

4  
mln złotrzymał z budżetu państwa  
powiat tarnowski  
na remont mostu  
w Ostrowie

Źródło: PAP

9,5  
GWwyniosła na koniec czerwca br.  
moc zainstalowana większych  
OZE, wymagających koncesji i  
wpisów do rejestrów

Źródło: URE



Prof. nadzw. UEP dr hab. Eryk Łon  
członek Rady Polityki Pieniężnej

# Polityka pieniężna adekwatna do wyzwań

**P**olityka pieniężna NBP bardzo dobrze służy polskiej gospodarce. Skala redukcji stóp procentowych była adekwatna do wyzwań makroekonomicznych, przed którymi stoi Polska. Już teraz można dostrzec efekty tych działań. Dzięki łagodzeniu polityki pieniężnej doszło najpierw do poprawy nastrojów konsumenckich oraz do wzrostu wskaźnika PMI w przemyśle, a następnie do wyraźnej poprawy rocznego realnego tempa zmian produkcji przemysłowej. O ile w kwietniu wspomniane tempo zmian wynosiło –24,6 proc., a w maju –17 proc., o tyle w czerwcu ukształtowało się już na dodatnim poziomie +0,5 proc. To bardzo dobra wiadomość. Wspominam o tym dlatego, że w moim przekonaniu najpierw polityka pieniężna wpływa na nastroje, a potem na procesy realne, które wywołane są wspomnianymi nastrojami.

Myślę, że tak pozytywna i szybka reakcja procesów realnych na działania w sferze monetarnej świadczy o dużej skuteczności polityki NBP. Uzupełnienie działań standardowych polegających na obniżce stóp procentowych o działania niestandardowe polegające na skupie papierów skarbowych oraz papierów dłużnych gwarantowanych przez Skarb Państwa zwiększa siłę oddziaływania polityki pieniężnej na gospodarkę. Uświadamia uczestnikom życia gospodarczego, że bank centralny jest na tyle zdeterminowany w doprowadzeniu do poprawy stanu gospodarki realnej, że nie ograniczy się tylko do działań konwencjonalnych.

Na zachowanie polskiego eksportu wpływ ma wiele czynników, w tym realne tempo zmian konsumpcji prywatnej za granicą oraz kształtowanie się kursu walutowego. Także działania państwa mogą wywierać pozytywny wpływ na dynamikę eksportu poprzez różnego typu działania proeksportowe mające na celu ułatwienie ekspansji zagranicznej polskich przedsiębiorstw.

## Przeciwdziałać nadmiernemu umocnieniu złotego

Polscy eksporterzy mają świadomość, iż bank centralny tak prowadzi politykę pieniężną, aby kurs walutowy kształtował się na poziomie korzystnym dla polskiego eksportu. Już samo to, że NBP bada od wielu lat wysokość tak zwanego kursu opłacalności

naszego eksportu, oznacza, że daje on przez to do zrozumienia, że bierze pod uwagę to, aby wspierać opłacalność eksportu już od dłuższego czasu. Można powiedzieć, że dbałość o dobrą sytuację w handlu zagranicznym stanowi trwały strategiczny element polskiej polityki pieniężnej.

Kształtowanie się stóp procentowych na niskim poziomie ma na celu m.in. przeciwdziałanie temu, aby kurs złotego nie był zbyt mocny. Mechanizm transmisji impulsów monetarnych zakłada bowiem, że o ile wysokie stopy procentowe wpływają raczej na umocnienie złotego, o tyle stopy niskie sprzyjają raczej osłabieniu naszej rodzimej waluty.

## W obecnej sytuacji kluczowe jest utrzymanie poziomu inflacji konsumpcyjnej w granicach dopuszczalnego pasma odchyłek od celu inflacyjnego

W okresach globalnego załamania popytu zazwyczaj pojawia się szansa na to, aby dochodziło do osłabienia kursów walutowych krajów wschodzących, do której to grupy krajów wciąż zaliczana jest Polska. Przykładem był choćby kryzys gospodarczy sprzed ponad 10 lat. Osłabienie złotego pomogło zarówno eksportowi, jak i turystyce, gdyż te dwie działalności stały się bardziej opłacalne.

Oczywiście mam świadomość tego, iż w różnych okresach na kształtowanie się eksportu wpływ ma wiele czynników, ale czynnika kursu walutowego nie należy lekceważyć. Myślę, że gdyby np. obecnie w realiach 2020 r. kurs walutowy kształtował się na poziomie nieopłacalnym dla naszego eksportu, co znajdowałoby swoje odbicie w badaniach NBP byłoby nam o wiele trudniej szybko wyjść z trudności gospodarczych. Nieopłacalność kursu walutowego dla polskiego eksportu powodowałaby bowiem, że przedsiębiorstwa gorzej oceniałyby

swoją sytuację finansową, co mogłoby je skłaniać do dokonywania większej liczby zwolnień pracowników z pracy niż ta, która faktycznie nastąpiła.

Projekcję PKB uważam za konserwatywną. W szczególności liczę na to, że skala realnego spadku PKB okaże się niższa niż ta uwidoczniła w projekcji. Warto zauważyć, że najnowsze dane o produkcji przemysłowej dają nadzieję na to, że wyjdziemy z trudności gospodarczych szybciej, niż można by się tego spodziewać jeszcze kilka tygodni temu. Poza tym bardzo pozytywnie oceniam wprowadzanie kolejnych etapów odmrażania naszej gospodarki. To również powinno sprzyjać poprawie realnego tempa zmian PKB.

W obecnej sytuacji kluczowe jest utrzymanie poziomu inflacji konsumpcyjnej w granicach dopuszczalnego pasma odchyłek od celu inflacyjnego. Przy tym założeniu NBP powinno wspierać politykę gospodarczą rządu, co zresztą już czyni. Inflacja bazowa ma mniejsze znaczenie niż inflacja konsumpcyjna służy do określania celu inflacyjnego.

Uważam, że najważniejsze jest to, żeby prowadzić ją jak najkorzystniej dla realnej sfery gospodarki, szczególnie aby okres pogorszenia koniunktury był jak najkrótszy. Teoretycznie można stopy procentowe podwyższyć z uwagi na wzrost inflacji bazowej, ale według mnie nie byłoby to uzasadnione. Z najnowszej projekcji inflacji wynika przecież, że inflacja konsumpcyjna w najbliższych kwartałach – przy założeniu stabilnych stóp procentowych – kształtowałaby się będzie w optymalnym przedziale pomiędzy 1,5 proc. a 3,5 proc.

## Redukcja stóp konieczna w dobie koronawirusa

Jeszcze przed pojawieniem się epidemii koronawirusa zwracałem uwagę na to, że potrzebne jest dokonanie obniżki stóp procentowych. Pojawiały się bowiem sygnały zwiastujące nadejście recesji w USA. Wskazywało na to choćby pojawienie się tzw. ujemnej krzywej dochodowości papierów skarbowych w Stanach Zjednoczonych. Rentowność obligacji krótkoterminowych była wyższa niż tych długoterminowych. Mogło to wpłynąć negatywnie na wiele gospodarek na świecie, w tym na gospodarkę polską. Proszę zauważyć, że już rok 2019 należał do „gołębii” w polityce pieniężnej.

Epidemia wymusiła mocniejsze obniżki stóp. Tak znaczna skala obniżek stóp pro-

centowych była potrzebna głównie dlatego, aby uspokoić nastroje konsumenckie, które w tym czasie znacznie się pogorszyły. Nie było wyjścia. Wielokrotnie zresztą już wspominałem o tym, że nastroje uczestników życia gospodarczego są dla mnie ogromnie ważne i biorę je pod uwagę, podejmując decyzję o takim, a nie innym sposobie głosowania w RPP w odniesieniu do decyzji o poziomie stóp procentowych.

Cały czas należy zastanawiać się nad tym, w jaki sposób można zwiększyć skuteczność polityki pieniężnej w oddziaływaniu na gospodarkę. Poważnie należy rozważyć możliwość udzielania przez NBP bankom komercyjnym specjalnych nieoprocentowanych kredytów pod warunkiem ich przeznaczenia na akcję kredytową dla podmiotów gospodarczych. Przy czym warunkiem otrzymania kredytu byłoby utrzymanie miejsc pracy.

## Poszerzyć skup aktywów

Skup papierów skarbowych oraz papierów dłużnych gwarantowanych przez Skarb Państwa powinien być tak prowadzony, aby sprzyjać skróceniu okresu spowolnienia aktywności gospodarczej. To ma znaczenie kluczowe. Poza tym uważam, że należy przygotowywać się do skupu innych aktywów, takich jak obligacje korporacyjne oraz akcje.

Kryzys sprzed ponad 10 lat pokazał, że banki centralne, chcąc zwiększyć siłę swego oddziaływania na gospodarkę, zaczęły szerzej niż dotąd korzystać z instrumentów niestandardowych. Myślę, że właśnie dzięki temu udało się wówczas pokonać zjawiska kryzysowe. Podobnie stało się w tym roku. Dzięki zmasowanej akcji łagodzenia polityki pieniężnej na świecie obserwujemy już pierwsze sygnały poprawy sytuacji gospodarczej w różnych krajach. Świadczy o tym choćby poprawa wskaźnika PMI w przemyśle.

Porównując sytuację Polski i strefy euro, warto zauważyć, że – jak wynika z prognoz analityków zamieszczonych na łamach tygodnika „The Economist” – realna skala spadku PKB w Polsce ma być w tym roku o wiele mniejsza niż w przypadku strefy euro. Stanowi to kolejny argument na rzecz tezy, iż odporność naszej gospodarki na zjawiska kryzysowe jest większa niż odporność strefy euro, co pokazuje relatywną siłę naszej gospodarki – gospodarki z własną walutą narodową i własnym bankiem centralnym prowadzącym politykę pieniężną kierującą się dobrem Polski. ■