

obserwator finansowy.pl

Bezpłatny dodatek NBP do Dziennika Gazety Prawnej

Numer 6

PERSPEKTYWY
STABILNOŚCI FINANSOWEJ
W KOLEJNYCH LATACH

ZWYCZAJE PŁATNICZE
I STRATEGIA
GOTÓWKI

PRZYSZŁOŚĆ WSPÓŁPRACY
INSTYTUCJONALNEJ NA
ŚWIECIE



Spis treści

4

Stabilność finansowa. Ambitne zadanie banku centralnego przy ograniczonych uprawnieniach

Dr Olga Szczepańska

6

Globalne zacieśnienie polityki monetarnej – nowe wyzwania dla banków centralnych w obliczu globalnego wzrostu inflacji

Michał Ledóchowski

9

Dostosowanie analiz i modelowania makroekonomicznego do szoków ostatnich lat

Piotr J. Szpunar, Dr hab. Jacek Kotłowski

10

Koniec taniego pieniądza: nadchodzą trudniejsze czasy dla polityki fiskalnej?

Tomasz Jędrzejowicz

14

W kierunku nowego Bretton Woods? NBP wobec wyzwań dla globalnej architektury finansowej i rozwojowej

Dr Paweł Bagiński

17

Sytuacja majątkowa i kapitałowa oraz wynik finansowy Narodowego Banku Polskiego za 2021 r.

Agnieszka Demale-Cebero, Krzysztof Kruszewski, Dr Mikołaj Szadkowski, Michał Żaczek

20

Zachowania płatnicze w Polsce – trendy i wyzwania

Radosław Kotkowski

22

Rola banków centralnych w cyfrowej transformacji rynków finansowych

Dr Joachim Nagel

Naukowiec, analityk, ekspert, student ekonomii, uczeń, a także wszyscy zainteresowani ekonomią znajdą w serwisie internetowym **Obserwator Finansowy** ciekawe i wnikliwe analizy, wywiady, raporty, dane ekonomiczne. Portal działa od 13 lat w ramach Narodowego Banku Polskiego, zawiera kilkanaście tysięcy tekstów dostępnych za darmo, stanowiących przekrój najważniejszych tematów gospodarczych

w Polsce i na świecie. Wydarzenia i zjawiska analizujemy w perspektywie krótko- i długofalowej, patrzymy z wielu punktów widzenia. Autorzy to naukowcy, ekonomiści, a także znani dziennikarze. Od grudnia 2021 r. Obserwator Finansowy ukazuje się też w wersji drukowanej, którą właśnie Szanowny Czytelniku trzymasz w ręku.

Starszym bratem Obserwatora Finansowego, ale także – o wiele poważniej-

szym, bo koncentrującym się na publikacji efektów badań naukowych – jest czasopismo **„Bank i Kredyt”**. To wydawnictwo wyjątkowe, w którym już od 50 lat ukazują się artykuły z zakresu ekonomii i finansów, mechanizmów ekonomicznych, procesów pieniężnych. Naukowcy publikujący w „BiK” otrzymują 70 punktów w ramach punktacji czasopism naukowych.

Szanowni Państwo,

Numer 6. wydania papierowego Obserwatora Finansowego to w dużym stopniu przegląd najważniejszych wyzwań dla Narodowego Banku Polskiego w nadchodzących latach.

Na kolejną sześcioletnią kadencję został wybrany obecny Prezes NBP, prof. Adam Glapiński. To właśnie na tę drugą kadencję Prezesa NBP będą przypadać wyzwania, które być może określią w dłuższej perspektywie przyszłość polskiej bankowości centralnej. Najbliższe kilka lat to także szereg wyzwań dla banków centralnych na świecie. Dlaczego ten najbliższy okres jest tak ważny?

Wydaje się, że po ostatnich dwóch latachznaczonych szokiem pandemii a obecnie wojny w Ukrainie uwydatniają się tendencje, które występowały już przed pandemią albo które są wynikiem ostatnich wstrząsów gospodarczych i politycznych. Tendencje te widoczne są w wielu dziedzinach - w życiu pojedynczych ludzi, w życiu społecznym, w gospodarkach krajów, ale też w gospodarce globalnej. Widoczne są także w zmianach w funkcjonowaniu najważniejszych instytucji, np. banków centralnych i w celach stawianych tym instytucjom.

Duża skala zmian w gospodarce zmienia zadania banków centralnych i może w najbliższych latach zaowocować przełomem w postrzeganiu roli bankowości centralnej. Z instytucji działających głównie na rynkach finansowych i w sektorze bankowym banki centralne mogą stać się szerokimi platformami współdziałania wielu podmiotów i sektorów gospodarczych w kraju. Już obecnie, po doświadczeniach kryzysów wieku XXI, a zwłaszcza ostatniego kryzysu spowodowanego pandemią, widać zwiększenie roli i oddziaływania banków centralnych w gospodarkach. Banki centralne, i jest to również przypadek NBP, wspierają wzrost gospodarczy, firmy i miejsca pracy, finanse osobiste ludzi. Od banków centralnych wymaga się coraz więcej. Banki centralne mogą dać gospodarce i stabilności kraju coraz więcej.

„Na liście priorytetów NBP na najbliższe lata nie może zabraknąć kwestii związanych ze stabilnością systemu finansowego. Choć wcześniej stabilność finansowa była w orbicie zainteresowań banków centralnych na świecie, to dopiero po Wielkim Kryzysie lat 2008–2009 istotnie zyskała na znaczeniu w hierarchii ich celów i rozwiązaniach prawnych” – pisze dr Olga Szczepańska, dyrektor Departamentu Stabilności Finansowej NBP.

Z kolei dr Piotr J. Szpunar i dr hab. Jacek Kotłowski podejmują temat dostosowania analiz i modelowania ekonomicznego do szoków ostatnich lat. „W sytuacji kryzysowej reakcja polityki gospodarczej, w tym pieniężnej, musi być szczególnie szybka. Tym samym rośnie znaczenie danych, które pozwoliłyby niemal „w czasie rzeczywistym” ocenić naturę i skalę szoku. Stanowią one cenne uzupełnienie zbioru standardowych mierników koniunktury” – piszą dyrektor i zastępca dyrektora Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP.

Kolejne tematy to m.in. wynik finansowy NBP za 2021 r., współpraca NBP z najważniejszymi instytucjami finansowymi świata – MFW i Bankiem Światowym, wyzwania dla banków centralnych w obliczu globalnego wzrostu inflacji, czy zachowania płatnicze Polaków.

Mamy nadzieję, że trudna, czasem hermetyczna, tematyka związana z zadaniami banków centralnych została ukazana atrakcyjnie, w wielu zakresach i przekrojach, i że zainteresuje wielu czytelników dotąd mniej wnikaających w istotę działań banku centralnego. Żeby coraz lepiej rozumieć gospodarkę, powinniśmy wszyscy coraz lepiej rozumieć rolę i zadania banków centralnych.

Zapraszamy też do korzystania z otwartego dla wszystkich serwisu online pod adresem: www.obserwatorfinansowy.pl.

Redakcja

Stabilność

Ambitne zadanie banku centralnego

Na liście priorytetów NBP na najbliższe lata nie może zabraknąć kwestii związanych ze stabilnością systemu finansowego. Choć wcześniej stabilność finansowa była w orbicie zainteresowań banków centralnych na świecie, to dopiero po Wielkim Kryzysie lat 2008–2009 istotnie zyskała na znaczeniu w hierarchii ich celów i rozwiązaniach prawnych.



DR OLGA
SZCZEPAŃSKA

Ustawa o Narodowym Banku Polskim została uzupełniona o zadanie działania na rzecz stabilności systemu finansowego w listopadzie 2008 r. W Polsce, w tym samym czasie, dokonała się jednak reforma instytucjonalna nadzoru bankowego. Zlikwidowany został Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (GINB), będący jednostką organizacyjną NBP, a kompetencje w zakresie nadzoru nad bankami uzyskała Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). Naturalne okazało się pytanie – jak bank centralny może realizować nowe zadanie bez możliwości sprawowania nadzoru? Punkt ciężkości musiał być przesunięty z kontroli indywidualnych banków na analizy systemu bankowego jako całości i jego powiązań z gospodarką realną. Kolejnym ważnym wydarzeniem ugruntowującym rolę NBP w działaniu na rzecz stabilności finansowej było powierzenie mu głównej roli w utworzonym w 2016 r. nadzorze makroostrożnościowym, który obejmuje identyfikację, ocenę i monitorowanie ryzyka systemowego powstającego w systemie finansowym lub jego otoczeniu oraz działanie na rzecz wyeliminowania lub ograniczania tego zagrożenia. W Polsce organem właści-

wym 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 przypisana została szczególna rola. Zapewnia on zaplecze analityczno-badawcze oraz obsługę prawną i organizacyjną, a prezes NBP przewodniczy pracom komitetu. Dlatego, wyznaczając priorytety w zakresie stabilności finansowej na nadchodzące lata, NBP skoncentruje się przede wszystkim na swojej roli w KSF-M i na zadaniach tego gremium.

Priorytetem wzmacnianie odporności systemu bankowego

Historia pokazuje, że zapobieganie kryzysom nie zawsze jest możliwe. Ostatnie dwa lata potwierdziły ponadto, że źródła kryzysu mogą pozostawać poza bezpośrednim oddziaływaniem polityki nadzorczej i makroostrożnościowej. Nie mogły one zapobiec rozprzestrzenianiu się pandemii COVID-19 czy też wybuchowi wojny w Ukrainie. Dlatego, priorytetem na przyszłość powinno być zapewnienie odpowiadającej odporności banków, aby były w stanie poradzić sobie z, trudnymi do przewidzenia, zagrożeniami. W praktyce polega to na zobowiązaniu banków do utrzymywania tzw. buforów kapitałowych, czyli nadwyżek kapitałowych ponad minimalne poziomy wynikające z regulacji.

Polityka makroostrożnościowa ma do dyspozycji dwa główne instrumen-

ty, obligujące banki do tego – tzw. bufor ryzyka systemowego lub antycykliczny bufor kapitałowy. Obecnie krajowy system bankowy dysponuje relatywnie wysokimi zasobami kapitału, ok. 90 mld zł ponad wspomniane minimalne wymogi. Dlatego, część tego kapitału powinna zostać „zamrożona” w bankach, aby stanowić zabezpieczenie na gorsze czasy. Moment wprowadzenia oraz wysokość wymogu któregoś z makroostrożnościowych buforów kapitałowych w Polsce może podlegać dyskusji, zważywszy na wciąż niepewną sytuację geopolityczną, wynikającą z wojny w Ukrainie. Sama potrzeba jest jednak oczywista, a co ważne, na obecnym etapie nie wymagałoby to od banków pozyskiwania dodatkowego kapitału, a jedynie zatrzymania dostępnych już środków. Nie należy zatem traktować takich działań jako zaostrzania warunków polityki makroostrożnościowej, ale raczej jako jej normalizację po okresie szoków związanych z pandemią. Tego typu decyzje podjęło już wiele krajów UE, przywracając obowiązujące przed pandemią buforty kapitałowe.

W kierunku zrównoważonej struktury oprocentowania kredytów mieszkaniowych

Złotowe kredyty mieszkaniowe w Polsce to ponad 1/3 wszystkich kredytów dla sektora niefinansowego i 15 proc. aktywów banków. Dlatego terminowe regulowanie przez kredytobiorców tych zobowiązań jest kluczowe dla sytuacji finansowej banków i rzutuje na stabilność całego sektora bankowego. W Polsce w zdecydowanej większości umów kredytowych (97 proc.) stosowana jest formuła zmiennej stopy procentowej. Wynika to, między innymi, z uwarunkowań gospodarczych, tj. długotrwałego utrzymywania się oczekiwań na spadek stóp procentowych, wobec skutecznego procesu dezinflacji na przełomie XX i XXI wieku.

Kredytobiorcy, spodziewając się obniżek stóp procentowych, preferowali zmienną stopę oprocentowania, gdyż dawała im perspektywę niższych rat w przyszłości. Warto zaznaczyć, że kredyty mieszkanio-

finansowa

przy ograniczonych uprawnieniach

we w Polsce od początku ich rozwoju charakteryzują się bardzo dobrą spłacalnością. Ostatnio jednak znaczenia nabrała kwestia wpływu wzrostu stóp procentowych na wysokość rat i budżety zadłużonych gospodarstw domowych. W przypadku kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyty w okresie historycznie najniższych stóp procentowych (w latach 2020–2021) wzrosty rat są znaczące. W nowej sytuacji, gdy powszechne stały się oczekiwania na wzrost stóp procentowych, pojawiło się zainteresowanie klientów i banków umowami kredytowymi na stałą stopę procentową. Zawarcie umowy na stałą stopę procentową daje bowiem szansę na zakotwiczenie wysokości raty na określonym poziomie i zabezpiecza kredytobiorcę przed wzrostem kosztów kredytu w przyszłości.

Należy jednak zdawać sobie sprawę z faktu, że na polskim rynku oferowane są obecnie umowy kredytowe, w których stała stopa procentowa obowiązuje tylko przez pewien czas, np. 5 lub 10 lat. Po tym okresie następuje przejście na stopę zmienną lub ustalenie nowego poziomu stałej stopy procentowej. Zatem zmiany oprocentowania w trakcie trwania kredytu wciąż mogą występować, tylko rzadziej. Możliwe jest też, że w momencie zakończenia okresu obowiązywania w umowie stałej stopy procentowej raty wzrosną skokowo, negatywnie wpływając na budżety kredytobiorców i ich zdolność do spłaty zaciągniętych zobowiązań. Również prawdopodobna jest sytuacja, że w trakcie trwania umowy kredytowej stopy rynkowe spadną, a mimo to kredytobiorcy będą musieli obsługiwać kontrakt o wyższym oprocentowaniu. Ewentualna przedpłata kredytu będzie wymagała rekompensaty dla banków.

Ważne jest, aby rozwój kredytów na stałą stopę procentową nie był efektem bieżącej sytuacji i celem samym w sobie. Produkt ten powinien być odpowiednio skonstruowany z uwzględnieniem potrzeb kredytobiorców, a kluczowe znaczenie ma tu kwestia rzetelnej informacji nt.:

- w jakim okresie obowiązuje w umowie reguła stałego oprocentowania;

- jakie są zasady zmiany formuły stopy procentowej po zdefiniowanym okresie stałej stopy;
- czy pobierana jest rekompensata za przedpłatę kredytu i jakie są zasady jej wyliczania.

Banki powinny również poszukiwać rynkowych możliwości wydłużenia oferowanych terminów umów na stałą stopę procentową. Musimy jednak być świadomi tego, że zgodnie z zasadami ekonomii, jeżeli chcemy ograniczyć lub wyeliminować ryzyko stopy procentowej dla kredytobiorcy to oferowany produkt musi być droższy.

Priorytetem, z punktu widzenia NBP, jest większe zdywersyfikowanie struktury kredytów mieszkaniowych pod względem stosowanej formuły oprocentowania, a nie eliminacja kredytów o zmiennej stopie. Należy pamiętać, że system zmiennych stóp procentowych – gdy przy ocenie zdolności kredytowej uwzględnia odpowiedni bufor na wzrost stóp procentowych – jest bezpieczny zarówno dla banków jak i dla klientów. Zdolność kredytowa kredytobiorcy powinna być przy tym wyliczana w sposób antycykliczny. Oznacza to, że bufor dochodowy na wzrost stóp procentowych powinien być odpowiednio wyższy, gdy stopy procentowe w gospodarce są niskie, i obniżać się, gdy stopy procentowe rosną, gdyż sam ten ruch ogranicza zdolność kredytową klientów.

Wzmacnianie znaczenia KSF przy zachowaniu priorytetów NBP

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 nie gwarantuje realizacji zamierzonych celów. KSF-M jest ciałem kolegialnym i zgodnie z przyjętą strategią dąży do tego, aby decyzje podejmowane były w drodze konsensusu. Oznacza

to, że czasami konieczne są kompromisy pomiędzy instytucjami, gdy mają one różne cele. Dlatego dla Narodowego Banku Polskiego ważne jest, aby przekonać uczestników sieci bezpieczeństwa finansowego do swoich ocen i propozycji działań. Oczywiście musi się to odbywać przy uwzględnieniu i poszanowaniu innych punktów widzenia.

Ustawowa odpowiedzialność za stabilność finansową daje jednocześnie NBP możliwości i obowiązek indywidualnego przedstawiania swoich ocen. Komunikacja z otoczeniem ma dla banku centralnego ważne znaczenie, gdyż daje możliwość informowania uczestników rynku o narastających zagrożeniach i skłania ich do podjęcia działań zaradczych. Służy temu publikowany w cyklu półrocznym „Raport o stabilności systemu finansowego”. Jego stałym elementem są rekomendacje, których realizacja ma sprzyjać utrzymaniu stabilności krajowego systemu finansowego. Warto jednak zaznaczyć, że bank centralny nie ma uprawnień, które pozwoliłyby rozliczać adresatów z realizacji tych rekomendacji.

Niezależnie od powyższego, priorytetem dla NBP jest dążenie do ciągłego wzmacniania znaczenia KSF w realizacji polityki makroostrożnościowej w kraju. Nie musi się to dokonywać w drodze zmian prawnych. Wystarczy przyjęcie dobrej praktyki przez wszystkich interesariuszy rynku finansowego, zgodnie z którą decyzje komitetu byłyby konsultowane, zawsze wtedy gdy proponowane są działania, mające istotny wpływ na ryzyko systemowe w kraju. Dotyczy to zarówno sytuacji, gdy inicjatorami propozycji są instytucje spoza KSF, jak i jego członkowie. Służyć to będzie spójności działań komitetu jak również jego skuteczności.

Autorka wyraża własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Dr Olga Szczepańska, dyrektor Departamentu Stabilności Finansowej NBP. Uczestniczy w pracach Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego.

Globalne zacieśnienie

– nowe wyzwania dla banków centralny

Znaczący wzrost globalnej inflacji w ostatnich kwartałach, wzmocniony następstwami rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, skłonił wiele banków centralnych na świecie do zaostrzenia polityki pieniężnej. Globalne zacieśnienie warunków monetarnych, w tym wycofywanie się banków centralnych gospodarek rozwiniętych z bardzo luźnej polityki, powinno z jednej strony sprzyjać ograniczaniu inflacji na świecie, choć z drugiej strony może generować wyzwania dla gospodarek wschodzących.



MICHAŁ
LEDÓCHOWSKI

Ostatnie miesiące przyniosły istotne zacieśnienie warunków monetarnych na świecie. Silny wzrost inflacji – w wielu gospodarkach to wzrost do najwyższych poziomów od wielu lat – oraz szybkie ożywienie koniunktury po gwałtownym załamaniu na początku pandemii, skłoniły większość banków centralnych świata do wycofywania się z luźnej polityki pieniężnej. Tendencje te nasiliły się jeszcze bardziej po rozpoczęciu rosyjskiej agresji zbrojnej przeciw Ukrainie, która spowodowała dalszy wzrost cen surowców i w efekcie dodatkowo wzmocniła presję inflacyjną w globalnej gospodarce. W ostatnim czasie stopy procentowe bardzo znacząco podniosły banki centralne wielu gospodarek wschodzących. Z nowymi wyzwaniami muszą zmierzyć się także banki centralne gospodarek rozwiniętych, które przez szereg lat po globalnym kryzysie finansowym w 2008 r. zmagaly się raczej ze zbyt niską aniżeli zbyt wysoką inflacją.

Wielkość amerykańskiej gospodarki oraz dominująca rola dolara w światowym handlu i systemie finansowym sprawiają, że oczy świata zwrócone są szczególnie na politykę pieniężną Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych.

Jeszcze pod koniec 2020 r. nic nie zapowiadało, aby nadchodzący rok miał postawić Fed przed koniecznością szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej. Amerykański bank centralny kontynuował wtedy prowadzoną od początku pandemii silną ekspansję monetarną, utrzymując stopę fed funds w pobliżu zera oraz prowadząc skup netto obligacji skarbowych i papierów wartościowych zabezpieczonych hipotekami w wysokości 120 mld dol. miesięcznie. W grudniu 2020 r. większość członków FOMC spodziewała się, że stopa fed funds nie zostanie podniesiona co najmniej do końca 2023 r.

W pierwszej połowie 2021 r., pomimo pewnego wzrostu inflacji, Rezerwa Federalna kontynuowała akomodacyjną politykę. Dostępne w tamtym okresie informacje wskazywały na przejściowość czynników podwyższających dynamikę cen, a Fed nie chciał zakłócić odbudowy gospodarki wychodzącej z pandemicznego załamania.

Rosnąca inflacja oraz szybkie tempo ożywienia gospodarczego skłoniło jednak Rezerwę Federalną do wyraźnej zmiany polityki. W okresie od listopada 2021 r. do marca 2022 r. Fed wygasił zakupy netto papierów wartościowych w ramach tzw. taperingu. Następnie w marcu i w maju 2022 r. dwukrotnie podniósł przedział dla stopy fed funds (z 0,00–0,25 proc. do 0,75–1,00 proc.), zapowiadając jednocześnie dalsze podwyżki stóp na kolejnych posiedzeniach. Od czerwca Fed zacznie też redukować swój bilans, rezygnując z reinwestycji środków z zapadających papierów.

Warto zwrócić uwagę, że Fed wycofuje akomodację monetarną znacznie szybciej niż w okresie po globalnym kryzysie finansowym. Wówczas, od zakończenia skupu netto aktywów w październiku 2014 r. do pierwszej podwyżki stóp w grudniu 2015 r. minął ponad rok. Przez prawie dwa kolejne lata, aż do września 2017 r. amerykański bank centralny w pełni reinwestował środki z zapadających papierów wartościowych, utrzymując swoją sumę bilansową bez zmian. Redukcja bilansu w latach 2017–2019 była prowadzona prawie dwa razy wolniej niż zakłada to aktualny plan. Notowania instrumentów finansowych sugerują także, że rynki finansowe spodziewają się szybszego tempa i większej skali podwyżek stóp niż w poprzedniej dekadzie. O ile wtedy przedział dla stopy fed funds wzrósł w ciągu trzech lat o nieco ponad 2 pkt proc., (z 0,00–0,25 proc. w 2015 r. do 2,25–2,50 proc. w końcu 2018 r.), o tyle obecnie inwestorzy oczekują, że w niespełna rok stopy skoczą o ok. 3 pkt proc.

Pośpiech Fed wiąże się z tym, że sytuacja w amerykańskiej gospodarce jest diametralnie inna niż w latach między światowym kryzysem a pandemią COVID-19 (Wykres 1). O ile miniona dekada upłynęła w Stanach Zjednoczonych pod znakiem względnie niskiej inflacji, o tyle aktualnie inflacja CPI (8,5 proc. w marcu) jest najwyższa od 1981 r., czyli od okresu, kiedy amerykańska gospodarka była jeszcze pod wpływem inflacyjnych konsekwencji szoków naftowych z lat 70. Stopa bezrobocia zaś, w ciągu niespełna dwóch lat od początku pandemii powróciła do poziomu sprzed pojawienia się COVID-19, podczas gdy w okresie ożywienia po globalnym kryzysie finansowym jej powrót do poziomu z 2007 r. zajął ponad 8 lat.

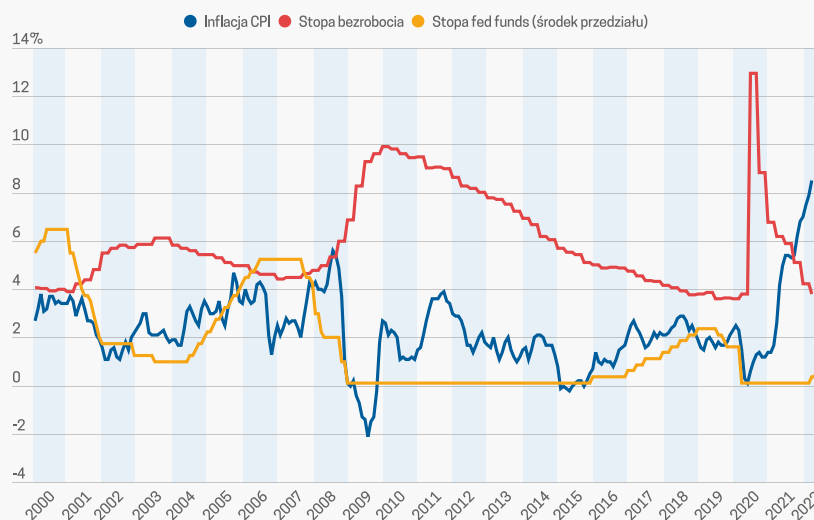
Europejski Bank Centralny, drugi z głównych banków centralnych świata, przez szereg lat po kryzysie zadłużeniowym w strefie euro prowadził natomiast bardzo łagodną politykę pieniężną w warunkach niskiej inflacji. Stopa depozytowa EBC pozostaje ujemna od 2014 r., a od 2015 r. (z kilkumiesięczną przerwą w 2019 r.) EBC prowadzi skup netto papierów wartościowych, przede wszystkim obligacji skarbowych państw członkowskich strefy euro, systematycz-

polityki monetarnej ch w obliczu globalnego wzrostu inflacji

nie powiększając swój bilans. Globalny wzrost inflacji w ostatnich miesiącach nie ominął jednak także strefy euro, stawiając pod presją przyzwyczajony do prowadzenia luźnej polityki EBC. W kwietniu 2022 r. inflacja HICP w strefie euro wyniosła 7,5 proc. i jest obecnie najwyższa od momentu jej utworzenia. W odpowiedzi na rosnącą inflację i ożywienie gospodarki strefy euro, w ostatnich miesiącach EBC stopniowo zmniejsza skalę prowadzonych zakupów netto papierów wartościowych i planuje ich całkowite zakończenie latem 2022 roku. Rynki finansowe coraz śmielej wyceniają także wzrost stóp procentowych EBC powyżej zera w drugiej połowie 2022 r. EBC, w porównaniu z Fed, pozostaje jednak nieco bardziej ostrożny w wycofywaniu się z ekspansywnej polityki pieniężnej. Wiąże się to z faktem, że popandemiczne ożywienie gospodarcze w strefie euro było mniej dynamiczne niż w Stanach Zjednoczonych, a sytuacja gospodarcza krajów eurolandu jest zróżnicowana. W kilku dużych gospodarkach strefy euro, np. w Niemczech, Hiszpanii i we Włoszech, w I kw. 2022 r. PKB wciąż był niższy niż przed pandemią. Mniej akomodacyjna polityka EBC może być zaś wyzwaniem dla krajów Europy Południowej, które z uwagi na słabsze fundamenty swoich gospodarek są bardziej narażone na skutki tzw. fragmentacji rynków finansowych w strefie euro, czyli zróżnicowania warunków monetarnych w jej poszczególnych krajach. Tradycyjnie, rentowności obligacji skarbowych państw Południa Europy są wyższe niż w przypadku najzamożniejszych krajów strefy euro, zwłaszcza Niemiec, jednak skala tego zjawiska nie jest obecnie tak duża, jak w apogeum kryzysu zadłużeniowego sprzed dziesięciu lat.

Jastrzębie nastawienie przyjmuje także coraz więcej banków centralnych innych rozwiniętych gospodarek. Na przykład Bank Anglii nie tylko podniósł ostatnio stopy procentowe, ale również przystąpił do ograniczania swojego bilansu, zaprzestając reinwestycji środków z zapadających obligacji skarbowych. To pierwsza taka decyzja, od kiedy w 2009 r. Bank Anglii po raz pierwszy uruchomił swój pilotażowy program skupu papierów skarbowych. Banki centralne, nawet te

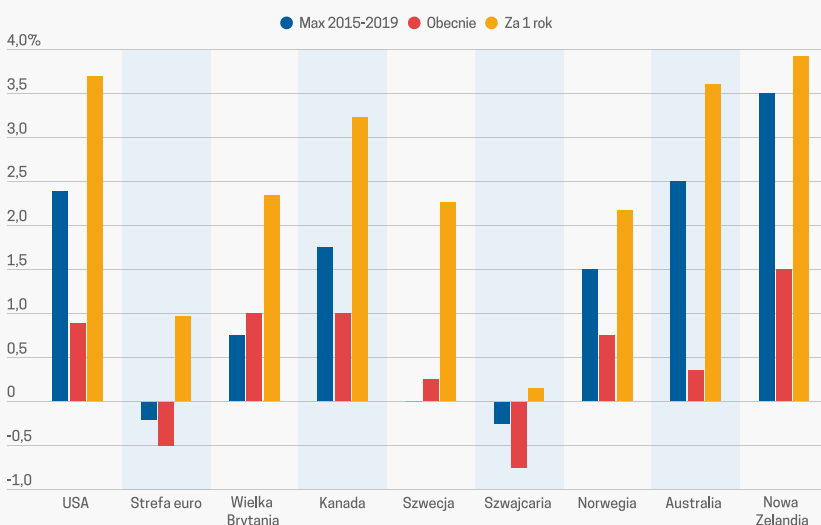
Inflacja i stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych oraz stopa fed funds



Zródło: dane Bloomberg

obserwator
finansowy.pl

Obecny i oczekiwany poziom stóp proc. w wybranych gospodarkach rozwiniętych



Oczekiwany poziom stóp procentowych na podstawie notowań instrumentów IRS z 05.05.2022 r.

Zródło: dane Bloomberg

obserwator
finansowy.pl

w najbardziej zamożnych i stabilnych gospodarkach, są zmuszone w sposób elastyczny i szybki dostosowywać swoją politykę do zmieniającego się otoczenia. Na przykład Bank Szwecji podniósł w kwietniu 2022 r. swoje stopy procentowe, cho-

ciaż jeszcze dwa miesiące wcześniej, tuż przed rosyjską agresją przeciw Ukrainie, prognozował pierwszą podwyżkę dopiero w 2024 r. Bank Australii natomiast starał się w okresie pandemii utwierdzić podmioty gospodarcze w przekonaniu, że

pozostawi stopy procentowe na zbliżonym do zera poziomie przez dłuższy czas (nawet do 2024 r.) i w związku z tym utrzymywał rentowność obligacji skarbowych zapadających w kwietniu 2024 r. na poziomie 0,1 proc. Na początku listopada 2021 r. porzucił jednak ten mechanizm pod presją rynków finansowych, kiedy oczekiwania na wcześniejsze zacieśnienie polityki pieniężnej spowodowały przecenę australijskich obligacji, a w maju 2022 r. podniósł swoje stopy procentowe po raz pierwszy od 2010 r.

Notowania instrumentów finansowych pokazują, że inwestorzy spodziewają się obecnie wzrostu stóp procentowych w gospodarkach rozwiniętych powyżej poziomów sprzed pandemii w ciągu najbliższego roku (Wykres 2). Nie brak także opinii, że era bardzo niskich stóp procentowych to już historia. Podczas swojego kwietniowego przemówienia prezes Banku Rozliczeń Międzynarodowych (BIS) A. Carstens ostrzegł, że na skutek zmian strukturalnych, które zaszły od wybuchu pandemii, gospodarkę światową może czekać dłuższy okres podwyższonej presji inflacyjnej. Jego zdaniem banki centralne będą musiały dostosować swoją politykę do nowych warunków, a to w praktyce będzie oznaczało wyższe stopy procentowe. Taki scenariusz nie jest jednak przesadzony, biorąc pod uwagę wcześniejszy długookresowy trend spadkowy stóp procentowych. W literaturze ekonomicznej wskazuje się, że poziom stóp procentowych w długim okresie zależy bowiem od tzw. neutralnej stopy procentowej, czyli realnej stopy procentowej, która zapewnia wzrost gospodarczy na poziomie zgodnym z potencjałem danej gospodarki oraz inflację odpowiadającą celowi banku centralnego, przy braku zewnętrznych szoków. Neutralna stopa procentowa kształtuje się pod wpływem czynników strukturalnych warunkujących stopę oszczędności i inwestycji w gospodarce, takich jak np. struktura demograficzna ludności czy nierówności dochodowe. Empiryczne szacunki poziomu neutralnej stopy są obarczone znaczną niepewnością, jednak badania potwierdzają, że w ostatnich dekadach następował jej systematyczny spadek. Jak wskazano w kwietniowej edycji World Economic Outlook Międzynarodowego Funduszu Walutowego, istnieje duża

Kurs USD/EUR (wzrost oznacza aprecjację dolara)



Źródło: dane Bloomberg

obserwator.
finansowy.pl

niepewność co do kształtowania się poziomu neutralnych stóp procentowych w przyszłości, jednak wciąż nie ma jednoznacznych podstaw zakładających ich wzrost. Kontynuacja spadkowego trendu z ostatnich dekad mogłaby zaś umożliwić bankom centralnym obniżenie inflacji przy mniejszej skali zacieśnienia monetarnego.

Z punktu widzenia gospodarek wschodzących, do których zalicza się także Polska, szczególnie istotne jest to, w jaki sposób zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie wpłynie na ich gospodarki i w jakim stopniu ułatwi bądź utrudni ich własne zmagania ze zbyt wysoką inflacją. Jeszcze przed rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej w gospodarkach rozwiniętych, większość banków centralnych gospodarek wschodzących zaczęła podnosić stopy procentowe. W części tych gospodarek dotychczasowa skala podwyżek osiągnęła już znaczne rozmiary. Dotyczy to także banków centralnych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Na przykład Bank Czech w ramach obecnego cyklu zacieśniania podniósł swoją główną stopę procentową z 0,25 proc. do 5,75 proc., czyli do najwyższego poziomu od 1999 r.

Z jednej strony, w średnim okresie, globalny charakter zacieśnienia warunków

monetarnych powinien ułatwić obniżenie inflacji w gospodarce światowej, wspomagając działania poszczególnych banków centralnych poprzez efekt synergii. Z drugiej strony jednak, bardziej restrykcyjna polityka pieniężna banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych oddziałuje w kierunku wyższych stóp zwrotu z aktywów na tych rynkach. Zachęca to do wycofywania kapitału z gospodarek wschodzących i lokowania go w uznawanych za bezpieczniejsze aktywach na rynkach rozwiniętych, sprzyjając osłabieniu kursów walut tych gospodarek. Badania wskazują, że efekty te są związane przede wszystkim z polityką Fed (zob. np. rozdział 4 World Economic Outlook Międzynarodowego Funduszu Walutowego z kwietnia 2021 r.; Ledóchowski i Żuk, 2022).

W przeszłości zdarzało się, już, że sygnały ze strony Fed co do zmiany polityki wywoływały wstrząsy na rynkach wschodzących. Na przykład, niespodziewana wypowiedź Bena Bernanke, prezesa Fed, z maja 2013 r. dotycząca możliwości rozpoczęcia ograniczania skupu netto papierów wartościowych przez Rezerwę Federalną spowodowała osłabienie walut i przecenę obligacji skarbowych w gospodarkach wschodzących (zob. Raport o Inflacji – listopad 2013). Oddziaływanie polityki Fed na kursy walut gospodarek wschodzących ma duże znaczenie z perspektywy ich własnej polityki pieniężnej. Badania wskazują bowiem, że w małej, otwartej gospodarce, takiej jak np. gospodarka Polski, zacieśnienie krajowej polityki monetarnej w krótkim okresie najsilniej oddziałuje w kierunku obniżenia inflacji właśnie poprzez kanał kursowy (sprzyjając umocnieniu krajowej

” Z punktu widzenia gospodarek wschodzących, do których zalicza się także Polska, szczególnie istotne jest to, w jaki sposób zacieśnienie polityki pieniężnej na świecie wpłynie na ich gospodarki i w jakim stopniu ułatwi bądź utrudni ich własne zmagania ze zbyt wysoką inflacją

waluty, zob. np. pracę Chmielewskiego i in., 2020). Kiedy bank centralny w gospodarce wschodzącej zacieśnia swoją politykę równocześnie z Fed, działanie tego mechanizmu może być słabsze, co komplikuje jego antyinflacyjne wysiłki. Na przykład obecne szybsze tempo wycofywania akomodacji monetarnej przez Fed w porównaniu z EBC sprzyja wzmocnieniu dolara amerykańskiego względem euro (Wykres 3), co zważając na fakt, że ceny surowców na światowych rynkach są wyrażone w dolarach, nie jest korzystnym zjawiskiem z punktu widzenia polskiej gospodarki, ponieważ zwiększa przełożenie wyższych notowań surowców na ceny dóbr konsumpcyjnych w kraju.

Biorąc pod uwagę znaczne różnice w tempie zacieśniania polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro warto również zwrócić uwagę na wnioski z publikacji Walerych i Wesołowskiego (2021). Autorzy pokazują, że zacieśnienie polityki monetarnej Fed osłabia kursy walut państw Europy Środkowo-Wschodniej (np. Polski, Czech i Węgier), a jego wpływ na inflację w regionie nie jest jednoznaczny. Jednocześnie, bardziej restrykcyjna polityka EBC wpływa na gospodarkę podobnie jak zacieśnienie krajowej polityki pieniężnej, działając ograniczająco na inflację i aktywność gospodarczą w krajach regionu.

Globalne zacieśnienie warunków monetarnych powinno z czasem obniżyć inflację w gospodarce światowej. Wpływ tego zacieśnienia na inflację w poszczególnych gospodarkach może być jednak zróżnicowany i zależny od jego struktury, w tym szczególnie od zróżnicowania między polityką dwóch głównych banków centralnych na świecie, czyli Fed i EBC. Dalszy przebieg procesu zacieśniania monetarnego na świecie nie jest przesądzony. Przeciwnie, w ciągu ostatnich przeszło dwóch lat – a dziś w szczególności ze względu na trwającą rosyjską agresję zbrojną przeciw Ukrainie – niejako przyzwyczailiśmy się do nagłych zwrotów akcji. W takim świecie, przewidywanie dalszego przebiegu wydarzeń obarczone jest bardzo wysoką niepewnością. Dlatego też warto na bieżąco monitorować decyzje wiodących banków centralnych świata i analizować ich wpływ na polską gospodarkę.

Artykuł jest oparty o informacje dostępne do 5 maja 2022 r.

Autor wyraża własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Michał Ledóchowski, ekonomista w Departamencie Analiz i Badań Ekonomicznych NBP.

Dostosowanie analiz i modelowania makroekonomicznego do szoków ostatnich lat

„Obyś żył w ciekawych czasach” – ta chińska klątwa przychodzi na myśl przy kolejnych wstrząsach, które spadają na nas w ostatnich latach.



DR
PIOTR J. SZPUNAR



DR HAB. JACEK
KOTŁOWSKI

Wybuch pandemii COVID-19 w 2020 r. stanowił niewidziany od czasu II wojny światowej negatywny szok dla gospodarki światowej, w tym również polskiej. W odpowiedzi na gwałtowny wzrost zakażeń rządy wielu krajów, w tym Polski, wprowadziły na szeroką skalę administracyjne ograniczenia w życiu gospodarczym i społecznym. W połączeniu z silnym wzrostem niepewności oraz obaw firm i gospodarstw domowych dotyczących bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej, nastąpiło gwałtowne załamanie aktywności ekonomicznej – w II kw. 2020 r. polski PKB spadł o 7,9 proc. rdr. I kiedy pandemia została w dużej mierze opanowana – między innymi dzięki akcji szczepień – nastąpiła zbrojna agresja Rosji przeciw Ukrainie. W wymiarze gospodarczym jej skutkami są osłabienie wzrostu gospodarczego i dalszy wzrost inflacji, która w większości gospodarek

rozwinętych osiągnęła poziomy nieobserwowane od dziesięcioleci.

Szybka ocena koniunktury

W sytuacji kryzysowej reakcja polityki gospodarczej, w tym pieniężnej, musi być szczególnie szybka. Tym samym rośnie znaczenie danych, które pozwoliłyby niemal „w czasie rzeczywistym” ocenić naturę i skalę szoku. Stanowią one cenne uzupełnienie zbioru standardowych mierników koniunktury.

Pełen obraz gospodarki przedstawiają dane o PKB, które jednak są publikowane z dwumiesięcznym opóźnieniem. Tzw. twarde dane miesięczne (np. dotyczące produkcji, czy sprzedaży) są dostępne szybko, ale obejmują wyłącznie część gospodarki. Najmniej danych pochodzi z sektora usług, który podlegał szczególnie silnym restrykcjom w czasie pandemii – przykładowo wartość dodana w zakwaterowaniu i gastronomii skurczyła się w II kw. 2020 r. prawie 4-krotnie w porównaniu z II kw. 2019 r. Jednocześnie, ze względu na ograniczenia działalności i konieczność zachowania dystansu społecznego, wiele danych nie mogło być zbieranych w sposób tradycyjny i pełny, tym samym część informacji musiała podlegać eksperckiemu doszacowaniu, tzw. imputacji. Lepszemu zrozumieniu tendencji w gospodarce pomogła interpretacja informacji jakościowych oraz pozyskiwanie na szerszą skalę przez NBP danych wysokiej częstotliwości.

Po pierwsze, rozpoczęto monitorowanie zmian zachodzących na rynku pracy w zakresie liczby pracowników objętych wsparciem rządowym bądź czasowo nieświadczących pracy. Po drugie, w szerokim zakresie wykorzystano zagregowane i zanonimizowane dane o transakcjach kartami płatniczymi. Są one cennym źródłem informacji o zmianach preferencji konsumentów w zakresie nabywanych towarów i usług oraz umożliwiają ocenę dynamiki konsumpcji prywatnej w ujęciu sektorowym, zwłaszcza w sektorze usług, w którym aktywność cechowała się w okresie pandemii dużą zmiennością. Po trzecie, w celu przybliżenia stanu koniunktury w sektorze przedsiębiorstw użyto infor-

macji rzadziej wykorzystywanych w bieżących analizach np. o natężeniu ruchu pojazdów ciężarowych, zużyciu energii elektrycznej czy zmianach w ewidencji działalności gospodarczej. Po czwarte, istotne stały się także dane geolokalizacyjne odzwierciedlające mobilność ludności oraz mierzące intensywność wyszukiwania określonych fraz w Internecie. Po piąte wreszcie, w okresach kryzysowych szczególnie użyteczne okazały się badania przedsiębiorstw prowadzone przez NBP w ramach tzw. szybkich sond. Są to skoncentrowane tematycznie badania ankietowe o ograniczonym zasięgu i na relatywnie niewielkiej próbie, umożliwiające ocenę wybranego zakresu sytuacji firm w bardzo krótkim czasie. Przykładem wykorzystania wyników jednej z takich sond jest publikacja NBP „Aktywność kredytowa sektora przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce w okresie pandemii COVID-19”.

W oparciu o te informacje, dzięki zastosowaniu odpowiednich metod ilościowych, skonstruowano (podobnie jak np. indeks Bundesbanku) wskaźnik pozwalający na aproksymację bieżących zmian aktywności gospodarczej z jedynie niewielkim opóźnieniem i jednocześnie silnie skorelowany z PKB. W związku ze stopniowym wygasaniem pandemii i rozpoczęciem zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie, zakres tematyczny tego monitoringu został dostosowany do nowych wyzwań

stojących przed polską gospodarką. Obecnie w większym niż wcześniej zakresie skupia się on na zagadnieniach związanych z sytuacją migracyjną, rynkiem pracy oraz wahaniami cen surowców.

Szybka ocena procesów inflacyjnych

W obliczu realizujących się w ostatnich latach szoków równie ważna, z punktu widzenia banku centralnego, stała się możliwość szybkiej oceny bieżących procesów inflacyjnych. Umożliwiły to działania rozpoczęte dużo wcześniej – NBP już od 2009 r., jako jeden z pierwszych banków centralnych, zaczął wykorzystywać w swoich analizach dane ze sklepów internetowych. Obecnie codziennie są zbierane informacje o cenach około 750 tys. towarów z około 50 sklepów internetowych. Dane te są następnie oczyszczane, selekcjonowane i przypisywane do różnych grup. Na podstawie już uporządkowanych danych tworzy się indeksy cenowe wykorzystywane do szacunku inflacji CPI. Badania NBP wskazują, że dzięki ich małemu opóźnieniu oraz wysokiej częstotliwości, dane ze sklepów internetowych są wysoce przydatne do szacunku bieżącego tempa zmian cen, czyli tzw. nowcastingu. Dotyczy to zwłaszcza tych produktów, których ceny charakteryzują się wysoką zmiennością. W czasie pandemii oraz po rosyjskiej agresji przeciw Ukrainie informacje płynące ze sklepów internetowych umożliwiły również ocenę

skali efektów podażowych związanych ze spadkiem dostępności części produktów w warunkach zerwanych łańcuchów dostaw i problemów logistycznych.

Modelowanie w okresie istotnych zaburzeń

Duża zmienność wskaźników koniunktury oraz cen wymagają również odpowiedniego podejścia do modelowania procesów gospodarczych. W szczególności w okresie pandemii silnie wzrosła niepewność oraz skala szoków, a podstawowe zależności w gospodarce zostały w dużym stopniu zaburzone. Czy należy zatem uznać, że zdarzenia te są na tyle nietypowe, że trzeba je zupełnie usunąć z danych, którymi „karmione” są modele makroekonomiczne? W takim skrajnym podejściu należałoby po prostu skrócić próbę, na której szacowany jest model. Metoda ta wydaje się jednak zbyt restrykcyjna. Można bowiem przyjąć, że nawet dane z okresu silnych zaburzeń niosą w sobie przydatne informacje, które należy wykorzystać w procesie szacowania parametrów modeli. Należy więc dążyć do zmniejszenia wpływu nietypowych obserwacji na wyniki analiz, ale nie do ich zupełnego usunięcia. Zauważmy chociażby, że w okresie wychodzenia z pandemii gospodarka w wielu obszarach długo nie powraca do funkcjonowania w analogiczny sposób jak działała wcześniej. W modelu NECMOD zastosowaliśmy to bardziej

Koniec taniego nadchodzą trudniejsze czasy

Właśnie dokonuje się duży zwrot w polityce najważniejszych banków centralnych na świecie. Ściśle wiąże się z tym obserwowany wzrost rentowności obligacji rządowych, który rozpoczął się w 2021 r. i nabrał gwałtownego przyspieszenia w tym roku.



TOMASZ
JĘDRZEJOWICZ

Oznacza to zakończenie okresu najbardziej sprzyjających warunków finansowania potrzeb pożyczkowych rządów w historii. W ostatnich pięciu latach średnie oprocentowanie długu publicznego w krajach rozwiniętych wynosiło ok. 2,4 proc. w ujęciu nominalnym i 0,5 proc. w ujęciu realnym. Te korzystne warunki były związane z ła-

godną polityką prowadzoną przez główne banki centralne, które przez dość długi czas po światowym kryzysie finansowym utrzymywały niskie lub bliskie zerowym stopy procentowe oraz realizowały operacje skupu aktywów. W porównaniu ze stanem sprzed wspomnianego kryzysu, w okresie do 2019 r., suma bilansowa Rezerwy Federalnej wzrosła o mniej więcej 13 pkt proc. PKB, zaś suma bilanso-

wa Eurosystemu – o mniej więcej 18 pkt proc. PKB. W 2020 r. skala programów skupu aktywów znacznie przyspieszyła, co pozwoliło na złagodzenie warunków finansowania w czasie pandemii pomimo wzrostu deficytu finansów publicznych i długu publicznego w krajach rozwiniętych do rekordowych poziomów – odpowiednio 10,5 proc. PKB oraz 123,2 proc. PKB.

elastyczne podejście. W tym celu wykorzystaliśmy wskaźnik restrykcyjności ograniczeń w okresie pandemii dla polskiej gospodarki (The Oxford Covid-19 Government Response Tracker). Im wyższy zakres restrykcji, tym obserwacje uznajemy za bardziej nietypowe i z mniejszą wagą są uwzględniane w procesie estymacji modelu, a później w prognozie.

Nowe obszary badawcze

Wybuch pandemii przyniósł ze sobą również szereg wyzwań stricte badawczych. Dobrym przykładem jest tutaj ilościowa ocena efektu programu Strukturalnych Operacji Otwartego Rynku (SOOR), a więc pierwszego w historii NBP programu skupu aktywów. O ile luzowanie ilościowe było wykorzystywane przez główne banki centralne od momentu kryzysu finansowego i istnieje szereg badań wskazujących na efektywność tej niekonwencjonalnej polityki pieniężnej, o tyle niewiele było wiadomo o tym, jakiego efektu podobnych działań można oczekiwać w polskiej gospodarce. Wpływ ten został oszacowany przez ekonomistów NBP, a metodyka badania i wyniki zostały opublikowane na stronach NBP. Zgodnie z uzyskanymi wynikami, program ten stymulował popyt inwestycyjny i konsumpcyjny poprzez złagodzenie warunków ich finansowania, ale też doprowadził do osłabienia złotego, co z ko-

lei wsparło polski eksport. Łączny wpływ SOOR jest zbliżony do efektu obniżenia stóp procentowych w 2020 r., co zwiększyło skalę oddziaływania na gospodarkę łagodzenia polityki w reakcji na wybuch pandemii.

Kolejnym ważnym problemem badawczym podjętym przez ekonomistów NBP jest wpływ zaburzeń w globalnych sieciach podażyowych na inflację. Zagadnienie to stanowi wyzwanie badawcze ze względu na aktualnie bardzo złożoną sieć powiązań ekonomicznych pomiędzy gospodarkami. Od lat 90. XX w. proces produkcji wielu dóbr był stopniowo dzielony na mniejsze etapy, które realokowano do krajów o przewagach konkurencyjnych. Przykładowo, pracochłonne etapy przenoszono do gospodarek o niskich kosztach pracy. W rezultacie firmy mogły systematycznie redukować koszty, co oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji. Jednak pandemia zachwiała tym procesem. Silna odbudowa globalnego popytu połączona z problemami logistycznymi doprowadziły do istotnych zaburzeń w sieciach dostaw, a w szczególnych przypadkach – do ograniczenia, czy wręcz wstrzymania produkcji (np. w branży motoryzacyjnej). Jak zakłócenia te przyczyniły się do ponadprzeciętnej inflacji? Wyniki uzyskane przez ekonomistów NBP pozwalają ocenić, że zakłócenia w dostępie do dóbr pośrednich przyspieszają inflację, a efekt ten jest

wysokie inercyjny. Znaczenie tych szoków jest szczególnie silne dla cen producentów, ale również dla cen płaconych przez konsumentów, w tym wielu kategorii cen wchodzących w skład tzw. inflacji bazowej.

Można zatem stwierdzić, że wybuch pandemii i rosyjska agresja zbrojna przeciwko Ukrainie, czyli swoiste „czarne łabędzie” dla światowej gospodarki zmusiły ekonomistów do poszukiwania zarówno nowych, często nietypowych źródeł danych jak i do modyfikacji metod ich analizy. I choć szok pandemiczny stopniowo wygasa, to wydaje się prawdopodobne, że nowe wypracowane w okresie pandemii metody analizy danych pozostaną na dłuższą metę cennym uzupełnieniem tradycyjnych modeli, z których korzystano przed pandemią. Choćby dlatego, żeby być przygotowanym na nowe szoki, które ze swojej natury są nieprzewidywalne.

Autorzy wyrażają własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

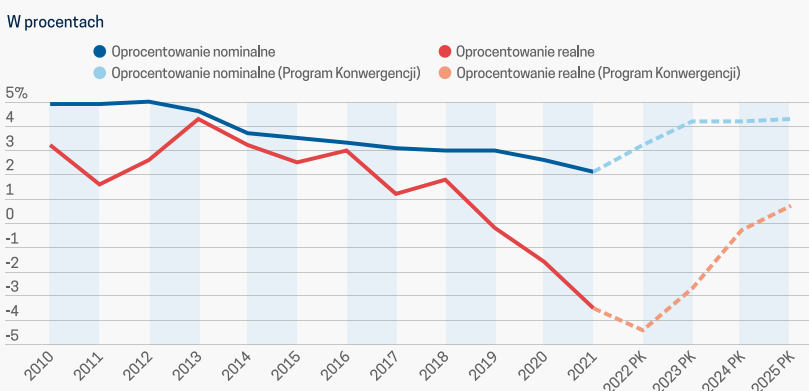
Dr Piotr J. Szpunar, dyrektor Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Z NBP związany zawodowo od 1995 r. Jest autorem wielu publikacji z zakresu ekonomii i stabilności finansowej.

Dr hab. Jacek Kotłowski, zastępca dyrektora Departamentu Analiz i Badań Ekonomicznych w Narodowym Banku Polskim oraz profesor Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

pieniądza: dla polityki fiskalnej?

Pierwszy etap wzrostu rentowności obligacji, obserwowany w ubiegłym roku, może wynikać z ożywienia w światowej gospodarce po pandemii COVID-19 i będącego jego konsekwencją stopniowego wycofywania przez banki centralne programów skupu aktywów w drugim półroczu ubiegłego roku. Druga faza wzrostu długoterminowych stóp procentowych jest związana natomiast z globalnymi szokami inflacyjnymi oraz następującymi i spodziewanymi podwyżkami stóp procentowych przez banki centralne. Ten czynnik spowodował, że rentowność obligacji jest już dziś wyraźnie wyższa, niż była w 2019 r. Zasadne są więc pytania o trwałość tego wzrostu i o stopień obciążenia dla polityki fiskalnej, szczególnie w sytuacji zauważal-

Średnie nominalne i realne oprocentowanie długu publicznego w Polsce



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MFW, GUS i Programu Konwergencji.
Oprocentowanie realne deflowane deflatorem PKB

obserwator
finansowy.pl

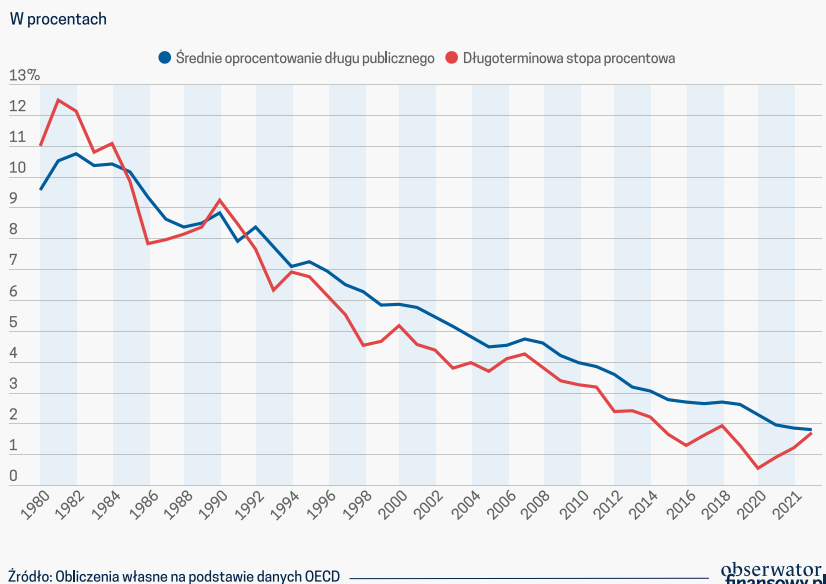
nie wyższego niż przed pandemią długu publicznego w niemal wszystkich krajach.

Punktem wyjścia do odpowiedzi na te pytania jest trwający od dziesięcioleci trend spadkowy nominalnych stóp procentowych w krajach rozwiniętych (wykres). W pierwszej połowie okresu pokazanego na wykresie ważnym wytłumaczeniem tego zjawiska było utrwalenie się niskiej inflacji, m.in. w efekcie rozpowszechnienia stosowania w tych krajach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W kolejnych latach następował natomiast przede wszystkim spadek realnych stóp procentowych. Jako przyczyny ekonomisci wskazują m.in. na obniżenie tempa wzrostu PKB potencjalnego, czynniki demograficzne, wzrost nierówności dochodowych i nadmiar oszczędności w krajach rynków wschodzących. W 2019 r. wybitny francuski ekonomista Olivier Blanchard postawił tezę, że prawdopodobne (choć nie pewne!) utrzymywanie się ujemnej różnicy pomiędzy średnim oprocentowaniem długu publicznego (r) a nominalnym tempem wzrostu gospodarczego (g) może oznaczać, że kraje rozwinięte są w stanie utrzymywać dług publiczny na wyższym poziomie, niż wcześniej uważano za bezpieczny.

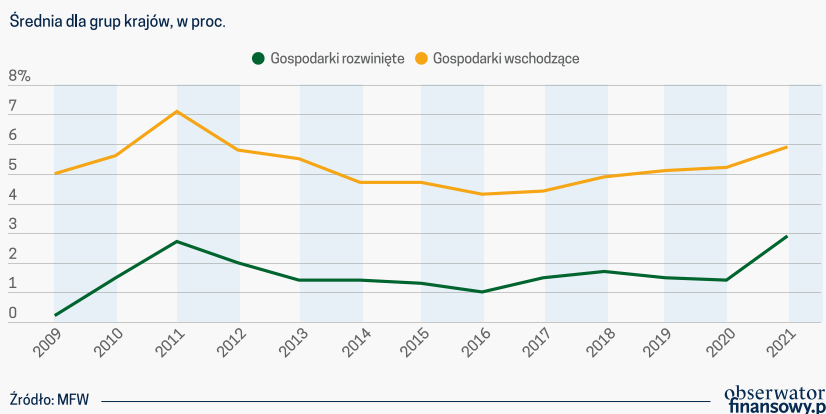
Czy obserwowany obecnie wzrost rentowności obligacji rządowych podważa tę tezę? Wiele wskazuje, że nie. Rośnie nominalne oprocentowanie długu publicznego, ale oprocentowanie realne wręcz obniża się z uwagi na jednoczesny wzrost inflacji (wykres). To oznacza, że wprawdzie rządy będą płacić nominalnie wyższe odsetki od zadłużenia, ale jednocześnie realna wartość długu publicznego wyemitowanego w przeszłości oraz jego relacja do PKB będą szybciej spadać. Przytoczona powyżej relacja $r-g$, kluczowa dla dynamiki długu publicznego, pozostaje ujemna. Wspomniane czynniki strukturalne stojące za spadkiem realnych stóp procentowych w ostatnich dziesięcioleciach wcale nie zaniknęły. Dopóki zatem nie widać perspektyw wzrostu stóp realnych, będą się utrzymywać wskazywane przez Blancharda sprzyjające warunki do obsługi zadłużenia w krajach rozwiniętych.

Powyższy scenariusz jest obciążony pewnym ryzykiem. Jeżeli wysoka inflacja na świecie będzie uporczywa, sprowadzenie jej do niskiego poziomu może wymagać utrzymywania podwyższonych realnych stóp procentowych przez dłuższy czas. Niektórzy obserwatorzy już dziś porównują obecne uwarunkowania inflacyjne na świecie do kryzysu energetycznego lat 70., który przyczynił się do dwucyfrowej inflacji w krajach rozwiniętych. W Stanach Zjednoczonych jej ponowne obniżenie wymagało wielu bolesnych podwyżek stóp procentowych, przeprowadzonych

Średnie oprocentowanie długu publicznego w krajach OECD



Inflacja średnioroczna



w latach 80. przez Fed pod wodzą Paula Volckera. Aktualne prognozy sugerują jednak, że na razie analogie te są przesadzane. Według przewidywań Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) opublikowanych w kwietniu br. średnia inflacja w krajach rozwiniętych wzrośnie w 2022 r. do 5,7 proc., po czym w 2023 r. obniży się do 2,5 proc., a w kolejnych latach poniżej 2 proc., choć autorzy są zdania, że ze względu na inwazję Rosji na Ukrainę niepewność co do przyszłego kształtowania inflacji jest obecnie wyjątkowo duża.

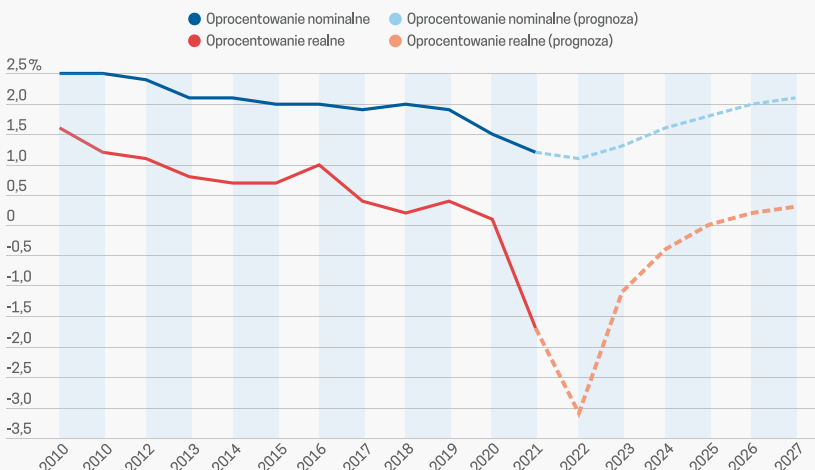
Opisane zależności dotyczą również Polski. W przyjętej w kwietniu aktualizacji Programu Konwergencji rząd zakłada znaczny wzrost wydatków na obsługę długu publicznego – podwyższenie nominalnego średniego oprocentowania długu publicznego z 2 proc. w 2021 r. do ponad 4 proc. w 2023 r., tj. najwyższego poziomu od 2013 r. (wykres). Zgodnie z założenia-

mi Programu realne średnie oprocentowanie długu publicznego do 2024 r. pozostanie jednak ujemne, co przed 2019 r. nigdy wcześniej nie miało miejsca. Zatem pomimo wzrostu nominalnego oprocentowania długu publicznego warunki do redukcji jego relacji do PKB będą sprzyjające. Również na koniec Programu, kiedy oczekiwany jest spadek inflacji do poziomu bliskiego celu inflacyjnego, realne oprocentowanie długu publicznego pozostanie niższe od tempa wzrostu gospodarki.

W kontekście wzrostu stóp procentowych w krajach rozwiniętych warto zwrócić uwagę na państwa potencjalnie szczególnie wrażliwe na to zjawisko, a zatem kraje południa strefy euro, które przechodziły kryzys zadłużenia zaledwie 10 lat temu. W czasie pandemii COVID-19 wszędzie tam ponownie wzrosła relacja długu publicznego do PKB, jednak w Hiszpanii i Portugalii relacja ta wyraź-

Nominalne i realne oprocentowanie długu publicznego

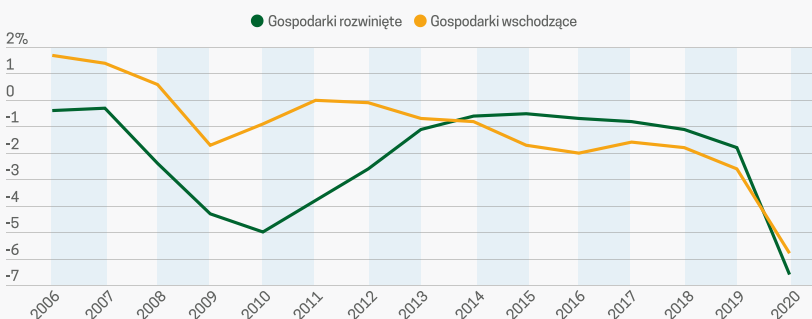
Średnie nominalne i realne oprocentowanie długu publicznego w krajach rozwiniętych (w proc., prognoza na lata 2022-2027 z World Economic Outlook MFW)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych MFW. Oprocentowanie realne deflowane deflatorem PKB — [obserwatorfinansowy.pl](https://www.obserwatorfinansowy.pl)

Pierwotne saldo strukturalne finansów publicznych

Średnie dla grup krajów, w proc. potencjalnego PKB



Objaśnienie: pierwotne saldo strukturalne to wynik finansów publicznych skorygowany o wpływ cyklu gospodarczego oraz odsetki od długu publicznego; miara ta stanowi przybliżenie tej części wyniku budżetowego na którą rząd ma bezpośredni wpływ.

Źródło: MFW

nie spadała przed pandemią i prognozy wskazują, że obecnie tendencja będzie kontynuowana. Najwięcej obaw wywołują Włochy, których dług publiczny przekracza 150 proc. PKB, zaś średnie tempo wzrostu PKB od 2008 r. jest ujemne. Jeśli nie uda się przeprowadzić skutecznych reform strukturalnych, a tempo wzrostu włoskiej gospodarki pozostanie tak niskie, istnieje ryzyko, że wartość $r-g$ w tym kraju stanie się trwale dodatnia, przez co koszt obsługi ogromnego długu publicznego okaże się za dużym obciążeniem dla gospodarki. Ryzyko to istnieje jednak od dawna i może zmaterializować się przede wszystkim w sytuacji, gdy koniunktura w całej strefie euro będzie uzasadniała zacieśnienie polityki pieniężnej nieadekwatne do potrzeb włoskiej gospodarki i utrudniające obsługę włoskiego długu

publicznego. Obecnie sytuacja jest inna – wszystkie kraje strefy euro notują podwyższoną inflację, która, jak przedstawiono powyżej, sprzyja obniżeniu relacji długu publicznego do PKB. Zatem o ile tylko realne stopy procentowe trwale nie wzrosną, o ryzyku niewypłacalności Włoch nadal będzie decydować przede wszystkim tempo potencjalnego wzrostu tej gospodarki.

Ryzyko związane ze wzrostem stóp procentowych wydaje się znacznie większe w przypadku gospodarek wschodzących. Wzrost oprocentowania długu publicznego może być dla tych krajów bardziej bolesny m.in. dlatego, że w drugiej dekadzie XXI w., kiedy główne banki centralne prowadziły ekspansywną politykę pieniężną, gospodarki te stosowały luźną politykę fiskalną, zarówno na tle krajów rozwi-

niętych, jak i w porównaniu z wcześniejszymi latami, np. okresem przed światowym kryzysem finansowym (wykres). Państwa te są także bardziej podatne na obecne trudności w gospodarce światowej w postaci wzrostów cen surowców energetycznych i żywnościowych czy utrzymujących się zaburzeń w handlu związanych z pandemią COVID-19. W krajach rozwiniętych banki centralne od wielu lat skutecznie utrzymują inflację na niskim poziomie, co daje podstawy, by oczekiwać, że obecne szoki inflacyjne okażą się przejściowe. Inflacja w krajach emerging markets jest natomiast, co do zasady, wyraźnie wyższa (wykres) – w wielu z nich jeszcze przed wybuchem pandemii ceny rosły w tempie przekraczającym 5 proc. czy nawet 10 proc. (wykres). To oznacza większe ryzyko, że obecny wzrost inflacji utrwali się i zdestabilizuje gospodarkę, co stanowi dodatkowy czynnik powodujący wycofywanie kapitału przez inwestorów.

Odpływ kapitału z rynków wschodzących jest typowym zjawiskiem towarzyszącym podwyżkom stóp procentowych przez największe banki centralne, w tym w szczególności Fed. Jak wskazuje MFW w najnowszym raporcie World Economic Outlook, na napięcia z tym związane narażone są w szczególności kraje z grupy o wysokim długu publicznym i większych potrzebach pożyczkowych do sfinansowania. Co więcej, w gospodarkach wschodzących, podobnie jak w rozwiniętych, pandemia doprowadziła do wzrostu długu publicznego do rekordowych poziomów – mediana relacji długu publicznego do PKB w tej grupie krajów sięgnęła w 2021 r. 60 proc. PKB. Tymczasem, jak pokazuje MFW, w 2013 r., gdy nastąpiło zjawisko tzw. taper tantrum, czyli odpływ kapitału z rynków wschodzących pod wpływem zapowiedzi wycofania się Fed z programu skupu aktywów (tapering), mediana tej relacji wynosiła ok. 40 proc.. Ponadto gdy w przeszłości występowały podobne przypadki odpływu kapitału wywołane polityką Fed, warunki do wzrostu gospodarczego w tych krajach były bardziej sprzyjające niż obecnie, w szczególności ze względu na szybkie tempo rozwoju chińskiej gospodarki.

Temat ryzyka dla gospodarek wschodzących, wynikającego z zacieśnienia polityki pieniężnej przy rekordowo wysokim poziomie długu publicznego, został poruszony także w innym raporcie MFW z kwietnia br. – Global Financial Stability Report (GFSR). Wskazano w nim, że w czasie pandemii znacznie wzrósł poziom zaangażowania banków w krajach emerging market w obligacje rządowe tych krajów. Tymczasem silne powiązania między sektorem rządowym i bankowym mogą prowadzić do wystąpienia negatywnych

sprzężeń zwrotnych między sytuacją finansową państwa a sektorem bankowym (sovereign-bank nexus). Przy dużej koncentracji obligacji rządowych w bilansach banków wzrost ryzyka fiskalnego może wpływać negatywnie na sytuację banków i ich skłonność do udzielania kredytów, a w skrajnej sytuacji stanowić zagrożenie dla stabilności makrofinansowej.

Perspektywy obsługi długu publicznego przedstawiają się jeszcze gorzej w grupie krajów najuboższych (low income developing countries). Był to jeden z tematów dyskusji na tegorocznym spotkaniu Banku Światowego (BŚ) i MFW w kwietniu br., a także przedmiot konferencji prasowej prezesów tych instytucji. Informowali oni, że ok. 60 proc. krajów z tej grupy znajdowało się na progu zagrożenia spłacalności długu (debt distress). Państwa te są najbardziej wrażliwe na obserwowany obecnie wzrost cen żywności, mają również ograniczone zasoby do walki z pandemią COVID-19, co w połączeniu ze wzrostem stóp procentowych może zagrozić ich wypłacalności. Marcello Esteve, dyrektor ds. makroekonomii, handlu i inwestycji w Banku Światowym, zadał w marcu br. na blogu tej instytucji pytanie: „Czy jesteśmy gotowi na falę kryzysów zadłużenia?”, wskazując, że w ciągu nadchodzącego roku ok. tuzina krajów może zaprzestać obsługi swojego zadłużenia.

Z rozważań przedstawionych powyżej można wyciągnąć następujące wnioski. Z jednej strony nie należy utożsamiać wzrostu nominalnego oprocentowania długu publicznego z pogorszeniem perspektyw fiskalnych. W obecnej sytuacji kluczowy jest bowiem spadek realnego oprocentowania, który sprzyja obniżeniu relacji długu publicznego do PKB. Z drugiej zaś strony negatywny wpływ zaostreżenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne mogą szczególnie mocno odczuć te gospodarki wschodzące, które w okresie przed pandemią stosowały nadmiernie ekspansywną politykę fiskalną i pieniężną. W połączeniu z ogólnym wzrostem zaburzeń i niepewności w gospodarce światowej stanowi to ważne przypomnienie o korzyściach płynących z prowadzenia polityki gospodarczej nakierowanej na zapobieganie narastaniu nierównowag, a tym samym na zapewnienie odporności gospodarki na wstrząsy zewnętrzne.

Autor wyraża własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Tomasz Jędrzejowicz, naczelnik Wydziału Finansów Publicznych w Dep. Analiz i Badań Ekonomicznych NBP. Przedstawiciel NBP w Grupie Roboczej Europejskiego Systemu Banków Centralnych ds. finansów publicznych.

W kierunku no NBP wobec wyzwań dla glob

Na konferencji z Bretton Woods w lipcu 1944 r. zdecydowano o kształcie ładu finansowego po II wojnie światowej, w tym o utworzeniu Banku Światowego i Międzynarodowego Funduszu Walutowego – dwóch kluczowych instytucji finansowych współczesnego świata.



DR PAWEŁ
BAGIŃSKI

Stworzone prawie 80 lat temu instytucje działają do dziś, ale postawione przed nimi obecnie wyzwania są węzłowe. Polska, której znaczenie w obu organizacjach istotnie wzrosło w ostatnich latach, może mieć wpływ na ich dalszą ewolucję i wzmocnienie.

Od czasu powstania BŚ i MFW świat zmienił się diametralnie. Skończyła się zimna wojna, gospodarka stała się globalna, a środek jej ciężkości przesunął się w kierunku Azji i Pacyfiku. Ważne stały się zmiany technologiczne i klimatyczne. Agresja Rosji przeciw Ukrainie postawiła pod znakiem zapytania międzynarodowy porządek i bezpieczeństwo, z konsekwencjami dla gospodarki światowej, globalnych finansów i rozwoju międzynarodowego.

MFW i BŚ, jako komplementarne filary powojennego porządku, są często traktowane łącznie jako tzw. instytucje z Bretton Woods. Łączy je zbliżony model zarządzania i wspólne spotkania na najwyższym szczeblu dwa razy do roku. Różnią się jednak mandatem i profilem działalności. MFW dostarcza krajom po-



moc finansową w celu przywrócenia równowagi makroekonomicznej oraz przeciwdziałania kryzysom gospodarczym, strzeże stabilności globalnego systemu finansowego, udziela pomocy eksperckiej w zakresie finansów. BŚ to globalny bank rozwoju, finansujący projekty i programy pomocowe od zdrowia przez edukację i ochronę środowiska po infrastrukturę. Obie instytucje wdrażają wspólne instrumenty, np. przeprowadzają analizy zdolności obsługi zadłużenia państw (Debt Sustainability Framework). Od pozostałych regionalnych banków rozwoju odróżnia BŚ możliwość realizowania działań z MFW i dostęp do ekspertyz Funduszu.

Pandemia COVID-19 oraz wojna w Ukrainie zadały cios temu, o co przez lata zabiegały obie instytucje. Chodzi o zrównoważony rozwój gospodarki, handlu i inwestycji, nieskrępowaną swobodę zawierania transakcji i rozliczeń, stopniowe ograniczanie skali ubóstwa i zapewnienie wszystkim dostępu do globalnych dóbr publicznych (takich jak zdrowie, czyste środowisko naturalne czy korzystny klimat). Oglądając zdjęcia z Charkowa czy Mariupola, trudno oprzeć się wrażeniu, że cofamy się do czasów, gdy Europę trzeba było odbudowywać z ruin, a między Wschodem a Zachodem trwała zimna wojna.

Globalne instytucje powołane do czuwania nad stabilnością ładu gospodarczego i wspierające rozwój są obecnie

wego Bretton Woods?

alnej architektury finansowej i rozwojowej



potrzebne jak nigdy przedtem. Adekwatność ich działania zależy od trzech czynników: 1) skuteczności obu instytucji w rozwiązywaniu bieżących problemów; 2) ich reprezentatywności, co zasadniczo sprowadza się do dawania krajom, zwłaszcza dużym i rozwijającym się, poczucia „sprawczości” i „wpływu” na globalny porządek gospodarczy; wreszcie 3) ich postrzegania wśród elit politycznych i społeczeństw, przede wszystkim krajów rozwijających się i tzw. rynków wschodzących.

Zachód, mający dziś zaledwie kilkudziesięcioprocentowy udział w globalnej populacji, wciąż dominuje w BŚ i MFW, i trudno mu z tej dominacji zrezygnować. To właśnie niemożność uzyskania przez Chiny większego wpływu na instytucje z Bretton Woods legła u podstaw utworzenia Azjatyckiego Banku Inwestycji Infrastrukturalnych (AIIB). Jak zauważył były zastępca Sekretarza Generalnego ONZ Mark Malloch Brown, głosowanie ws. Ukrainy w Zgromadzeniu Ogólnym pokazało, że wśród krajów o niskich i średnich dochodach jest wola działania, ale też przekonanie, że ich problemy są ignorowane i że system międzynarodowy nadal działa według zasad formułowanych przez państwa najbogatsze.

Ważne jest też jak postrzegane są BŚ i MFW przez zwykłych obywateli, zwłaszcza w krajach rozwijających się, w których obie instytucje kojarzone są często z biurokracją, skomplikowanymi proce-

durami, wszytkowiedzącymi ekspertami, nietrafionymi programami pomocowymi i dostosowawczymi. Wsparcie finansowe czy analityczne BŚ i MFW jest odbierane jako zbyt drogie, niekonkurencyjne wobec oferowanego przez inne podmioty, np. prywatne. Stąd w obu instytucjach refleksje o konieczności skuteczniejszej realizacji programów pomocowych, a także lepszej promocji pozytywnych efektów podejmowanych działań.

Testem dla przyszłości obu instytucji będzie ich odpowiedź na bieżące wyzwania gospodarcze i finansowe, a szczególnie kwestia przezwyciężenia obecnych kryzysów. Działania będą realizowane w skrajnie nieprzyjaznych warunkach wojny w Ukrainie i polaryzacji politycznej utrudniającej konsensus w kluczowych dla świata sprawach.

W tych okolicznościach nikogo nie stać ani na paraliż BŚ i MFW, ani na ich gruntowną przebudowę. Świat potrzebuje obu instytucji tu i teraz, aby pilnie rozwiązać wiele problemów. Po stronie BŚ to rosnące ubóstwo i głód, zmiany klimatyczne i konieczność zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego, rosnące nierówności, niski poziom produktywności wielu gospodarek, starzenie się niektórych społeczeństw przy jednoczesnej eksplozji demograficznej innych itd. Po stronie MFW to rosnąca inflacja w wyniku rosnących cen surowców i żywności, podnoszone stopy proc., rosnące zadłużenie, także to ukryte, nielegalne odpły-

wy finansowe z krajów rozwijających się, rozwój kryptowalut i sektora fintech oraz związane z tym zagrożenia. Dla obu instytucji wyzwaniem będzie dostosowanie polityki gospodarczej do sytuacji, w której rosnące wydatki na bezpieczeństwo i obronę ograniczać będą możliwość finansowania coraz większych potrzeb socjalnych i rozwojowych. Szczególnie trudna może być: sytuacja w państwach niestabilnych, ogarniętych konfliktami i przemocą, z presją migracyjną, rwące się łańcuchy dostaw, a także polaryzacja majątkowa społeczeństw i kielkujące zjawiska populizmu i frustracji. Na to wszystko nałoży się konieczność mobilizacji środków na odbudowę gospodarki Ukrainy, podobnie jak Syrii, Jemenu i jeszcze paru innych krajów.

W przypadku Ukrainy BŚ i MFW bardzo szybko uruchomiły fundusze na wsparcie. Już 7 marca 2022 r. Rada Dyrektorów Wykonawczych BŚ zatwierdziła dodatkowe finansowanie na 489 mln dol., a 9 marca 2022 r. Rada Wykonawcza MFW zatwierdziła wypłatę 1,4 mld dol. finansowania kryzysowego w ramach Instrumentu Szybkiego Finansowania. Zapowiadane są kolejne pakiety pomocowe. Przy BŚ powołano fundusz powierniczy do gromadzenia środków pochodzących od donatorów. Trzeba połączyć pomoc finansową, humanitarną i rozwojową oraz doświadczenia obu instytucji, żeby zaplanować odbudowę ukraińskiej gospodarki, a zwłaszcza infrastruktury.

Nie jest konieczny nowy Bretton Woods, bardzo jednak potrzeba silnego, skutecznego i odpowiednio dofinansowanego systemu instytucji wielostronnych, współpracujących ze sobą i z innymi podmiotami, których jednym z filarów powinny być sprawnie zarządzane, skutecznie działające BŚ i MFW. Motywem ich działań powinno być wzmacnianie odporności krajów na skutki występowania wielu kryzysów jednocześnie, w tym zwłaszcza ukraińskiego, który zdominował pozostałe, bynajmniej ich nie eliminując, a tylko czasowo spychając z ekranów telewizorów czy smartfonów. Odesłanie do lamusa przyjętej w 2015 r. Agendy 2030 na rzecz Zrównoważonego Rozwoju byłoby nierozsądne, choć jej realizacja w świecie po 24 lutego 2022 r. może być trudniejsza, niż wcześniej przypuszczano.

Obie instytucje, ale przede wszystkim BŚ, staną przed wyborami: przekazywać pomoc finansową czy raczej wpływać na zakresy polityk społeczno-gospodarczych i transferować wiedzę? Wspierać inwestycje publiczne czy prywatne? Koncentrować się na pomocy dla poszczególnych krajów czy na finansowaniu globalnych dóbr publicznych? Angażować się w pomoc rozwojową czy również humanitarną?

BŚ i MFW mają fundamentalną rolę do odegrania w zasympywniu tego, co eksperci ONZ w tegorocznym raporcie nt. finansowania rozwoju nazywają „wielką luką finansową” pomiędzy krajami bogatymi a biednymi. Obie instytucje powinny skupić się na udzielaniu szybkiej pomocy finansowej bez zbędnych ograniczeń formalno-prawnych, na współpracy z kapitałem prywatnym oraz przekształcaniu globalnych oszczędności w finanse rozwojowe poprzez angażowanie inwestorów instytucjonalnych. Celem jest podtrzymanie wzrostu przy jednoczesnym ograniczaniu nierówności i zadłużenia, co nie jest możliwe bez zaangażowania sektora prywatnego. Działalność BŚ powinna w większym stopniu koncentrować się na promowaniu inwestycji i ograniczaniu ryzyka niż na bezpośrednim pożyczaniu. Niebagatelną rolę odgrywa tu globalne oddziaływanie tych instytucji na kraje członkowskie (tzw. convening power). Bezpośrednie wsparcie finansowe powinno być udzielane tylko dla spraw, których nie da się rozwiązać np. przez zmiany prawno-instytucjonalne lub zaangażowanie sektora prywatnego. Priorytetowo powinny być traktowane

sprawy ekologii i cyfryzacji. Środki bezzwrotne i koncesyjne powinny być kierowane głównie do krajów niestabilnych, o niskich dochodach, ze słabymi instytucjami, żeby budować odporność poprzez m.in. tworzenie solidnych systemów finansowych, podatkowych i socjalnych oraz ograniczanie ułomności rynku. Warto pamiętać, że przewaga komparatywna BŚ i MFW polega w dużym stopniu na pomocy eksperckiej i przekształcaniu ogólnej wiedzy w rozwiązania dostosowane do potrzeb poszczególnych krajów i konkretnych sytuacji.

Agenda obu instytucji będzie zdominowana tematami, które są ważne dla Polski i w których polski rząd i Narodowy Bank Polski mają wiedzę ekspercką. Po stronie MFW będą to polityka makroekonomiczna, stabilność finansowa, międzynarodowy ład walutowy. Po stronie BŚ: walka z ubóstwem i nierównościami społecznymi, dostęp do globalnych dóbr publicznych, migracje, rozwój rynków pracy, bezpieczeństwo energetyczne. Dla obu instytucji istotna będzie mobilizacja środków na odbudowę gospodarki Ukrainy. Polskie instytucje publiczne mają wiedzę i doświadczenie, które pozwolą współkształtować agendę działań zgodnie z interesami rozwojowymi Polski.

NBP jest najważniejszą instytucją w kraju współpracującą z BŚ. Prezes NBP jest jednocześnie przedstawicielem Polski w BŚ. NBP współkształtuje też polską politykę na forum MFW, gdzie wiceprezes banku centralnego – Pierwszy Zastępca Prezesa NBP – pełni funkcję zastępcy przedstawiciela Polski. NBP dysponuje wyjątkową w Polsce wiedzą na temat kształtowania stabilności finansowej w skali makro, polityki kursu walutowego, zarządzania rezerwami dewizowymi (w tym również w odniesieniu do jednostki walutowej MFW, tj. Specjalnych Praw Ciągnięcia – SDR), czy rachunku bilansu płatniczego.

Na obecnym etapie globalizacji banki centralne mają również istotny wpływ na realizację Agendy 2030, także dlatego, że ich mandat coraz częściej wykracza poza politykę pieniężną i stabilność finansową i obejmuje też wspieranie rozwoju czy tworzenie miejsc pracy. Agendy banków centralnych i międzynarodowych instytucji finansowych, coraz bardziej się pokrywają. Kluczowa jest rola NBP w zakresie współpracy z BŚ, będącą swoistym ewenementem wśród banków centralnych – może być traktowana jako ciekawy eksperyment.

Doświadczenia NBP w prowadzeniu spraw BŚ są pozytywne. Po kilku latach przygotowań i negocjacji ze Szwajcarią udało się uzyskać dla Polski stanowisko Dyrektora Wykonawczego w Radzie BŚ, którą to funkcję nasz kraj sprawuje w latach 2020–2022 po raz pierwszy w historii. Polska reprezentuje również Szwajcarię, Serbię oraz kilka państw Azji Środkowej i Kaukazu Południowego, czyli kraje wchodzące w skład tzw. polsko-szwajcarskiej grupy wyborczej (konstytuanty).

Polskie przewodnictwo kończy się jesienią 2022 r., ale nie powinno być jednorazowym doświadczeniem. NBP, dysponujący doświadczeniem i solidnym zapleczem eksperckim w zakresie rozwoju międzynarodowego, powinien kontynuować prowadzenie spraw BŚ w ramach polskiej administracji publicznej, przynajmniej utrzymując dotychczasowy poziom zaangażowania, przygotowując się do kolejnego przewodnictwa w konstytucji od jesieni 2026 r. Warto nadmienić, że Polska prowadzi – już po raz drugi – podobnej konstytucji w MFW (gdzie kluczową rolę odgrywa Ministerstwo Finansów), z perspektywą kolejnych „rotacji” na tym stanowisku ze Szwajcarią w najbliższej przyszłości.

Najbliższe lata to będzie czas kształtowania się nowego porządku globalnego, w tym gospodarczego, w niezwykle trudnych okolicznościach. Porządek ten powinien być oparty na solidnych, ściśle współpracujących ze sobą instytucjach międzynarodowych, wspierających kraje, które gorzej radzą sobie z rozlicznymi wyzwaniami, niezależnie od poziomu dochodu czy przynależności do określonej kategorii państw; na organach instytucjonalnych odpowiednio reprezentujących wszystkie kraje i regiony świata i wspierających transformację biznesu w kierunku odpowiedzialności społecznej i klimatycznej; na instytucjach przejrzystych finansowo i odpowiednio dokapitalizowanych. Polska powinna wspierać nowy multilateralizm, zapewniając to, że – według słów szefowej MFW Christine Lagarde – rządy i instytucje będą działać na rzecz dobra wspólnego, młodzi ludzie będą mieli perspektywę, a kraje będą współpracować ze sobą w rozwiązywaniu globalnych wyzwań. BŚ i MFW mają tu swoją rolę do odegrania. Być może za jakiś czas zostaną zastąpione innymi, sprawniejszymi organizacjami, ale dopóki to nie nastąpi, działajmy aktywnie na rzecz ich ulepszenia. W naszym własnym interesie.



Celem jest podtrzymanie wzrostu przy jednoczesnym ograniczaniu nierówności i zadłużenia, co nie jest możliwe bez zaangażowania sektora prywatnego

Autor wyraża własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Dr Paweł Bagiński, doradca ekonomiczny
w Departamencie Zagranicznym NBP.

Sytuacja majątkowa i kapitałowa oraz wynik finansowy Narodowego Banku Polskiego za 2021 r.

Na koniec 2021 r. Narodowy Bank Polski odnotował najwyższą w historii sumę bilansową w wysokości 825,3 mld zł oraz najwyższy wynik finansowy, który wyniósł prawie 11,0 mld zł.



AGNIESZKA
DEMALE-CEBERA



KRZYSZTOF
KRUSZEWSKI



DR MIKOŁAJ
SZADKOWSKI



MICHAŁ
ZACZEK

Oznacza to, że po zatwierdzeniu Sprawozdania finansowego NBP przez Radę Ministrów w 2022 r. NBP dokona wpłaty z zysku do budżetu państwa w kwocie 10,4 mld zł. Poniżej przedstawiono podstawowe informacje o sytuacji majątkowej i kapitałowej oraz wyniku finansowym NBP za 2021 r.

Bilans NBP

Suma bilansowa NBP na koniec 2021 r. wyniosła 825,3 mld zł. Tylko w 2021 r. NBP odnotował wzrost wartości aktywów i pasywów o 131 mld zł. Na wzrost ten wpłynęły transakcje przeprowadzone przez posiadaczy rachunków w NBP oraz transakcje własne NBP, które skutkowały napływem walut obcych o równowartości prawie 58 mld zł. Dodatkowo w 2021 r. Międzynarodowy Fundusz Walutowy przeprowadził alokację SDR, w wyniku której Rzeczpospolita Polska otrzymała 3,9 mld SDR, co przyczyniło się do wzrostu sumy bilansowej NBP o prawie 22 mld zł. Zmiany kursów walut obcych i ceny złota spowodowały dalszy wzrost aktywów i pasywów o prawie 32 mld zł. Kontynuowany skup dłużnych papierów wartościowych w złotych na potrzeby polityki pieniężnej przyczynił się natomiast do wzrostu sumy bilansowej NBP o prawie 35 mld zł. Z kolei zmniejszenie zaangażowania w jednoczesne trans-

akcje repo i reverse repo na koniec 2021 r., które są wykorzystywane w ramach zarządzania rezerwami dewizowymi, spowodowało obniżenie sumy bilansowej NBP o mniej więcej 12 mld zł w porównaniu ze stanem na koniec 2020 r.

W 2021 r., w porównaniu z 2020 r., struktura bilansu nie zmieniła się istotnie. W wyniku omówionej już alokacji SDR nastąpił w aktywach znaczny wzrost należności od MFW. Z kolei po stronie pasywów wzrost zobowiązań z tytułu alokacji SDR został skompensowany przez spadek sald na rachunkach walutowych rezydentów i nierezydentów, a także zmniejszenie zaangażowania we wspomniane jednoczesne transakcje repo i reverse repo. Napływające do NBP waluty obce, związane z transakcjami realizowanymi przez posiadaczy rachunków, są w większości wymieniane na walutę krajową i powiększają zobowiązania NBP w walucie krajowej. W rezultacie bilans NBP charakteryzuje się asymetrią walutową. Oznacza to, że dominującą część aktywów stanowią aktywa w walutach obcych i złocie, podczas gdy po stronie pasywów przeważają zobowiązania w walucie krajowej (polityka pieniężna, emisja banknotów i monet). Skutkiem tej asymetrii jest otwarta pozycja walutowa NBP, tj. nadwyżka aktywów nad zobowiązaniami w walutach obcych, i duża ekspozycja na ryzyko kursowe.

Aktywa i pasywa w złocie i walutach obcych

Aktywa i pasywa w złocie i walutach obcych są związane przede wszystkim z gromadzeniem rezerw dewizowych i zarządzaniem nimi, pełnieniem przez NBP funkcji agenta rządu RP w relacjach z MFW, a także prowadzeniem polskiego komponentu paneuropejskiego systemu rozrachunku płatności w euro (TARGET2-NBP). Ponadto NBP prowadzi rachunki bankowe w walutach obcych w ramach obsługi budżetu państwa.

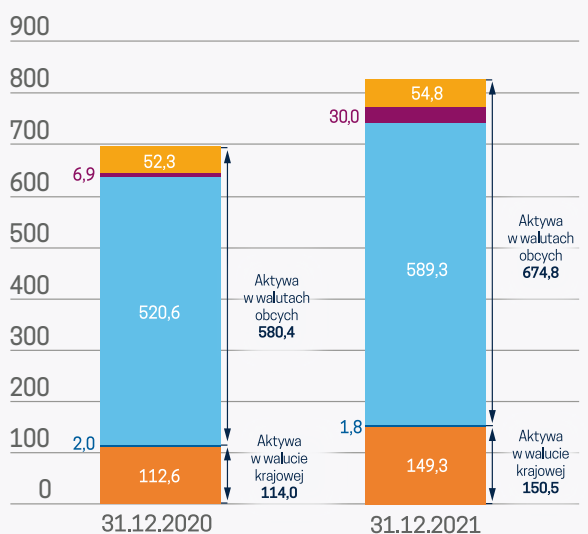
NBP posiada złoto odpowiadające międzynarodowym standardom czystości, które jest przechowywane w bankach zagranicznych (na rachunkach bieżących lub na rachunkach lokat terminowych) oraz w skarbcach NBP. W związku z realizowanym procesem inwestycyjnym zasób złota NBP w 2021 r. nieznacznie się zwiększył i na dzień bilansowy wyniósł 230,8 tony (54,8 mld zł), co stanowiło 6,6 proc. sumy aktywów NBP (228,7 tony i 7,5 proc. na koniec 2020 r.).

Największy udział w aktywach NBP mają instrumenty inwestycyjne wykorzystywane do zarządzania rezerwami dewizowymi. Są to przede wszystkim dłużne papiery wartościowe emitowane przez rząd, agencje rządowe i instytucje międzynarodowe oraz, w mniejszym stopniu, lokaty terminowe i obligacje przedsiębiorstw niefinansowych. Dodatkowo niewielka część rezerw walutowych jest utrzymywana na rachunkach bieżących, głównie w zagranicznych bankach centralnych. Aby uzyskać dodatkowy dochód, NBP zawiera transakcje reverse repo (prezentowane w aktywach bilansu), zwykle jednocześnie z transakcjami repo (prezentowanymi w pasywach bilansu), oraz inwestuje w kontrakty futures (w tym equity index futures).

Rezerwy dewizowe są inwestowane w USD, EUR, GBP, CAD, AUD, NOK i NZD. Na wielkość zarządzanych rezerw dewizowych w 2021 r. oddziaływał przede wszystkim wspomniany napływ walut obcych na rzecz posiadaczy rachunków w NBP, jak też wycena kursowa walut obcych i wycena cenowa posiadanych dłużnych papierów wartościowych. Na strukturę walutową i inwestycyjną re-

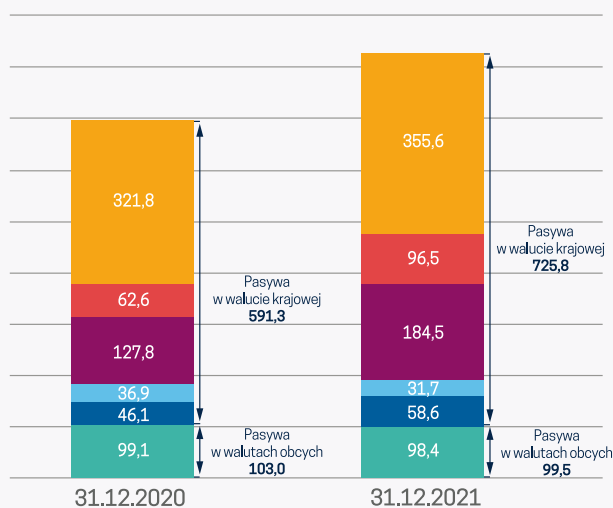
Struktura aktywów i pasywów na koniec 2021 r. i 2020 r. (w mld zł)

Aktywa



- Złoto
- Należności od MFV
- Dłużne papiery wartościowe i inne aktywa w walutach obcych (w tym reverse repo)
- Dłużne papiery wartościowe w walucie krajowej
- Pozostałe aktywa

Pasywa



- Pieniądz w obiegu
- Zobowiązania wobec instytucji kredytowych z tytułu operacji polityki pieniężnej
- Wyemitowane bony pieniężne NBP
- Pozostałe zobowiązania w walucie krajowej
- Zobowiązania w walutach obcych (w tym repo)
- Kapitał NBP

Źródło: NBP

obserwator
finansowy.pl

zerw dewizowych wpływ miały decyzje zarządcze NBP. W 2021 r. NBP rozpoczął m.in. inwestycje w dolarze kanadyjskim (CAD).

Aktywa i pasywa w walucie krajowej

Aktywa i pasywa w walucie krajowej są związane przede wszystkim z emisją przez NBP pieniądza gotówkowego, prowadzeniem polityki pieniężnej oraz prowadzeniem rachunków bankowych budżetu państwa. Ponieważ większość instrumentów finansowych wykorzystywanych do realizacji tych funkcji ma charakter zobowiązań, występuje nadwyżka pasywów nad aktywami w walucie krajowej. Wzrost tej nadwyżki w 2021 r. wynikał przede wszystkim z wymiany na walutę krajową walut obcych napływających do NBP na rzecz posiadaczy rachunków w NBP.

Działalność emisyjna polega na realizacji przez NBP konstytucyjnego uprawnienia do emitowania polskich znaków pieniężnych. NBP emituje banknoty i monety powszechnego obiegu oraz banknoty i monety kolekcjonerskie. Wyemitowane banknoty i monety stanowią – oprócz zobowiązań z tytułu polityki pieniężnej

– najistotniejszą pozycję pasywów NBP. Wielkość emisji pieniądza jest uwarunkowana czynnikami niezależnymi od banku centralnego, w szczególności kształtowaniem się popytu na pieniądź gotówkowy w gospodarce.

NBP realizuje politykę pieniężną, wykorzystując zestaw instrumentów przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej. W 2021 r. polityka pieniężna była prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Do jej realizacji NBP stosował wybrane instrumenty, w szczególności operacje otwartego rynku polegające na emisji bonów pieniężnych NBP oraz rezerwę obowiązkową (prezentowane w pasywach). Utrzymywanie przez banki rezerwy obowiązkowej ogranicza skalę operacji otwartego rynku, przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności z sektora bankowego. NBP udostępniał także bankom krajowym operacje depozytowo-kredytowe i umożliwiał lokowanie nadwyżki płynności w NBP w formie depozytu na koniec dnia (prezentowanego w pasywach) bądź uzupełnienie niedoboru płynności przy wykorzystaniu kredytu lombardowego (prezentowanego w aktywach). Ponadto podejmował dodatkowe działania mające na celu ogra-

niczenie negatywnych skutków pandemii COVID-19. W szczególności w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku skupował na rynku wtórnym obligacje skarbowe oraz dłużne papiery wartościowe z gwarancją Skarbu Państwa.

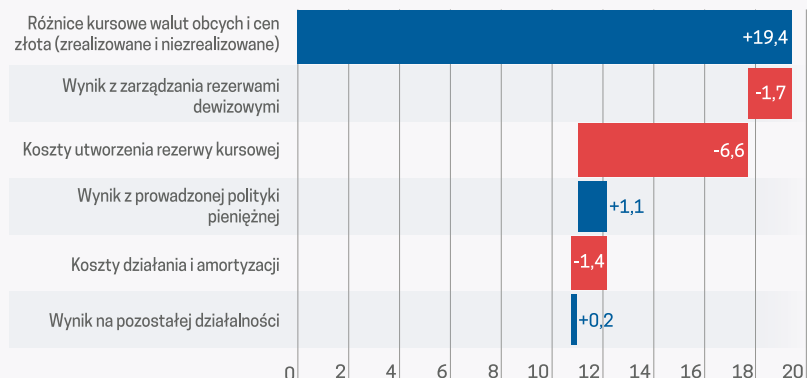
W rezultacie kontynuowania skupu dłużnych papierów wartościowych, a także skupu walut obcych od posiadaczy rachunków w NBP, nastąpił wzrost zobowiązań wobec sektora bankowego, zmniejszony o przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu w trakcie roku.

Rachunek zysków i strat NBP

W 2021 r. Narodowy Bank Polski wypracował jeden z najwyższych wyników finansowych w historii – prawie 11,0 mld zł.

Wynik finansowy NBP jest pochodną pełnionych przez niego funkcji, a także uwarunkowań rynkowych – a tym samym struktury bilansu banku centralnego. W związku z dominującą rolą instrumentów finansowych w bilansie NBP rachunek jego zysków i strat jest determinowany przez odsetki, dyskonto i premie (wynik z odsetek) oraz różnice kursowe i cenowe związane z obrotem instrumentami inwestycyjnymi i rezerw dewizowych

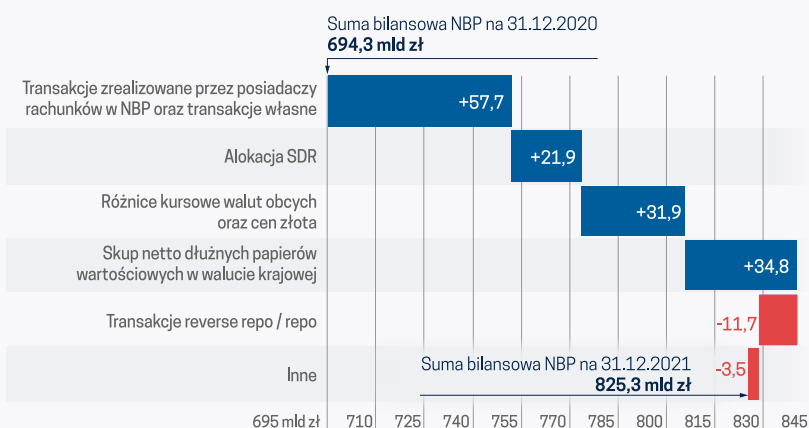
Wynik finansowy NBP za 2021 r. w podziale na obszary (w mld zł)



Źródło: NBP

obserwator
finansowy.pl

Zmiana sumy bilansowej NBP w 2021 r. w relacji do 2020 r.



Źródło: NBP

obserwator
finansowy.pl

(wynik z operacji finansowych), a także przez realizację polityki pieniężnej. Dodatkowo NBP ponosi koszty związane ze swoją działalnością (koszty wynagrodzeń, administracyjne, emisji znaków pieniężnych oraz amortyzacji).

Źródłem tak wysokiego zysku NBP za 2021 r. były operacje przeprowadzane w ramach zarządzania rezerwami w walutach obcych i złocie. Składają się one na wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi (liczony w walucie instrumentów, a następnie przeliczony na walutę krajową) oraz różnice kursowe walut obcych i cen złota. Dodatkowo do wzrostu wyniku finansowego przyczynił się dodatni wynik z prowadzonej polityki pieniężnej. Część wypracowanej nadwyżki została przeznaczona na zwiększenie rezerwy kursowej, zgodnie z obowiązującymi regulacjami, a także pokryła koszty działania NBP i amortyzacji.

Wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi w dużym stopniu zależy od kształtowania się czynników pozostających poza kontrolą NBP. Należą do nich przede wszystkim wielkość środków

w walutach obcych napływających z zagranicy i ich wymiana na walutę krajową w NBP (co oddziałuje na poziom rezerw dewizowych), a także kształtowanie się sytuacji na rynkach finansowych – kursów walutowych w relacji do złotego, stóp procentowych na rynkach zagranicznych, wartości indeksów akcyjnych. Na wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi wpływa również przyjęta struktura inwestycyjna rezerw dewizowych, czyli struktura walutowa i rodzaj wykorzystywanych instrumentów finansowych. W 2021 r. na wynik z zarządzania rezerwami dewizowymi (liczony w walucie instrumentów) największy wpływ miał skutkujący spadkiem cen papierów wartościowych obserwowany wzrost rentowności na rynkach zagranicznych, który przełożył się na koszty z wyceny cenowej posiadanych przez NBP dłużnych papierów wartościowych. Spadek wysokości wyniku został częściowo skompensowany rozpoczęciem inwestycji w equity index futures.

Różnice kursowe są najbardziej zmiennym elementem wyniku finansowego

NBP. Wynik ze zrealizowanych różnic kursowych w 2021 r. dotyczył głównie transakcji na złocie oraz USD, EUR, GBP i AUD.

Rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych (rezerwa kursowa) zabezpiecza bank centralny przed materializacją ryzyka kursowego i jej negatywnym wpływem na obniżenie wyniku finansowego (w przypadku NBP niekorzystny wpływ na wartość aktywów w walutach obcych ma aprecjacja kursu złotego). W 2021 r. NBP kontynuował proces odbudowy tej rezerwy (wykorzystanej w całości w 2017 r.) i uzupełnił ją kwotą 6,6 mld zł (do 16,5 mld zł).

W 2021 r. Narodowy Bank Polski osiągnął dodatni wynik z prowadzonej polityki pieniężnej. Było to efektem przede wszystkim rosnących przychodów od nabytych dłużnych papierów wartościowych. Częściowo skompensowały go rosnące koszty dyskonta od wyemitowanych przez NBP bonów pieniężnych, co było spowodowane wzrostem nadpłynności sektora bankowego oraz wzrostem stóp procentowych NBP pod koniec 2021 r.

Wypracowany przez NBP zysk za 2021 r. zgodnie z ustawą o NBP zostanie przekazany do budżetu państwa jako wpłata z zysku NBP w wysokości 10,4 mld zł (tj. 95 proc.), a pozostałe 0,5 mld zł (tj. 5 proc.) zwiększy fundusz rezerwowy NBP. Wpłaty z zysku NBP do budżetu państwa zostaną dokonane po zatwierdzeniu rocznego sprawozdania finansowego Narodowego Banku Polskiego przez Radę Ministrów.

Więcej informacji o sytuacji majątkowej i kapitałowej oraz wyniku finansowym NBP za 2021 r. będzie można znaleźć w sprawozdaniach NBP publikowanych na stronie internetowej banku centralnego – Sprawozdaniu z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2021 roku oraz Sprawozdaniu finansowym Narodowego Banku Polskiego na dzień 31 grudnia 2021 roku.

Autorzy wyrażają własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Agnieszka Demale-Cebera, naczelnik Wydziału Sprawozdawczości Finansowej w Departamencie Rachunkowości i Finansów NBP

Krzysztof Kruszewski, dyrektor Departamentu Rachunkowości i Finansów NBP

Dr Mikołaj Szadkowski, zastępca dyrektora Departamentu Rachunkowości i Finansów NBP

Michał Żaczek, zastępca naczelnika Wydziału Sprawozdawczości Finansowej w Departamencie Rachunkowości i Finansów NBP

Zachowania płatnicze w P

Płacenie za zakupione towary oraz usługi to codzienność. Literatura naukowa wskazuje cały szereg czynników, które mają wpływ na wybór instrumentu płatniczego podczas dokonywania transakcji.



RADOSŁAW
KOTKOWSKI

Abstrahując od czynnika oczywistego jak samo posiadanie więcej niż jednego instrumentu płatniczego, wpływ na to m.in. mają: (I) nasze postrzeganie charakterystyki (np. szybkości, łatwości użycia czy bezpieczeństwa), a w konsekwencji użyteczności konkretnego instrumentu, (II) miejsce i wartość transakcji, którą mamy dokonać, (III) nagrody lub kary, jakie poniesiemy za realizację transakcji w określony sposób oraz (IV) chęć pozostania osobą anonimową.

Na nasze zachowania płatnicze wpływa również ukształtowane przyzwyczajenie, dlatego na co dzień rzadko zwracamy uwagę na to, w jaki sposób dokonujemy płatności. A jeśli przez przypadek zapomnieliśmy zabrać ze sobą ulubionego instrumentu płatniczego lub nie jest on w jakimś miejscu akceptowany, potrafiśmy w ogóle zrezygnować z zakupu.

Zachowania płatnicze jednostek, a w konsekwencji całych narodów, zmieniają się nieustannie. Wpływa na to cały szereg czynników. Zaliczyć można do nich na przykład zasygnalizowane wcześniej nagrody dla płatników (m.in. akcje promocyjne popularyzujące dane rozwiązania płatnicze) czy zasięg sieci akceptacji danego instrumentu (im większa, tym większa użyteczność akceptowalnego instrumentu). Ludzie są istotami społecznymi, więc znaczenie ma również to, jak płacą inni — nasi rówieśnicy, rodzina, partnerzy, współpracownicy czy idole. Czasami jednak tempo zmian przyspiesza. Stało się tak m.in. w trakcie pandemii COVID-19, w obliczu której wiele osób zaczęło częściej (a czasami w ogóle po raz pierwszy) korzystać z rozwiązań bezgotówkowych, m.in. ze strachu przed ryzykiem zarażenia wirusem. Niestety

zdarzały się także sytuacje, że zmiany były wymuszone, na przykład odmową przyjęcia gotówki przez sprzedawców, obawiających się koronawirusa, miało to miejsce przede wszystkim w okresie, kiedy jeszcze pogłoski na temat możliwości transmisji wirusa w ten sposób nie zostały ostatecznie zdementowane.

Śledzenie zmian w zachowaniach płatniczych nie jest jednak zadaniem łatwym. W przypadku transakcji bezgotówkowych (tj. dokonanych kartami płatniczymi i innymi, jeszcze nowocześniejszymi metodami płatniczymi) analiza trendów jest relatywnie łatwa. Wynika to z faktu, że każda transakcja jest rejestrowana w systemach informatycznych dostawców usług płatniczych (np. banków, instytucji płatniczych czy instytucji pieniądza elektronicznego), a następnie raportowana m.in. do banku centralnego np. NBP. Szacowanie natomiast wykorzystania gotówki, jednego z najistotniejszych instrumentów płatniczych, pomimo zmian, które zaszły w ostatniej dekadzie, jest znacznie trudniejsze z uwagi na jej anonimowy charakter. Istnieją co prawda metody oceniania na podstawie agregatów makroekonomicznych, jednak wyniki tych szacunków charakteryzują się dużą rozpiętością. Znacznie bardziej dokładne, lecz też dużo bardziej kosztochłonne oraz czasochłonne, są badania dokonane tak zwaną metodą dzienniczka płatności. W ramach tej metody reprezentatywna grupa respondentów proszona jest o zapisywanie wszystkich dokonanych przez siebie transakcji (w określonym czasie, np. 3 dni) oraz wskazanie wartości transakcji, miejsca jej dokonania, ale również — a być może przede wszyst-

kim — metody płatności, która została wykorzystana.

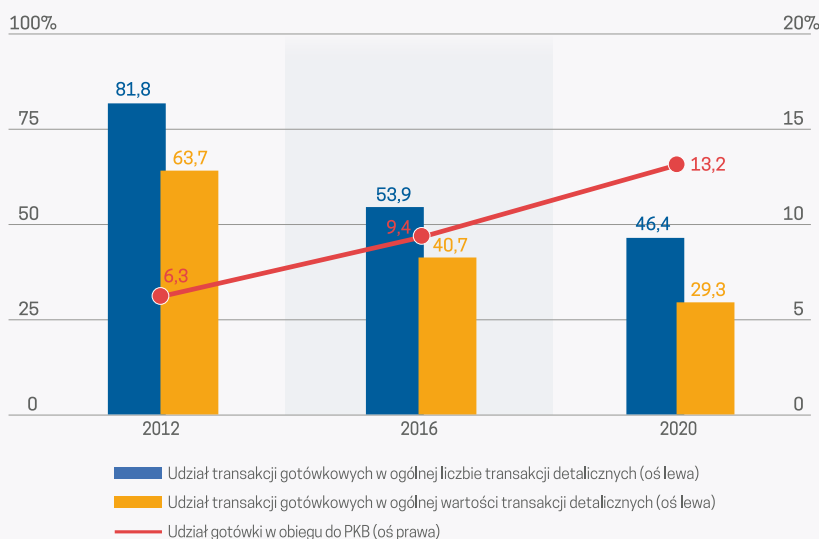
W ostatnich latach tego typu badania realizowane były zazwyczaj przez banki centralne, przynajmniej w kilkunastu krajach świata, m.in. w Australii, Stanach Zjednoczonych, krajach skandynawskich, krajach strefy euro czy w Polsce. Badania dzienniczkowe w naszym kraju przeprowadzono do tej pory trzykrotnie — na przełomie lat 2011 i 2012, w 2016 r. oraz w 2020 r. Wskazują one, że do celów realizacji codziennych płatności gotówka faktycznie wykorzystywana jest coraz rzadziej. Pomiędzy latami 2012 a 2020 udział transakcji gotówkowych, w ogólnej liczbie transakcji detalicznych, spadł z poziomu 82 proc. do poziomu 46 proc. Z kolei w ogólnej wartości transakcji spadek udziału gotówki nastąpił z poziomu 64 proc. do poziomu 29 proc. Należy jednak zaznaczyć, że nie towarzyszyło temu znikanie gotówki z obiegu. Wręcz przeciwnie, jej udział w relacji do PKB rośnie. Biorąc pod uwagę okres między latami 2012 a 2020 wskaźnik ten wzrósł ponad dwukrotnie — z poziomu 6,3 proc. do 13,2 proc. Oznaczać to może m.in. wzrost motywu przezroczności posiadania gotówki, ale również może wskazywać na niską atrakcyjność alternatywnych (w stosunku do gotówki), bezpiecznych metod jej lokowania. Związane to zapewne było z niskim oprocentowaniem depozytów bankowych przy niskiej, w omawianym okresie, inflacji.

Polska, na tle krajów, które przeprowadzają analizy zachowań płatniczych, plasuje się jako kraj o relatywnie dużym udziale transakcji bezgotówkowych. Z 46 proc. udziałem transakcji gotówkowych w ogólnej liczbie transakcji, nasz kraj znajduje się istotnie poniżej średniej dla państw strefy euro (73 proc.). Wskaźnik użycia gotówki jest również niższy dla takich znaczących gospodarek jak Niemcy (77 proc.), Włochy (82 proc.) czy Francja (59 proc.). Z drugiej strony, wykorzystanie gotówki było mniejsze w takich krajach, jak Kanada (33 proc.), Austria

” Polska, na tle krajów, które przeprowadzają analizy zachowań płatniczych, plasuje się jako kraj o relatywnie dużym udziale transakcji bezgotówkowych. Z 46 proc. udziałem transakcji gotówkowych w ogólnej liczbie transakcji, nasz kraj znajduje się istotnie poniżej średniej dla państw strefy euro (73 proc.)

olsce – trendy i wyzwania

Wykorzystanie gotówki w transakcjach detalicznych oraz wartość gotówki w obiegu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań oraz danych NBP

obserwator
finansowy.pl

lia (27 proc.), Wielka Brytania i Stany Zjednoczone (po 23 proc.), Holandia (21 proc.) czy w krajach skandynawskich (od 12 proc. do 3 proc.).

Interesujące pozostaje pytanie: Jak będą się kształtować dalsze trendy w wykorzystaniu instrumentów gotówkowych i bezgotówkowych? Tutaj doświadczenia innych krajów mogą być szczególnie pomocne. Przekroczenie progu 46-procentowego udziału transakcji gotówkowych zaobserwowano do tychczas w badaniach dzienniczkowych zrealizowanych w 5 krajach: Australii (ok. 2013 r.), Danii (ok. 2009 r.), Holandii (ok. 2016 r.) Kanady (ok. 2012 r.) oraz w Stanach Zjednoczonych (ok. 2011 r.). Po 5 latach, średni udział transakcji gotówkowych, w relacji do wszystkich zrealizowanych transakcji detalicznych dla tych krajów, wyniósł 30 proc. Przy czym skrajnym przypadkiem była Holandia, gdzie udział transakcji gotówkowych spadł do 21 proc., oraz Stany Zjednoczone, gdzie spadł on do 36 proc. Próba spojrzienia dalej w przyszłość ogranicza nas już tylko do doświadczeń Danii, gdzie po kolejnych 7 latach (łącznie po około 12 latach od osiągnięcia poziomu 46 proc.) udział transakcji gotówkowych w ogóle transakcji detalicznych spadł w 2021 r. do poziomu 12 proc. Niższy poziom wykorzystania gotówki w transakcjach detalicznych charakteryzuje tylko Szwecję (gdzie ok. 9 proc. transakcji to transakcje

gotówkowe) oraz Norwegię, dla której poziom 10 proc. odnotowany został podczas pierwszego badania przeprowadzonego w 2017 r., a w 2021 r. (po kolejnych 4 latach) wyniósł już tylko 3 proc.

Czy wykorzystanie gotówki do realizacji codziennych płatności obniży się w Polsce do tak niskiego poziomu? To zależy od wielu czynników. Pierwszym jest skala akceptacji rozwiązań bezgotówkowych, która w ostatnich latach rozwijała się w bardzo szybkim tempie, lecz nadal jest niższa od średniej krajów strefy euro czy innych silnie bezgotówkowych państw. Drugim kluczowym czynnikiem jest skala tej akceptacji przez konsumentów oraz wykorzystanie przez nich instrumentów bezgotówkowych. Badanie NBP dotyczące zachowań płatniczych w Polsce w 2020 r. wskazało, że 11,5 proc. mieszkańców kraju nad Wisłą nie ma konta bankowego, zaś 18,3 proc. karty płatniczej. Polska, w porównaniu ze standardami wyznaczonymi przez Bank Światowy w zrealizowanym w 2017 r. badaniu „The Global Findex Database”, znajduje się wśród najmniej ubankowionych i ukartowionych krajów regionu. W kontekście skali wykorzystania instrumentów, które już posiadamy (np. kart płatniczych), plasujemy się w obecnej chwili powyżej średniej dla Unii Europejskiej, ale nadal daleko nam do liderów w tym zakresie.

Z drugiej strony, wzrost wykorzystania instrumentów bezgotówkowych, cho-

ciaż niesie wiele pozytywów — jak na przykład przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego czy ograniczanie funkcjonowania szarej strefy, a tym samym przychodów podatkowych — pociąga ze sobą też szereg zagrożeń. Dotyczą one zwłaszcza kwestii wykluczenia finansowego. W społeczeństwie zawsze będą istniały grupy osób, które pozostaną nieubankowane i nieukartowane, a w związku z tym będą musiały mieć możliwość realizowania transakcji — w domyśle — gotówkowych. Inne osoby natomiast będą zwyczajnie preferowały płatności realizowane w ten sposób. Dodatkowo, niezależnie od powyższych czynników, z uwagi na prawny status złotówki w formie pieniądza gotówkowego, jako prawnego środka płatniczego (pieniądz bankowy, tudzież bezgotówkowy nie ma takiej właściwości) czy na potrzebę zapewnienia pełnego dostępu klientów banków do wypłat gotówki ze swoich rachunków bankowych (co okazało się niezbędne w okresie luty-marzec 2022 r.), konieczna jest ochrona infrastruktury umożliwiającej skuteczne jego funkcjonowanie.

W kontekście potencjalnych i prawdopodobnych zmian w zachowaniach płatniczych, szczególnie istotna jest obrona funkcjonowania obrotu gotówkowego. Wynika to z faktu, iż zmniejszanie się obrotu gotówkowego będzie pogłębiać presję kosztową na rezygnację z jej obsługi. W efekcie, bez dodatkowej kontroli i wsparcia, mogłoby to doprowadzić do ograniczania infrastruktury umożliwiającej obrót gotówkowy, którego funkcjonowanie zależne jest w dużej części od wielu prywatnych firm działających na wolnym rynku. Odtworzenie tej infrastruktury w sytuacji wyższej konieczności byłoby bardzo kosztowne i czasochłonne. Przygotowana przez NBP w 2021 r. Narodowa Strategia Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego, w tym zaplanowane w niej działania mające na celu analizę dostępności oraz skalę akceptacji gotówki, jest przykładem długofalowego działania mającego na celu niedopuszczenie do takiego scenariusza.

Autor wyraża własne opinie,
a nie oficjalne stanowisko NBP.

Radosław Kotkowski, ekspert w Wydziale Badań i Analiz Dep. Systemu Płatniczego NBP oraz asystent w Katedrze Gospodarki i Finansów Cyfrowych na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania UMK w Toruniu.

Rola banków centralnych w cyfrowej transformacji rynków finansowych

Proces transformacji cyfrowej postępuje w bardzo szybkim tempie, a społeczeństwo i gospodarka wyraźnie odczuwają jego konsekwencje. Wirtualne spotkania, komunikatory internetowe i zakupy online stały się nieodłącznym elementem życia codziennego.



DR JOACHIM
NAGEL

Wiele rządów aktywnie promuje cyfrową transformację poprzez strategiczne działania i niezbędne inwestycje. Najlepszym przykładem jest Polska, która realizuje swoją agendę cyfrową z wielkim entuzjazmem i zaangażowaniem. Znajduje to odzwierciedlenie, między innymi, w poprawiających się w ostatnich latach wynikach Polski w indeksie gospodarki cyfrowej i społeczeństwa cyfrowego (ang. Digital Economy and Society Index - DESI), za pomocą którego Komisja Europejska monitoruje cyfrowe osiągnięcia i cyfrową konkurencyjność państw europejskich.

Transformacja cyfrowa w oczywisty sposób wpływa na gospodarkę jako całość. Jednak jej skutki dla sektora finansowego są jeszcze bardziej wyraźne, ponieważ większość, o ile nie wszystkie, typowe usługi finansowe mogą zostać zdigitalizowane. Bankowość internetowa, handel online i pożyczki online to zaledwie kilka przykładów. Proces ten rozpoczął się zaledwie kilka lat temu i w nadchodzących latach jeszcze przyspieszy. Niemniej jednak już teraz zasadniczo zmienił on strukturę rynków finansowych. Na przykład na rynek finansowy weszły liczne nowe podmioty, w tym w szczególności przedsiębiorstwa z branży technologii finansowych, czyli tzw. fintechy” oraz

technologiczni giganci, czyli tzw. „big-techy”. Wprowadziły one innowacyjne produkty i opracowały nowe kanały wejścia na rynek finansowy. Również instytucje finansowe o ugruntowanej pozycji rynkowej odpowiednio dostosowały swoje portfolia produktowe. Obecnie większością usług bankowych i transakcji finansowych można zarządzać zdalnie za pomocą urządzenia mobilnego, takiego jak smartfon czy tablet. Jest to korzystne dla konsumentów, którzy mogą wysyłać pieniądze do odbiorców na całym świecie siedząc wygodnie na kanapie i popijając kawę. Tzw. zdecentralizowane finanse (decentralized finance - de-fi) w coraz większym stopniu umożliwiają bezpośredni dostęp do produktów finansowych w zdecentralizowanej sieci. Dla przykładu, obecnie aktywa finansowe mogą być przechowywane i przekazywane za pomocą zabezpieczonego portfela, bez udziału pośredników, takich jak brokerzy, giełdy lub banki. Podsumowując, ogólna sytuacja na rynku finansowym diametralnie się zmieniła w ciągu ostatnich kilku lat.

Wspomniane powyżej zmiany otwierają przed instytucjami finansowymi ogromne możliwości. Mogą one, na przykład, digitalizować istniejące modele biznesowe lub tworzyć nowe modele przy użyciu zaawansowanych technologii, takich jak robotyka, sztuczna inteligencja, blockchain czy też usługi w chmurze obliczeniowej. Dobrym przykładem są robo-doradcy, którzy świadczą usługi doradztwa finansowego i zarządzania inwestycjami w oparciu o algorytmy i przy minimalnej interwencji człowieka. Transformacja cyfrowa wiąże się jednak również z zagrożeniami. Niektóre z nich

są szczególnie istotne dla banków centralnych, ponieważ mogą potencjalnie osłabiać stabilność finansową. Na przykład, zastąpienie klasycznych usług bankowych przez usługi niebankowe mogłoby wpłynąć na kondycję instytucji finansowych lub systemu bankowego jako całości, ponieważ miałoby negatywny wpływ na rentowność i warunki refinansowania. Ponadto cyfryzacja może w niektórych przypadkach ograniczać konkurencję, ponieważ rynki platformowe tworzone przez gigantów technologicznych sprzyjają większej koncentracji rynkowej. Stwarza to bariery dla nowych podmiotów wchodzących na rynek i może prowadzić do powstawania monopolii. Nie jest wreszcie jasne, w jaki sposób wszyst-



kie te zmiany wpłyną na transmisję polityki pieniężnej.

Bez wątplenia transformacja cyfrowa wpływa na banki centralne w wielu obszarach i dlatego musimy wypracować odpowiednie podejście strategiczne w tym zakresie. Z jednej strony banki centralne muszą zapewnić infrastrukturę umożliwiającą w pierwszej kolejności pojawianie się innowacji z sektora prywatnego, w tym w szczególności innowacji w dziedzinie nowych modeli biznesowych i cyfrowych usług płatniczych. Z drugiej strony banki centralne muszą również zastanowić się, czy obecne ramy regulacyjne są odpowiednie dla branży finansowej jutra. Stabilność finansowa, prywatność danych i ochrona konsumentów to tylko niektóre z tematów, które należy omówić, a dobre rozwiązania w tym zakresie wymagają ścisłej współpracy pomiędzy różnymi zainteresowanymi stronami. Nie jest do końca jasne, co przyniesie przyszłość, ale jako banki centralne dysponujemy fachową wiedzą, która wzbogaci wszelkie dyskusje na temat tego, jak miałyby wyglądać właściwa droga do cyfrowej przyszłości finansowej.

Cyfryzacja może być również dla banków centralnych pomocnym narzędziem w rozwiązaniu problemu zmian

klimatycznych, który staje się coraz bardziej poważny. Banki centralne muszą uwzględnić w swoich analizach ryzyko klimatyczne, aby w pełni zrozumieć konsekwencje zmian klimatu dla całego systemu finansowego, a w szczególności dla bilansów banków centralnych. Należy w związku z tym poprawić dostępność danych i procedury ujawniania danych oraz zaktualizować istniejące zestawy narzędzi analitycznych i prognostycznych. W osiągnięciu tych celów pomocne mogą okazać się technologie cyfrowe, takie jak sztuczna inteligencja lub automatyzacja procesów, ponieważ umożliwiają gromadzenie i analizowanie odpowiednich danych w efektywny kosztowo sposób. Innowacje cyfrowe są zatem bardzo przydatne, jeśli chodzi o identyfikację i zrozumienie zagrożeń dla systemu finansowego wynikających ze zmian klimatu.

Cyfryzacja jest jednak czymś więcej niż tylko zjawiskiem technologicznym. Ma ona również wiele aspektów społecznych i zmienia sposób, w jaki żyjemy i pracujemy. W związku z tym banki centralne muszą brać pod uwagę nie tylko techniczne konsekwencje cyfryzacji w odniesieniu do obowiązków, które realizują zgodnie ze swoim mandatem. Muszą również doko-

nać, ponieważ transformacja cyfrowa niesie ze sobą zasadnicze zmiany w trybie pracy i wpływa na wykonywanie codziennych obowiązków służbowych przez pracowników banków centralnych. Technologia wpływa na sposób, w jaki banki centralne wchodzi w interakcje i komunikują się z interesariuszami, w tym na przykład z bankami, które nadzorują. Ponadto pracownicy banku centralnego coraz częściej korzystają z narzędzi cyfrowych, aby oszczędzić cenny czas, który w przeciwnym razie poświęcaliby na rutynowe i powtarzalne zadania analityczne. Aby jak najlepiej wykorzystywać nowe technologie, musimy zatem nadać za tempem cyfryzacji w sektorze finansowym i w szerszej gospodarce. Jestem przekonany, że wyzwaniom tym będziemy mogli sprostać tylko wtedy gdy same banki centralne wykorzystają istniejące możliwości technologiczne poprzez cyfryzację swoich procesów. Należy wreszcie zauważyć, że cyfrowe podejście do bankowości centralnej jest konieczne dla zachowania atrakcyjności banków dla ich obecnych i przyszłych pracowników.

Następna dekada niesie ze sobą ogromny potencjał, ale musimy również uważnie monitorować zagrożenia. Jeśli chcemy zmaksymalizować korzyści dla całego społeczeństwa, to cały system finansowy będzie musiał włączyć się w proces cyfryzacji. Obejmuje to zarówno podmioty prywatne, jak i publiczne – w tym banki centralne, organy nadzoru i organy regulacyjne. W tym kontekście kluczowe znaczenie ma ścisła współpraca między bankami centralnymi. Dlatego bardzo doceniam ścisłą współpracę i stałą wymianę z Narodowym Bankiem Polskim jako partnerem w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Współpraca i wymiana są podstawą, na której zbudujemy cyfrową przyszłość Europy – i naszą przyszłość w ogóle.

Dr Joachim Nagel, prezes Deutsche Bundesbanku. Członek Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego.

Artykuł prezesa Deutsche Bundesbanku Dr. Joachima Nagela jest częścią cyklu publikacji Obserwatora Finansowego objętego specjalnym patronatem Prezesa Narodowego Banku Polskiego, prof. Adama Głapińskiego. Autorzy artykułów, prezesi banków centralnych oraz wybitni światowi ekonomiści, zrzekają się honorarium za napisanie tekstów, w zamian NBP przekazuje kwoty odpowiadające honorariom na konto Narodowego Banku Ukrainy w celu wsparcia Ukrainy i NBU w czasie wojny.



got. Shutterstock



Dbamy o wartość polskiego pieniądza

NBP na straży stabilności makro- ekonomicznej Polski

Dzięki dbałości o solidne fundamenty gospodarki i silną pozycję finansową banku centralnego, Polska weszła do elitarnej ligi gospodarek, które nie tylko relatywnie dobrze przetrwały globalny kryzys finansowy z lat 2007-2012 i pandemię COVID, lecz także kreatywnie wykorzystały oba te wyzwania do zwiększenia swojego potencjału.

nbp.pl



Siedziba
Narodowego
Banku Polskiego
w Warszawie

Jednym z obszarów działalności NBP, w którym ten awans się zmaterializował, stanowi zarządzanie rezerwami dewizowymi, których wartość przekroczyła już 144 mld euro, zwiększając się w ciągu ostatniej dekady niemal dwukrotnie. To niezwykle istotne, gdyż aktywa rezerwowe zapewniają wiarygodność płatniczą polskiego państwa, w tym pośrednio także sektora prywatnego.

144 mld euro

WARTOŚĆ
REZERW
DEWIZOWYCH
NBP NA KONIEC
04.2022 R.



Mimo niesprzyjających warunków na świecie NBP uzyskuje bardzo dobre wyniki inwestycyjne. Suma wpłat z zysku NBP do budżetu państwa dokonanych w latach 2016-2022 wynosi 43,3 mld złotych.

43,3 mld zł

SUMA WPŁAT
Z ZYSKU NBP
DO BUDŻETU
PAŃSTWA
W LATACH
2016-2022



Jednym z filarów strategii inwestycyjnej NBP jest sukcesywne zwiększanie zasobów złota, które jako tzw. *safe haven asset* skutecznie dywersyfikuje ryzyko związane z pozostałymi inwestycjami. W latach 2018–2019 bank centralny zakupił 125 ton złota, zwiększając zasób kruszcu do blisko 230 ton, co stanowi ok. 8% oficjalnych aktywów rezerwowych NBP.

230 ton złota

W ZASOBACH NBP



ok. 8%

OFICJALNYCH
AKTYWÓW
REZERWOWYCH NBP

Wysoki poziom rezerw umożliwił NBP udostępnienie Narodowemu Bankowi Ukrainy linii swapowej na parze dolar amerykański/hrywna do kwoty 1 mld USD. Środki te mają ograniczyć ryzyko dalszej destabilizacji sytuacji polityczno-gospodarczej Ukrainy, co miałoby negatywny wpływ na stabilność systemu finansowego w Polsce.

1 mld USD

WARTOŚĆ LINII
SWAPOWEJ DLA
NARODOWEGO
BANKU
UKRAINY

