Z prof. Adamem Glapińskim Prezesem NBP, rozmawia Marcin Prynda

prof. Adam Glapiński Prezes NBP fot. mat. prasowe

W latach 2016–2020, NBP wypracował zyski, z których łączna wpłata do budżetu państwa przekroczyła 32 mld złotych. Co zdecydowało o tak korzystnych wynikach finansowych Banku Centralnego?

Zacznijmy od tego, że podstawowym celem NBP nie jest osiąganie zysków. Nasze wyniki finansowe są bowiem pochodną wykonywania przez nas zadań publicznych, określonych głównie ustawą o NBP. Dotyczy to w szczególności dbania o wartość polskiego pieniądza,

czyli realizowania polityki pieniężnej, czy też zarządzania rezerwami dewizowymi w celu utrzymania płynności płatniczej naszego kraju. Dla przykładu zarządzając rezerwami dewizowymi, dążymy w pierwszej kolejności do utrzymania ich jak największego bezpieczeństwa oraz wysokiej płynności, tak byśmy mogli z nich skorzystać, w sytuacji gdy zajdzie taka konieczność. Dopiero gdy te warunki są spełnione, staramy się tak inwestować, aby te bezpieczne i płynne aktywa przynosiły nam jak największe dochody. Nieprzypadkowo wspominam tu tak często o naszych rezerwach dewizowych, ponieważ to one są największym źródłem naszych przychodów. Pomimo niesprzyjających warunków i niskich zagranicznych stóp procentowych, to wynik na rezerwach dewizowych (w tym związanych z nimi różnic kursowych) odpowiadał za wypracowane przez NBP w ostatnich latach zyski i związane z tym wysokie wpłaty do budżetu państwa. Z rezerwami dewizowymi wiąże się jednak też ryzyko, które materializuje się, gdy np. na skutek umocnienia naszej waluty następuje spadek ich wartości wyrażonej w złotych. Dlatego też staramy się w każdym roku odłożyć chociaż część wypracowanych wyników na rezerwę na ryzyko kursowe, z której będziemy korzystać w takich właśnie przypadkach. Co zaś się tyczy polityki pieniężnej, to tutaj sytuacja jest trochę inna, ponieważ realizując tę funkcję, z reguły ponosimy koszty. Związane jest to z występującą nadpłynnością sektora bankowego, którą musimy absorbować w celu utrzymania stóp procentowych na określonym przez RPP poziomie. Realizujemy to poprzez emisję bonów pieniężnych. Od tych bonów z kolei płacimy koszty dyskonta, pomniejszając nasz wynik finansowy. Tak więc najprościej odpowiadając na Pana pytanie, źródłem tak korzystnych wyników finansowych NBP była nadwyżka zysków z zarządzania rezerwami dewizowymi nad kosztami prowadzenia polityki pieniężnej.

Proszę ocenić prowadzoną przez NBP politykę w czasie pandemii. Na początku pandemii nastąpiło znaczne obniżenie stóp procentowych. Jakie konsekwencje miała ta decyzja, zwłaszcza jeśli chodzi o kondycję

finansową przedsiębiorstw, poziom bezrobocia, poziom życia gospodarstw domowych?

Jak doskonale pamiętamy, w momencie wybuchu pandemii na początku 2020 r. panowała olbrzymia niepewność. Nikt nie wiedział, jak to się wszystko potoczy, ale wszyscy czuliśmy, że stoimy przed nad zwyczajnym wyzwaniem. Był to z pewnością czas próby dla władz gospodarczych, których szybka reakcja była kluczowa dla uchronienia gospodarki przed głęboką i potencjalnie długotrwałą recesją.

Oczywiście nie pozwoliło to całkowicie uniknąć strat związanych z pandemią. Co więcej, w wielu krajach spadek aktywności był na tyle wyraźny, że – pomimo wsparcia rządów i banków centralnych – do dziś nie powróciła ona do poziomu sprzed pandemii. Dotyczy to m.in. krajów, takich jak Niemcy czy Włochy, a w Wielkiej Brytanii czy Hiszpanii PKB obniżył się do poziomu sprzed czterech–pięciu lat i gospodarki te będą jeszcze dłuższy czas odrabiać straty. Polska gospodarka poradziła sobie natomiast z pandemią bardzo dobrze. Spadek aktywności był relatywnie płytki i krótkotrwały. W efekcie odrobiliśmy już z nawiązką gospodarcze straty wynikające z pandemii i wróciliśmy na ścieżkę dynamicznego wzrostu. Na ten sukces polskiej gospodarki złożyło się wiele czynników, ale kluczową rolę odegrała z pewnością niezwłoczna i zdecydowana reakcja NBP. Polski bank centralny jako jeden z pierwszych w Europie wprowadził działania wspierające gospodarkę. Ich głównymi elementami było wyraźne obniżenie stóp procentowych i rozpoczęcie skupu obligacji emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa. Dzięki temu wyraźnie spadły raty kredytów dla polskich rodzin i przedsiębiorców, co stanowiło niebagatelne wsparcie dla ich finansów. Jednocześnie rząd uzyskał przestrzeń niezbędną do realizacji ambitnych programów antykryzysowych. W rezultacie polskie przedsiębiorstwa bardzo dobrze poradziły sobie z pandemicznymi zaburzeniami i dziś ten sektor notuje rekordowe zyski. Co więcej, także pracownicy w Polsce zostali skutecznie osłonięci przed widmem utraty pracy. Warto wspomnieć, że według danych Międzynarodowej Organizacji Pracy spadek liczby przepracowanych w ubiegłym roku

godzin związany z pandemią był w Polsce najniższy w całej UE, a w skali świata lepiej było tylko w dwóch krajach. W związku z tym dziś mamy jedną z najniższych stóp bezrobocia w UE. Jednocześnie wynagrodzenia pracowników nieprzerwanie się zwiększały w tempie znacznie przewyższającym stopę inflacji. Te fakty mówią same za siebie. Nam pozostaje cieszyć się tym, że polska gospodarka jako całość przeszła przez pandemię niemalże suchą stopą.

Rada Polityki Pieniężnej w październiku i listopadzie podwyższyła stopę referencyjną NBP. Jakie były główne przesłanki podjęcia takiej decyzji? Czy należy oczekiwać, że w najbliższym czasie cykl podwyższania stóp będzie kontynuowany?

Celem działań podejmowanych przez Radę jest zagwarantowanie stabilności cen. Inaczej mówiąc, dążymy do tego, żeby inflacja w średnim okresie była zgodna z naszym celem inflacyjnym, zdefiniowanym jako 2,5% +/- 1 pkt proc.

W ostatnim czasie w Polsce – podobnie jak w wielu innych gospodarkach – inflacja kształtuje się na podwyższonym poziomie. Przyczyną tego zsynchronizowanego wzrostu dynamiki cen w różnych gospodarkach są czynniki o zasięgu globalnym. Mam tu na myśli wyraźnie wyższe niż przed rokiem ceny surowców energetycznych, uprawnień do emisji CO2 czy cen transportu międzynarodowego. Do tego dochodzą utrzymujące się zaburzenia globalnych sieci dostaw, które znajdują odzwierciedlenie w niedoborze i wzroście cen części produktów. Są to więc czynniki zewnętrzne wobec polskiej gospodarki, na które krajowa polityka pieniężna nie ma wpływu. Początkowo ocenialiśmy, że wpływ tych czynników na inflację będzie przejściowy i dlatego nie uznawaliśmy za zasadne, by reagować na podwyższoną dynamikę cen.

We wrześniu globalne ceny surowców energetycznych – w szczególności gazu, ale też węgla i ropy naftowej – poszybowały jednak w górę. Wzrosły także ceny surowców rolnych

na rynkach światowych. W efekcie prognozy inflacji na kolejne kwartały – zarówno w Polsce, jak i na świecie – zostały zrewidowane w górę i jednocześnie istotnie wydłużył się okres spodziewanego utrzymywania się dynamiki cen na podwyższonym poziomie. Trzeba podkreślić, że za te zmiany perspektyw inflacji odpowiadały nadal głównie czynniki niezależne od decyzji NBP. W naszej ocenie jednak połączenie tych zewnętrznych czynników z dalszym oczekiwanym wzrostem krajowej aktywności gospodarczej oraz korzystną sytuacją na rynku pracy razem tworzyło ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji. I dlatego zareagowaliśmy. Krótko mówiąc, nasze decyzje o podwyżce stóp procentowych nie były odpowiedzią na obecne, podwyższone odczyty inflacji. Bo na nie nic nie możemy poradzić. Podnosząc stopy procentowe, chcieliśmy zapobiec utrwaleniu się inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Zrobimy wszystko, co konieczne, aby w średnim okresie inflacja powróciła do poziomu zgodnego z naszym celem. Jeśli chodzi o przyszłe decyzje w polityce pieniężnej, to będą one nakierowane na osiągnięcie naszego średniookresowego celu inflacyjnego. Decyzje te są i będą dostosowane do zmieniającej się sytuacji gospodarczej oraz prognoz makroekonomicznych.

Podczas konferencji prasowej po pod wyżce stóp procentowych przez RPP w październiku, powiedział Pan, że miał Pan świadomość, że bankierzy zaskoczyli rynek skalą podwyżki. Dlaczego zaskoczenie rynku było potrzebne?

Jak już wspomniałem, decyzje Rady są podejmowane na podstawie aktualnych danych i prognoz, w oparciu o które budujemy swoje oceny perspektyw koniunktury i procesów cenowych. NBP, jak większość banków centralnych, nie publikuje projekcji własnych stóp procentowych. Nie deklarujemy też w inny sposób, jakie będą nasze przyszłe decyzje. Nie robimy tego z prozaicznych powodów: po prostu te decyzje jeszcze nie zapadły, bo przecież nie wiemy dokładnie, co przyniesie przyszłość. Zresztą nawet banki centralne, które publikują takie projekcje, często zaskakują rynek. Żeby nie szukać odległego przykładu, w listopadzie czeski bank centralny podniósł stopy procentowe w skali dwa

razy wyższej niż oczekiwał tego rynek. W efekcie stopy kształtują się tam dziś na zdecydowanie wyższym poziomie niż sam czeski bank centralny prognozował jeszcze w sierpniu.

Oczywiście, na podstawie aktualnie dostępnych informacji można próbować przewidzieć, jakie reakcje władz monetarnych będą konieczne w przyszłości. My takich „zakładów" jednak nie robimy. Natomiast uczestnicy rynków mają w tym zakresie pełną swobodę i chętnie przewidują przyszły poziom stóp procentowych. Czasem te przewidywania analityków są trafne, a czasem rynki się mylą. Dość powiedzieć, że w okresie od 2004 r. do dziś skala większości zmian stóp procentowych NBP była niespodzianką dla analityków rynkowych. Nie dlatego przecież, że my chcemy rynki zaskakiwać, tylko dlatego, że tak to już jest z przewidywaniem przyszłości.

Zdaję sobie sprawę, że rynkowi łatwiej byłoby tę przyszłość przewidywać, gdyby miał jasne deklaracje z naszej strony. Tyle że takie wspieranie rynku nie jest rolą banku centralnego. Dla Rady kluczowe jest podejmowanie decyzji, które – biorąc pod uwagę bieżącą i oczekiwaną sytuację gospodarczą – umożliwią realizację celu inflacyjnego w średnim okresie. W tej kwestii od lat nic się nie zmienia. Nie powinno nikogo zaskakiwać, że nie chcemy deklarować przyszłych decyzji. Dążymy do realizacji naszego celu i z tego względu w październiku i listopadzie podnieśliśmy stopy procentowe NBP. Jednakże nie mówimy o cyklu podwyżek. Fraza „cykl podwyżek", czy też „cykl obniżek" stóp procentowych nie należy do naszego instrumentarium komunikacyjnego.

W jakim stopniu ostatnie podwyżki stóp procentowych mogą wpłynąć na wyhamowanie coraz bardziej zwiększającej się inflacji i czy w ogóle mogą?

Jak już wspominałem, podwyżki stóp nie były nakierowane na obniżenie inflacji w najbliższych miesiącach. Tego niestety nie da się zrobić. Nawet najbardziej drastyczna podwyżka stóp nie zmieniłaby wiele w tym zakresie. Pamiętajmy, że dynamika cen będzie

podwyższona głównie ze względu na zewnętrzne szoki podażowe, które już wystąpiły. Dlatego wprost mówimy o tym, że według naszej projekcji w kolejnych miesiącach inflacja jeszcze wzrośnie i osiągnie szczyt w I kwartale przyszłego roku. Następnie inflacja powinna zacząć się obniżać, głównie ze względu na wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców.

Istnieje jednak ryzyko, że przy dobrej sytuacji koniunkturalnej, jaką przewidujemy na przyszły rok, podwyższona inflacja mogłaby się utrwalić. To właśnie ograniczeniu tego ryzyka służą dokonane przez nas podwyżki stóp procentowych. Krótko mówiąc, nasze działania mają zapewnić, że mimo utrzymującego się przez kilka miesięcy przyspieszonego wzrostu cen, inflacja w średnim okresie obniży się do poziomu zgodnego z naszym celem.

Czy Pana zdaniem uzasadnione jest rozpoczęcie debaty nad podwyższeniem celu inflacyjnego?

Od 2004 r. średniookresowy cel inflacyjny NBP wynosi 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ±1 punktu procentowego. Rzeczywiście w ostatnim czasie nasiliły się czynniki strukturalne, które mogą nam podwyższać inflację w średnim okresie. Mam tu na myśli cenowe skutki transformacji energetycznej, czyli efekty polityki klimatycznej UE. Skoro jako społeczeństwo decydujemy się na wprowadzanie rozwiązań, które sprawiają, że ceny energii silnie rosną, to musimy zaakceptować konsekwencje takich wyborów, w tym wyższą dynamikę cen. Na konieczność uwzględnienia wpływu tzw. transformacji energetycznej na nasze decyzje dotyczące parametrów polityki pieniężnej wskazaliśmy w Założeniach polityki pieniężnej na 2022 r. Jednocześnie znaczna elastyczność polityki pieniężnej, będąca kluczowym elementem realizowanej przez nas strategii, powinna umożliwić akomodację zachodzących dostosowań cenowych przy obowiązującym obecnie poziomie celu inflacyjnego.

Polska jest na 11. miejscu w Europie oraz na 23. na świecie pod względem ilości posiadanego złota. NBP zapowiada dalsze zakupy. Dlaczego tak ważne dla Polski jest znaczne zwiększanie rezerw dewizowych?

Rezerwy dewizowe są to posiadane przez bank centralny łatwo rozporządzalne, płynne aktywa zagraniczne, głównie w formie w formie papierów wartościowych, lokat i gotówki oraz złota. Stanowią one ważny element bezpieczeństwa finansowego państwa, gdyż ich wielkość uwzględniana jest przy ocenie stabilności kraju dokonywanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, agencje ratingowe czy też inwestorów zagranicznych. Im wyższa wiarygodność kredytowa Polski, tym niższe koszty finansowania pożyczek na globalnych rynkach. Wysoki poziom rezerw dewizowych zmniejsza również ryzyko destabilizacji polskiej waluty przez gwałtowny odpływ kapitału. Rezerwy dewizowe mogą być również wykorzystane do wsparcia stabilności krajowego sektora bankowego w przypadku znacznych zaburzeń jego funkcjonowania.

W ostrożnościowe funkcje utrzymywania rezerw dewizowych bardzo dobrze wpisuje się złoto. Ze względu na swoje wyjątkowe walory inwestycyjne (m.in. brak ryzyka kredytowego, brak bezpośrednich powiązań z polityką gospodarczą jakiegokolwiek kraju), a także cechy fizyczne (w szczególności trwałość i praktycznie niezniszczalność), złoto ma status tzw. bezpiecznej przystani, co przejawia się wzrostem jego wartości w warunkach kryzysów finansowych czy też politycznych, czyli w okresach, w których może się pojawić konieczność wsparcia rynku finansowego lub sektora bankowego rezerwami banku centralnego. Ponadto złoto odznacza się relatywnie niską korelacją z głównymi klasami aktywów, szczególnie dolarem amerykańskim dominującym w portfelu rezerw NBP, zatem włączenie złota do portfela ogranicza ryzyko rynkowe ponoszone w procesie inwestowania rezerw dewizowych.

Mając na uwadze wspomnianą szczególną rolę złota jako aktywa rezerwowego oraz

dynamiczny wzrost wielkości aktywów rezerwowych NBP w ciągu ostatniej dekady, sprawiający, że zasoby złota NBP były mniejsze niż mogłoby to wynikać z ogólnej wielkości portfela rezerw w porównaniu z innymi krajami, w latach 2018–2019 Narodowy Bank Polski dokupił 125,7 ton złota, zwiększając swój zasób kruszcu do 228,7 ton.

Kontynuując dotychczasową politykę, Narodowy Bank Polski będzie dążyć do powiększania zasobów złota, przy czym skala i tempo zakupów będą zależały m.in. od dynamiki zmian oficjalnych aktywów rezerwowych oraz bieżących warunków rynkowych.

Kontynuując dotychczasową politykę, Narodowy Bank Polski będzie dążyć do powiększania zasobów złota, przy czym skala i tempo zakupów będą zależały m.in. od dynamiki zmian oficjalnych aktywów rezerwowych oraz bieżących warunków rynkowych.

Ogromnym wyzwaniem dla polskiej gospodarki, opartej na węglu, będzie europejska zielona rewolucja. Jak Pan widzi w tym kontekście rolę banku centralnego, jaka powinna być prowadzona polityka pieniężna, tak aby koszty tej energetycznej rewolucji nie doprowadziły Polaków do ubóstwa energetycznego?

Ostatnio modną tendencją wśród banków centralnych jest uwzględnianie różnego rodzaju kryteriów odpowiedzialności społecznej, szczególnie kwestii klimatycznych, w polityce pieniężnej i inwestycjach. Bacznie śledzimy tę dyskusję i obserwujemy działania podejmowane przez wiodące banki centralne. W moim odczuciu nawoływania, aby banki centralne zrobiły „coś” w sprawie globalnego ocieplenia, mają w sobie więcej chciejstwa niż merytorycznego czy formalno-prawnego uzasadnienia. Pojawiają się np. postulaty, aby uwzględnić kryteria klimatyczne w programach skupu aktywów albo polityce zabezpieczeń banku centralnego. Chodziłoby o to, aby w jakiś sposób premiować bardziej „zielone” emisje dłużnych papierów wartościowych. Ale – abstrahując nawet od problemów klasyfikacyjnych, braku przejrzystości itp. – tych obligacji u nas prawie nie ma! Łączna

wartość nominalna zielonych emisji Skarbu Państwa wynosi niecałe 4 mld euro. Poza tym mamy jeszcze kilka emisji korporacyjnych, ale proszę pamiętać, że w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku zakupiliśmy do tej pory obligacje emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa o łącznej wartości przekraczającej 140 mld złotych, tj. ponad 6% PKB. I to nie stało się przypadkiem, ale było wynikiem naszej oceny, że taka skala luzowania monetarnego jest na danym etapie gospodarce potrzebna. Kluczowa była tu zresztą nie tylko skala programu, ale również jego inkluzywny charakter – nasze zakupy koncentrowały się w tych segmentach rynku, gdzie to było potrzebne. Tymczasem gdyby działania niekonwencjonalne miały się ograniczać do selektywnego kupowania zielonych obligacji, to na pewno nie byłyby skutecznym narzędziem wsparcia gospodarki. I tu dochodzimy do kwestii najważniejszej, czyli mandatu banku centralnego. Otóż podstawowym zadaniem NBP jest zapewnienie stabilności cen – i temu podporządkowane są nasze programy i działania. Nie ignorujemy zagrożeń klimatycznych, mamy świadomość wyzwań, jakie transformacja energetyczna niesie dla gospodarki, ale sprostanie tym wyzwaniom to zadanie przede wszystkim dla rządu. Jako bank centralny możemy wspierać politykę gospodarczą rządu, o ile mieści się to w naszym mandacie i nie ogranicza realizacji podstawowego celu.