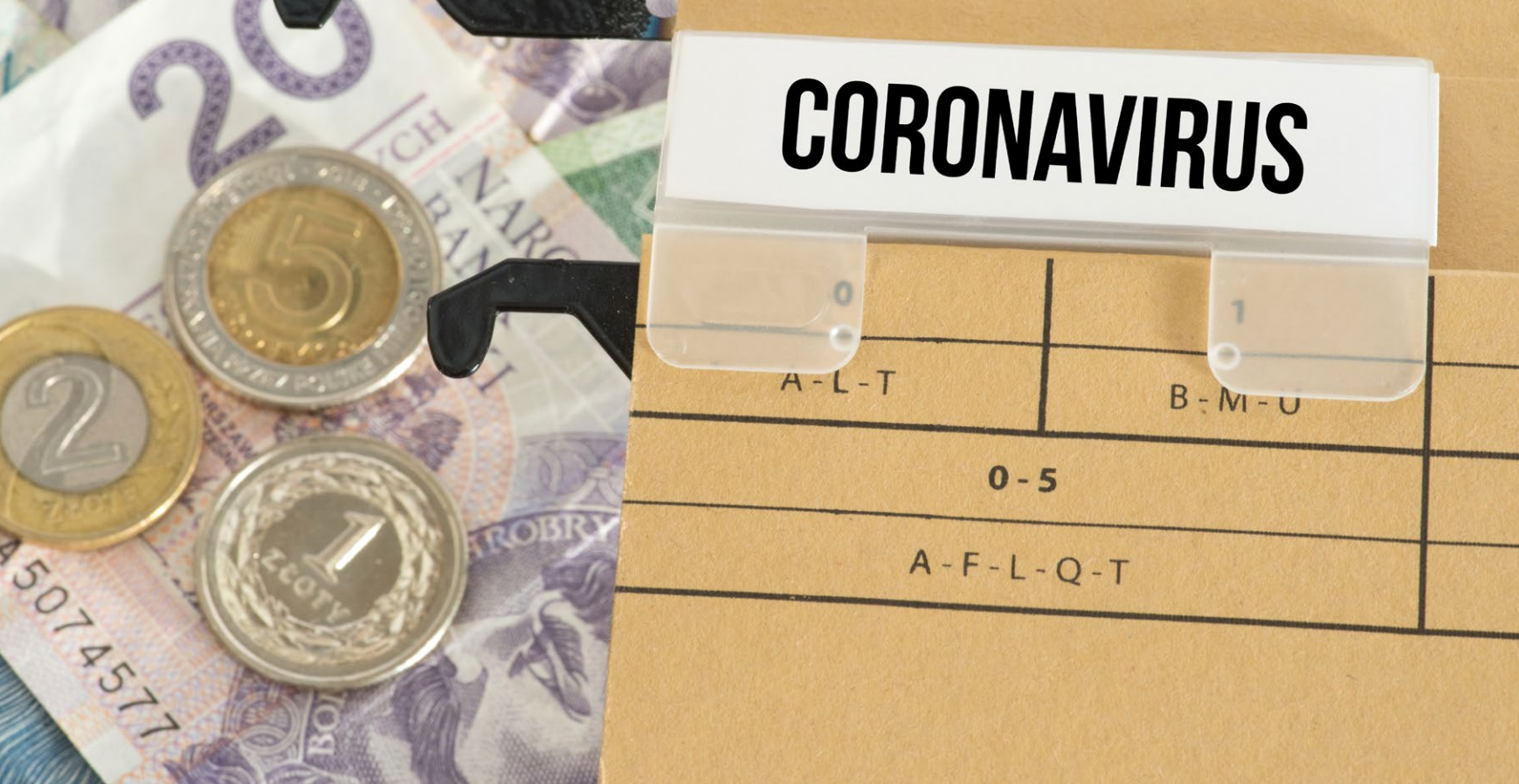
¹ **Thatcherizm** – określenie polityki gospodarczej polegającej na stosowaniu zasad wolnego rynku i ograniczaniu roli państwa za czasów Margaret Thatcher, która z ramienia Partii Konserwatywnej pełniła urząd premiera Wielkiej Brytanii w latach 1979–1990

² **Reaganomika** – określenie polityki gospodarczej cechującej się konserwatywnym systemem wartości i liberalizmem gospodarczym, polegającym m.in. na obniżeniu podatków, która była prowadzona w latach 80. XX w. w USA za prezydentury Ronalda Reagana

³ **Kryzys subprime** – wystąpił w gospodarce światowej w 2008 r. Powstał w USA na skutek udzielania kredytów o wysokim ryzyku. Szybko rozprzestrzenił się na wszystkie gospodarki

⁴ **Doktryna keynesistowska** – inaczej keynesizm – jedna z dwóch wiodących XX-wiecznych szkół makroekonomicznych, której twórcą był amerykański ekonomista John Maynard Keynes. Zgodnie z tą teorią gospodarka rynkowa jest ze swojej natury niestabilna i wymaga aktywnej polityki gospodarczej państwa

⁵ **Homeostatyczność** – zdolność do utrzymania względnie stałego poziomu czynników wewnętrznych pomimo zmian w otoczeniu (PWN)



Pandemia, wojna i walka z inflacją

Gdy na początku 2023 r., po szokach, które uderzyły w gospodarki, wskaźnik obrazujący wzrost cen w zdecydowanej większości krajów ustanawiał historyczne rekordy, a prezes Narodowego Banku Polskiego prognozował, że u nas pod koniec roku zejdziemy do poziomu jednocyfrowego i będą warunki do obniżania kosztu pieniądza, wielu ekonomistów drwiło, twierdząc, że są to mrzonki. Byli w błędzie. W październiku inflacja w Polsce spadła do 6,6 proc. i mamy za sobą dwa cięcia stóp procentowych banku centralnego – łącznie o 1 pkt proc.

„Nawigujemy, śledząc gwiazdy na zachmurzonym niebie” – ta wypowiedź Jerome’a Powella, szefa amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej, podczas wrześniowego spotkania bankierów centralnych w Jackson Hole, dobrze oddaje sytuację, gdy przychodzi im działać w coraz bardziej niestabilnych warunkach, wymykających się modelom ekonometrycznym.

W teorii rola banków centralnych jest stosunkowo prosta – utrzymać inflację na optymalnym dla gospodarki poziomie. Większość ekonomistów uznaje za taki okoliczność 2 proc., w Polsce ustanowiono cel na poziomie 2,5 proc. +/- 1 pkt proc. W przypadku zwykłych cykli koniunkturalnych zadaniem banków centralnych jest monitorowanie, kiedy pojawia się zagrożenie wzrostem inflacji, a następnie likwidacja tego zagrożenia przez niewielkie najczęściej podwyżki stóp procentowych. W uproszczeniu – gdy w gospodarce pojawia się dekonunktura, banki obniżają stopy, by zmniejszyć koszt kredytu, pobudzić biznes do inwestycji i w ten sposób dać impuls rozwojowy całej gospodarce. Tak jest w normalnych czasach. Tylko że takie czasy przemijają.

Banki centralne są najsilniejszymi ośrodkami analitycznymi, mają do dyspozycji dane z całej gospodarki, dzięki czemu mogą

czasami reagować na występujące w niej zjawiska nawet z pewnym wyprzedzeniem. Czasem jednak cały aparat analityczny jest bezradny, gdy pojawiają takie kataklizmy jak epidemia COVID-19 czy wojna tuż za naszą granicą. Takich wydarzeń nie sposób przewidzieć, nie sygnalizują ich dane z gospodarki, badania koniunktury czy modele ekonometryczne. A to zdarzenia rujnujące gospodarkę, na które trzeba reagować szybko i stanowczo.

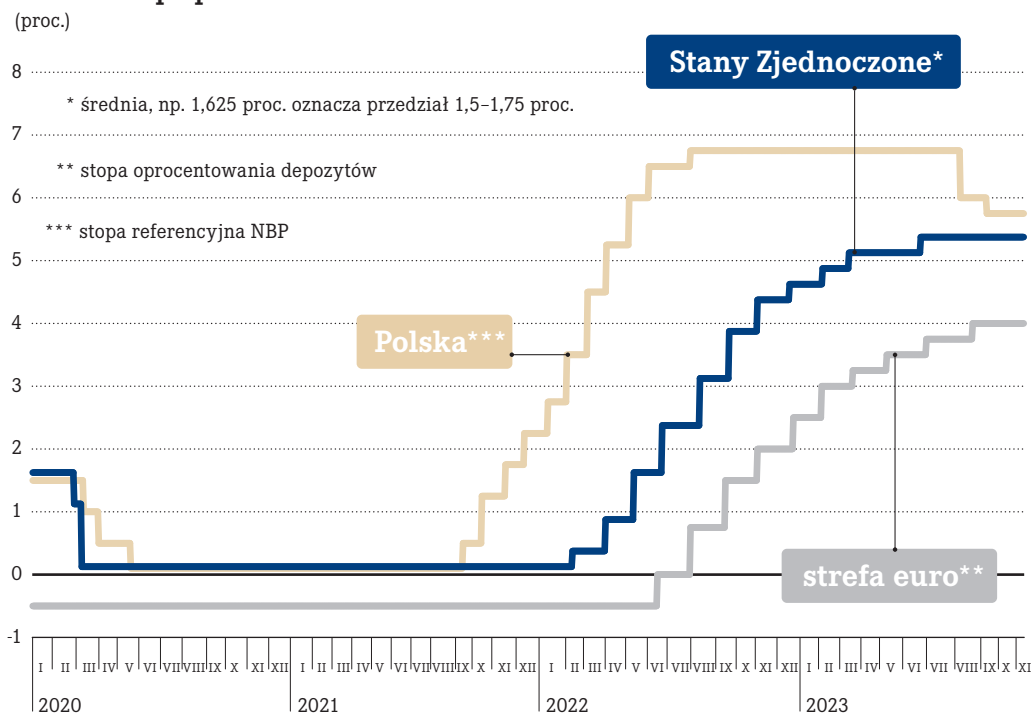
Stopami procentowymi w COVID-19

Pod koniec 2019 r. w Chinach, a nieco później w Europie pojawił się koronawirus, powodując pandemię. Na przestrzeni ponad trzech lat na świecie zachorowało na COVID-19 ponad 760 mln ludzi, a zmarło łącznie ok. 6,9 mln osób. Rządy podejmowały niestandardowe działania, które miały zapobiec rozszerzeniu się pandemii – wprowadzały lockdowny, ze względu na sanitarnych drastycznie ograniczono możliwości poruszania się, w tym korzystania z transportu publicznego, zamknięto wielkie sklepy i część firm. Gospodarki wielu krajów po prostu stanęły – produkcja notowała dwucyfrowe spadki, podobnie było z PKB w większości objętych pandemią krajów.

”

Banki centralne są najsilniejszymi ośrodkami analitycznymi, mają do dyspozycji dane z całej gospodarki, dzięki czemu mogą czasami reagować na występujące w niej zjawiska nawet z pewnym wyprzedzeniem. Czasem jednak cały aparat analityczny jest bezradny, gdy pojawiają takie kataklizmy jak epidemia COVID-19 czy wojna tuż za naszą granicą

Główna stopa procentowa



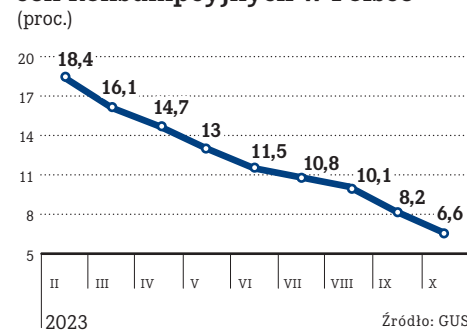
Inflacja HICP

w wybranych gospodarkach we wrześniu 2023 r. (r/r; proc.)

Węgry	12,2
Rumunia	9,2
Słowacja	9,0
Czechy	8,3
Polska	7,7

Źródło: Eurostat

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce



Polska gospodarka po latach dynamicznego wzrostu doświadczyła pierwszej od 1991 r. recesji. Według Głównego Urzędu Statystycznego PKB w 2020 r. spadł o 2,0 proc. r/r.

Co na to banki centralne? Pierwszym krokiem było obniżenie stóp procentowych, by ulżyć kredytobiorcom – gospodarstwom domowym i firmom.

W reakcji na atak koronawirusa amerykański System Rezerwy Federalnej, najpotężniejszy bank centralny na świecie, pospiesznie, i to dwukrotnie z rzędu, obniżył stopę procentową – 3 marca 2020 r. dokonał cięcia o 50 pkt bazowych, a 15 marca – na nadzwyczajnym, niedzielnym posiedzeniu – o kolejne 100 pkt bazowych, do poziomu zerowego (0,00–0,25 proc.). To bezprecedensowe tempo w historii USA. Nawet podczas kryzysu finansowego w 2008 r. nie zdecydowano się na tak gwałtowną obniżkę.

Nasza Rada Polityki Pieniężnej już w marcu 2020 r. podjęła decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej NBP o 0,5 pkt. proc. do 1 proc. W kwietniu 2020 r. przeprowadziła kolejne cięcie o 0,5 pkt. proc., a w maju ta stopa wynosiła już 0,1 proc.

NBP nie był wyjątkiem – stopy spadały, i to bardzo szybko, na całym świecie. EBC był w nieco innej sytuacji – od 2014 r. utrzymywał stopę depozytową na ujemnym poziomie, zatem pole do obniżek miał znacznie bardziej ograniczone.

Ratunkowa płynność

Banki centralne mają do dyspozycji znacznie więcej instrumentów niż stopy procentowe. Mogą też skupować od banków dłużne papiery skarbowe. Z jednej strony ułatwia to rządowi transfer pakietów pomocowych do gospodarki (a w czasie pandemii były one we wszystkich krajach olbrzymie), co zapewnia płynność na rynku dłużnym. Z drugiej strony w bankach komercyjnych zostają uwolnione płynne środki, które mogą być przeznaczone na finansowanie gospodarki, a przedsiębiorstwa mogą po nie sięgnąć dzięki temu, że wcześniej zostały obniżone stopy procentowe, czyli spadły koszty kredytu.

W kwietniu 2020 r. NBP poinformował, że prowadzi i będzie nadal prowadził operacje zasilające sektor bankowy w płynność poprzez transakcje repo. Już na początku pandemii, tuż po wprowadzeniu lockdownu, 16 marca 2020 r. przeprowadził również dostarczającą operację typu repo, zasilając sektor

bankowy w płynność w kwocie 7,3 mld zł na okres czterech dni, i zadeklarował gotowość do dalszych podobnych działań.

Bank skupował dłużne papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa lub gwarantowane przez Skarb Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Jak wynika z raportów rocznych, od początku 2020 r. do końca 2022 r. NBP skupił z rynku obligacje o łącznej wartości 144 mld zł (tylko w okresie marzec–lipiec 2020 r. było to nieco ponad 100 mld zł).

Poluzowanie polityki pieniężnej NBP przyczyniło się do złagodzenia warunków finansowania w całej gospodarce. W szczególności spadły stawki rynku pieniężnego, a także oprocentowanie kredytów dla sektora niefinansowego. Działania banku centralnego oddziaływały również w kierunku obniżenia się rentowności obligacji skarbowych oraz gwarantowanych przez Skarb Państwa pomimo istotnego wzrostu potrzeb pożyczkowych sektora publicznego w 2020 r., wynikającego z konieczności podjęcia działań antykryzysowych, a także zapewniło płynność rynku wtórnego tych obligacji.

Z drugiej strony banki, które pierwotnie były nabywcami tych obligacji, zyskały większą płynność, co było dla nich impulsem dla wzmocnienia akcji kredytowej i podtrzymywania aktywności gospodarczej przedsiębiorstw.

Kolejnym posunięciem RPP, które miało na celu poprawę płynności finansowej sektora bankowego, było obniżenie do 0,5 proc. stopy rezerwy obowiązkowej, która do 29 kwietnia 2020 r. wynosiła 3,5 proc. Rezerwa obowiązkowa na koniec 2020 r. wynosiła ponad 7,5 mld zł i była o ok. 32 mld zł niższa niż rok wcześniej. O tyle właśnie wzrosła za sprawą tego instrumentu płynność sektora bankowego. Także w kwietniu 2020 r. NBP uruchomił kredyty wekslowe, których celem było refinansowanie akcji kredytowej banków komercyjnych.

Ponadto w 2020 r. banki miały możliwość uzupełniania niedoborów oraz lokowania nadwyżek środków w banku centralnym, korzystając z kredytu lombardowego oraz depozytu na koniec dnia, oferowanych przez NBP. Średnie dzienne wykorzystanie tych instrumentów wyniosło odpowiednio 60 tys. zł oraz 3193,2 mln zł.

Wszystkie te działania banku centralnego służyły podtrzymaniu aktywności gospodarczej firm, które dzięki mniejszym kosztom finansowania działalności mogły przetrwać trudne czasy.

Poluzowanie polityki pieniężnej NBP przyczyniło się do złagodzenia warunków finansowania w całej gospodarce. W szczególności spadły stawki rynku pieniężnego, a także oprocentowanie kredytów dla sektora niefinansowego

Biliony na rynek

W połowie marca 2020 r. Fed nie tylko gwałtownie ściął oprocentowanie, ale zostały podjęte nadzwyczajne działania zmierzające do zapewnienia płynności sektora finansowego w skali globalnej. Bank centralny USA rozpoczął skoordynowaną kampanię wraz z Bank of England, bankami centralnymi Japonii, Kanady, Szwajcarii i z Europejskim Bankiem Centralnym. „Wspólny ruch sześciu największych banków centralnych świata w celu zwiększenia dostępu do dolara pomoże poprawić płynność globalnego systemu finansowego i złagodzić napięcia na światowych rynkach” – powiedział Mark Carney, gubernator Bank of England, który też kilka dni wcześniej w trybie nadzwyczajnym obniżył swoją główną stopę z 0,75 do 0,25 proc.

Program zasilania gospodarek w kapitał szedł pełną parą. W okresie od marca do lipca 2020 r. Fed zwiększył swoje zakupy papierów skarbowych o ok. 1,7 bln dol. Suma bilansowa od 2019 r. do końca 2021 r. zwiększyła się ponad dwukrotnie, z 4,16 bln dol. do 8,79 bln dol.

EBC natomiast uruchomił program pandemicznego awaryjnego skupu aktywów pod nazwą PEPP („Pandemic Emergency Purchase Programme”) o łącznej wartości 750 mld euro. W czerwcu 2020 r. zwiększono tę sumę o kolejne 600 mld euro, a w grudniu 2020 r. o kolejne 500 mld euro. Zwiększyło to wartość dodatkowego pakietu tzw. luzowania ilościowego do 1,85 bln euro. Suma bilansowa EBC od 2019 r. do końca 2021 r. zwiększyła się z ok. 4,6 bln euro do ok. 8,5 bln euro, czyli o prawie 85 proc.

Reakcja banków była zatem bezprecedensowa, bo i sytuacja była wyjątkowa i niosła potężne konsekwencje w skali dotąd niewyobrażalnej. „Mimo że banki centralne czynią wiele, by wspierać swoje gospodarki, to jednak nie zastąpią aktywnej polityki budżetowej i przemysłowej. Ta ostatnia będzie musiała pomóc dostosować się firmom do trwałych zmian, jakie spowoduje pandemia w strukturze produkcji, systemach kooperacji i w powiązaniach w handlu zagranicznym” – pisał w maju 2020 r. Andrzej Raczko, doradca prezesa Narodowego Banku Polskiego, w „Obserwatorze Finansowym”.

Gdy pandemia zaczęła wygasać, gotowość globalnej gospodarki do odrodzenia stała się źródłem kolejnych turbulencji.

W tył zwrot

Podczas pandemicznego kryzysu w globalnej gospodarce narastały nierównowagi. Zamarł handel międzynarodowy, produkcja wielu branż została wstrzymana. Z drugiej strony nasilił się popyt na część produktów – np. na mikroprocesory w związku ze zwiększonym zapotrzebowaniem na laptopy i notebooki, co było wynikiem powszechnego przejścia wielu branż i ogromnej większości szkolnictwa na pracę zdalną. Ponieważ ludzie zostali zamknięci w domach, ruszyli do ich doposażania w urzędzenia AGD. Na zasadzie reakcji łańcuchowej spowodowało to turbulencje w innych branżach – np. część firm motoryzacyjnych musiała ograniczyć lub nawet wstrzymać produkcję ze względu na brak chipów. Inna rzecz, że popyt na samochody stał się znikomy.

Po covidowej posusze nastąpiło wahnięcie w drugą stronę. Firmy chciały jak najszybciej odrobić straty, odbudować zapasy. Popyt wystrzelił, a w ślad za nim i ceny. Pojawiły się też inflacyjenne wąskie gardła w łańcuchach dostaw. Zwiększony popyt na towary sprawił, że nie starczało kontenerów i kontenerowców, by przewieźć towary z „fabryki świata” – Chin i szerzej – krajów Azji. Koszty frachtu wzrosły nawet ośmiokrotnie.

Jednocześnie do sklepów na Starym Kontynencie i w USA ruszyli konsumenci, którzy w okresie pandemii wstrzymywali się z zakupami i teraz chcieli nadrobić zaległości. Przy



wspomnianym wzroście popytu ze strony firm efekt splotu tych czynników mógł być tylko jeden – szybki wzrost inflacji.

Latem i jesienią 2021 r. pojawił się jeszcze jeden niezwykle wagi inflacyjny czynnik – wojna hybrydowa w wykonaniu Rosji. Putin, przygotowujący się do pełnoskalowej agresji na Ukrainę, chciał zdestabilizować Europę, używając swojej ulubionej broni – energii. Już w lipcu Gazprom wstrzymał dostawę gazu do Niemiec (oficjalnie z powodu prac konserwacyjnych) i groził, że nie będzie mógł zagwarantować dostaw gazu przez Nord Stream 1.

Na pomoc Ukrainie

24 lutego 2022 r. wybuchła regularna wojna Rosji przeciwko Ukrainie. Polskie społeczeństwo, instytucje państwa i biznes ruszyły na ratunek uciekinierom i broniącemu się narodowi. Już w pierwszym dniu agresji NBP zdecydował o przyznaniu Narodowemu Bankowi Ukrainy (NBU) swapowej linii do kwoty 4 mld zł, potem na prośbę strony ukraińskiej swap został udzielony w dolarach w kwocie 1 mld. Swap to umowa o wzajemnej wymianie walut między dwoma bankami centralnymi. Na jej podstawie Ukraina miała możliwość skorzystania z dostępu do wymiennej waluty.

W marcu NBP, we współpracy z NBU oraz PKO BP, uruchomił specjalny program umożliwiający Ukraińcom wymianę hrywien na złote po oficjalnym kursie. Było to działanie niezwyklej wagi dla milionów uchodźców napływających do naszego kraju, bo wielu z nich miało przy sobie wyłącznie własną walutę, której wartość na rynku kantorowym z powodu dużej podaży dramatycznie spadła. Dzięki NBP każdy pełnoletni mieszkaniec Ukrainy mógł wymienić na złote do 10 tys. hrywien.

„Uciekając przed grozą wojny, wielu obywateli Ukrainy musiało udać się za granicę, głównie do Polski. Wielu uchodźców miało ze sobą tylko hrywiny w gotówce i napotkało trudności z ich wymianą na polskie złote. Porozumienie, które podpisaliśmy z Narodowym Bankiem Polskim, rozwiązuje ten problem” – mówił Kyrilo Szewczenko, ówczesny prezes NBU, w momencie uruchamiania programu.

Walka z putinflacją

Pełnoskalowy konflikt wzmocnił czynniki, które od miesięcy wywierały presję na ceny w Europie, a Polska, jako największy kraj przyfrontowy, odczuwała te zjawiska w sposób szczególny.

Ceny gazu i innych surowców energetycznych zaczęły szybko rosnąć. Jeszcze przed wojną średnia cena ropy naftowej była o 50 proc. wyższa niż rok wcześniej, węgiel był ponad dwuipółkrotnie, a gaz ziemny niemal czterokrotnie droższy.

Dla banków centralnych oznaczało to jedno: przyszedł czas intensywnej walki z inflacją, a co za tym idzie, znaczących podwyżek stóp.

NBP rozpoczął cykl podwyżek stóp procentowych w październiku 2021 r., podnosząc stopę referencyjną z 0,1 do 0,5 proc., by serią kolejnych ruchów w górę zakończyć we wrześniu 2022 r. na poziomie 6,75 proc. Formalnie Prezes NBP ogłosił koniec cyklu podwyżek stóp procentowych w lipcu 2023 r.

Zacieśnienie polityki pieniężnej okazało się skuteczne. Inflacja spadła ze szczytu 18,4 proc. w lutym 2023 r. do 6,6 proc. w październiku 2023 r. Prognozy mówiące o zjeździe już we wrześniu tempa wzrostu cen do poziomu jednocyfrowego, optymistyczne przewidywania ekonomistów dotyczące inflacji na koniec 2023 r. oraz utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, a także ograniczenie presji inflacyjnej w warunkach osłabionej koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki skłoniły we wrześniu Radę Polityki Pieniężnej do ścięcia referencyjnej stopy o 0,75 pkt proc., do 6 proc., a 4 października o kolejne 0,25 pkt proc., do 5,75 proc.

To konsekwentne kroki. „Nasze działania polegające na tym, że radykalnie podwyższyliśmy stopy procentowe, spowodowały, że lekko zamroziliśmy gospodarkę, powodując jako bezpośredni efekt spowolnienie wzrostu gospodarczego, podrożenie kredytów itd. Ale tylko na pewien czas” – mówił prof. Adam Glapiński, Prezes NBP, w majowym wywiadzie dla „Gazety Polskiej”.

„Zastosowaliśmy lekarstwo – zaaplikowaliśmy «zastrzyk» czy też «gorzkie pastylki» po to, by pacjenta wyrwać z gorączki i choroby, w którą wpadł po silnym szoku zewnętrznym. Jeśli to lekarstwo się za długo podaje, to pacjentowi bardziej zaszkodzi, a może go też zabić – tak jak «reformy» Balcerowicza. Nie można doprowadzić gospodarki do recesji” – tłumaczył profesor Glapiński.

Wzrost niepewności

Pierwsza od maja 2020 r. obniżka stóp procentowych była możliwa dzięki stopniowemu powrotowi do normalności w gospodarce po serii zdarzeń, których nie sposób było przewidzieć i które zaburzyły wiele naturalnych procesów. O normalizacji mogą świadczyć opublikowane przez Główny Urząd Statystyczny w połowie listopada dane, z których wynika, że po dwóch kwartałach niewielkiego spadku w III kw. 2023 r. Polska osiągnęła 0,4-proc. wzrost PKB w ujęciu rocznym i 1,4-proc. w relacji do II kw. 2023 r. Wyszliśmy na plus w czasie, gdy pod kreską są wciąż m.in. Niemcy, Holandia, Austria, Szwecja, Czechy czy Węgry.

Ostatnie tygodnie zmieniły jednak sytuację, zarówno zewnętrzną, jak i wewnętrzną. Październikowy atak Hamasu na Izrael i odwetowe działania Tel-Awihu, których efektem jest otwarty konflikt w Strefie Gazy, dramatycznie zwiększyły stan napięcia nie tylko na Bliskim Wschodzie, lecz także w ujęciu globalnym ze względu na zaangażowanie najważniejszych światowych graczy. Jesienna ofensywa wojsk ukraińskich nie poprawiła zasadniczo sytuacji na froncie wojny z Rosją, co – szczególnie w kontekście bliskowschodnim – może oznaczać zamrożenie konfliktu i oddalić szanse na jego ostateczne rozwiązanie.

Istotnie zmieniła się sytuacja na krajowej scenie, i to nie tylko ze względu na możliwość zmiany u steru władzy. Kampania wyborcza przyniosła mnóstwo kosztownych deklaracji, których realizacja może się przełożyć na sytuację fiskalną kraju. Nie wiadomo, które z zapowiedzi typu: 60 tys. zł kwoty wolnej od podatku, podwyżki dla sfery budżetowej i nauczycieli, i wiele innych, i w jakim terminie zostaną spełnione.

Dziś trzeba też brać pod uwagę groźbę przedłużenia recesji w Niemczech – największej europejskiej gospodarce, która jest największym odbiorcą produktów polskiego przemysłu – czy zagrożenia następnymi wahaniami cen na rynku surowcowym, chociażby w związku z okresem grzewczym.

W tej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowała się w listopadzie na dalsze obniżanie stóp NBP, zakładając, że zmagania z inflacją mogą potrwać nieco dłużej niż wcześniej zakładano.

Ta batalia musi być prowadzona z wyczuciem, żeby nie zaprzepaścić dotychczasowych osiągnięć i zapewnić Polakom poczucie bezpieczeństwa, czyli z jednej strony stabilność pieniądza, a z drugiej pewność zatrudnienia. SAP

Poglądy wyrażane w artykule nie reprezentują oficjalnego stanowiska NBP

”
Pierwsza od maja 2020 r. obniżka stóp procentowych była możliwa dzięki stopniowemu powrotowi do normalności w gospodarce po serii zdarzeń, których nie sposób było przewidzieć i które zaburzyły wiele naturalnych procesów



Nie zaprzepaścić stabilności finansowej budowanej przez lata

Przez ostatnie trzy dekady polska gospodarka zadziwiała świat tempem wzrostu i odpornością na kryzysy. Nie byłoby to możliwe bez bezpiecznego systemu finansowego. W tym krwiobiegu nawet podczas ostatnich ekstremalnych zagrożeń, takich jak COVID-19 czy regularna wojna w Ukrainie, nie doszło do zawału czy zakrzepu. Zagrożenie pojawiło się z niespodziewanego kierunku – demokratycznie wybranej większości parlamentarnej gotowej sięgnąć po niedemokratyczne metody wpływania na bank centralny.

Rzeczywistość nie oszczędzała gospodarki w ostatnich latach. Gdy ta regenerowała siły po dwóch kryzysach – finansowym z 2008 r. i późniejszym kryzysie strefy euro – i zaczynała powoli odzyskiwać równowagę, uderzyły w nią kolejne potężne ciosy. Pierwszym była pandemia COVID-19, gdy za sprawą lockdownów, które miały przeciwdziałać rozprzestrzenianiu się epidemii, gospodarki na świecie zamaryły i musiały się zmagać z załamaniem łańcuchów dostaw. Drugim ciosem była rosyjska agresja na Ukrainę ze wszystkimi tego ekonomicznymi skutkami – kryzysem energetycznym i gospodarczym, i konsekwencjami kolejnych pakietów sankcji wymierzonych przeciwko Rosji.

Te turbulencje w naturalny sposób nie ominęły – bo i nie mogły ominąć – Polski. A mimo to przeszła ona przez te trudne czasy niemal bez zakłóceń, udało się uniknąć wielkich upadłości firm i wzrostu bezrobocia. Stało się tak m.in. dzięki temu, że mamy stabilny system finansowy i gospodarka nawet w najtrudniejszym otoczeniu zewnętrznym mogła liczyć na niczym niezakłócone finansowanie.

Bez wstrząsów

Instytucjom odpowiedzialnym za stabilność systemu finansowego, takim jak Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego czy Bankowy Fundusz Gwarancyjny, udało się uchronić go przed wstrząsami i zachować kluczowy dla jego funkcjonowania czynnik – zaufanie. Firmy mogły zawsze liczyć na finansowanie, a klienci banków zawsze mieli pewność, że ich oszczędnościom nic nie grozi.

Mimo skrajnie niesprzyjającego otoczenia makroekonomicznego udało się uniknąć niekontrolowanej upadłości banków. W czterech odnotowanych w ostatnich latach przypadkach problemy zakończyły sprawne działania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. W pierwszej połowie 2020 r. Bank Spółdzielczy w Przemkowie trafił pod skrzydła SGB-Banku, a Podkarpacki Bank Spółdzielczy w Sanku został poddany restrukturyzacji z użyciem banku pomostowego.

Z mapy polskiej bankowości zniknęły wprawdzie Idea Bank i Getin Noble Bank, ale ich kłopoty były jednak w mniejszym stopniu spowodowane przez czynniki zewnętrzne, a w większym przez politykę głównego akcjonariusza. Procesy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji tzw. resolution (mechanizm ten wprowadzono na poziomie UE po kryzysie finansowym 2008 r.) sprawiły, że jeden bank został przejęty przez Bank Pekao, drugi przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny i konsorcjum ośmiu banków komercyjnych oraz przekształcony w VeloBank. Oszczędności klientów nie były ani przez moment zagrożone. Zostało utrzymane zaufanie do systemu finansowego.

Gotówki nie zabrakło

W specjalnym wydaniu raportu o stabilności systemu finansowego poświęconym wpływowi epidemii koronawirusa („Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19”) NBP pokazał, jak wyglądała reakcja Polaków – na początku pandemii nastąpił gwałtowny wzrost zapotrzebowania na gotówkę – ludzie wypłacali swoje oszczędności z banków oraz z funduszy inwestycyjnych. Najgorzej było w połowie marca 2020 r., potem sytuacja się z tygodnia na tydzień stabilizowała, nastroje się uspokajały i mniej więcej od połowy maja wszystko wróciło do normy. Zaprezentowane w raporcie zachowania Polaków w obliczu wywołanej pandemią niepewności i reakcje władz monetarnych robiły wrażenie. Od początku marca do końca maja w obiegu przybyło 54 mld zł pieniądza gotówkowego. „W marcu stwierdziliśmy ogromny wzrost zapotrzebowania uczestników rynku na gotówkę. Mieliśmy run na bankomaty, na okienka bankowe. Popyt na pieniądź materialny wzrósł o 24 proc. Zaspokoiiliśmy ten popyt” – mówił w Sejmie prof. Adam Glapiński, Prezes NBP, prezentując sprawozdanie z działalności banku centralnego. Jak wynikało z jego wypowiedzi, bank centralny elastycznie reagował na sytuację. „W szczególności był popyt na banknoty 100 i 200 zł. Ze względu na ich okresowy brak, zaczęliśmy wprowadzać banknot 500 zł” – dodał profesor Glapiński.

Nastąpiło chwilowe zmniejszenie płynności sektora bankowego, które w ocenie NBP nie zagrażało jednak stabilności systemu ani nawet poszczególnych instytucji. „W niektórych oddziałach banków i bankomatów pojawiły się przejściowe kłopoty operacyjne związane z opóźnieniami w dostawie gotówki z centrów logistycznych banków i firm obsługujących gotówkę. Sytuacja po kilku dniach się ustabilizowała i kwoty wypłat się zmniejszyły, ale nadal utrzymywały się na wyższych poziomach” – komunikował wówczas NBP.

NBP wskazywał, że widząc, co się dzieje, podjął odpowiednie działania, mające na celu zagwarantowanie niezakłóconych wypłat gotówki. Same banki w związku z tym zwiększały odpowiednio środki utrzymywane na rachunkach w NBP. To pozwoliło opanować sytuację.

Podobne zjawisko miało miejsce dwa lata później, kiedy 24 lutego 2022 r. wojska rosyjskie wkroczyły do Ukrainy. Wojna tuż za wschodnią granicą ponownie skłoniła Polaków do wypłat gotówki. Tym razem niepokój był mniejszy i trwał krócej, chociaż początki wyglądały dramatycznie. 28 lutego 2022 r. banki pobrały z NBP rekordowe 12,5 mld zł, ponad dwukrotnie więcej niż 13 marca 2020 r., czyli kilka dni po wystąpieniu pierwszego przypadku COVID-19 w Polsce, który to dzień był dotychczasowym szczytem zapotrzebowania na pieniądź gotówkowy.

„W związku ze zwiększonym zapotrzebowaniem na gotówkę Narodowy Bank Polski informuje, że posiada zapasy w pełni umożliwiające pokrycie zapotrzebowania klientów banków na pieniądź gotówkowy. Wszystkie zamówienia banków realizowane są bez limitów wartościowych, w pełnej strukturze nominalowej, na terenie całego kraju” – uspokajał NBP.

I nie były to czcze deklaracje. Pieniądzy w bankomatach znowu nie zabrakło, chociaż w lutym i marcu wartość gotówki



w obiegu (poza kasami banków) wzrosła o prawie 34 mld zł. Polacy nadal mieli pewność, że ich oszczędności są niezagrożone i zawsze będą dla nich dostępne.

Wiele instrumentów

Bank centralny monitorował jednak również na bieżąco sytuację banków, zdając sobie sprawę, że kłopoty jednej instytucji mogą zaowocować podważeniem zaufania do całego systemu, co w skrajnym przypadku mogłoby doprowadzić do paniki i runu na banki, czyli zjawiska, którego nawet najsilniejszy system finansowy może nie przetrwać.

W okresie pandemii, aby ograniczyć ryzyko zmniejszenia płynności banków, NBP przywrócił operacje zasilające banki w pieniądź, tzw. operacje repo, obniżył stopę rezerwy obowiązkowej o 300 pkt. bazowych, z 3,5 proc. do 0,5 proc., oraz skupował od banków na rynku wtórnym – w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku – obligacje skarbowe oraz dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa.

Udostępnił bankom, które nie dysponowałyby nadwyżkami płynności, pozyskanie środków w formie kredytu wekslowego na cele związane z kredytowaniem przedsiębiorców. Celem było zwiększenie możliwości kreacji kredytu obrotowego przez te banki oraz umożliwienie im pozyskania finansowania o terminie zapadalności dłuższym niż dostępny na rynku. Ostatecznie chodziło o to, aby w tak trudnym i niepewnym okresie, jakim była pandemia COVID-19, zapewnić przedsiębiorstwom dostęp do finansowania ich bieżącej działalności przez banki.

Jak się okazało, było to działanie trochę na zasadzie dmuchania na zimne – co nie jest zarzutem, lepsza jest bowiem ostrożność na zapas niż nadmierna brawura – bo jak się okazało na koniec 2020 r., z kredytu wekslowego skorzystał tylko jeden bank komercyjny.

” NBP wskazywał, że widząc, co się dzieje, podjął odpowiednie działania, mające na celu zagwarantowanie niezakłóconych wypłat gotówki. Same banki w związku z tym zwiększały odpowiednio środki utrzymywane na rachunkach w NBP. To pozwoliło opanować sytuację.

Stabilność systemu finansowego w okresie kryzysów nie była efektem nadzwyczajnych działań, ale wcześniejszej, wieloletniej codziennej troski o stabilność systemu. Polskie instytucje finansowe weszły w kryzys z mocnymi, budowanymi przez lata fundamentami, dlatego też przeszły przez te turbulencje bez większych problemów.

Analizy i decyzje

Po kryzysie finansowym w 2008 r. zarysował się globalny trend wyznaczania bankom centralnym większej roli w zapewnieniu stabilności systemu finansowego. Ustawa o Narodowym Banku Polskim w grudniu 2008 r. została uzupełniona o zadanie działania na rzecz stabilności systemu finansowego. Narodowy Bank Polski publikuje raporty o stabilności systemu finansowego, gdzie przedstawia analizy i oceny zagrożeń oraz rekomendacje działań ograniczających ryzyko.

Bank centralny – co zgodnie przyznają bankowi ekonomiści – dysponuje najlepszym w Polsce zapleczem analitycznym. To bardzo istotne, bo właściwa ocena sytuacji pozwala na adekwatną reakcję z wyprzedzeniem. Dlatego działalność analityczna to jedno z głównych zadań Narodowego Banku Polskiego w całym systemie chroniącym stabilność systemu finansowego.

W Polsce organem właściwym w zakresie nadzoru makroostrożnościowego jest Komitet Stabilności Finansowej (tzw. KSF-M). Tworzą go cztery instytucje: Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny (MF, NBP, KNF i BFG), a bankowi centralnemu została przypisana szczególna rola. Zapewnia on zaplecze analityczno-badawcze oraz obsługę prawną i organizacyjną. Od 2015 r. Komitet Stabilności Finansowej działa w dwóch formułach: jako organ makroostrożnościowy (KSF-M) oraz jako ciało odpowiedzialne za zarządzanie kryzysowe w systemie finansowym (KSF-K). W obszarze makroostrożnościowym komitetowi przewodniczy Prezes NBP, natomiast w obszarze zarządzania kryzysowego – minister finansów.

Analizy prowadzone przez NBP na potrzeby Komitetu Stabilności Finansowej obejmują całokształt procesu – od identyfikacji źródeł ryzyka, poprzez jego pomiar i ocenę, aż do propozycji działań mających na celu jego ograniczenie lub wyeliminowanie. Daje to bankowi centralnemu szerokie spektrum możliwości kształtowania polityki makroostrożnościowej, jednak KSF-M jest ciałem kolegialnym i zgodnie z przyjętą strategią dąży do tego, aby decyzje były podejmowane w drodze konsensu. Skoordinowane działania tych instytucji utrzymały zaufanie do polskiego sektora finansowego, ochroniły jego stabilność. Już w marcu 2020 r., czyli na samym początku pandemii, komitet zarekomendował niezwłoczne uchylene wymogu utrzymywania przez banki bufora ryzyka systemowego, który wcześniej wyniósł 3 proc. Po podjętej w odpowiedzi na tę rekomendację decyzji Ministerstwa Finansów banki mogły dysponować uprzednio zamrożonym kapitałem. Uwolnione środki w kwocie ok. 30 mld zł mogły zostać przeznaczone przez banki na akcje kredytową lub pokrycie potencjalnych strat, których spodziewano się wskutek pandemii.

Oczywiście są problemy identyfikowane w półrocznych raportach o stabilności systemu finansowego. Ostatni – z czerwca, podobnie jak wcześniejsze, już od kilku lat – wskazuje jako główny czynnik ryzyka, niezależny od krajowych instytucji nadzorczych, skutki finansowe i prawne wynikające z ekspozycji banków na walutowe kredyty mieszkaniowe. Banki musiały na poczet tego ryzyka zawiązać wielomiliardowe rezerwy. Nie zagrażało to jednak stabilności całego systemu z uwagi na rozłożenie tego procesu w czasie, wysokie kapitały banków i racjonalną politykę finansową, polegającą na systematycznym zatrzymywaniu w instytucjach finansowych zysków i niewypłacaniu dywidend. Zgodnie z rekomendacjami Komisji Nadzoru Finansowego, Komitetu Stabilności Finansowej i samego NBP banki proponują też ugody klientom, starając się ostatecznie rozwiązać tę kwestię. Zatem obserwujemy, że mimo wysokiej skali kosztów ryzyka prawnego mieszkaniowych kredytów walutowych system bankowy sobie z tym problemem radzi. Aczkolwiek może to mieć pewne skutki w przyszłości, związane np. ze zmniejszeniem zdolności sektora do finansowania gospodarki. Ale nie zagraża to jej rozwojowi.

Klucz to niezależność

Fundamentem stabilizacji i bezpieczeństwa systemu finansowego jest niezależność instytucji, jak bank centralny, i jego organów, czyli Prezesa NBP, Rady Polityki Pieniężnej i Zarządu NBP. Ich działania, z racji wpływu podejmowanych decyzji na życie gospodarcze i społeczne, nieraz spotykały się z krytyką różnych środowisk, jednak zwykle odbywało się to w ramach debaty i wymiany poglądów.

W ostatnim czasie pojawiło się jednak wiele głosów uderzających wprost w niezależność banku centralnego. W czasie kampanii wyborczej padały niedwuznaczne sugestie, że Prezes NBP zostanie usunięty siłą, później zaczęto mu grozić postawieniem przed Trybunałem Stanu, co miałyby pozwolić skrócić kadencję prof. Adama Glapińskiego, wybranego na sześć lat w maju 2022 r.

Prezes NBP stanowczo przeciwstawił się tego rodzaju naciskom. – Każdy, kto bezpodstawnie atakuje NBP, godzi w jego prestiż, uderza bezpośrednio w dobro Polski – powiedział na konferencji prasowej 10 listopada. Wskazywał, że tego typu działania mają prowadzić do zmuszenia Polski do przyjęcia euro, na co nasz kraj nie jest jeszcze gotowy. Według prof. Adama Glapińskiego to jest temat, który może powrócić realnie za 8–10 lat, kiedy osiągniemy poziom rozwoju gospodarczego Zachodu i przyjęcie wspólnej waluty nie będzie zagrożeniem dla bezpieczeństwa finansowego Polski oraz Polaków. Profesor Adam Glapiński oświadczył, że pełniąc swoją funkcję, nie podpisze się pod wejściem Polski do strefy euro. Zadeklarował, że będzie bronił niezależności NBP wszelkimi metodami, odwołując się również do międzynarodowych organizacji, takich jak Europejski Bank Centralny czy Bank Światowy. Podkreślił, że NBP swoimi działaniami wypracował sobie wysoką pozycję w gronie banków centralnych, a „akcje o charakterze pseudo-prawnym czy politycznym” mogą zepchnąć nasz kraj na margines i obniżyć jego wiarygodność finansową. SAP

”
Analizy prowadzone przez NBP na potrzeby Komitetu Stabilności Finansowej obejmują całokształt procesu – od identyfikacji źródeł ryzyka, poprzez jego pomiar i ocenę, aż do propozycji działań mających na celu jego ograniczenie lub wyeliminowanie. Daje to bankowi centralnemu szerokie spektrum możliwości kształtowania polityki makroostrożnościowej, jednak KSF-M jest ciałem kolegialnym i zgodnie z przyjętą strategią dąży do tego, aby decyzje były podejmowane w drodze konsensu



Banki centralne kupują rekordowe ilości złota. Nasz jest w czołówce

Zwiększanie udziału kruszcu w rezerwach walutowych to sposób na dywersyfikację lokat w obliczu makroekonomicznej i geopolitycznej niepewności. NBP ma już w swoich skarbcach o ponad 100 t więcej niż przed rokiem.

W 2022 r. banki centralne zakupiły 1082 ton złota, najwięcej od 56 lat. W tym roku zakupy są nieco mniejsze, ale w ich skarbcach do końca września złożono kolejnych ponad 447 ton kruszcu. Najwięcej w Chinach i w Polsce.

Lekarstwo na niepewność

Dlaczego złoto ma coraz większy udział w rezerwach? Odpowiedzi na to pytanie udziela m.in. ankieta przeprowadzona między lutym a kwietniem br. przez World Gold Council (WGC) wspólnie z zajmującą się badaniami rynku firmą YouGov wśród osób, które w bankach centralnych zajmują się inwestycjami w kruszec i współpracują z WGC. Wzięli w niej udział przedstawiciele aż 59 tego typu instytucji z całego świata. Wynika

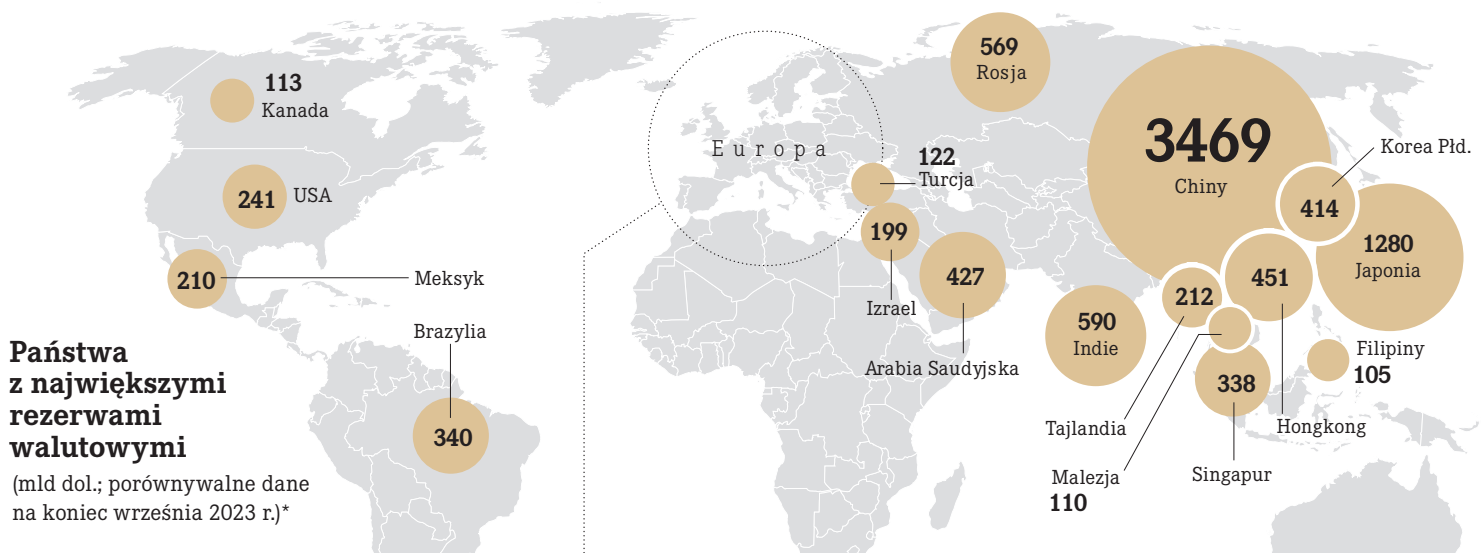
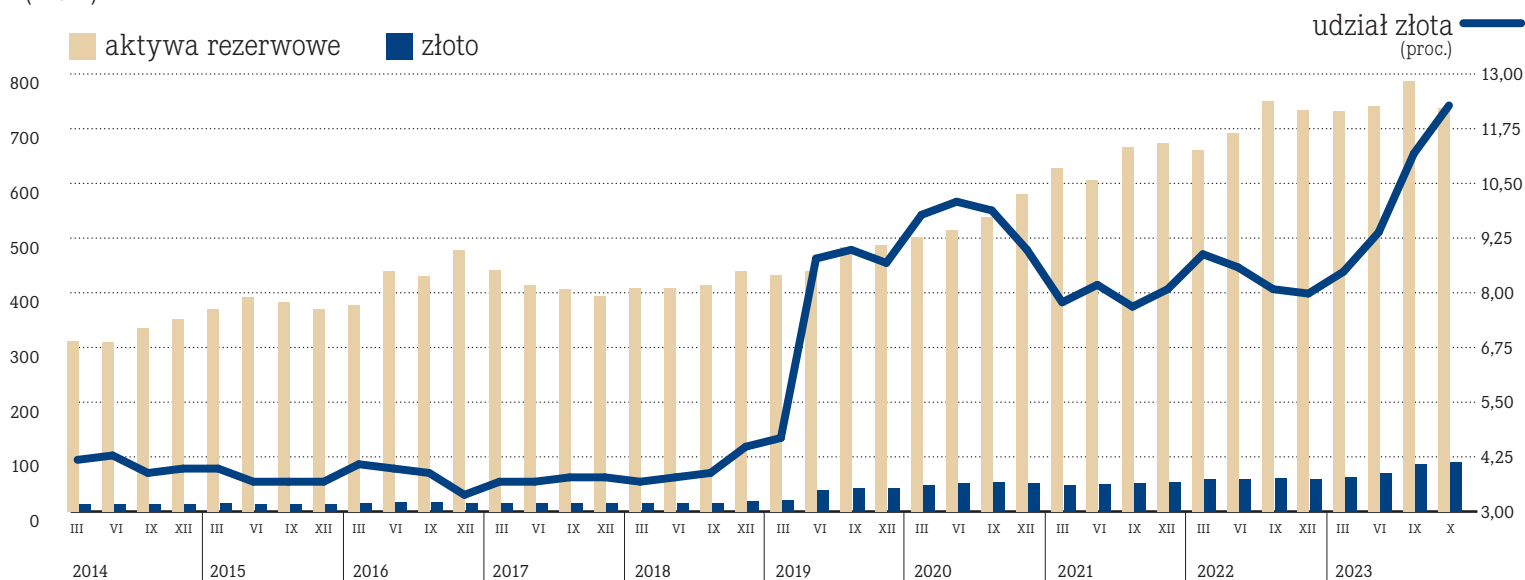
z niej, że głównymi czynnikami brany pod uwagę przy decyzjach o alokacji rezerw są stopy procentowe (97 proc. wskazań), obawy inflacyjne (83 proc.) i niestabilność geopolityczna (59 proc.). Dwie ostatnie pozycje uczestnicy badania, przeprowadzanego już od sześciu lat, wskazali dopiero w edycjach z lat 2022 i 2023, co autorzy opracowania wiążą ze skutkami z agresji Rosji na Ukrainę w lutym 2022 r.

Złoto jest uważane za dobrą lokatę na niepewne czasy, bo jego wartość nie jest uzależniona ani od polityki fiskalnej, ani polityki pieniężnej żadnego kraju. O relatywnej stabilności i jego reputacji „bezpiecznej przystani” decyduje przede wszystkim stała lub rosnąca w niewielkim tempie podaż. W latach 2016–2022 roczna produkcja kruszcu kształtowała się na poziomie 3,5–3,6 tys. ton.

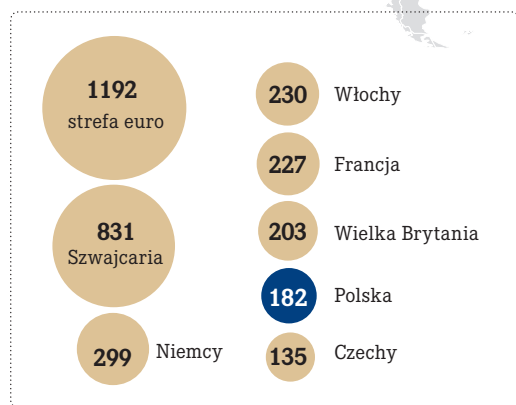
Na koniec października złoto znajdujące się w zasobach NBP było wyceniane na 91 mld zł i stanowiło ponad 12 proc. oficjalnych aktywów rezerwowych

Aktywa rezerwowe NBP

(mld zł)



* dla USA, Arabi Saudyjskiej i Filipin dane na koniec sierpnia



Udział w rezerwach (proc.)

USA	68,0	8133,5
Niemcy	67,3	3352,6
Włochy	64,4	2451,8
Francja	66,1	2436,9
Rosja	24,7	2332,7
Chiny	4,0	2191,5
Szwajcaria	7,2	1040,0
Japonia	4,1	846,0
Indie	8,2	806,7
Holandia	56,1	612,5
Strefa euro	30,8	506,5
Turcja	26,1	479,0
Taiwan	4,3	423,6
Uzbekistan	74,4	383,8
Portugalia	70,7	382,6
Polska	11,2	333,7
Arabia Saudyjska	4,4	323,1
Wielka Brytania	11,0	310,3
Kazachstan	58,3	309,4

Banki centralne z największymi zasobami złota według WGC

na koniec lipca 2023 r.

■ złoto (t)

Źródło: IMF, NBP, World Gold Council

W cytowanej ankiecie ponad 70 proc. respondentów uznało, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy banki centralne zwiększą zapasy złota, a 24 proc. zadeklarowało, że będzie złoto kupować.

Zdecydowany wzrost odsetka przedstawicieli bankowości centralnej deklarujących zakupy złota nastąpił w 2020 r. po wybuchu globalnej pandemii. W każdym z czterech kolejnych badań przynajmniej 20 proc. uczestników ankiety deklarowało, że zwiększą zapasy kruszcu. W 2019 r. takiej odpowiedzi udzieliło jedynie 8 proc. uczestników badania. Jednocześnie zdecydowanie spadł odsetek instytucji deklarujących sprzedaż złota. W latach 2019–2020 takiej odpowiedzi udzielało

15–20 proc. banków centralnych. W dwóch ostatnich ankietach było to już mniej niż 5 proc.

Na jeszcze inną możliwą motywację, skłaniającą banki centralne do zakupów złota, wskazał w jednej z niedawnych publikacji „Financial Times”. Wśród wielu sankcji nałożonych na Rosję po jej inwazji na Ukrainę, było zamrożenie mniej więcej połowy rezerw rosyjskiego banku centralnego o wartości 300 mld dol. Sankcjami nie zostały bezpośrednio objęte rezerwy złota przechowywane w Rosji. Jak zauważył John Reade, główny strateg WGC, niektóre państwa uznały, że „posiadanie złota, znajdującego się poza kontrolą kogokolwiek innego, jest przydatne w sytuacjach, w których dostęp do innych rezerw może być niemożliwy”.

NBP kupuje

Jednym z aktywniejszych nabywców złota w ostatnich latach był Narodowy Bank Polski. Jeszcze w 2017 r. posiadał 103 ton złota, które stanowiły ok. 4 proc. oficjalnych aktywów rezerwowych. Na koniec 2022 r. było to już niemal 229 ton, stanowiących 8 proc. rezerw. Także w bieżącym roku nasz bank centralny zwiększył ilość kruszcu znajdującego się w jego zasobach – do końca września o 105 ton, co stawia nasz kraj w ścisłej czołówce pod względem zakupów.

W rankingu zasobów złota posiadanych przez banki centralne, sporządzanym systematycznie przez Światową Radę Złota (World Gold Council), Polska na koniec 2022 r. zajmowała 23. miejsce. Na koniec września 2023 r. stan rezerw NBP ułokowanych w złocie wyliczony przez WGC wynosił 333,7 ton, co dawało już 16. pozycję. Na koniec października, według najnowszego raportu NBP o aktywach rezerwowych, zasób kruszcu zwiększył się o kolejne 5,7 ton i był wyceniany na niemal 21,8 mld dol. (91 mld zł) i stanowił 12,3 proc. rezerw.

– Dokonujemy intensywnych zakupów złota, chcemy dojść do 20 proc. rezerw w złocie, bo czasy są niespokojne, a ratingi międzynarodowe i handel międzynarodowy patrzy, ile rezerw złota ma dany bank. Jeśli ma duże rezerwy i dużą część w złocie, znaczy, że to jest wiarygodny kraj i w takim kraju się handluje i inwestuje – powiedział Prezes NBP prof. Adam Glapiński podczas konferencji prasowej 9 listopada.

„NBP uważa złoto za szczególnie istotny element swoich oficjalnych aktywów rezerwowych. Cechy złota sprawiają, że kruszec ten bardzo dobrze wpisuje się w ostrożnościową funkcję utrzymywania rezerw walutowych i gromadzenia kapitału w długiej perspektywie, przetrzymania okresów stresu i stawienia czoła zmiennym warunkom rynkowym” – tak inwestycje w złoto uzasadniał Prezes NBP już w 2021 r. W wywiadzie dla magazynu cfi.co przekonywał: „złoto oferuje wyjątkowe walory inwestycyjne – jest pozbawione ryzyka kredytowego, jego wartość nie spada pod wpływem błędnie prowadzonej polityki pieniężnej lub fiskalnej kraju i chociaż ogólna podaż kruszcu jest ograniczona, właściwości fizyczne gwarantują jego trwałość i niezniszczalność. Z tych wszystkich powodów złoto uważa się za najlepsze strategiczne zabezpieczenie finansowe”.

Kiedy w maju 2022 r. prof. Adam Glapiński został powołany na drugą kadencję jako Prezes NBP, zobowiązał się, że powiększy zasoby królewskiego metalu w rezerwach walutowych NBP o 100 ton. Dokonywane w 2023 r. zakupy sprawiły, że obietnica ta została już zrealizowana.

Przeciwaga dla dolara

Z punktu widzenia inwestorów o długoterminowej perspektywie, takich jak banki centralne, ważną cechą złota jest jego niska korelacja z innymi klasami aktywów. Przede wszystkim złoto porusza się z reguły w przeciwnym trendzie niż amerykański dolar, który jest główną walutą rezerwową banków centralnych. Jednak jego udział w minionych latach spada i ostatnio kształtuje się poniżej 60 proc. Również same banki centralne oceniają, że udział dolara w rezerwach będzie mały w najbliższych latach. Część zwolnionej przez dolara przestrzeni wypełni zapewne właśnie złoto.



„NBP jako publiczny inwestor różni się od typowego podmiotu zarządzającego aktywami tym, że utrzymuje szeroki portfel inwestycyjny, przywiązując największą wagę nie do maksymalizacji zysków, lecz do zachowania płynności i bezpieczeństwa posiadanych aktywów. Zasada jest prosta: jeżeli rezerwy walutowe nie zostaną wykorzystane do przeciwdziałania nadzwyczajnym zagrożeniom dla stabilności finansowej lub bilansu płatniczego, należy je przechować, a najlepiej pomnożyć i przekazać kolejnym pokoleniom” – mówił prof. Adam Glapiński dla cfi.co. JO



Polska gospodarka poradziła sobie w trudnych czasach

Globalne perturbacje wywołane przez pandemię, a następnie agresję Rosji na Ukrainę uderzyły w nasz kraj szczególnie dotkliwie, jednak dane pokazują, że na tle innych unijnych państw pokryzysowy bilans wygląda bardzo dobrze. Według Komisji Europejskiej w przyszłym roku mamy już być liderem wzrostu na Starym Kontynencie.

W odniesieniu do IV kw. 2019 r., ostatniego przed nadejściem pierwszego gwałtownego szoku, jakim był kilkumiesięczny paraliż globalnej gospodarki po wybuchu pandemii koronawirusa, PKB Polski zwiększył się, do III kw. 2023 r., o 11,1 proc. To wynik trzy razy lepszy od wzrostu całej Unii Europejskiej w tym okresie. Nasza gospodarka plasuje się na szóstym miejscu pod względem wielkości w całej Wspólnocie, a żadne z wyprzedzających nas państw nie rozwijało się w tym czasie szybciej. Niemiecka gospodarka, czyli największa spośród gospodarek europejskich, ledwie wróciła do przedpandemicznych rozmiarów, a PKB Czech wciąż jest o 0,9 proc. niższy niż na koniec 2019 r.

Instytucje zadziałały

Do dobrego wyniku krajowej gospodarki przyczynił się szybki powrót na ścieżkę wzrostu. Polska w porę podjęła decyzję o wsparciu gospodarki ze środków publicznych. Z opracowania ekonomistów Szkoły Głównej Handlowej opublikowanego w 2022 r. wynika, że na dotacje dla przed-

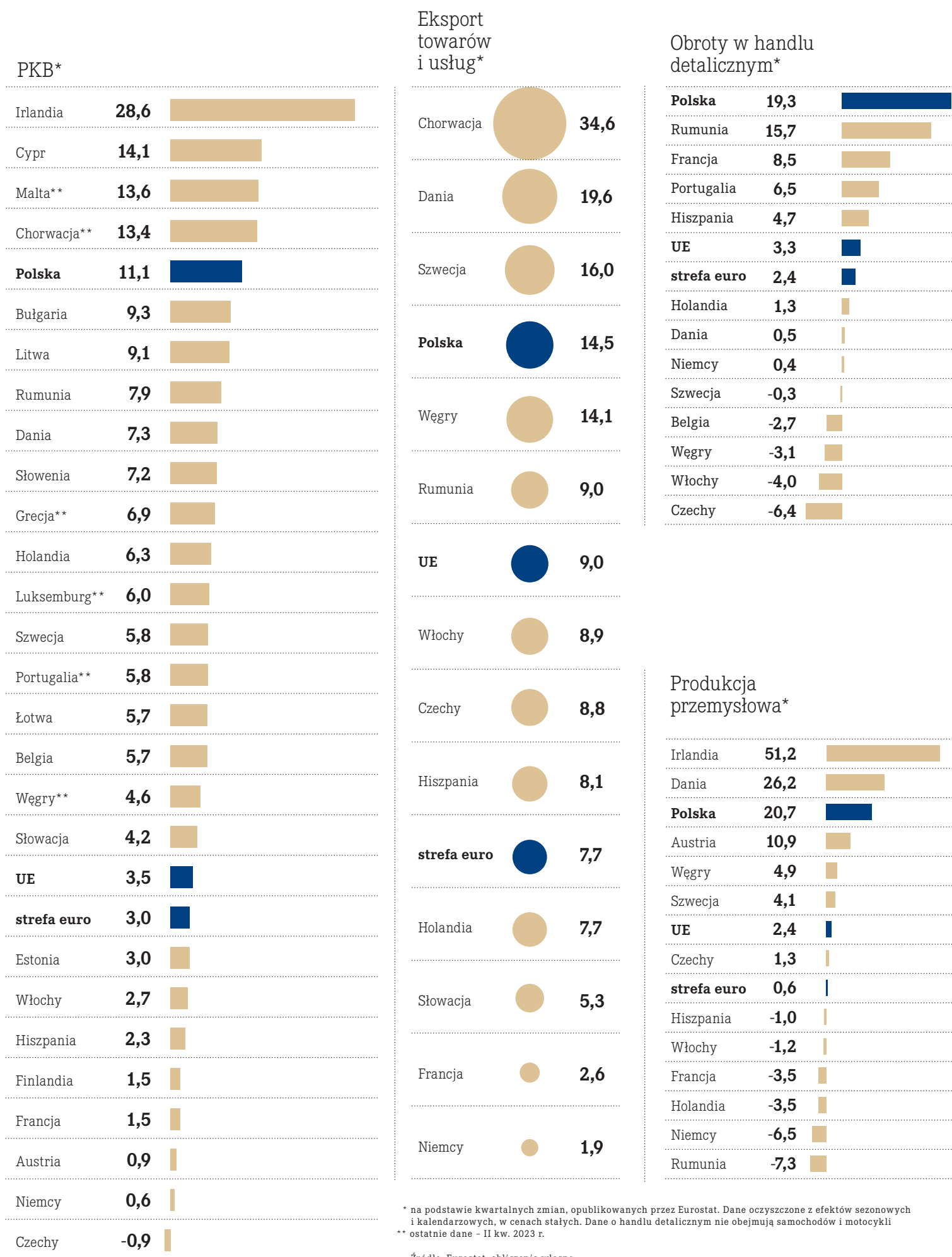
siębiorstw, dopłaty do wynagrodzeń, świadczenia postojowe dla przedsiębiorstw, zwiększone świadczenia socjalne i inne formy pomocy wydaliśmy równowartość 5,8 proc. PKB. Wyliczenia te nie uwzględniają pomocy płynnościowej dla przedsiębiorstw.

Ważna była także rola banku centralnego i Rady Polityki Pieniężnej w zwiększeniu płynności i bezpieczeństwa w systemie finansowym. Stopy procentowe zostały obniżone do najniższych poziomów w historii. Prowadzony na znaczną skalę skup na rynku wtórnym, w ramach otwartych aukcji i przetargów obligacji, emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, ułatwił szybkie uruchomienie wsparcia finansowego dla firm i gospodarstw domowych.

Sprawną reakcją instytucjonalną miała ogromne znaczenie w procesie przezwyciężenia kryzysu. Ekonomiści podkreślają jednocześnie, że w znacznej mierze w uniknięciu głębokiego załamania pomogła struktura krajowej gospodarki, w której większe znaczenie niż w innych państwach europejskich ma przemysł.

Jak COVID-19 i wojna w Ukrainie wpłynęły na europejskie gospodarki

zmiany od IV kw. 2019 r. do III kw. 2023 r. (proc.)



* na podstawie kwartalnych zmian, opublikowanych przez Eurostat. Dane oczyszczone z efektów sezonowych i kalendarzowych, w cenach stałych. Dane o handlu detalicznym nie obejmują samochodów i motocykli

** ostatnie dane - II kw. 2023 r.

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Siła przemysłu

W tym sektorze powstaje u nas niemal 28 proc. wartości dodanej brutto (WDB). To najwyższy odsetek w naszym regionie i znacznie więcej niż w najbardziej rozwiniętych państwach Unii. Dla porównania w Niemczech, gdzie również przemysł jest bardzo ważny, jego udział w tworzeniu WDB to ok. 24 proc. We Francji przemysł odpowiada za ok. 13 proc. wartości dóbr i usług wytwarzanych w tych krajach.

Tymczasem pandemia i związane z nią zakazy oraz ograniczenia w prowadzeniu działalności uderzyły przede wszystkim w sektor usług. Szczególnie mocno ucierpiały te państwa, dla których duże znaczenie ma turystyka. Stąd w Polsce mniejsza niż w wielu innych europejskich państwach była skala spadku PKB w I połowie 2020 r., czego konsekwencją był mniejszy dystans do nadrobienia.

Mocnym punktem krajowego przemysłu jest jego różnorodność, co spowodowało, że nie ucierpiał on tak, jak np. niemiecki czy słowacki, gdzie dominującą branżą jest motoryzacja. Tę mocno dotknęło zerwanie w efekcie pandemii łańcuchów dostaw czy problemy z zaopatrzeniem w chipy, co również było jedną z konsekwencji zdrowotnego kryzysu.

Choć w kilku poprzednich miesiącach poziom produkcji przemysłowej w Polsce się obniżał, to i tak we wrześniu 2023 r., po wyrównaniu sezonowym, znajdowała się ona na poziomie o 21 proc. wyższym niż na koniec 2019 r. Dawało nam to miejsce w ścisłej czołówce UE pod tym względem. Natomiast w październiku produkcja sprzedana przemysłu wzrosła i była o 1,6 proc. wyższa w porównaniu z październikiem ub.r. W porównaniu z wrześniem br. wzrosła o 4,1 proc.

Wojenna inflacja

Światowa Organizacja Zdrowia ogłosiła 5 maja 2023 r., że globalny stan zagrożenia epidemicznego związany z COVID-19 minął. Jednak na gospodarkę przestały oddziaływać tylko niektóre ekonomiczne szkody spowodowane pandemią. Udało się np. naprawić globalne łańcuchy dostaw. Wyliczony przez oddział Fed w Nowym Jorku Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI – im niższa wartość GSCPI, tym mniej problemów z dostawami), uwzględniający szereg danych związanych z kosztami i terminowością dostaw towarów czy półproduktów krążących w globalnej gospodarce, wyrównał już najniższy w historii poziom z końca 2008 r.

Najważniejszymi negatywnymi konsekwencjami pandemii były historycznie głęboka recesja w 2020 r., której skutki w wielu krajach sięgnęły tego roku, oraz inflacja, wciąż silnie oddziałująca na globalną gospodarkę. W wielu krajach jej wzrost był w największym stopniu efektem zwiększonych wydatków rządowych i transferu środków do gospodarstw domowych w połączeniu z ultrałagodną polityką monetarną i ograniczeniem podaży dóbr w konsekwencji zerwania łańcuchów dostaw. U nas, jak ocenia wielu ekonomistów, inflację wywołały przede wszystkim czynniki zewnętrzne, odpowiedzialne za tzw. szoki popytowo-podażowe.

Notowany w 2023 r. w skali globalnej poziom inflacji jest w dużej mierze konsekwencją trwającej wojny w Ukrainie. Gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych zaczął się jednak już wiele miesięcy wcześniej, gdy Kreml zaczął szantażować Europę, ograniczając dostawy i windując ceny surowców, przede wszystkim energetycznych. Latem 2022 r. Rosja, która do tego momentu była najważniejszym dostawcą surowca, pokrywając ok. 37 proc. zapotrzebowania i 41 proc. importu, niemal wstrzymała dostawy gazu ziemnego do Unii

Europejskiej gazociągami, a Stary Kontynent stanął przed widmem długiej zimy z niedoborem ciepła i energii.

Wskaźniki inflacji wzrosły w wielu czołowych globalnych gospodarkach do najwyższych poziomów od wielu dziesięcioleci. Dotyczyło to strefy euro, Wielkiej Brytanii, a nawet USA. Ten trend nie ominął także Polski.

Problemy na Wschodzie i Zachodzie

Powszechna inflacja sprawiła, że zaczęły spadać realne dochody ludności. Doprowadziło to do recesji konsumenciej w pierwszej połowie 2023 r., wyrażającej się m.in. spadkiem, w ujęciu realnym, sprzedaży detalicznej. Wywołana wojną niepewność sprawiła, że gospodarstwa domowe zaczęły odkładać ważniejsze wydatki, takie jak zakupy mebli czy sprzętu AGD. Podobne trendy można było zaobserwować w niemal wszystkich europejskich gospodarkach.

Ponieważ popyt ze strony gospodarstw domowych był najważniejszym motorem napędowym wzrostu PKB w ostatnich latach, to ograniczenie przez nie wydatków oznaczało wyhamowanie koniunktury. W przypadku Polski, inaczej niż w czasie odrabiania strat po szoku wywołanym pandemią, wygląda też otoczenie zewnętrzne. Jednym z państw najmocniej dotkniętych konsekwencjami wojny są Niemcy, nasz największy partner handlowy, do którego trafia ponad jedna czwarta polskiego eksportu. Poprzedni rok Niemcy zakończyły spadkiem PKB o 0,4 proc. w ujęciu kwartalnym, a w 2023 r. największa gospodarka strefy euro pogrążyła się w stagnacji, notując kwartalne zmiany od -0,1 do 0,1 proc. W najnowszej aktualizacji prognoz ekonomicznych, opublikowanej w listopadzie, Komisja Europejska oceniła, że PKB naszych zachodnich sąsiadów spadnie w tym roku o 0,3 proc. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego Niemcy będą jedynym państwem w grupie G7, które zanotuje spadek PKB. W 2024 r. według Komisji Europejskiej nastąpi odbicie, ale tylko o 0,8 proc.

Potwierdzeniem trudnych warunków zewnętrznych dla krajowej gospodarki był spadek eksportu dóbr i usług w II kw. 2023 r. o 2,7 proc. w ujęciu rocznym, w cenach stałych. Po raz ostatni spadek eksportu, nie licząc pandemii, Polska zanotowała w 2009 r., w czasie poprzedniego globalnego kryzysu.

Powrót na właściwe tory

W opinii ekonomistów apogeum spowolnienia w Polsce przypadło pod koniec I kw. lub na początku II kw. W kolejnym 3-miesięcznym okresie PKB zwiększył się o 1,4 proc. w porównaniu z poprzednim kwartałem, co jest najlepszym wynikiem w UE. W ujęciu rocznym wzrost gospodarczy wyniósł 0,5 proc.

Spadająca inflacja (w październiku wyniosła 6,6 proc., najmniej od ponad dwóch lat), przy dwucyfrowym tempie wzrostu wynagrodzeń, sprawia, że rosną realne dochody gospodarstw domowych i jednocześnie poprawiają się nastroje konsumenciej. Sugeruje to, że w II połowie 2023 r. nasza gospodarka zaczęła wracać na właściwe tory. W ostatniej prognozie Komisji Europejskiej analitycy przewidują, że w przyszłym roku zwiększy się ona aż o 2,7 proc., zdecydowanie bardziej niż będzie wynosił wzrost PKB w innych krajach. Średnia dla UE na 2024 r. w listopadowej aktualizacji wynosi 1,3 proc., dla strefy euro – 1,2 proc. W Hiszpanii, która była liderem wzrostów w tym roku, w przyszłym wzrost gospodarczy ma wynieść 1,7 proc.

” Spadająca inflacja (w październiku wyniosła 6,6 proc., najmniej od ponad dwóch lat), przy dwucyfrowym tempie wzrostu wynagrodzeń, sprawia, że rosną realne dochody gospodarstw domowych i jednocześnie poprawiają się nastroje konsumenciej

Różnorodność siłą polskiego eksportu

Na koniec III kw. 2023 r. wartość sprzedanych w ciągu roku za granicą polskich towarów i usług osiągnęła rekordową wartość ponad 430,5 mld euro. W odniesieniu do 2019 r. nastąpił wzrost aż o 52 proc.

Rok 2019 jest ważnym punktem odniesienia, bo w kolejnych latach miały miejsce trzy istotne wydarzenia, które negatywnie wpłynęły na handel międzynarodowy. Na początku 2020 r. Unię Europejską opuściła Wielka Brytania, następnie gospodarke sparaliżowała na kilka miesięcy pandemia koronawirusa, a na początku 2022 r. Rosja dokonała agresji na Ukrainę.

Brexit i wojna w Ukrainie dotyczyły państw, które znajdowały się wśród 10 najważniejszych rynków dla krajowego eksportu. W efekcie wyjścia Wielkiej Brytanii z UE znaczenie tego kraju dla polskiego eksportu nieznacznie spadło. W 2019 r. do Wielkiej Brytanii kierowaliśmy 6 proc. sprzedawanych za granicą towarów i był to trzeci co do wielkości rynek eksportowy Polski.

W bieżącym roku miejsce na podium zajęła Francja, „przejmując” część udziałów Wielkiej Brytanii. Warto jednak zwrócić uwagę, że w ujęciu wartościowym eksport do Wielkiej Brytanii w pierwszych dziewięciu miesiącach 2023 r. był wyższy niż w analogicznym okresie 2019 r. o ok. 20 proc. Niemcy, dla których Wielka Brytania również jest jednym z najważniejszych partnerów eksportowych, obecnie sprzedają na tamtejszym rynku towary o niższej wartości niż przed czterema laty.

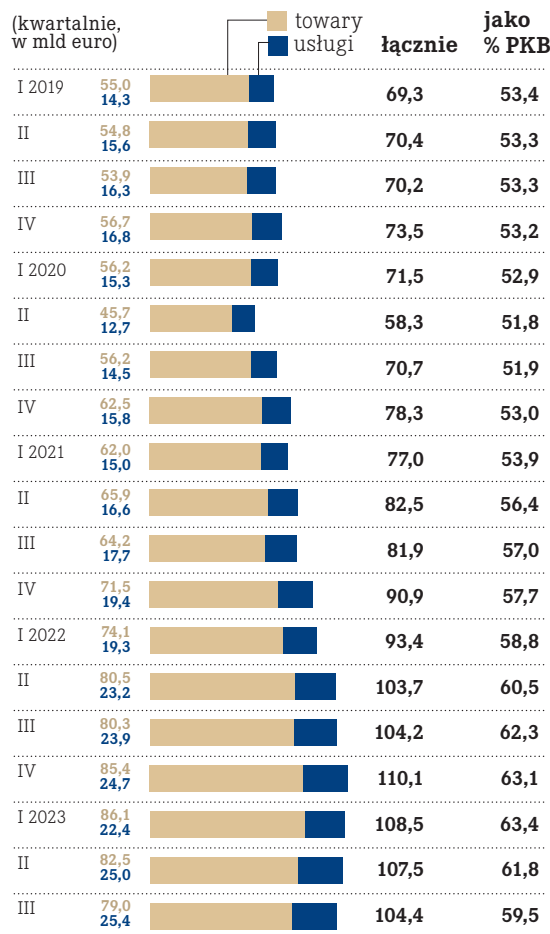
Innym przykładem eksportowego sukcesu Polski jest rosnąca sprzedaż na rynek niemiecki. W ostatnich latach Polska wyprzedziła Francję pod względem wartości sprzedanych w Niemczech towarów, choć wymiana handlowa między dwoma najważniejszymi państwami strefy euro ma dużo dłuższą tradycję, a dodatkowo posługują się one tą samą walutą. Jak wynika z danych niemieckiego urzędu statystycznego, w zeszłym roku wartość importu z Polski wyniosła 77,4 mld euro. Więcej Niemcy kupują jedynie w Chinach, Holandii i Stanach Zjednoczonych.

Jednym z ważnych czynników sukcesu krajowego eksportu jest jego różnorodność. UNCTAD, jedna z agend Organizacji Narodów Zjednoczonych, co roku wylicza indeksy koncentracji pokazujące, jak rozkłada się eksport danego państwa na poszczególne grupy towarów. W ostatnich latach Polska regularnie pojawiała się w czołówce takich zestawień, a biorąc pod uwagę dane za 2022 r., znalazła się na pierwszym miejscu na świecie. Oznacza to, że krajowy eksport nie jest w istotnym stopniu zależny od żadnej pojedynczej grupy towarów. Dla przykładu, w dolnych rejonach zestawienia obejmującego państwa europejskie znajduje się Słowacja, która eksportuje głównie samochody i części do nich, a najgorzej pod względem zróżnicowania eksportu wypada na Starym Kontynencie Norwegia sprzedająca za granicę ropę i gaz.

Krajowy eksport rośnie w ostatnich latach nie tylko w ujęciu nominalnym, lecz także coraz większe jest jego znaczenie dla krajowej gospodarki, mierzone relacją eksportu do PKB.

W 2019 r. eksport stanowił równowartość 53 proc. wszystkich finalnych dóbr i usług wytworzonych w Polsce. Na koniec marca 2023 r. zrealizowany w ciągu 12 miesięcy eksport stanowił równowartość 63,4 proc. PKB. To rekordowa dotychczas wartość wskaźnika. Spowolnienie wzrostu gospodarczego na głównych polskich rynkach eksportowych, przede wszystkim w Niemczech i Wielkiej Brytanii, ograniczyło popyt na polskie towary i usługi. W II i III kw. wartość eksportu w dalszym ciągu rosła w ujęciu rocznym, ale dużo wolniej niż PKB. Stąd spadek wskaźnika eksport/PKB poniżej 60 proc. na koniec września 2023 r.

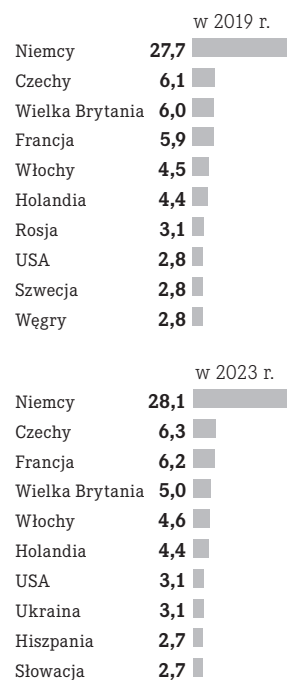
Polski eksport*



* dla III kw. 2023 r. dane mają charakter szacunków - zostały policzone na podstawie miesięcznych wartości eksportu. Wskaźnik Eksport/PKB policzono dla danych za cztery kolejne kwartały. Wartość PKB w III kw. 2023 r. oszacowano na podstawie wstępnych danych GUS

Najważniejsze rynki

Udział państw w eksporcie towarów** (proc.)



** dane z 2023 r. obejmują okres od stycznia do września

Źródło: GUS



O stan państwowej kasy nie musimy się martwić

Część ekonomistów mówi o niekontrolowanym narastaniu zadłużenia państwa, inni przekonują, że nie ma powodów do niepokoju, a polski dług jest jednym z mniejszych w Unii Europejskiej w relacji do PKB.

O zadłużaniu Polski „jak za Gierka” wielu ekonomistów mówiło za rządów Platformy Obywatelskiej i Polskiego Stronnictwa Ludowego, dziś takie pretensje padają pod adresem ekipy rządowej Zjednoczonej Prawicy. To ciężki zarzut, bo zaciągnięte w latach 70. XX w. długi skończyliśmy spłacać dopiero u progu transformacji ustrojowej – w 2012 r. i to po ich redukcji przez wierzycieli o połowę.

Tyle że to były zupełnie inne kwoty i zupełnie inna sytuacja. W 1980 r. zadłużenie zagraniczne w walutach wymiennalnych osiągnęło poziom 24,1 mld dol. (66,3 mld dol. według cen z 2011 r.). W 1989 r., po wstrzymaniu obsługi na początku lat 80., dług zagraniczny spuchł do 42,3 mld dol. (77,4 mld w cenach z 2011 r.).

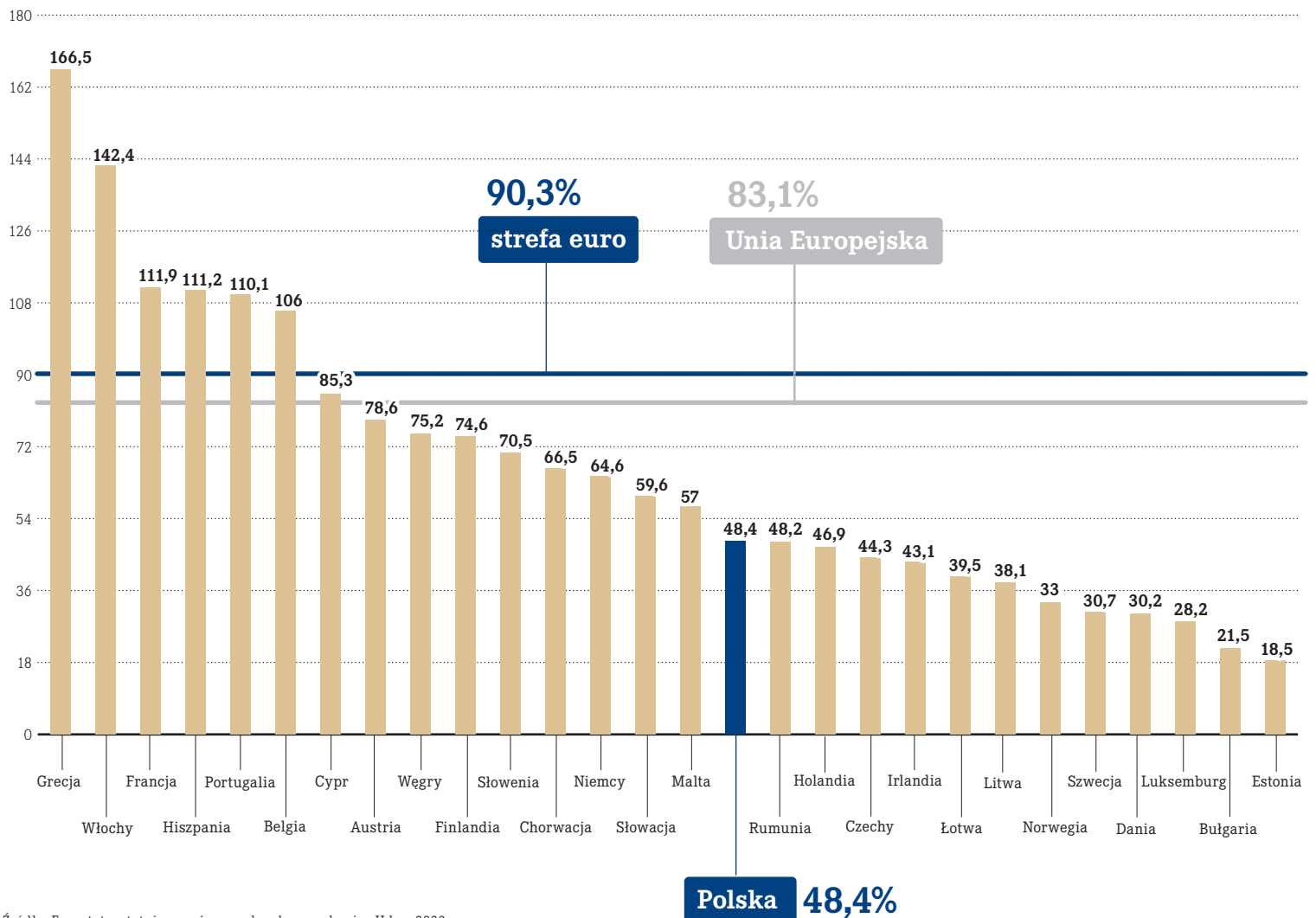
Więcej, ale nie dużo

W porównaniu z obecnym stanem wydaje się to mało znaczącą kwotą, bo według danych Ministerstwa Finansów z koń-

ca października zadłużenie Skarbu Państwa (SP) w ostatnim dniu września wynosiło 1,305 bln zł, wobec 1,278 bln zł na koniec sierpnia. W kraju rząd pożyczył ponad 1 bln zł, a dług w walutach obcych wyniósł niespełna 300 mld zł.

Na poziomie retorycznym nawiązanie do Gierka może wydawać się uzasadnione, ale nawet najbardziej krytyczni ekonomiści nie porównują obecnej sytuacji ze słuszną minioną epoką. Nie tylko kwoty, lecz także okoliczności są zupełnie inne. Długi PRL, najprościej rzecz ujmując, były zaciągane na podstawie umów rządu z innymi rządami lub bankami. Obecnie wskaźnik zadłużenia obejmuje cały sektor finansów publicznych, w tym np. samorządy dysponujące dużą samodzielnością finansową. Komunistyczny PRL nie był obecny na rynkach finansowych, a złoty nie był walutą wymienną, w związku z czym rząd, chcąc spłacać długi w dolarach, musiał pozyskać „twardą” walutę, sprzedając coś za nią za granicą. A z tym był problem, bo poza węglem niewiele polskich towarów cieszyło się zainteresowaniem w tzw. krajach dewizowych.

Dług publiczny jako proc. PKB



Źródło: Eurostat, ostatnie popróbowalne dane na koniec II kw. 2023 r.

Znaczenie obligacji

Dziś zadłużenie na poziomie państwa, podobnie jak w innych krajach, wynika z wyemitowanych obligacji. Większość z nich jest denominowana w złotych, chociaż zdarzają się emisje na obce rynki w euro, dolarach, a nawet np. we frankach szwajcarskich czy w japońskich jenach. Rządowe papiery kupują zagraniczni i krajowi inwestorzy, wśród których są banki i inne instytucje finansowe, ale też zwykli obywatele. Obligacje oszczędnościowe cieszą się dużym zainteresowaniem Polaków – w ostatnich miesiącach resort finansów sprzedawał obywatelom papiery po ok. 5 mld zł.

Dług ma zatem nie tylko zupełnie inną strukturę, lecz także znacznie bardziej elastyczna jest jego obsługa – nie trzeba zbierać pieniędzy na kolejne raty, gdy przychodzi termin wykupu danej serii obligacji, można zrolować dług, tzn. przeprowadzić następną emisję. Oczywiście jest to możliwe, dopóki kraj cieszy się zaufaniem rynków i inwestorzy nie żądają zbyt wysokiej premii za ryzyko, co znacznie zwiększyłoby koszty obsługi długu. Na szczęście Polska wciąż się takim zaufaniem cieszy i nic nie wskazuje, by miała przestać.

Relatywnie mało

Ważniejsza niż nominalny poziom zadłużenia, który stale rośnie, jest zdolność do jego obsługi. Najprostszym wskaźnikiem jest relacja do PKB. I tu prezentujemy się zdecydowanie lepiej. Jak podało 11 września br. w czwartym raporcie o zadłużeniu sektora finansów publicznych Ministerstwo Finansów dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniósł na

koniec II kw. 48,4 proc. PKB. To znacznie mniej od średniego poziomu w UE. Większość państw Unii ma obecnie wyższe zadłużenie. W sześciu przypadkach jest to ponad 100 proc. PKB. Aż 13 krajów jest winnych wierzycielom więcej niż 60 proc., które jest górną granicą wskazaną w tzw. kryteriach z Maastricht. W Polsce taki próg jest zapisany w konstytucji.

Nasz rezultat wygląda szczególnie dobrze, jeśli wziąć pod uwagę gospodarcze turbulencje ostatnich lat. W 2020 r. poziom długu w relacji do PKB wzrósł do 57,2 proc. z 45,7 proc. rok wcześniej. To oczywiście przede wszystkim skutek pandemii, którą gospodarka przyplaciła potężnym wyhamowaniem, a jednocześnie wzrosły finansowane długiem wydatki na różne tarcze osłonowe.

Sytuacja jest pod kontrolą i powodów do alarmu nie ma, ale warto zachować czujność. W najbliższych latach dług będzie rósł chociażby ze względu na zawarte i zapowiadane kontrakty zbrojeniowe czy koszty inwestycji w transformację energetyczną. Zgodnie z prognozą rządową zawartą w najnowszej Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2024–2027 relacja długu publicznego w ujęciu unijnym ma przy tym pozostać poniżej progu 60 proc. PKB. Wzrosną także odsetki od tego zadłużenia, ale w niewielkim stopniu. Strategia przewiduje wzrost kosztów obsługi długu Skarbu Państwa z 1,8 proc. PKB w 2023 r. do 1,9–2,0 proc. PKB w latach 2026–2027.

Jednocześnie wiele wskazuje na to, że gospodarka wkrótce wróci na ścieżkę szybkiego wzrostu, co zwiększy wpływ do państwowej kasy, ograniczy potrzeby pożyczkowe i ułatwi regulowanie zaciągniętych wcześniej zobowiązań. SA

”Sytuacja jest pod kontrolą i powodów do alarmu nie ma, ale warto zachować czujność. W najbliższych latach dług będzie rósł chociażby ze względu na zawarte i zapowiadane kontrakty zbrojeniowe czy koszty inwestycji w transformację energetyczną



Firmy zarabiają mimo globalnego pogorszenia się koniunktury

Po załamaniu w czasie pandemii, od początku 2021 r. w przedsiębiorstwach działających w Polsce trwa dobra passa.

Łączny zysk netto działających w Polsce przedsiębiorstw niefinansowych, zatrudniających 50 i więcej osób w II kw. 2023 r. wyniósł 75,3 mld zł – podaje Główny Urząd Statystyczny. Mimo spowolnienia, które na dobre zagościło w światowej gospodarce, wynik był tylko o 350 mln zł niższy niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Wówczas padł kwartalny rekord – firmy w ciągu trzech miesięcy zarobiły 75,7 mld zł.

Świeższe dane pochodzą ze spółek giełdowych, bo część z nich opublikowała już raporty za III kw. 2023 r. Widać w nich skutki osłabienia koniunktury, którego symptomy pojawiły się już w II kw. Zyski wielu spółek są nadal imponujące, ale słabsze od rekordowych wyników z końca 2022 r. i początku 2023 r.

Postpandemiczny skok

Ostatnie znaczące pogorszenie wyników krajowych przedsiębiorstw było związane z pandemią. Administracyjne zamknięcie części gospodarki i wprowadzone ograniczenia w prze-

mieszczaniu się ludności sprawiły, że łączny zysk średnich i dużych przedsiębiorstw spadł w I kw. 2020 r. do niecałych 19 mld zł. Jeszcze wyraźniejsze było tąpnięcie w wynikach spółek notowanych na warszawskiej giełdzie, które na początku 2020 r. zarobiły łącznie niecały 1 mld zł. Wprawdzie gorzej, z punktu widzenia wyników finansowych, giełdowe spółki wypadły w ostatnim kwartale 2019 r., ale to było związane przede wszystkim ze znaczną korektą wartości aktywów firm energetycznych.

Wpływ na spadek zysków firm w 2020 r. miały nie tylko czynniki lokalne. Jedną z istotnych konsekwencji pandemii była mocna przecena na rynku surowcowym. Choć przeważnie miała ona charakter krótkoterminowy, to jednak obniżyła wyniki ważnego dla krajowej gospodarki przemysłu wydobywczego. Ograniczenie mobilności na całym świecie w istotnym stopniu zmniejszyło popyt na ropę i wytwarzane z niej produkty, zmniejszając zyski koncernów paliwowych, mających istotny wkład w łączne wyniki krajowych przedsiębiorstw.

Jednak po przetrwaniu 2020 r., także dzięki pomocy państwa, w następnych latach zyski przedsiębiorstw zaczęły szybko rosnąć, na co miało wpływ kilka kluczowych czynników. Jednym z ważniejszych były dodatkowe oszczędności zgromadzone przez konsumentów. Z historycznych statystyk wynika, że w trakcie ekonomicznych kryzysów istotnie rośnie skłonność do oszczędzania. W roku 2020 tę zależność było widać szczególnie silnie, bo pandemia sprawiła, że zostały ograniczone możliwości wydawania pieniędzy. W Polsce stopa oszczędności podskoczyła z 3–4 proc. w latach 2018–2019 do nawet ponad 20 proc. na początku 2020 r. i przez kilka kwartałów utrzymywała się na podwyższonym poziomie. Od 2021 r. gospodarstwa domowe zaczęły te nadwyżkowe oszczędności wydawać, zwiększając popyt na towary i usługi.

Jednocześnie jedną z ważnych konsekwencji pandemii było zerwanie łańcuchów dostaw, co ograniczyło podaż wielu towarów na rynku. Z jednej strony zwiększony popyt, a z drugiej ograniczona dostępność produktów sprawiły, że firmy mogły istotnie podnieść swoje marże. Ten trend jest widoczny od I kw. 2021 r., w którym łączne zyski krajowych przedsiębiorstw wzrosły do rekordowego wówczas poziomu 47 mld zł i były o ponad 50 proc. wyższe niż kwartał wcześniej.

Relacja zysku na sprzedaży do przychodów, czyli różnicy między przychodami z podstawowej działalności a kosztami, po raz pierwszy sięgnęła wówczas 6 proc. Wskaźnik ten od dziesięciu kolejnych kwartałów utrzymuje się przynajmniej na poziomie 5 proc. Średnio w tym okresie wynosił 5,9 proc. Dla porównania w latach 2019–2015 średnia marża na sprzedaży wynosiła 4,7 proc. i tylko w pojedynczych kwartałach przekraczała 5 proc. Oznacza to, że nawet w okresie gospodarczego spowolnienia, w jakim krajowa gospodarka znajduje się od II kw. 2022 r., firmy są w stanie narzucać swoim odbiorcom wysokie marże.

Surowcowe rekordy

Wysyp rekordów w wynikach krajowych przedsiębiorstw przyniósł poprzedni rok. Jedną z konsekwencji rosyjskiej agresji na Ukrainę na początku roku było gwałtowne przyspieszenie wzrostu cen surowców znajdujących się w trendach wzrostowych z reguły już od połowy 2020 r. Cena baryłki ropy Brent osiągnęła w pierwszej połowie zeszłego roku 120 dol., choć dwa lata wcześniej znajdowała się poniżej 20 dol. W połączeniu z obawami o dostawy paliw sprawiło to, że gwałtownie wzrosły marże i zyski koncernów paliwowych.

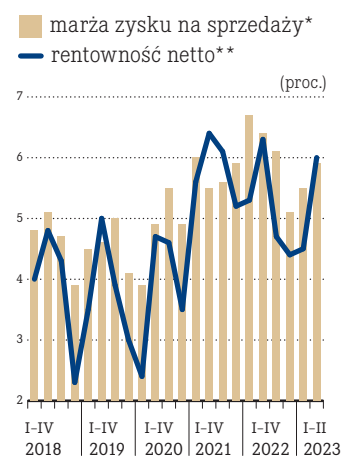
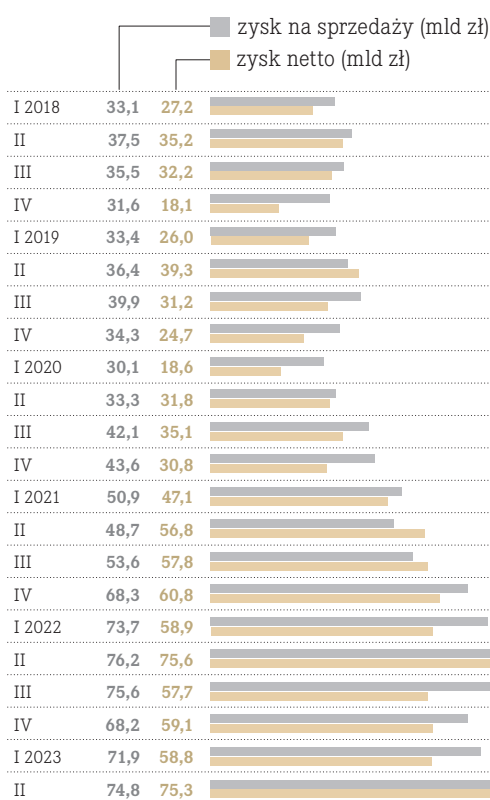
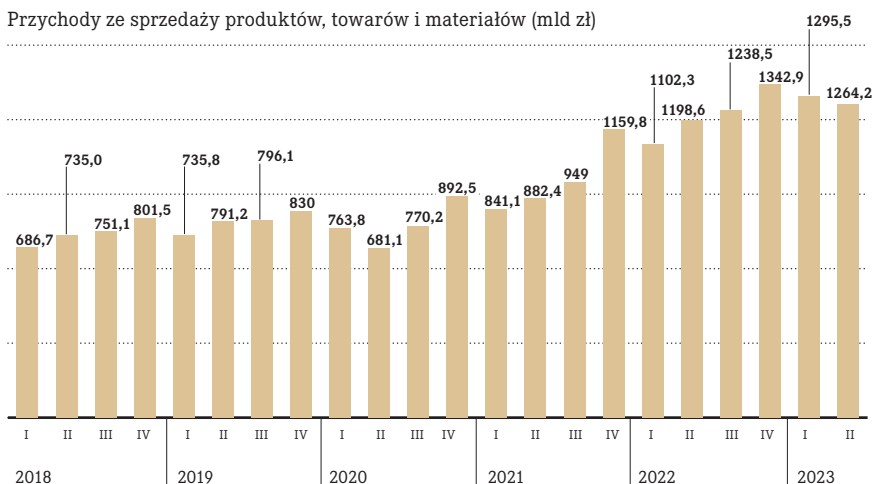
PKN Orlen, największa firma w naszym regionie Europy, zarobiła w 2022 r. 33,5 mld zł, co jest najlepszym wynikiem w historii krajowej gospodarki. Część wyniku była efektem fuzji Orlenu z zajmującym się przetwarzaniem ropy Lotosem oraz spółką PGNiG, liderem krajowego rynku gazu. Poprzedni rekord rocznego zysku krajowej firmy wynosił 11,1 mld zł i należał wspólnie do Orlenu (w 2022 r.) i KGHM (w 2011 r.). W kolejnych kwartałach 2023 r. zyski paliwowej spółki spadają, bo ekstremalnie sprzyjające w poprzednim roku spółkom paliwowym warunki rynkowe stopniowo normalizują się. W III kw. br. zysk netto Orlen wyniósł niecałe 3,5 mld zł, najmniej od pierwszych trzech miesięcy 2022 r.

Skok cen surowców sprawił, że na plusie znalazły się sektory gospodarki mające z reguły problemy z wypracowywaniem zysków, takie jak górnictwo. Notowana na GPW Jastrzębska Spółka Węglowa, producent węgla koksującego i koksu, zarobiła w 2022 r. 7,6 mld zł, najwięcej w swojej historii. Zyski liczone w miliardach złotych w latach 2021 i 2022 osiągnął KGHM, jeden z czołowych producentów miedzi na świecie. Podobnie jak w sektorze paliwowym, również w firmach surowcowych zyski znacząco się skurczyły w 2023 r. W II kw. KGHM zarobił 231 mln zł, a w III kw. – 434 mln zł, co oznacza spadek w ujęciu rocznym odpowiednio o 90 i 60 proc.

Wyniki finansowe firm

Krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe

Przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów (mld zł)



* zysk na sprzedaży (nadwyżka przychodów z podstawowej działalności nad kosztami, bez kosztów finansowych) w relacji do przychodów z podstawowej działalności

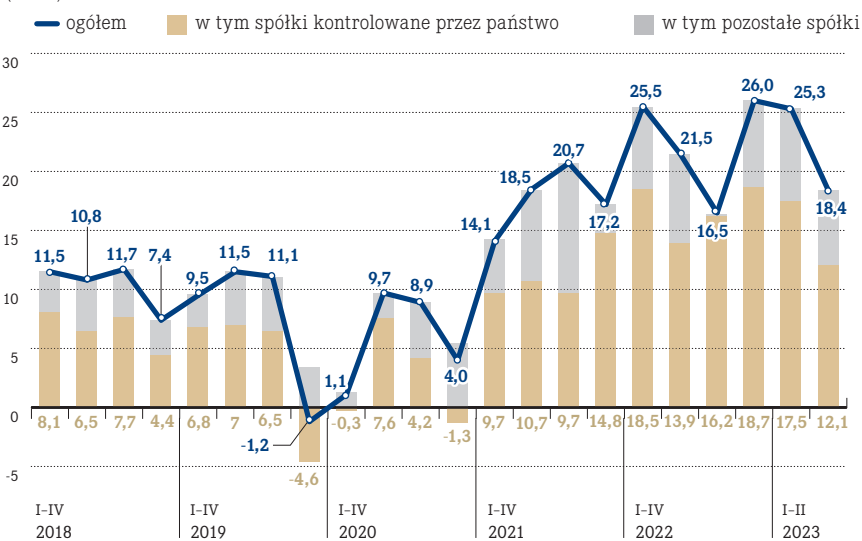
** relacja zysku netto do przychodów z podstawowej działalności

*** suma zysków ponad 300 spółek wchodzących w skład indeksu WIG-Poland (firm zarejestrowane i działające w Polsce)

Źródło: GUS, Notoria

Zyski spółek giełdowych***

(mld zł)





Wojna w Ukrainie wykreowała korzystne warunki dla niektórych krajowych firm, także dlatego, że jej konsekwencją były sankcje eliminujące z rynku rosyjskie produkty. Na przykład wprowadzony zakaz importu stali był jednym z czynników, który sprawił, że rekordowy zysk w 2022 r. (569 mln zł) zanotował Cognor, czołowy krajowy producent stali. Także w tej branży w 2023 r. zyski są już znacznie niższe.

Dobra passa trwa

Z kolei napływ uchodźców z Ukrainy zwiększył popyt ze strony konsumentów, przede wszystkim na towary podstawowe. Przyczyniło się to do rekordowych zysków takich firm jak Dino Polska. W zeszłym roku spółka zanotowała 1,1 mld zł zysku netto, a kolejne kwartalne rekordy Dino ustanawia także w 2023 r. Przez trzy miesiące, od lipca do września, spółka zarządzająca siecią ponad 2,2 tys. sklepów, zarobiła „na czysto” 424 mln zł, o jedną czwartą więcej niż przed rokiem.

W sektorze finansowym trend w wynikach jest wzrostowy, bo podniesienie stóp procentowych przez walczącą z inflacją Radę Polityki Pieniężnej pozwoliło bankom zwiększyć marże kredytowe i zyski. I choć cykl podwyżek zakończył się ponad rok temu, a RPP zdążyła już na posiedzeniach we wrześniu i w październiku stopy obniżyć, to zmiany kosztów pieniądza podbijały wyniki banków w porównaniach rocznych. W każdym z dwóch wcześniejszych kwartałów łączny zysk giełdowego sektora finansowego przekraczał 8 mld zł i był najwyższy w historii. W ostatnim raportowanym okresie większość instytucji kontynuowała rekordową serię. W III kw. 2023 r. najwięcej w historii zarobiły dwa największe krajowe banki

pozostające pod kontrolą państwa – PKO BP i Pekao, czy instytucje prywatne, jak ING BSK oraz Santander BP.

GUS dopiero opublikuje zbiorcze wyniki działających w Polsce firm w III kw., więc nie można stwierdzić, czy także w szerszej zbiorowości krajowych przedsiębiorstw będzie widać okresowe wyhamowanie. Można natomiast przypuszczać, że utrzymanie zysków na najwyższym w historii poziomie w II kw. 2023 r. to wciąż w pewnym stopniu pochodną toczonej się w Ukrainie wojny. Sugerują to na przykład najwyższe w historii zyski w handlu i naprawie pojazdów (17,3 mld zł w ciągu trzech miesięcy) czy zwiększenie zysków w transporcie i magazynowaniu do 4,3 mld zł.

Więcej pracy, wyższe zarobki

Pochodną rekordowych wyników krajowych przedsiębiorstw są korzystne statystyki opisujące krajowy rynek pracy. Choć tempo wzrostu liczby osób pracujących wyhamowało w ostatnich miesiącach w związku z pogorszeniem się globalnej koniunktury, to wciąż zatrudnienie utrzymuje się blisko najwyższych w historii poziomów, dzięki czemu z bezrobociem poniżej 3 proc. (według metodologii BAEL) plasujemy się w ścisłej europejskiej czołówce.

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw od lutego 2022 r. nieprzerwanie rośnie w dwucyfrowym tempie. We wrześniu było to 10,3 proc., licząc rok do roku, a w październiku 12,4 proc., co oznacza realny wzrost płac. Wartość opublikowana przez GUS jest bowiem wyższa niż wskaźnik inflacji, który we wrześniu wynosił 8,2 proc., a w październiku spadł już do zaledwie 6,6 proc. JO

” W sektorze finansowym trend w wynikach jest wzrostowy, bo podniesienie stóp procentowych przez walczącą z inflacją Radę Polityki Pieniężnej pozwoliło bankom zwiększyć marże kredytowe i zyski. I choć cykl podwyżek zakończył się ponad rok temu, a RPP zdążyła już na posiedzeniach we wrześniu i w październiku stopy obniżyć, to zmiany kosztów pieniądza podbijały wyniki banków w porównaniach rocznych



Polska realizuje największy w historii proces transformacji

Najbliższe 2–3 dekady będą stały pod znakiem odchodzenia od paliw kopalnych przy wytwarzaniu energii na rzecz źródeł bezemisyjnych takich jak fotowoltaika, elektrownie wiatrowe czy wreszcie atom. Koszty są szacowane na setki miliardów złotych.

Nikt chyba nie ma wątpliwości, że musimy chronić klimat i zmniejszać wpływ działalności człowieka na środowisko naturalne. Trwają natomiast dyskusje o tempie działań proekologicznych. Jak to zrobić, by koszty – przede wszystkim społeczne – nie przewyższyły korzyści i by strach przed nimi nie zablokował całego procesu?

Kolejne odsłony polityki klimatycznej Unii Europejskiej stawiają przed krajami członkowskimi coraz ambitniejsze cele. W przypadku Polski skala wyzwań jest szczególnie duża, bo

nasza energetyka ze względów historycznych jest oparta na węglu. Jego udział w tzw. miksie energetycznym jest wysoki, bo surowiec był zawsze dostępny i relatywnie tani do pozyskania. W odróżnieniu od krajów skandynawskich nie mamy odpowiednich warunków naturalnych do rozwoju energetyki wodnej, a w okresie komunizmu budowanie energetyki jądrowej było niemile widziane przez „Wielkiego Brata”. Teraz ten kierunek jest otwarty. Postawiliśmy też na fotowoltaikę i wiatr, ale wciąż jesteśmy na początku drogi do bezemisyjnej energetyki. Podążanie nią będzie się wiązało z potężnymi nakładami.

Prawo wielkich liczb

Z raportu „Polska ścieżka transformacji energetycznej”, przygotowanego przez Polski Komitet Energii Elektrycznej i firmę doradczą EY, wynika, że Polska zrealizowała unijne cele wyznaczone na 2020 r., ograniczając całkowitą emisję gazów cieplarnianych o 20 proc. w porównaniu z 1990 r. Udział OZE w końcowym zużyciu energii wzrósł do ok. 16,1 proc., przekraczając cel wyznaczony przez UE na poziomie 15 proc.

Zgodnie z rządowymi założeniami do 2049 r. jest planowane w Polsce odejście od wydobycia węgla, co będzie stanowić duże wyzwanie finansowe, ale też będzie wymagać gruntownych i kosztownych przemian społeczno-ekonomicznych głównych regionów górniczych.

Według szacunków BloombergNEF inwestycje w transformację polskiego mixu energetycznego mogą sięgnąć 100–120 mld euro do 2030 r. Zbliżone wyliczenia podają analitycy EY, według których nakłady na transformację sektora energetycznego z uwzględnieniem działań osłonowych do 2030 r. mogą wynieść 135 mld euro, czyli ok. 600 mld zł.

W dłuższej perspektywie skala inwestycji i wyzwań polskiej energetyki dążącej do osiągnięcia zeroemisyjności będzie jeszcze większa – według wyliczeń zawartych w raporcie EY do 2050 r. może sięgnąć nawet 200 mld euro, czyli ponad 900 mld zł. W pierwotnej wersji „Polityki energetycznej Polski do 2040 r.” (PEP 2040) koszty transformacji energetycznej w latach 2021–2040 zostały oszacowane na ok. 1,6 bln zł. PEP 2040 jest jednak w trakcie kompleksowej aktualizacji.

Polityka energetyczna Polski zakłada m.in., że w 2030 r. udział OZE w końcowym zużyciu energii brutto wyniesie co najmniej 23 proc.: nie mniej niż 32 proc. w elektroenergetyce (głównie będzie to energetyka wiatrowa i fotowoltaika), 28 proc. w ciepłownictwie, 14 proc. w transporcie (z dużym wkładem elektromobilności). W przypadku energetyki wiatrowej na morzu moc zainstalowana ma osiągnąć ok. 5,9 GW w 2030 r. i do ok. 11 GW w 2040 r., a w fotowoltaice ok. 5–7 GW w 2030 r. i ok. 10–16 GW w 2040 r.

Szczególną rolę w procesie transformacji będzie miał atom. 27 września Polskie Elektrownie Jądrowe oraz amerykańskie firmy Westinghouse i Bechtel podpisały umowę na zaprojektowanie pierwszej elektrowni jądrowej w Polsce, która powstanie w lokalizacji Lubiątko-Kopalino. „Dzisiaj Polska otwiera nowy rozdział w energetyce jądrowej. Tak jak wiek XX należał do węgla, ropy, tak wiek XXI należy do atomu” – stwierdził przy tej okazji premier Mateusz Morawiecki. „Nie możemy ryzykować stabilności systemu energetycznego, stabilności całej naszej gospodarki w oparciu o niestabilne źródła energii. Jedynym czystym, stabilnym źródłem energii, które jest zweryfikowane co do bezpieczeństwa, jest energetyka jądrowa” – mówił Mateusz Morawiecki.

W 2033 r. ma zostać uruchomiony pierwszy blok elektrowni o mocy ok. 1–1,6 GW. Kolejne mają zaczynać działać co 2–3 lata, a cały program jądrowy zakłada budowę sześciu bloków o łącznej mocy od 6 do 9 MW.

Skąd pieniądze?

Zgodnie z szacunkami ze wspomnianego raportu PKEE i EY potencjał inwestycyjny czterech największych grup energetycznych, tj. PGE, Enei, Tauronu i Energi, w latach 2021–2030 – z uwzględnieniem bezpiecznego, lecz już wysokiego poziomu zadłużenia – wynosi prawie 29 mld euro. Wyceny te zostały oparte na zaktualizowanej sytuacji ekonomicznej spółek, analizie ich planów inwestycyjnych i związanych z nimi dodatkowych przepływów pieniężnych. Oznacza to, że

nawet po uwzględnieniu wielkiego zaangażowania wszystkich pozostałych uczestników rynku (a nie zapominajmy przy tym o potencjale Orlenu) w modernizację sektora pozostaje do zapewnienia znacząca luka inwestycyjna.

Pewną ulgę mogą przynieść środki europejskie. Jak wskazuje Polski Instytut Ekonomiczny w unijnym planie finansowym na lata 2021–2027 środki na realizację celów klimatycznych zostały alokowane w Europejskim Funduszu Rozwoju Regionalnego (EFRR), Funduszu Spójności (FS) i Funduszu Sprawiedliwej Transformacji (FST). W ich ramach Polska miałaby dostać z UE w latach 2021–2027 w sumie 26,6 mld euro na transformację energetyczną. Tym samym byłibyśmy największym beneficjentem wśród państw członkowskich, otrzymując prawie 25 proc. wszystkich unijnych środków przeznaczonych na ten cel.

Skala wyzwań jest tak ogromna, że krajowy sektor bankowy może mieć problemy z ich sfinansowaniem – ostatnie lata naznaczone problemem ryzyka prawnego związanego z kredytami frankowymi skutkującym koniecznością zawiązywania miliardowych rezerw ograniczyły zdolność banków do odtwarzania kapitałów, by móc w wystarczającym stopniu zaspokajać finansowe potrzeby gospodarki.

„Relatywna siła polskiego sektora bankowego jest zbyt mała. Banki mają zbyt małe kapitały i zbyt małe aktywa. To częściowo jest wynikiem sukcesu polskich firm w ostatnich latach. Gospodarka rozwijała się w bardzo szybkim tempie, kapitalizacja sektora bankowego i budowa aktywów za tym nie nadążyła” – mówił wiceprezes Banku Pekao Jerzy Kwiecieński podczas XXXII Forum Ekonomicznego w Karpaczu.



Podkreślił, że Polska stoi przed potężnym wyzwaniem, jakim jest finansowanie ESG, a w szczególności transformacja energetyczna. Dodał, że w Polsce, gdzie gospodarka jest oparta na węglu, będzie to największe wyzwanie w całej UE. Jego zdaniem finansowanie tego procesu ze strony sektora bankowego będzie 2-, 3-krotnie za małe w stosunku do potrzeb.

Podobnego zdania jest prezes tego banku Leszek Skiba. „Polski sektor bankowy z obecnymi nadwyżkami kapitałowymi raczej nie będzie w stanie jednocześnie i w pełni sfinansować takich wyzwań, jak transformacja energetyczna polskiej gospodarki czy udział polskich firm w odbudowie Ukrainy” – mówił Skiba podczas 25. Banking Forum & 21. Insurance Forum.

„Jeśli weźmiemy osiem największych banków, to ich nadwyżka kapitałowa ponad kapitał strategiczny wynosi ok. 20 mld zł, co pozwala wykreować 150 mld zł kredytu. Wszystko wskazuje jednak na to, że skala zapotrzebowania na finansowanie w najbliższych latach będzie większa” – dodał.

NBP pomoże

Wsparcie dla istotnego elementu tego procesu – energetyki jądrowej – deklaruje Narodowy Bank Polski. „Ograniczenie roli węgla i emisji dwutlenku węgla w polskiej gospodarce, przy zachowaniu bezpieczeństwa energetycznego, wymaga dużego i stabilnego źródła energii, którym mogą być wyłącznie elektrownie jądrowe. Dla Polski inwestycje w energię jądrową będą stanowiły duże wyzwanie finansowe, ale jestem przekonany, że stawimy mu czoła” – pisał w 2021 r. Prezes NBP Adam Glapiński w miesięczniku opinii „Wszystko, co najważniejsze”. Szef banku centralnego zadeklarował, że w razie potrzeby wsparcia dla tego procesu udzieli także NBP, oczywiście, wykorzystując swoje instrumenty oraz działając zgodnie z mandatem – tłumaczył prof. Adam Glapiński.

We wsparcie angażują się również agendy rządowe. Na przykład MS Galleon GmbH, spółka należąca do Michała Sołowowa, otrzyma 500 mln euro (ponad 2,2 mld zł) finansowania z Banku

Gospodarstwa Krajowego. Środki przeznaczy m.in. na realizację programu budowy małych reaktorów jądrowych (SMR) oraz inwestycję w nowe linie produkcyjne spółki Grupy Barlinek. Okres spłaty zobowiązań wobec BGK sięga 10 lat.

BGK wesprze projekty MS Galleon, które obejmują inwestycje w zeroemisyjne źródła energii, a w szczególności działalność spółki Orlen Synthos Green Energy (OSGE). OSGE jest wspólnym przedsięwzięciem (joint venture) Michała Sołowowa i Grupy Orlen. Jego celem jest wsparcie procesu dekarbonizacji polskiej energetyki poprzez budowę małych reaktorów jądrowych BWRX-300.

Strukturalne otwarcie

Więszemu zaangażowaniu zagranicznych inwestorów ma służyć także operacja wydziałania aktywów węglowych z koncernów energetycznych do Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego. To o tyle istotne, że zdecydowana większość europejskich banków zrezygnowała z finansowania nie tylko inwestycji węglowych, lecz także udzielania finansowania koncernom, które mają w swoim portfolio aktywa węglowe. Uwolnienie polskich koncernów energetycznych od węglowego bagażu ułatwi im pozyskanie środków na energetyczną transformację.

W ocenie analityków agencji ratingowej Fitch postęp w projekcie NABE jest pozytywnym czynnikiem dla profilu kredytowego spółek energetycznych. Sprzedaż aktywów węglowych zmniejszy ryzyko biznesowe spółek, zwiększy ich zdolność do zaciągania zadłużenia, a także wpłynie korzystnie na ich profil ESG.

Polska weszła już na drogę wiodącą do niskoemisyjnej gospodarki i będzie nią w najbliższych dekadach podążać konsekwentnie, ale własnym tempem. Zdolności do finansowania tego procesu, który trzeba potraktować nie jako koszt, ale jako inwestycję, będą rosły wraz ze wzrostem gospodarczym, z bogactwem firm i Polaków. SA

» BGK wesprze projekty MS Galleon, które obejmują inwestycje w zeroemisyjne źródła energii, a w szczególności działalność spółki Orlen Synthos Green Energy (OSGE). OSGE jest wspólnym przedsięwzięciem (joint venture) Michała Sołowowa i Grupy Orlen. Jego celem jest wsparcie procesu dekarbonizacji polskiej energetyki poprzez budowę małych reaktorów jądrowych BWRX-300.



Wojsko na wielkich zakupach

Polska buduje najsilniejszą armię lądową w Europie. Trwający od kilku lat intensywny proces modernizacji i dozbrajania przybrał na sile po agresji Rosji na Ukrainę. Po październikowych wyborach parlamentarnych pojawiły się wątpliwości, czy proces ten będzie konsekwentnie kontynuowany.

Od najazdu Rosji na Ukrainę praktycznie nie było miesiąca, żeby minister obrony narodowej nie ogłaszał kolejnych zakupów czy kontraktów dla polskich producentów, które mają wzmocnić potencjał obronny polskiej, rozrastającej się również pod względem liczebności, armii. Wprowadzie intensywne dozbrajanie rozpoczęło się wcześniej, to jednak zmiana sytuacji geopolitycznej w związku z agresją wymusiła intensywniejsze zakupy. Nowoczesne samoloty, śmigłowce szturmowe i wielozadaniowe, broń raketowa, czołgi, wozy bojowe... W każdym z tych przypadków mówimy o wielomiliardowych kontraktach. Co do części z nich już w czasie kampanii wyborczej pojawiały się głosy krytyki. Politycy ówczesnej opozycji mówili o konieczności audytu, a być może wycofania się z części umów. Kwestionowano też założenia rządu PiS mówiące o zwiększeniu armii do 300 tys. żołnierzy.

Jednocześnie w listopadowym sondażu dla DGP i RM FM ponad 70 proc. ankietowanych Polaków opowiedziało się za kontynuacją dużych wydatków na wojsko, a jedynie 17,7 proc. zadeklarowało, że są temu przeciwni.

Z jednej strony wzmoczone zakupy to efekt wniosków wyciągniętych z przebiegu wojny w Ukrainie i konieczność wzmocnienia sił zbrojnych oraz dostosowania do wymogów współczesnej (realnej, a nie tylko przewidywanej w grach strategicznych w okresie pokoju) wojny, jaką obserwujemy za naszą wschodnią granicą. Drugi powód to uzupełnienie sprzętu ze względu na to, że spora część naszego uzbrojenia trafiła w ramach pomocy wojskowej do ukraińskiej armii – chodzi o ponad 300 czołgów (w tym 14 leopardów), haubicoarmaty Krab, samoloty MiG 29, karabin-

ki Grot. Polska przekazała Ukrainie także broń przeciwlotniczą – pioruny, wyrzutnie rakiet 9K33 Osa i S-125 Newa i wiele innego sprzętu służącego m.in. organizacji zaopatrzenia pola walki.

Rakiety z USA i Korei

W marcu 2018 r. Polska zakontraktowała zakup produkowanego przez koncern Raytheon systemu MIM-104 Patriot w programie obrony powietrznej średniego zasięgu Wisła. W pierwszej z dwóch zakładanych faz programu Polska kupiła wtedy za 4,75 mld dol. dwie baterie (16 wyrzutni) Patriot z radarem sektorowym i 208 pocisków PAC-3 MSE firmy Lockheed Martin; zestawy są docelowo zintegrowane z nowym systemem zarządzania polem walki IBCS produkcji Northrop Grumman.

W 2019 r. za 414 mln dol. nabyliśmy 20 zestawów artylerii raketowej wysokiej mobilności HIMARS (z 18 wyrzutniami bojowymi i dwiema ćwiczebnymi).

Wojna w Ukrainie pokazała znaczenie obrony przeciwlotniczej i przeciwraketowej, stąd kolejne zamówienia. Wyraziliśmy zainteresowanie zakupem niemal 500 kolejnych wyrzutni (to więcej, niż zamówiły ich dotychczas siły zbrojne USA), a z uwagi na potrzeby USA i innych państw oraz czas konieczny na realizację dostaw Polska zamówiła w ubiegłym roku 218 wyrzutni K239 Chunmoo z Korei Południowej. W lutym br. rząd Stanów Zjednoczonych pozytywnie odpowiedział na polskie zapytanie i zgodził się na potencjalną sprzedaż 484 wyrzutni, w tym

18 na amerykańskich pojazdach i pozostałych do zamontowania na polskich ciężarówkach. Maksymalna wartość potencjalnego zakupu to 10 mld dol.

W czerwcu br. Departament Stanu pozytywnie odpowiedział na zapytanie polskiego MON i zatwierdził sprzedaż Polsce 96 śmigłowców uderzeniowych AH-64E Apache za nie więcej niż 12 mld dol. Amerykanie zgodzili się też na sprzedaż Polsce kolejnych sześciu baterii systemu przeciwlotniczego i przeciwrakietowego Patriot (składających się łącznie z 48 wyrzutni M903) oraz 644 pocisków PAC-3 MSE i 12 radarów. Według USA koszt tego zakupu nie powinien przekroczyć 15 mld dol.

Samoloty i czołgi

Jeszcze w styczniu 2020 r. szef MON Mariusz Błaszczak podpisał umowę na 32 samoloty bojowe piątej generacji F-35A wraz z pakietem logistycznym i szkoleniowym, w tym osiem symulatorów. Jej wartość to 4,6 mld dol.

W kwietniu 2022 r. za 4,74 mld dol. kupiono 250 czołgów Abrams w najnowszej wersji M1A2 SEPv3 wraz ze sprzętem towarzyszącym, z pakietem logistycznym, szkoleniowym oraz zapasem amunicji. Dodatkowo w styczniu br. została zatwierdzona umowa na 116 używanych czołgów M1A1 Abrams oraz sprzętu towarzyszącego, w tym mostów szturmowych, wozów zabezpieczenia technicznego i dowodzenia. Wartość tej umowy to 1,4 mld dol. netto, z czego prawie 200 mln dol. pokrywa strona amerykańska w ramach przyznanych Polsce środków pomocowych.

Czołgi kupujemy również w Korei Południowej. Zamówiono 180 K2 Black Panther – pierwsze są już w naszej armii. Mówi się również o zakupie kolejnych 820 maszyn. Łącznie za 1366 nowych i używanych czołgów możemy zapłacić ponad 135 mld zł.

Z Korei trafiły też już do Polski pierwsze z zamówionych tam ponad 200 armatohaubic K9 Thunder, 48 samolotów (FA-50GF i 36 FA-50PL) i 218 wyrzutni K239 Chunmoo.

To tylko większe kontrakty, a należałoby jeszcze doliczyć do tego zakupy drobniejszego sprzętu, chociażby słynnych z Ukrainy wyrzutni Javelin, amunicji, dronów.

Zamówienia w kraju

Miliardy trafiają również do polskiej zbrojeniówki. Podczas ostatnich targów zbrojeniowych Międzynarodowego Salonu Przemysłu Obronnego w Kielcach minister obrony Mariusz Błaszczak zatwierdził umowy, które mogą być warte nawet 100 mld zł. Dotyczą one drugiej fazy programu „Wisła”, zakupu systemu Narew, dostawy dwóch Morskich Jednostek Rakietowych, dostarczenia stanowisk dowodzenia dla systemu Pilica+ oraz zakupu dronów FlyEye.

Wcześniej, w lutym, MON zawarł z Hutą Stalowa Wola umowę ramową na dostawę prawie 1400 nowych pojazdów dla wojska, w tym niemal tysiąc gąsienicowych bojowych wozów piechoty (BWP) Borsuk oraz pojazdów towarzyszących. Nie podano dokładnej wartości kontraktu, ale ma on wynieść kilkadziesiąt miliardów złotych. W marcu MON zamówił w fabryce broni w Radomiu 200 tys. karabinków GROT za 2,1 mld zł.

Jeszcze w ubiegłym roku Agencja Uzbrojenia podpisała umowę na zakup 32 śmigłowców wielozadaniowych AW149 za ponad 8 mld zł. Dostawy mają się zakończyć w 2029 r., a większość maszyn ma powstać w PZL-Świdnik, które są częścią włoskiej grupy Leonardo.

Coraz więcej miliardów

Wydatki na broń są liczone w dziesiątkach i setkach miliardów złotych, chociaż oczywiście płatności będą rozłożone w czasie ze względu na różne terminy realizacji kontraktów. Jak szybko rosną, widać na danych dotyczących centralnych planów rzeczowych Agencji Uzbrojenia. Zrealizowała ona w 2022 r. wydatki o wartości ok. 27,9 mld zł. Dla porównania: rok wcześniej było to mniej niż 13 mld zł, w 2020 r. wydano 14,6 mld zł, a w 2019 r. 9,2 mld zł.

Nasze wzmocnienie armii jest zauważane na Zachodzie. Według natowskiego opracowania „Defence Expenditure of NATO Countries (2014–2023)” jesteśmy tegorocznym liderem w całym Sojuszu wydatków obronnych traktowanych jako procent PKB. Szacunki mówią, że w 2023 r. Polska ma wydać na ten cel aż 3,9 proc. PKB. Drugie miejsce zajmą Stany Zjednoczone z wydatkami na poziomie 3,49 proc. PKB.

Jeszcze lepiej ocenia nas niemiecki think tank Ifo, który szacuje nasze tegoroczne wydatki na 4,3 proc. PKB. Przypomnijmy, że kraje NATO zobowiązały się w 2014 r. do wydawania 2 proc. PKB na obronność, a wiele krajów członkowskich się z tego zobowiązania nie wywiązuje.

Analitycy prestiżowego Stockholm International Peace Research Institute (Sztokholmski Międzynarodowy Instytut Badań Pokojowych) – SIPRI wliczają wydatki obronne naszego kraju w 2022 r. na ponad 16 mld dol., co dało nam 18. miejsce w światowym zestawieniu. Wskazują też, że w perspektywie lat 2013–2022 polskie wydatki na obronność wzrosły prawie o 95 proc.

Pieniądze z banku centralnego

Zwiększone finansowanie armii – konieczne ze względu na sytuację za wschodnią granicą – będzie wyzwaniem w najbliższych latach. Stworzono jednak instrumenty zapewniające pieniądze na ten cel. Uchwalona w 2022 r. ustawa o obronie Ojczyzny wprowadziła Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych, który działa przy Banku Gospodarstwa Krajowego. Gdy FWSZ był uruchamiany, minister Mariusz Błaszczak zapowiadał, że w 2022 r. będzie dysponował budżetem rządu 20 mld zł, a w 2023 r. – 49 mld zł.

Elementem koncepcji powołania funduszu było również zapewnienie nowych źródeł finansowania modernizacji polskiej armii, takich jak środki ze skarbowych papierów wartościowych, obligacji wyemitowanych przez BGK objętych gwarancją Skarbu Państwa, z budżetu państwa oraz wpłat z zysku Narodowego Banku Polskiego.

Do funduszu trafiają też pieniądze z tytułu wsparcia udzielanego obcym wojskom, udostępniania im poligonów czy świadczenia specjalistycznych usług wojskowych (na przykład w dziedzinie inżynierii wojskowej, szkolenia oraz napraw sprzętu wojskowego), jak również ze sprzedaży mienia.

„Przedstawiono ustawę o obronności, w której zapisano, że zysk NBP – poza 5 proc., które pozostają w banku – będzie służył wysiłkowi obronnemu i zakupowi nowego uzbrojenia. Mam nadzieję, że tak będzie, i cieszymy się, że będziemy mogli się do tego przyczynić” – mówił jeszcze przed uchwaleniem ustawy, cytowany przez PAP, prof. Adam Glapiński, Prezes NBP.

Zysk generowany przez NBP stanowi źródło dochodów państwa o niebagatelnym znaczeniu – w 2022 r. bank wpłacił do budżetu ponad 10 mld 425 mln zł. W 2021 r. z NBP do kasy państwa popłynęło 8,7 mld zł. Zgodnie z ustawą o NBP do budżetu państwa trafia 95 proc. zysku banku centralnego (pozostałe 5 proc. stanowi odpis na fundusz rezerwy NBP). SA

”
Zwiększone finansowanie armii – konieczne ze względu na sytuację za wschodnią granicą – będzie wyzwaniem w najbliższych latach. Stworzono jednak instrumenty zapewniające pieniądze na ten cel. Uchwalona w 2022 r. ustawa o obronie Ojczyzny wprowadziła Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych, który działa przy Banku Gospodarstwa Krajowego



**NBP dba
o wartość
polskiego
pieniądza**



nbp.pl



INFLACJA W POLSCE

podobna jak w innych krajach Europy
Środkowo-Wschodniej. Wywołana przez
pandemię i wojnę. Dzisiaj szybko spada.



PROJEKCJE INFLACJI NBP

rzetelne, najbardziej wiarygodne.



STOPY PROCENTOWE NBP

precyzyjnie i zawsze trafnie.