Uniwersytet im. Adama Mickiewicza

w Poznaniu

Wydział Nauk Politycznych i Dziennikarstwa

Rozprawa Doktorska

Polityka monetarna i fiskalna państwa w Polsce w okresie pandemii COVID-19 - uwarunkowania, mechanizmy i skutki

mgr inż. Łukasz Sobków

Nauki o polityce i administracji
Państwo, władza, społeczeństwo

Promotor:
Prof. UAM dr hab. inż. Piotr Kwiatkiewicz

Poznań 2026 r.

Spis treści

WSTĘP……6

Rozdział 1. Sytuacja ekonomiczno-gospodarcza w Polsce i na świecie przed epidemią COVID-19 11

1.1 Globalny bilans handlowy (kierunki przepływu towarów i usług) 12

1.1.1 Rola polityki handlowej w kształtowaniu rozwoju gospodarczego kraju 12

1.1.2 Bilans handlowy głównych gospodarek światowych 16

1.2 Międzynarodowe przepływu kapitału 19

1.2.1 Bilans płatniczy 20

1.2.2 Instrumenty oddziaływania na przepływy kapitału 25

1.2.3 Przepływy kapitału przed COVID-19 32

1.3 Dynamika rynku finansowego 35

1.3.1 Charakterystyka systemu finansowego 37

1.3.2 Rola państwa w systemie finansowym 40

1.3.3 Kondycja rynków finansowych w Polsce przed Covid-19 47

1.4 Polska na tle globalnej gospodarki: PKB, bezrobocie, inflacja 53

1.4.1 Produkt Krajowy Brutto (PKB) 55

1.4.2 Inflacja i bezrobocie 59

1.4.3 Deficyt budżetowy i dług publiczny 64

Rozdział 2. Teoretyczne podstawy polityki fiskalnej i monetarnej 69

2.1 Polityka fiskalna 69

2.1.1 Instrumenty i cele polityki fiskalnej 70

2.1.2 Ekspansywna i restrykcyjna polityka fiskalna 74

2.2 Polityka monetarna 78

2.2.1 Cele i strategia polityki pieniężnej 79

2.2.2 Instrumenty polityki monetarnej 83

2.3 Interakcje między polityką monetarną i fiskalną 97

Rozdział 3. Pierwsze gospodarcze skutki pandemii 102

3.1 Przebieg pandemii COVID-19 w Polsce - kalendarium i dynamika zakażeń 104

3.2 Pierwsze gospodarcze konsekwencje pandemii w Polsce 106

Rozdział 4. Reakcja polityki monetarnej na pandemię COVID-19 122

4.1 Strategia polityki pieniężnej 123

4.2 Polityka stóp procentowych NBP w latach 2020-2021 124

4.3 Płynność sektora bankowego 134

4.4 Instrumenty polityki pieniężnej w latach 2020-2021 137

4.4.1 Operacje otwartego rynku 138

4.4.2 Rezerwa obowiązkowa 143

4.4.3 Operacje depozytowo-kredytowe 145

4.4.4 Kredyt wekslowy 147

4.4.5 Swapy i interwencje walutowe 147

4.5 Reakcja rynków finansowych na działania NBP 148

Rozdział 5. Działania polityki fiskalnej rządu 156

5.1 Dochody i wydatki budżetu państwa oraz środków europejskich w latach 2020-2021 157

5.2 Wydatki nadzwyczajne i instrumenty antykryzysowe związane z COVID-19 .. 162

5.3 Polityka zadłużeniowa państwa w warunkach pandemii 171

5.4 Państwowy dług publiczny i jego dynamika 174

Rozdział 6. Polska na tle państw Unii Europejskiej 180

6.1 Skala i przebieg szoku pandemicznego w krajach UE 181

6.1.1 Szok gospodarczy w 2020 roku 181

6.1.2 Uwarunkowania epidemiologiczne 190

6.1.3 Konsekwencje szoku pandemicznego dla polityki gospodarczej 194

6.2 Reakcja polityki monetarnej w państwach UE w latach 2020-2021 196

6.2.1 Instrumenty i skala reakcji banków centralnych 196

6.2.2 Transmisja i reakcja rynków finansowych 203

6.2.3 Ocena skuteczności działań 207

6.3 Reakcja polityki fiskalnej w państwach UE w latach 2020-2021 210

6.3.1 Ramy instytucjonalne reakcji fiskalnej w Unii Europejskiej 211

6.3.2 Skala i struktura krajowych interwencji fiskalnych 214

6.3.3 Przestrzeń fiskalna oraz konsekwencje dla deficytu i długu 219

6.4 Efekty gospodarcze pandemii COVID-19 w państwach UE w latach 2020-2021 226

Zakończenie 239

Literatura 243

Spis wykresów 262

Spis schematów 264

Spis tabel 264

5:4720106535

WSTĘP

Wybuch pandemii COVID-19 na początku 2020 roku okazał się jednym z najpoważniejszych kryzysów społeczno-gospodarczych od zakończenia II wojny światowej. Był to jednocześnie największy sprawdzian dla państw w prowadzeniu polityki stabilizacyjnej w warunkach wysokiej niepewności. W odróżnieniu od wcześniejszych kryzysów, pandemia COVID-19 miała przyczynę pozagospodarczą, a jej skutki były odczuwalne zarówno w sferze zdrowia publicznego, funkcjonowaniu państwa, aktywności ekonomicznej, jak i relacjach społecznych. Zastosowane restrykcje, takie jak lockdowny i administracyjne ograniczenia działalności w wielu sektorach gospodarki, doprowadziły do nagłego spadku popytu. W rezultacie pojawiły się zakłócenia w globalnych oraz lokalnych łańcuchach dostaw, co spowodowało szok popytowo-podażowy na arenie międzynarodowej.

Skala i tempo tego wstrząsu sprawiły, że dotychczas stosowane instrumenty polityki gospodarczej okazały się nieskuteczne. W krótkim czasie rządy i banki centralne sięgnęły po bezprecedensowe środki interwencyjne. Ich głównym celem było powstrzymanie strat w gospodarce, zapobieżenie masowym bankructwom przedsiębiorstw oraz ochrona stabilności systemu finansowego. Jednocześnie ukierunkowano działania na zahamowanie szybkiego wzrostu bezrobocia i pogłębiania nierówności społecznych. Stąd też pandemia COVID-19 okazała się nie tylko kryzysem gospodarczym, lecz także momentem redefinicji relacji między państwem a rynkiem oraz roli polityki publicznej w stabilizowaniu gospodarki.

Odpowiedź na kryzys wymagała ścisłej współpracy pomiędzy polityką fiskalną i pieniężną. W warunkach gwałtownego spadku aktywności gospodarczej banki centralne sięgnęły po swoją zdolność do kreacji i dystrybucji płynności, tym samym stabilizując rynki finansowe i obniżając koszty finansowania sektora publicznego oraz prywatnego. Polityka fiskalna przejęła natomiast ciężar bezpośredniego transferu zasobów, finansując ochronę dochodów gospodarstw domowych, wsparcie przedsiębiorstw oraz wydatki na ochronę zdrowia. Zsynchronizowana implementacja działań w obu obszarach polityk pozwoliła zapobiec dalszej recesji i stworzyła warunki dla relatywnie szybkiego ożywienia gospodarczego.

Pandemia ujawniła jednak również ograniczenia tego modelu stabilizacji. Ekspansywna polityka fiskalna, realizowana w warunkach wyjątkowo łagodnej polityki pieniężnej, doprowadziła do gwałtownego wzrostu długu publicznego, a w niektórych gospodarkach

6:8825854937

także do narastania presji inflacyjnej. Z czasem pojawiły się pytania o trwałość i skuteczność takiej strategii, jej konsekwencje dla stabilności cen, wiarygodności banków centralnych oraz przestrzeni fiskalnej państw w obliczu kolejnych kryzysach. W tym sensie pandemia COVID-19 stała się punktem odniesienia w debacie o granicach interwencji państwa w gospodarce oraz o długookresowej równowadze między stabilizacją a stabilnością makroekonomiczną.

Na poziomie Unii Europejskiej kryzys wywołany pandemią miał charakter symetryczny w wymiarze epidemiologicznym, lecz jego skutki gospodarcze oraz reakcje polityk publicznych okazały się znacznie odmienne. Państwa członkowskie różniły się punktem wyjścia makroekonomicznego, strukturą gospodarki, zakresem przestrzeni fiskalnej, jak również ramami instytucjonalnymi polityki pieniężnej. Choć instytucje unijne uruchomiły instrumenty wsparcia i czasowo zawiesiły reguły fiskalne, zasadniczy ciężar przeciwdziałania skutkom kryzysu spoczywał na rządach krajowych oraz bankach centralnych. To na poziomie państw narodowych podejmowano kluczowe decyzje dotyczące skali i struktury pakietów antykryzysowych, ochrony rynku pracy oraz sposobu finansowania rosnących potrzeb pożyczkowych.

W perspektywie omawianego zagadnienia Polska stanowi szczególnie interesujący przypadek badawczy. Jako gospodarka silnie zintegrowana z rynkiem unijnym, a jednocześnie pozostająca poza strefą euro, Polska dysponowała własną polityką pieniężną i odmiennymi uwarunkowaniami nominalnymi niż państwa członkowskie unii walutowej. Kraj wchodził w pandemię z względnie dobrą sytuacją fiskalną i stabilnym rynkiem pracy, ale jednocześnie z rosnącą inflacją i utrzymującą się presją cenową. W tych okolicznościach reakcja Narodowego Banku Polskiego oraz polityki fiskalnej rządu musiała wziąć pod uwagę zarówno cele stabilizacji realnej, jak i ograniczenia wynikające z ryzyka narastania nierównowag nominalnych.

Celem niniejszej pracy jest analiza, ocena i porównanie reakcji polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce w latach 2020-2021 oraz ich wpływu na gospodarkę. Polska stanowi główny przedmiot badania, natomiast doświadczenia państw Unii Europejskiej pełnią funkcję tła porównawczego, umożliwiającego lepszą interpretację adekwatności i konsekwencji krajowych działań stabilizacyjnych. Takie ujęcie umożliwia uchwycenie zarówno specyfiki polskiego „policy mix”, jak i jego miejsca w szerszym, europejskim kontekście instytucjonalnym.

Problem badawczy pracy koncentruje się na pytaniu, w jakim stopniu reakcja polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce była adekwatna do skali i charakteru szoku pandemicznego

7:2686348522

oraz jakie przyniosła efekty w wymiarze realnym, nominalnym i fiskalnym w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej. Szczególne znaczenie przypisano ocenie wzajemnej komplementarności obu polityk, roli banku centralnego w finansowym wspieraniu działań fiskalnych oraz dylematów, które ujawniły się w warunkach narastającej inflacji i konieczności stopniowej normalizacji polityki gospodarczej.

W pracy sformułowano hipotezę, zgodnie z którą szybka i szeroko zakrojona reakcja państwa, oparta na skoordynowanym wykorzystaniu instrumentów polityki fiskalnej i pieniężnej, pozwoliła w Polsce istotnie ograniczyć krótkookresowe koszty realne pandemii, zwłaszcza w obszarze rynku pracy oraz poziomu aktywności gospodarczej. Jednocześnie przyjęto założenie, że skuteczność tej strategii miała charakter nierównomierny w czasie, a jej konsekwencją było narastanie napięć nominalnych oraz stopniowe zawężanie przestrzeni dla dalszej ekspansji polityki gospodarczej w kolejnych latach. Zestawienie doświadczeń Polski z innymi państwami Unii Europejskiej umożliwia identyfikację różnic w bilansie korzyści i kosztów, wynikających z odmiennych ram instytucjonalnych, struktury gospodarki oraz sytuacji wyjściowej przed pandemią.

Zakres czasowy analizy został ograniczony do lat 2020-2021, czyli okresu bezpośredniego oddziaływania pandemii oraz wdrażania kluczowych działań stabilizacyjnych. Takie ujęcie pozwala na wyraźniejsze wyodrębnienie skutków prowadzonej polityki gospodarczej od wpływu innych zdarzeń o charakterze geopolitycznym i surowcowym, w szczególności wojny na Ukrainie, które w sposób nierównomierny oddziaływały na gospodarki państw Unii Europejskiej.

Praca ma charakter analityczno-porównawczy i została osadzona w paradygmacie badań właściwych dla nauk o polityce i administracji, z wykorzystaniem narzędzi analizy ekonomicznej jako instrumentarium pomocniczego. Zasadniczym celem badania nie jest modelowanie zależności ekonomicznych sensu stricto, lecz ocena adekwatności i skuteczności działań państwa w warunkach kryzysu, rozumianych jako element polityki publicznej realizowanej w nadzwyczajnych okolicznościach.

Podstawowym podejściem badawczym zastosowanym w pracy jest analiza porównawcza, prowadzona na dwóch poziomach. Po pierwsze, dokonano porównania sytuacji makroekonomicznej Polski przed wybuchem pandemii oraz w trakcie jej bezpośredniego oddziaływania w latach 2020-2021, co pozwala na identyfikację skali szoku oraz kierunków interwencji państwa. Po drugie, reakcje polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce zestawiono z doświadczeniami państw Unii Europejskiej, traktowanych jako punkt odniesienia o wspólnych ramach instytucjonalnych, lecz zróżnicowanych pod względem

8:2107372127

struktury gospodarki, przestrzeni fiskalnej oraz zakresu dostępnych instrumentów stabilizacyjnych.

Uzupełnieniem analizy porównawczej jest analiza instytucjonalna, obejmująca ramy funkcjonowania polityki pieniężnej i fiskalnej w Polsce oraz w Unii Europejskiej. W jej ramach oceniono rolę banku centralnego, rządu oraz podmiotów pozabudżetowych w procesie stabilizacji gospodarki, ze szczególnym uwzględnieniem zastosowania instrumentów nadzwyczajnych oraz zmian regulacyjnych wprowadzanych w odpowiedzi na kryzys pandemiczny. Pozwala to na osadzenie obserwowanych efektów gospodarczych w szerszym kontekście decyzyjnym i politycznym, uwzględniającym relacje między państwem, rynkiem i instytucjami publicznymi.

Analiza empiryczna opiera się na badaniach typu desk research, obejmujących dane makroekonomiczne, fiskalne i finansowe pochodzące z krajowych i międzynarodowych źródeł statystycznych, w szczególności Narodowego Banku Polskiego, Głównego Urzędu Statystycznego, Eurostatu, Europejskiego Banku Centralnego, Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz UNCTAD. Wykorzystano dane roczne, kwartalne i miesięczne, co umożliwiło jednoczesne uchwycenie krótkookresowej dynamiki szoku pandemicznego oraz procesów stabilizacyjnych zachodzących w 2021 roku.

Wnioskowanie w pracy ma charakter indukcyjno-dedukcyjny. Z jednej strony analiza danych empirycznych pozwala na identyfikację skutków zastosowanych instrumentów polityki gospodarczej, z drugiej zaś uzyskane wyniki odnoszone są do ujęć teoretycznych dotyczących interakcji polityki monetarnej i fiskalnej oraz roli państwa w stabilizowaniu gospodarki w warunkach kryzysu. Takie podejście umożliwia nie tylko opis zastosowanych działań, lecz także ich ocenę w kategoriach skuteczności, ograniczeń oraz konsekwencji dla dalszego prowadzenia polityki publicznej.

Zakres czasowy analizy został świadomie ograniczony do lat 2020-2021 w celu wyodrębnienia efektów bezpośrednio związanych z pandemią COVID-19 oraz wdrażanymi w jej odpowiedzi instrumentami stabilizacyjnymi. Takie ujęcie pozwala w możliwie największym stopniu ograniczyć wpływ innych zdarzeń o charakterze zewnętrznym, w szczególności późniejszych szoków geopolitycznych i surowcowych, które mogłyby zaburzać jednoznaczność interpretacji uzyskanych wyników.

Struktura pracy została podporządkowana realizacji sformułowanego celu badawczego. W pierwszej części przedstawiono sytuację gospodarki światowej i polskiej przed wybuchem pandemii, ze szczególnym uwzględnieniem handlu międzynarodowego, przepływów kapitału, rynków finansowych oraz podstawowych wskaźników

9:8419909117

makroekonomicznych. Rozdział ten stanowi punkt odniesienia dla dalszej analizy i umożliwia ocenę warunków gospodarczych, jakie towarzyszyły Polsce i innym państwom Unii Europejskiej na początku kryzysu. Następnie zaprezentowano teoretyczne podstawy polityki fiskalnej i monetarnej oraz ich wzajemne interakcje, co pozwala na lepsze zrozumienie mechanizmów oddziaływania zastosowanych instrumentów stabilizacyjnych.

Kolejna część pracy została poświęcona pierwszym skutkom gospodarczym pandemii w Polsce, w tym przebiegowi szoku epidemiologicznego oraz jego bezpośrednim konsekwencjom dla poziomu aktywności gospodarczej. Następnie szczegółowo przeanalizowano reakcję polityki monetarnej, obejmującą decyzje w zakresie stóp procentowych, płynności sektora bankowego oraz zastosowanie instrumentów o charakterze niekonwencjonalnym. Odrębny rozdział poświęcono działaniom polityki fiskalnej rządu, skupiając się na skali i strukturze wydatków nadzwyczajnych, instrumentach osłonowych oraz kształtowaniu się dynamiki długu publicznego.

Ostatnia część pracy ma charakter porównawczy i służy osadzeniu doświadczeń Polski na tle państw Unii Europejskiej. Przeanalizowano w niej skalę szoku pandemicznego, reakcje polityki monetarnej i fiskalnej oraz efekty gospodarcze w latach 2020-2021. Takie porównanie umożliwia lepsze zrozumienie, w jakim stopniu obserwowane w Polsce rezultaty miały charakter specyficzny dla krajowych uwarunkowań, a w jakim zakresie wpisywały się w szersze tendencje europejskie.

Pandemia COVID-19 stworzyła bezprecedensowe warunki do analizy roli państwa w gospodarce w sytuacji kryzysowej. Zmuszając rządy i banki centralne do szybkich i często niekonwencjonalnych działań, ujawniła zarówno potencjał polityki stabilizacyjnej, jak i jej ograniczenia. Niniejsza praca wpisuje się w tę debatę, oferując pogłębioną ocenę reakcji polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce oraz jej skutków na tle Unii Europejskiej. Jej celem jest nie tylko opis zastosowanych instrumentów, lecz także próba zrozumienia dylematów, przed jakimi stanęły instytucje publiczne w obliczu największego kryzysu gospodarczo-społecznego ostatnich dekad.

10:9991961643

Rozdział 1. Sytuacja ekonomiczno-gospodarcza w Polsce i na świecie przed epidemią COVID-19

Sytuacja finansowa i gospodarcza państwa jest istotnym miernikiem oceny ogólnego dobrobytu mieszkańców. Jej prawidłowa ocena we właściwym czasie pozwala zidentyfikować nadchodzące ryzyka makroekonomiczne. Znajomością sytuacji gospodarczej kraju zainteresowane są jej władze rządowe oraz podmioty sektora prywatnego. Dla tych pierwszych jest ona konieczna w celu prowadzenia efektywnej polityki gospodarczej oraz właściwej oceny efektywności podejmowanych działań. Prawidłowa analiza obecnego stanu pozwala na ocenę realizacji założonych celów polityki gospodarczej i dokonanie ewentualnych zmian, by osiągnąć pożądany rezultat. Z kolei dla podmiotów prywatnych, do których należą przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe, konsumenci i inwestorzy, znajomość sytuacji gospodarczej pozwala na prawidłowe gospodarowanie posiadanymi zasobami oraz właściwą ocenę ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz konsumpcyjnych[1].

Dynamicznie rozwijające się procesy globalizacyjne ostatnich dziesięcioleci wprowadziły nowe wyzwania stojące przed skutecznym zarządzaniem państwem. Otwartość gospodarek, która umożliwia swobodną wymianę towarów i usług oraz przepływ kapitału między krajami, prowadzi do ich wzajemnego powiązania i współzależności. W związku z tym sposób polityki gospodarczej prowadzonej przez państwo musi uwzględniać oprócz wpływu wewnętrznego otoczenia gospodarczego, również relacje międzynarodowe. Decyzje podejmowane na szczeblu krajowym oddziałują na globalne stosunki gospodarcze, obejmując wymianę handlową i międzynarodowe przepływy kapitałowe, w tym bezpośrednie inwestycje zagraniczne.

W niniejszym rozdziale poddano analizie sytuację ekonomiczno-gospodarczą na świecie przed wybuchem pandemii COVID-19 ze szczególnym uwzględnieniem Polski. Głównym celem jest ukazanie kierunku rozwoju gospodarki w badanym okresie. Omówione zostały kluczowe elementy, takie jak trendy w handlu zagranicznym, przepływy kapitałowe oraz sytuacja na rynkach finansowych. Analiza uwzględnia pozytywne i negatywne zjawiska występujące w gospodarce, wskazując na czynniki kształtujące jej ówczesną kondycję. Stanowi ona punkt odniesienia dla oceny działań podjętych przez rządzących na skutek pandemii.

[1] P. Błaszczyk, *Wieloczynnikowa ocena gospodarki - metodyka i szacunki dla wybranych gospodarek*, Studia Ekonomiczne nr 166 Polityka gospodarcza w okresie transformacji i kryzysu, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2014, s. 20-30.

11:1145200251

1.1 Globalny bilans handlowy (kierunki przepływu towarów i usług)

Handel międzynarodowy jest nieodłączną częścią współczesnej globalnej gospodarki. Żadne państwo nie jest w pełni samowystarczalne pod względem dostępu do surowców, produkcji towarów czy świadczenia usług. Wzajemna wymiana staje się zatem kluczowa dla zaspokojenia wewnętrznych potrzeb poszczególnych gospodarek.

Międzynarodowy przepływ towarów i usług opiera się na zasadach wymiany i specjalizacji. Różnice między krajami w dostępie do czynników produkcji, takich jak praca, kapitał i surowce, prowadzą do zróżnicowania kosztów wytwarzania i cen towarów[2]. Struktura produkcji danego kraju powinna koncentrować się na wytwarzaniu produktów, w których ma on najkorzystniejsze warunki. Pozostałe dobra powinny być natomiast importowane[3].

Jednym z pierwszych propagatorów tego podejścia był angielski ekonomista David Ricardo, który w swoim dziele „Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania" (ang. *Principles of Political Economy and Taxation*) z 1817 roku sformułował teorię przewagi komparatywnej. Zgodnie z nią kraj ma przewagę komparatywną w produkcji określonego dobra, jeśli jest w stanie wytwarzać je po niższych kosztach względnych w porównaniu z innymi towarami. Innym pojęciem związanym z tym zagadnieniem jest przewaga absolutna, która występuje, gdy dany kraj zużywa mniej zasobów, niż inny do produkcji tego samego dobra[4]. Specjalizacja krajów w produkcji dóbr, w których mają przewagę komparatywną, pozwala na maksymalizację łącznej produkcji i bardziej efektywną alokację dostępnych zasobów.

W rezultacie wymiana międzynarodowa umożliwia krajom eksportowanie towarów, które wytwarzają relatywnie tanio lub w ilościach przekraczających krajowe zapotrzebowanie oraz importowanie dóbr, których nie mogą wyprodukować samodzielnie lub, których sprowadzenie jest bardziej opłacalne, niż produkcja na miejscu.

1.1.1 Rola polityki handlowej w kształtowaniu rozwoju gospodarczego kraju

Polityka handlowa obejmuje działania państwa mające na celu kształtowanie wymiany gospodarczej z zagranicą. Rząd, korzystając z dostępnych narzędzi może realizować różne strategie, spośród których najczęściej wyróżnia się dwie podstawowe. Politykę

---

[2] D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, G. Vernasca, *Makroekonomia*, tłum. R. Rapacki, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2014, s. 476.

[3] *Elementy makro i mikroekonomii dla inżynierów,* red. S. Marciniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 290.

[4] K.E. Case, R.C. Fair, S.M. Oster, *Principles of Economics*, 10th edition, Pearson Education, 2011, s. 665.

12:2453367179

proeksportową, ukierunkowaną na wspieranie eksportu i zwiększanie udziału kraju w handlu międzynarodowym oraz politykę substytucji importu (polityka antyimportowa), której celem jest ochrona rynku wewnętrznego i krajowej produkcji[5]. Skuteczność działań podejmowanych w ramach polityki handlowej ocenia się między innymi za pomocą wskaźnika Terms of trade (ToT), który określa relację między cenami towarów eksportowanych i importowanych. Pozwala on określić, czy kraj w danym okresie zyskuje, czy traci na wymianie międzynarodowej[6].

Różnicą między całkowitą wartością eksportu, a importu towarów i usług w danym kraju oraz okresie określa się bilansem handlowym (ang. *balance of trade,* BOT). Jest on kluczowym składnikiem bilansu płatniczego kraju (ang. *balance of payments,* BOP), będącego różnicą między wszystkimi środkami pieniężnymi wpływającymi do kraju, a tymi, które z niego wypływają. Do powyższych transferów zalicza się towary, usługi, dochody oraz należności i zobowiązania finansowe wobec zagranicy.

Państwo, które importuje towary i usługi o większej wartości niż eksportuje, określa się jako kraj z deficytem handlowym (ujemnym saldem handlowym). Natomiast kraj, którego eksport przewyższa import posiada nadwyżkę handlową (dodatni bilans handlowy). Zrównoważony bilans handlowy (zerowe saldo) to taki, w którym wpływy z eksportu równoważą wydatki na import dóbr. Nadwyżka handlowa wskazuje, że producenci danego kraju skutecznie działają na rynkach zagranicznych. Po zaspokojeniu popytu lokalnego są w stanie oferować swoje produkty za granicą. Świadczy to o ich konkurencyjności oraz wysokim poziomie akceptacji ich towarów przez międzynarodowych odbiorców.

Zależność między handlem zagranicznym, a rozwojem gospodarczym jest tematem dyskusji wśród ekonomistów i stanowi przedmiot licznych analiz naukowych. Już w epoce renesansu merkantyliści postrzegali dodatni bilans handlowy jako źródło zamożności państwa, ponieważ prowadził on do akumulacji kapitału. W opozycji stali ekonomiści klasyczni, z Adamem Smithem na czele, którzy krytykowali dążenie do dodatniego bilansu handlowego za wszelką cenę oraz blokowanie eksportu surowców. Według nich takie działania ograniczały korzyści wynikające z międzynarodowego podziału pracy. Z kolei John M. Keynes, twórca teorii interwencjonizmu państwowego, uważał, że dodatni bilans handlowy sprzyja rozwojowi gospodarczemu, podczas gdy ujemny może na niego

[5] *Elementy makro i mikroekonomii dla inżynierów*, red. S. Marciniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, 1993.
[6] A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze,* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2006, s. 77-80.

13:5559938414

oddziaływać negatywnie[7]. Zgodnie z jego teorią zagraniczny popyt, wynikający z dodatniego bilansu handlowego, może stanowić impuls dla wzrostu gospodarczego, ponieważ, obok konsumpcji, inwestycji i wydatków rządowych, wpływa na poziom PKB. Keynes podkreślał również, że rosnący eksport sprzyja zwiększaniu inwestycji w powiązanych sektorach, co dodatkowo przyspiesza tempo wzrostu gospodarczego[8].

W szerszym ujęciu makroekonomicznym dodatni bilans handlowy oznacza, że zgromadzone oszczędności mogą zostać wykorzystane do finansowania inwestycji oraz wzmacniania pozycji gospodarczej państwa. Sposób wykorzystania nadwyżki zależy od polityki gospodarczej, która może ukierunkowywać ją na zwiększanie rezerw lub działania stabilizujące gospodarkę. Część tych środków może być także inwestowana zagranicą, co sprzyja długofalowemu rozwojowi i zwiększa stabilność finansową kraju.

Z kolei deficyt handlowy nie musi oznaczać zjawiska negatywnego, może świadczyć o rosnącym popycie wewnętrznym i intensywnym rozwoju gospodarczym. W takiej sytuacji kraj finansuje swoje inwestycje dzięki napływowi kapitału zagranicznego, kredytom lub inwestycjom bezpośrednim. Mechanizm ten jest korzystny, jeśli środki są wykorzystywane na cele rozwojowe, zwiększające produktywność gospodarki. Jednak gdy finansowanie zewnętrzne przeznaczane jest głównie na konsumpcję, może to prowadzić w dłuższej perspektywie do zadłużenia i osłabienia stabilności gospodarczej[9].

Wpływ handlu międzynarodowego na wzrost gospodarczy stanowi przedmiot licznych badań naukowych. Większość analiz[10, 11, 12, 13] potwierdza korzystny wpływ wymiany międzynarodowej na rozwój gospodarczy. Handel międzynarodowy sprzyja efektywnej alokacji zasobów, umożliwia krajom osiąganie efektu korzyści skali, wspiera postęp technologiczny, promuje wymianę wiedzy oraz zwiększa konkurencję na rynkach krajowych i zagranicznych. W efekcie prowadzi to do optymalizacji procesów

[7] M. Adamczyk, *Deficyt handlowy zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa?,* [w:] Globalne i lokalne problemy polityki bezpieczeństwa, Polska i świat, Tom II, red. M. Górka, U. Soler, Media-Expo, Poznań 2017, s. 175-193.

[8] G. Przekota, N. Mazuń, *Ocena wpływu wybranych czynników makroekonomicznych na saldo obrotów towarowych handlu zagranicznego*, [w:] Zeszyty Naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania, nr 15, Koszalin 2011, s. 193-204.

[9] P. Misztal, *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako czynnik wzrostu gospodarczego w Polsce*, Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, nr 1 (5), 2012.

[10] T.O. Awokuse, *Causality between exports, imports, and economic growth: Evidence from transition economies*, Economics letters 94: 389-95, 2017.

[11] L. Andersen, R. Babula, *The link between openness and long-run economic growth*, Journal of International Commerce and Economics 2: 31-50, 2009.

[12] H. Cetintas, S. Barisik, *Export, Import and Economic Growth: The Case of Transition Economies*, Transition Studies Review 15: 636-49, 2009.

[13] S. Bakari, F. Saaidia, A. Soualhia, *Evaluation of Trade Influence on Economic Growth in China: A Time Series Analysis*, Journal of Smart Economic Growth 4: 57-72, 2019.

14:9787382859

produkcyjnych i rozwoju nowych produktów. Wśród badaczy nie ma jednak jednoznacznej zgody co do wpływu nadwyżki handlowej na wzrost gospodarczy, choć część badań[14,15] wskazuje na negatywne konsekwencje deficytu handlowego. Przeprowadzone szczegółowe badanie[16] obejmujące 28 krajów europejskich w latach 1998-2018 wykazały, że pogorszenie bilansu handlowego wywiera negatywny wpływ na wzrost gospodarczy. Natomiast jego poprawa oddziałuje pozytywnie. Zdaniem Rodriguez i Rodrik[17] handel międzynarodowy może wspierać wzrost gospodarczy. Jego wpływ jest jednak złożony i zależny od specyficznych warunków krajowych, do których zalicza się strukturę gospodarki, poziom technologiczny oraz czynniki zewnętrzne, takie jak polityka kursowa oraz geografia.

Należy również wspomnieć o zależności między stopniem otwartości gospodarki, a jej podatnością na zewnętrzne szoki gospodarcze. Przeprowadzona przez Topolewskiego[18] analiza, obejmująca 142 państwa w latach 2005-2006 i 2009-2010, dostarcza w tym temacie kilka wniosków. Po pierwsze, wykazuje pozytywną zależność między wielkością handlu zagranicznego, a wzrostem gospodarczym w okresach dobrej koniunktury. Autor sugeruje, że w czasach ożywienia gospodarczego państwa powinny dążyć do zwiększenia swojego udziału w międzynarodowej wymianie handlowej. Po drugie, w okresach recesji kraje o wysokim poziomie otwartości gospodarczej, które wcześniej korzystały ze wzrostu napędzanego przez handel najbardziej odczuły skutki spowolnienia gospodarczego. Z kolei państwa mniej otwarte na wymianę międzynarodową zostały w mniejszym stopniu dotknięte tym szokiem. Wyniki przeprowadzonej analizy potwierdzają, że handel zagraniczny pełni rolę kanału transmisji kryzysów gospodarczych.

Państwa podczas prowadzenia polityki handlowej wykorzystują różne instrumenty wpływające na strukturę importu i eksportu. Do najważniejszych należą bariery handlowe, takie jak taryfy celne, subsydia eksportowe czy kontyngenty. Służą one przede wszystkim ochronie krajowej produkcji przed zagraniczną konkurencją. Cła podnoszą ceny towarów importowanych, ograniczając w ten sposób ich napływ. Subsydia eksportowe natomiast wspierają krajowych producentów, zwiększając ich konkurencyjność na rynkach

---

[14] M. Abbas, H. Raza, *Effect of trade deficit on the economy of Pakistan*, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business 4: 176-215, 2013.
[15] S. Bakari, T. Sofien, *The Impact of Trade Openness, Foreign Direct Investment and Domestic Investment on Economic Growth: New Evidence from Asian Developing Countries*, MRPA Paper 94489, 2019.
[16] D. Blavasciunaite, L. Garsviene, K. Matuzeviciute, *Trade Balance Effects on Economic Growth: Evidence from European Union Countries*, Economies, 8(3):54, 2020.
[17] F. Rodríguez, D. Rodrik, *Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence*, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2000, Volume 15, s. 261-338, 2001.
[18] Ł. Topolewski, *Wymiana handlowa a wzrost gospodarczy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 37, t. 2, 2014.

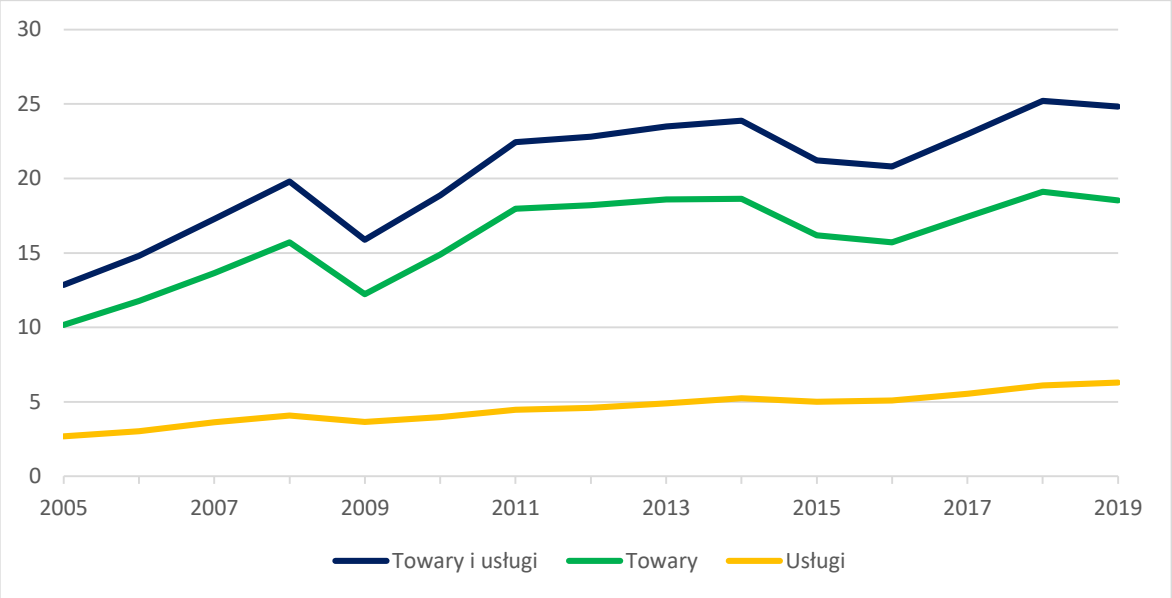
15:5009321601

zagranicznych. Z subsydiami powiązany jest dumping, czyli sprzedaż towarów za granicą po cenach niższych od kosztów wytworzenia, co często prowadzi do sporów handlowych[19]. Rządy stosują również kontyngenty, czyli limity ilościowe na import wybranych dóbr. Oprócz barier handlowych na bilans handlowy wpływają także polityka monetarna i fiskalna oraz umowy gospodarcze. Zmiany kursu walutowego mogą stymulować eksport lub sprzyjać importowi, natomiast decyzje fiskalne dotyczące podatków i wydatków publicznych kształtują popyt i saldo wymiany handlowej. Z kolei umowy międzynarodowe regulują zasady współpracy gospodarczej. Powyższe narzędzia umożliwiają państwom kształtować politykę handlu zagranicznego i chronić interesy krajowej gospodarki.

1.1.2 Bilans handlowy głównych gospodarek światowych

Postępująca globalizacja sprawia, że wymiana międzynarodowa z roku na roku zyskuje na wartości i odgrywa coraz większe znaczenie. Wykres 1.1 przedstawia zmiany wartości światowego eksportu towarów i usług w latach 2005-2019.

Wykres 1.1 Wartość światowego eksportu, 2005-2019 [bln USD]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UNCTAD, https://unctad.org/statistics

Zauważyć można ogólny trend wzrostowy, z wyraźnym spadkiem w latach 2009-2010 za sprawą globalnego kryzysu finansowego. Łączny eksport towarów i usług (linia czerwona) podąża za dynamiką eksportu towarów (linia zielona), co podkreśla ich dominującą rolę

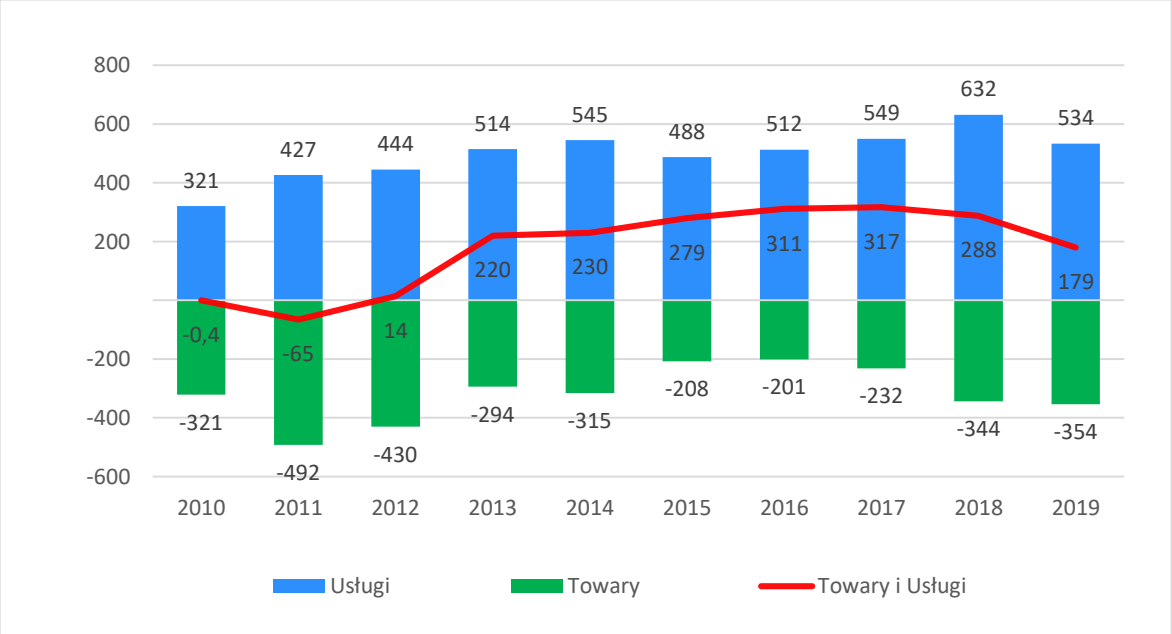
[19] J. Rymarczyk, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2006, s. 74-104.

16:7975585156

w porównaniu z eksportem usług (linia niebieska) w strukturze handlu międzynarodowego. Wartość światowego eksportu towarów i usług w 2019 roku wyniosła 24,8 bln dolarów, w tym 18,5 bln dolarów stanowiły towary oraz 6,3 bln dolarów usługi.

Na wykresach (1.2 i 1.3) przedstawiono zmiany w obrocie towarami i usługami w gospodarkach rozwiniętych oraz rozwijających się w latach 2010-2019. Na ich podstawie widać różnice w ich strukturze handlu oraz dynamice towarów i usług. W gospodarkach rozwiniętych obrót usługami systematycznie wzrasta i pozostaje dodatni. Natomiast obrót towarami wykazuje trwały deficyt. W gospodarkach rozwijających się sytuacja wygląda odmiennie. Obrót towarami jest dodatni, co oznacza przewagę eksportu towarów nad ich importem. Usługi generują natomiast deficyt, który jednak w ostatnich latach się zmniejszał. Łączny bilans obrotu w gospodarkach rozwijających się pozostaje dodatni, choć wykazuje trend spadkowy w pierwszej połowie analizowanego okresu (do 2015 roku), po czym się stabilizuje. W gospodarkach rozwiniętych ogólny bilans przeszedł od wartości ujemnych na początku okresu do dodatnich i stabilnych w kolejnych latach. Patrząc na strukturę występuje znaczna przewaga nadwyżki usług przy deficycie towarowym. Wykresy wskazują na strukturalne różnice między obiema grupami gospodarek. Gospodarki rozwinięte opierają swój handel na usługach, podczas gdy gospodarki rozwijające się w większym stopniu polegają na eksporcie towarów.

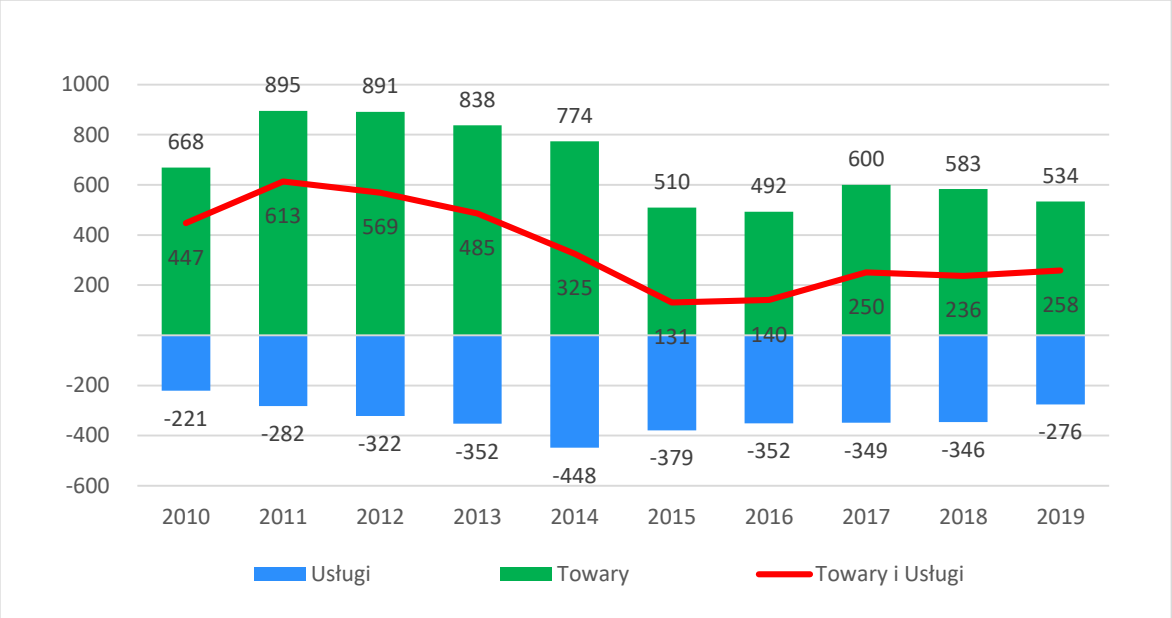
Wykres 1.2 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwiniętych, 2010-2019 [mld USD]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UNCTAD, https://unctad.org/statistics

17:4204375124

Wykres 1.3 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwijających się, 2010-2019 [mld USD]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UNCTAD https://unctad.org/statistics

W tabeli 1.1 przedstawiono średni bilans towarów, usług oraz łączny średni bilans towarów i usług dla wybranych gospodarek w latach 2010-2019 oraz w roku 2019. Ameryka Północna charakteryzuje się znaczącym deficytem w handlu towarami (-872,8 mld USD w 2019 roku), jednak w pewnym stopniu rekompensuje to wysokim dodatnim bilansem usług (284,5 mld USD). Europa odznacza się stabilnym dodatnim bilansem zarówno w towarach (407,1 mld USD), jak i usługach (262,0 mld USD), czyniąc ją jednym z najbardziej zrównoważonych regionów.

Tabela 1.1 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwijających się, 2010-2019 [mld USD]

Gospodarka	Saldo towarów		Saldo usług		Saldo towarów i usług	
	2010-2019*	2019	2010-2019*	2019	2010-2019*	2019
Świat	359,1	179,6	163,7	257,9	522,9	437,5
Afryka	-32,0	-67,8	-63,7	-64,6	-95,7	-132,5
Ameryka Północna	-775,1	-872,8	230,6	284,5	-544,5	-588,3
Ameryka Południowa	-4,7	-8,2	-46,3	-27,4	-51,0	-35,5
Azja	787,4	676,4	-247,6	-197,1	539,8	479,3
Europa	377,3	407,1	298,3	262,0	675,6	669,1
Australia i Ocenia	6,2	44,8	-7,6	,6	-1,4	45,4
Kraje rozwijające się	678,4	534,0	-332,8	-275,7	345,6	258,3
Kraje rozwinięte	-319,3	-354,4	496,6	533,6	177,3	179,2
Polska	-9,2	-4,9	14,3	26,7	5,1	21,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych UNCTAD, https://unctad.org/statistics
* średnia dla lat 2010-2019

18:9370525144

Polska z kolei wykazuje niewielki deficyt w handlu towarami (-4,9 mld USD w 2019 roku), który jest jednak w pełni rekompensowany przez dodatni bilans usług (26,7 mld USD), prowadząc do dodatniego łącznego bilansu towarów i usług wynoszącego 21,8 mld USD. Wyniki te odzwierciedlają strukturalne różnice między regionami i podkreślają znaczenie usług w równoważeniu bilansu handlowego, szczególnie w gospodarkach rozwiniętych.

Przed wystąpieniem pandemii COVID-19 globalne przepływy towarów i usług charakteryzowały się dominacją eksportu towarów w gospodarkach rozwijających się oraz przewagą eksportu usług w gospodarkach rozwiniętych. Gospodarki Europy i Azji osiągały stabilne dodatnie bilanse w handlu towarami, a Ameryka Północna i Południowa wykazywały w nim deficyt. Usługi równoważyły bilanse handlowe, szczególnie w krajach rozwiniętych, gdzie dodatni bilans usług (np. 533,6 mld USD dla krajów rozwiniętych w 2019 roku) kompensował deficyty towarowe. W Polsce, tak jak w innych gospodarkach rozwiniętych, niewielki deficyt w obrocie towarami był rekompensowany rosnącym eksportem usług, wykazując sumarycznie dodatni bilans handlowy. Przed pandemią przepływy handlowe wskazywały zatem na silną integrację międzynarodową i rosnące znaczenie sektora usługowego w handlu globalnym.

1.2 Międzynarodowe przepływu kapitału

Międzynarodowej wymianie, oprócz omówionego w poprzednim podrozdziale przepływu dóbr i usług, towarzyszą również przepływy kapitału wynikające z transakcji kupna i sprzedaży zagranicznych aktywów finansowych. Mają one wpływ na saldo należności i zobowiązań danego kraju wobec zagranicy, określane jako pozycja inwestycyjna netto. Transfer kapitału obejmuje transakcje między podmiotami krajowymi i zagranicznymi, które zmieniają strukturę bilansu płatniczego państwa[20].

Do najważniejszych źródeł tych przepływów należą handel międzynarodowy, kredyty handlowe, pożyczki finansowe, zakładanie przedsiębiorstw za granicą oraz obrót zagranicznymi papierami wartościowymi. Transfery kapitałowe umożliwiają transfer środków z krajów o nadwyżkach finansowych do tych, które doświadczają ich niedoboru. W ten sposób wspierają finansowanie inwestycji, stymulują rozwój gospodarczy oraz wpływają na tempo wzrostu, kursy walutowe, cykle koniunkturalne i poziom inflacji.

[20] P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne,* PWE, Warszawa, 2002, s. 112.

19:8077644964

Stanowią część światowego systemu finansowego, a ich różnorodność i elastyczność sprzyja efektywnej alokacji zasobów i stabilności ekonomicznej[21].

Odpływy kapitałowe netto to różnica między wartością aktywów zagranicznych nabywanych przez podmioty krajowe, a aktywów krajowych kupowanych przez podmioty zagraniczne. Dodatnie saldo oznacza przewagę odpływu nad napływem kapitału, a ujemne sytuację odwrotną. Zjawisko to zwykle wynika z niestabilności gospodarczej, politycznej lub działań spekulacyjnych. Gwałtowny odpływ kapitału może osłabić gospodarkę i obciążyć system makroekonomiczny prowadząc do kryzysu finansowego. Najbardziej podatne na takie ryzyko są państwa o wysokim zadłużeniu zewnętrznym, czyli takie, w których zobowiązania w walutach obcych generują niedopasowania walutowe przy braku odpowiednich zabezpieczeń[22,23]. Z uwagi wspomnianą powyżej ważną rolę przepływów kapitału dla stabilności gospodarczej konieczne jest prowadzenie odpowiedniej polityki zarządzania nimi. Przepływy kapitałowe wiążą się z ryzykiem nagłego zatrzymania napływu kapitału lub wystąpienia kryzysów finansowych, co wymaga bieżącego ich monitorowania i działań prewencyjnych[24].

1.2.1 Bilans płatniczy

Przepływy kapitału wynikające z międzynarodowych transakcji gospodarczych są ujmowane w bilansie płatniczym, który stanowi statystyczne zestawienie transakcji realnych (wymiana towarów i usług) i finansowych (np. obrót papierami wartościowymi) między podmiotami krajowymi (rezydentami), a zagranicznymi (nierezydentami) w określonym czasie[25]. Zgodnie z definicją Narodowego Banku Polskiego, bilans płatniczy prezentuje w sposób usystematyzowany wszystkie transakcje gospodarcze zrealizowane przez Polskę z resztą świata[26]. Dane te pozwalają ocenić powiązania gospodarcze kraju z zagranicą, jego konkurencyjność, stopień otwartości gospodarki oraz wrażliwość na globalne zawirowania[27].

---

[21] M. Obstfeld, A.M. Taylor, *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run*, NBER Working Paper no. 5960, 1997.
[22] T. Herold, *What is Capital Outflow? - Herold Financial Dictionary*, Herold Financial Dictionary, 2021.
[23] Odpływ kapitału z Japonii w latach 90-tych zapoczątkował dwie dekady stagnacji wzrostu gospodarczego, która wcześniej była drugą największą gospodarką na świecie. Z kolei w 2015 roku odpływy kapitału z Grecji spowodowały problemy z wypłacalnością banków i postawiły kraj na skraju bankructwa.
[24] I. Maciejczyk-Bujnowicz, *Kontrola przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej. Podejście instytucjonalne Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2023, s. 7.
[25] K. Sobański, *Bilans płatniczy. Wprowadzenie do ekonomii międzynarodowej*, Difin, Warszawa 2012, s. 220-221.
[26] Statystyka Bilansu Płatniczego, Uwagi metodyczne, Departament Statystyki NBP, Warszawa 2022.
[27] E. Mińska-Struzik, *Wprowadzenie do Ekonomii Międzynarodowej*, Difin, Warszawa 2012, s. 221.

20:7918304365

Za opracowanie bilansu płatniczego odpowiadają banki centralne lub urzędy statystyczne, które gromadzą dane zgodnie z międzynarodowymi standardami określonymi przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w dokumencie *Balance of Payments and International Investment Position Manual*[28] z 2009 roku. W Polsce bilans płatniczy opracowuje Narodowy Bank Polski [29], publikując dane w cyklach miesięcznych, kwartalnych i rocznych, we współpracy z GUS, Ministerstwem Finansów oraz instytucjami międzynarodowymi, takimi jak EBC, Eurostat i MFW[30].

Transakcje w bilansie płatniczym rejestrowane są zgodnie z zasadą podwójnego zapisu księgowego, według której każda operacja ujmowana jest po stronie kredytowej (+) i debetowej (-). Po stronie kredytowej znajdują się transakcje powodujące napływ środków z zagranicy, a po stronie debetowej odpływ kapitału za granicę. Dzięki temu bilans płatniczy jest wewnętrznie zrównoważony, choć w poszczególnych jego rachunkach mogą występować deficyty lub nadwyżki[31].

Bilans płatniczy dzieli się na trzy główne części: rachunek bieżący, rachunek kapitałowy i rachunek finansowy, uzupełnione o saldo błędów i opuszczeni (tabela 1.2).

Tabela 1.2 Struktura bilansu płatniczego według BPM6

Rachunek bieżący / Current account
Saldo obrotów towarowych / Balance on goods
Saldo usług / Balance on services
Saldo dochodów pierwotnych / Balance on primary income
Saldo dochodów wtórnych / Balance on secondary income
Rachunek kapitałowy / Capital account
Rachunek finansowy / Financial account
Inwestycje bezpośrednie - aktywa / Direct investment - assets
Inwestycje bezpośrednie - pasywa / Direct investment - liabilities
Inwestycje portfelowe - aktywa / Portfolio investment - assets
Inwestycje portfelowe - pasywa / Portfolio investment - liabilities
Pozostałe inwestycje - aktywa / Other investment - assets
Pozostałe inwestycje - pasywa / Other investment - liabilities
Pochodne instrumenty finansowe / Financial derivatives
Oficjalne aktywa rezerwowe / Official reserve assets
Saldo błędów i opuszczeń / Net errors and omissions

Źródło: Bilans płatniczy - dane roczne 2004-2022, NBP, http://www.nbp.pl

[28] Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund, Washington, D. C., 2009.
[29] Zgodnie z Ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2020 r. poz. 2027)
[30] Statystyka Bilansu Płatniczego, Uwagi metodyczne, Departament Statystyki NBP, Warszawa 2022.
[31] J. P. Daniels, D. D. Van Hoose, *International Monetary and Financial Economics*, 1st edition, Pearson, Boston 2014, s. 10.

21:1154657844

Rachunek bieżący obejmuje transakcje związane z gospodarką realną, czyli wymianę towarów i usług oraz przepływy dochodów i transferów. Najważniejszym jego składnikiem jest saldo obrotów towarowych, które często w największym stopniu kształtuje wynik całego bilansu płatniczego. Na rachunek bieżący wpływa również saldo usług, w skład którego wchodzą m.in. transport, turystyka, budownictwo, ubezpieczenia i usługi finansowe. Dochody pierwotne obejmują wynagrodzenia pracowników nierezydentów i rezydentów zatrudnionych za granicą oraz dochody z tytułu inwestycji, takie jak dywidendy, odsetki i zyski reinwestowane. Dochody wtórne definiuje się jako jednostronne przepływy bez wzajemnego świadczenia, skupiające w sobie przekazy pieniężne emigrantów, pomoc międzynarodową, darowizny czy inne nieodpłatne transfery.

Rachunek kapitałowy zawiera transfery kapitałowe oraz transakcje związane z nabyciem i zbyciem nieprodukowanych aktywów niefinansowych[32]. Transfery kapitałowe tyczą się przeniesienia własności aktywów rzeczowych lub niematerialnych, w tym darowizn, bezzwrotnej pomocy inwestycyjnej (np. finansowania budowy infrastruktury) oraz umorzeń wierzytelności (kapitału i odsetek). Nieprodukowane aktywa niefinansowe obejmują transakcje dotyczące patentów, praw autorskich, licencji, znaków towarowych oraz nabycia i sprzedaży gruntów przeznaczonych na potrzeby przedstawicielstw dyplomatycznych. Jak zauważa Oziewicz[33], ujemne saldo rachunku kapitałowego nie musi oznaczać słabości gospodarki. Może ono wynikać z wysokich wydatków poniesionych na zakup technologii, licencji lub innych praw własności intelektualnej. Odzwierciedla to często proces modernizacji i wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw, a w konsekwencji i całej gospodarki.

Suma sald rachunku bieżącego i kapitałowego odzwierciedla różnicę między wydatkami kraju na zagraniczne towary, usługi, transfery oraz dochody z inwestycji, a ich wpływami. Ujemne saldo prowadzi do pogorszenia jego międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (różnicy między aktywami zagranicznymi, a zobowiązaniami wobec nierezydentów). Natomiast nadwyżka tych rachunków wskazuje na poprawę, czyli wzrost należności netto wobec zagranicy[34].

Rachunek finansowy rejestruje przepływy związane z instrumentami finansowymi, tj. inwestycjami bezpośrednimi, portfelowymi, pozostałymi inwestycjami, instrumentami

[32] Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund, Washington, D. C. 2009, s. 216.
[33] E. Oziewicz T. Michałowski, Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013, s. 247.
[34] K.E. Case, R.C Fair, S.M. Oster, Principles of Economics, 10th edition, Prentice Hall, Boston 2012, s. 689.

22:2242028450

pochodnymi oraz aktywami rezerwowymi. Odzwierciedla sposób finansowania deficytu rachunku bieżącego i kapitałowego lub wykorzystania nadwyżki.

Dodatnie saldo rachunku finansowego oznacza odpływ kapitału netto[35] z gospodarki krajowej, co przeważnie wynika ze wzrostu aktywów zagranicznych posiadanych przez rezydentów lub spłatę wcześniejszych zobowiązań wobec zagranicy. Z kolei ujemne saldo rachunku finansowego wskazuje na napływ kapitału do kraju poprzez zwiększenie zobowiązań wobec nierezydentów lub zmniejszenie aktywów zagranicznych rezydentów.

Inwestycje bezpośrednie (BIZ) obejmują nabywanie co najmniej 10% udziałów w przedsiębiorstwie za granicą. Skupiają akcje, udziały kapitałowe, reinwestycje zysków oraz instrumenty dłużne. Są one relatywnie stabilnym źródłem finansowania, ponieważ charakteryzują się długoterminowym horyzontem. Inwestycje portfelowe, do których zalicza się akcje, obligacje i bony skarbowe mają charakter krótkoterminowy i bardziej zmienny. Ich przepływy zależą od koniunktury i nastrojów inwestorów. Pozostałe inwestycje zalicza się kredyty, depozyty, pożyczki handlowe i specjalne prawa ciągnienia (SDR). Instrumenty pochodne rejestrują zyski i straty z kontraktów terminowych, swapów i opcji.

Aktywa rezerwowe to płynne zagraniczne aktywa kontrolowane przez bank centralny. Wykorzystywane są do finansowania ewentualnych deficytów bilansu płatniczego, prowadzenia interwencji walutowych oraz utrzymywania zaufania do waluty krajowej. Pełnią one funkcję bufora bezpieczeństwa, umożliwiając stabilizację kursu walutowego i ograniczenie skutków nagłych odpływów kapitału. Wzrost rezerw świadczy o poprawie pozycji zewnętrznej i większych możliwościach obrony waluty. Zazwyczaj wynika z nadwyżki bilansu płatniczego lub zakupów walut obcych przez bank centralny. Spadek rezerw może oznaczać sprzedaż aktywów zagranicznych w celu stabilizacji kursu lub spłatę zobowiązań zagranicznych. W dłuższym horyzoncie czasowym może to sygnalizować presję na walutę krajową. Do oficjalnych aktywów rezerwowych zalicza się złoto monetarne, specjalne prawa ciągnienia (SDR), pozycję rezerwową w MFW, a także inne płynne aktywa, takie jak depozyty, papiery wartościowe denominowane w walutach wymienialnych oraz transakcje reverse repo[36].

---

[35] Taka prezentacja danych występuje od momentu wejścia w życie nowej metodologii zawartej w podręczniku BPM6, która spowodowała zmianę konwencji znaków na rachunku finansowym oraz aktywach rezerwowych. W poprzedniej metodologii (BPM5), zależność ta była odwrotna, dodatnie saldo oznaczało napływ kapitału. Opracowano na podstawie: H. Nakonieczna-Kisiel, E. Bilewicz, *Nowa metodologia sporządzania bilansu płatniczego*, Studia i Prace WNEiZ US nr 44/1 2016, Uniwerstytet Szczeciński, Szczecin 2016, s. 73-74.

[36] Statystyka Bilansu Płatniczego, Uwagi metodyczne, Departament Statystyki NBP, Warszawa 2022.

23:8765899714

Saldo błędów i opuszczeń pełni funkcję wyrównawczą, korygującą rozbieżności między sumą zapisów w poszczególnych rachunkach. Powstaje w wyniku braków danych lub błędów sprawozdawczych, które uniemożliwiają pełną identyfikację wszystkich transakcji.

Składniki bilansu płatniczego bilansują się zgodnie z poniższym wzorem:

$$RB + RK - RF + SB = 0 \qquad (1.1)$$

gdzie:

RB - saldo rachunku bieżącego,

RK - saldo rachunku kapitałowego,

RF - saldo rachunku finansowego,

SB - saldo błędów i opuszczeń.

Autorzy Blanchard i Giavazzi[37] wskazują, że kraje rozwijające się, poprzez integrację z gospodarką światową, często notują deficyt na rachunku bieżącym. Finansowany jest on napływem kapitału z zagranicy i wynika z wyższych oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji w tych gospodarkach oraz silnego popytu wewnętrznego. Z kolei kraje rozwinięte mają tendencję do generowania nadwyżek na rachunku bieżącym i finansowym. Odzwierciedla to ich rolę jako eksporterów kapitału netto, którzy w ten sposób zwiększają swoje aktywa zagraniczne.

Saldo bilansu płatniczego ma znaczny wpływ na kształtowanie polityki gospodarczej i kursowej. Jego analiza pozwala ocenić kierunek przepływów kapitału oraz rodzaj finansowania, czy jest ono krótkoterminowe lub długoterminowe [38]. Wpływanie na nierównowagę bilansu odbywa się poprzez odpowiednie kształtowanie polityki monetarnej, fiskalnej i kursowej. Polityka monetarna wpływa na bilans płatniczy głównie przez poziom stóp procentowych. Ich podwyższenie ogranicza import i przyciąga kapitał, natomiast obniżka może powodować jego odpływ[39]. Polityka fiskalna oddziałuje poprzez strukturę wydatków publicznych i podatków. Ekspansywna może zwiększać import, natomiast restrykcyjna poprawia saldo bieżące, choć może osłabiać wzrost. Polityka kursowa wpływa na utrzymanie równowagi zewnętrznej gospodarki, tzn. zapobiega nadmiernym nierównowagom w wymianie zagranicznej. Poprzez interwencje walutowe, kształtując kurs walutowy, państwo wspiera stabilność bilansu płatniczego. Jest to kluczowe

[37] O. Blanchard, F. Giavazzi, *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein - Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 2002, s. 148.
[38] A. Kłos, *Bilans płatniczy*, [w:] *Finanse Międzynarodowe Kompendium Wiedzy*, red. M. Proczek, A. Kłos, E. Latoszek, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2021, s. 129.
[39] Ibidem, s. 130.

24:7390436577

w krajach o dużym udziale eksportu w PKB. Bilans płatniczy odzwierciedla relacje między popytem, a podażą walut obcych, co bezpośrednio przekłada się na kształtowanie kursu waluty. Deficyt bilansu płatniczego zwiększa popyt na waluty zagraniczne i sprzyja deprecjacji krajowej waluty. Z kolei nadwyżka powoduje jej aprecjację. Deprecjacja zazwyczaj poprawia konkurencyjność eksportu i bilans handlowy, podczas gdy aprecjacja może je osłabiać. Siła tego oddziaływania determinowana jest polityką monetarną, poziomem stóp procentowych oraz ogólną sytuacją makroekonomicznej[40]. Skuteczność powyższych działań zależy jednak od przyczyn nierównowagi bilansu oraz od stopnia integracji gospodarki z rynkami międzynarodowymi.

1.2.2 Instrumenty oddziaływania na przepływy kapitału

Na kierunek i mobilność międzynarodowych przepływów kapitału wpływają dwie grupy czynników: zewnętrzne (egzogeniczne, ang. *push factors*) i wewnętrzne (endogeniczne, ang. *pull factors*). Czynniki zewnętrzne związane są z sytuacją w gospodarce światowej i określają globalne kierunki przepływu kapitału. Czynniki wewnętrzne wynikają z sytuacji w danym kraju i wpływają na wielkość i kierunek napływu lub odpływu kapitału. Tabela 1.3 przedstawia te czynniki oraz ich wpływ na przepływy kapitałowe w krajach rozwijających się, takich jak Polska[41].

W wyniku pogłębiającej się współpracy międzynarodowej i integracji finansowej, kierunek oraz skala przepływów kapitałowych w krótkim okresie są głównie determinowane przez globalne czynniki zewnętrzne. Gospodarki państw rozwijających się mają jednak na nie ograniczony wpływ. Kluczową rolę odgrywa tutaj globalna płynność finansowa, która zależna jest od polityki monetarnej głównych banków centralnych, takich jak amerykański System Rezerwy Federalnej, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii czy Bank Japonii. Decyzje tych instytucji dotyczące stóp procentowych i podaży pieniądza kształtują warunki finansowania, wpływając na przepływy kapitału gospodarek rozwijających się.

[40] J. Adamska-Mieruszewska, *Bilans płatniczy, w: Finanse międzynarodowe*, M. Markiewicz, U. Mrzygłód (red.), PWE, Warszawa 2015, s. 63.
[41] Zgodnie z klasyfikacją Międzynarodowego Funduszu Walutowego https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2023/April/groups-and-aggregates

25:8729468828

Tabela 1.3 Czynniki determinujące przepływy kapitału w krajach rozwijających się

Grupa	Czynnik	Wpływ wzrostu czynnika na przepływy kapitału:	Wpływ spadku czynnika na przepływy kapitału:
Zewnętrzne	Stopa procentowa w krajach rozwiniętych	↓	↑
	Podaż pieniądza w krajach rozwiniętych	↑	↓
	Globalna awersja do ryzyka	↓	↑
	Sytuacja gospodarcza i perspektywy w krajach rozwiniętych	↓	↑
Wewnętrzne	Liberalizacja transakcji bilansu płatniczego	↑	↓
	Stopa procentowa	↑	↓
	PKB	↑	↓
	Inflacja	↓	↑
	Zadłużenie zagraniczne	↓	↑
	Sytuacja fiskalna	↑/↓	↑/↓
	Stabilność kursu walutowego	↑	↓
	Otwartość gospodarki (wielkość handlu)	↑	↓
	Rozwój rynku finansowego	↑	↓
	Zmiany indeksów giełdowych	↑	↓
	Jakość czynników wytwórczych oraz instytucji	↑	↓
	Integracja gospodarcza i finansowa	↑/↓	↑/↓

Źródło: Narodowy Bank Polski, Przepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000-2011, Instytut Ekonomiczny, 2012.
(↑) napływ, (↓) odpływ

Jednak nawet przy sprzyjających globalnych warunkach nie wszystkie kraje rozwijające się doświadczają wystarczającego napływu kapitału. Kluczowe znaczenie mają tutaj także czynniki wewnętrzne, takie jak korzystna sytuacja makroekonomiczna. Na atrakcyjność kraju wpływają m.in. tempo wzrostu realnego PKB, stabilność finansów publicznych, niski, stabilny poziom inflacji oraz saldo rachunku obrotów bieżących. Nawet w warunkach dobrej koniunktury gospodarczej niezbędne do przyciągnięcia kapitału są silne fundamenty wewnętrzne.

Jak wskazuje analiza Forbes i Warnock[42] obejmująca ponad 50 gospodarek w latach 1980-2009, ekstremalne przepływy kapitału wynikają głównie z czynników globalnych, zwłaszcza poziomu ryzyka. Wzrost globalnej niepewności i awersji do ryzyka ogranicza napływ kapitału. Natomiast silny wzrost gospodarczy sprzyja jego gwałtownym napływom i zatrzymań, szczególnie w krajach o średnich dochodach. Wyższe globalne stopy procentowe zwiększają ryzyko zatrzymań i ograniczeń kapitału. Odpływy z kolei kształtowane są w dużej mierze przez zjawisko zarażenia, czyli transmisję kryzysów między

[42]K. J. Forbes, F.E. Warnock, *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment,* National Bureau of Economic Research, Working Paper number 17351, 2011.

26:6904747665

gospodarkami powiązanymi finansowo lub handlowo. Autorzy wskazali, że jedynie tempo wzrostu gospodarczego ma wpływ na przepływy kapitału. Pozostałe czynniki krajowe mają niewielkie znaczenie. Nie znaleziono też dowodów na skuteczność kontroli kapitału w ograniczaniu tych zjawisk. W późniejszej analizie[43], rozszerzonej do 58 krajów i okresu 1980-2018, autorzy potwierdzili znaczenie globalnego ryzyka, wzrostu gospodarczego i zarażenia regionalnego dla czterech typów epizodów przepływów: gwałtownych przypływów, ucieczek, zatrzymań i ograniczeń [44]. W przeciwieństwie jednak do wcześniejszych wyników polityka pieniężna tym razem wykazała dodatnią korelację ze wszystkimi rodzajami epizodów[45].

Ghosh, Ostry i Quareshi[46] przeanalizowali okresy dużego napływu kapitału netto do 53 gospodarek rozwijających się w latach 1980-2014, skupiając się na badaniu sposobów łagodzenia skutków ich późniejszych odwróceń. Globalizacja finansowa zwiększyła skalę przepływów do rynków wschodzących, lecz kryzysy, takie jak azjatycki kryzys (1997), globalny kryzys finansowy (2007-2009) czy „taper tantrum" (2013) ujawniły ich podatność na ryzyko. Kluczowe znaczenie według autorów mają czynniki globalne, takie jak stopy procentowe w USA, awersja do ryzyka i ceny surowców. Polityka krajowa odgrywa jednak równie ważne rolę. Państwa powinny dążyć do ograniczania nadmiernego wzrostu kredytów, unikać przegrzania gospodarki i przewartościowania waluty oraz utrzymywać odpowiednie rezerwy walutowe i zwiększać udział inwestycji bezpośrednich. Służą temu odpowiednio prowadzone kontrole kapitałowe i polityka makroostrożnościowa.

Przepływy kapitału między gospodarkami przynoszą zarówno korzyści, jak i ryzyko. Zgodnie z neoklasycznym modelem wzrostu integracja finansowa zwiększa efektywność alokacji kapitału, przesuwając go z krajów o niskiej stopie zwrotu do tych o wysokiej. Napływ kapitału zmniejsza jego koszt, ułatwia dostęp do finansowania, wspiera inwestycje i konsumpcję, pozytywnie wpływając na wzrost gospodarczy. Pożyczkodawcy zyskują

---

[43] K.J. Forbes, F.E. Warnock, *Capital Flow Waves-or Ripples? Extreme Capital Flow Movements Since the Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper number 26851, 2020.

[44] Przepływy kapitału pod względem mobilności i kierunku przepływów można podzielić na 4 rodzaje:

- przypływy (ang. *surges*): gwałtowny wzrost napływu kapitału brutto przez obcokrajowców,
- zatrzymania (ang. *stops*): gwałtowny spadek napływu kapitału brutto przez obcokrajowców,
- ucieczkę (ang. *flight*): gwałtowny wzrost odpływu kapitału brutto przez inwestorów krajowych,
- ograniczenie (ang. *retrenchment*): gwałtowny spadek odpływu kapitału brutto przez inwestorów krajowych.

[45] W stosunku do poprzedniego artykułu, przez autorów zmieniony został pomiar globalnej polityki pieniężnej. Zamiast stóp procentowych posłużono się tzw. *shadow short rate*, które oprócz konwencjonalnej polityki pieniężnej, uwzględniają także luzowanie ilościowe, *forward guidance* oraz inne programy. Zastosowano średnie *shadow short rate* w USA, strefie Euro, Japonii i Wielkiej Brytanii.

[46] A.R. Ghosh, J.D. Ostry, M.S. Qureshi, *When Do Capital Inflow Surges End in Tears?*, American Economic Review, vol. 106(5), 2016.

27:3093094810

natomiast wyższe stopy zwrotu i dywersyfikują swoje aktywa. Międzynarodowe przepływy kapitału ułatwiają także globalny podział ryzyka, transfer technologii, rozwój innowacji oraz wzmacniają systemy finansowe, zwiększając ich płynność i kapitalizację[47].

Opinie na temat korzyści z integracji finansowej są jednak podzielone. Gourinchas i Jeanne[48] twierdzą, że kraje rozwijające się odnoszą niewielkie korzyści z integracji. Zyskują więcej na modernizacji wewnętrznych mechanizmów wzrostu, takich jak łagodzenie ograniczeń kredytowych. Coeurdacier i inni[49] wskazują, że bardziej rozwinięte gospodarki często odnoszą większe korzyści z integracji finansowej z krajami o wyższym ryzyku, ponieważ te drugie lokują część swoich oszczędności w bezpieczniejszych aktywach państw rozwiniętych. Zjawisko to odzwierciedla asymetrię w globalnych przepływach kapitału, gdzie kapitał netto często płynie z gospodarek rozwijających się do rozwiniętych, w poszukiwaniu stabilności i bezpieczeństwa inwestycji. Integracja przyspiesza wzrost na rynkach wschodzących w krótkim okresie, ale spowalnia go w dłuższej perspektywie. W opozycji stoją Hoxha i inni[50], którzy argumentują, że integracja finansowa pozwala krajom rozwijającym się szybciej osiągnąć wyższy poziom konsumpcji. Passari i Rey[51] wskazują, że integracja może poprawiać produktywność przez rozwój rynków finansowych i zmiany instytucjonalne, a także dyscyplinować politykę makroekonomiczną, choć brak na to jednoznacznych dowodów empirycznych.

Gospodarka otwarta finansowo jest szczególnie podatna na wstrząsy zewnętrzne i zmienność nastrojów inwestorów. Zwiększa to ryzyko niestabilności finansowej i makroekonomicznej. Nadmierna mobilność kapitału może prowadzić do wzrostu cen aktywów, ekspansji kredytowej, aprecjacji waluty, spadku konkurencyjności eksportu oraz wzrostu inflacji i deficytu handlowego[52]. Z kolei nagłe zatrzymanie lub odpływ kapitału powoduje spadek cen aktywów, deprecjację waluty, drenaż rezerw i destabilizację systemu finansowego, a w efekcie ogranicza inwestycje i tempo wzrostu gospodarczego[53]. Zarządzanie napływem kapitału i jego ukierunkowanie na produktywne inwestycje stanowi

[47] E. Passari, H. Rey, *Financial Flows and The International Monetary System, „Working Paper"*, no. 21172, National Bureau of Economic Research, 2015, s. 677.
[48] P.O. Gourinchas, O. Jeanne, *The Elusive Gains from International Financial Integration,* Review of Economic Studies, vol. 73(3), 2006, s. 737.
[49] N. Coeurdacier, H. Rey, P. Winant, *Financial Integration and Growth in a Risky World,* National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 21817, 2015, s. 44.
[50] I. Hoxha, S. Kalemli-Ozcan, D. Vollrath, *How big are the gains from international financial integration?*, Journal of Development Economics, 103, 2013, s. 97.
[51] E. Passari, H. Rey, op. cit., s. 679.
[52] K.J. Forbes, F.E. Warnock, *Capital Flow Waves-or Ripples? Extreme Capital Flow Movements Since the Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper number 26851, 2020, s. 3-4.
[53] Céspedes L.F., Chang R., Velasco A., *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, The American Economic Review, vol. 94, No. 4, 2004, s. 1183-1193.

28:5297269212

zatem kluczowe wyzwanie dla polityki gospodarczej. Kapitał zagraniczny może wspierać inwestycje krajowe, jednak jego nadmierny i gwałtowny napływ sprzyja powstawaniu baniek spekulacyjnych, niestabilności cen aktywów i zakłóceniom na rynkach finansowych. W takich warunkach polityka makroekonomiczna powinna łączyć działania stabilizacyjne z utrzymaniem równowagi między wzrostem a inflacją, dopuszczając kontrolowane umocnienie waluty i racjonalne gromadzenie rezerw. Zmienność przepływów kapitału oraz towarzyszące im wahania kursów walutowych wpływają na konkurencyjność handlu, sytuację finansową przedsiębiorstw i zdolność obsługi zadłużenia zagranicznego, co może pogłębiać cykle koniunkturalne i zwiększać ryzyko niewypłacalności, zwłaszcza w gospodarkach o słabszych instytucjach.

Skuteczne zarządzanie przepływami kapitału i przeciwdziałanie ich zmienności wymaga od decydentów odpowiedniego doboru narzędzi politycznych. Kraje stosują kombinacje polityk makroekonomicznych, aby sprostać wyzwaniom wynikającym ze zmienności przepływów kapitałowych i minimalizować ich niepożądane skutki. Pionierem w badaniach nad krótkookresowymi skutkami polityki makroekonomicznej w gospodarce otwartej był kanadyjski ekonomista Robert Mundell. W artykule z 1963 roku wykazał, że efektywność polityki stabilizacyjnej zależy od międzynarodowej mobilności kapitału. Stwierdził, że przy płynnym kursie walutowym polityka pieniężna ma silny wpływ na dochody i zatrudnienie, oddziałując na przepływy kapitału, kurs walutowy i poziom eksportu. Natomiast polityka fiskalna traci skuteczność jako narzędzie stabilizacyjne, gdy kurs walutowy jest zmienny, a podaż pieniądza pozostaje stała. Mundell podkreślił, że polityka monetarna działa jako stabilizator dzięki wpływowi na kapitał i walutę, podczas gdy te same mechanizmy ograniczają efektywność polityki fiskalnej[54].

Państwa dysponują szerokim zestawem instrumentów polityki gospodarczej, które pozwalają ograniczać skutki niestabilnych przepływów kapitałowych. Polityka pieniężna oddziałuje na ich skalę poprzez zmiany stóp procentowych, operacje otwartego rynku i poziom rezerw obowiązkowych. Podwyżki stóp zwiększają atrakcyjność krajowych aktywów i sprzyjają napływowi kapitału. Łagodzenie polityki pieniężnej może powodować z kolei jego odpływ. Polityka fiskalna wpływa na zaufanie inwestorów poprzez poziom zadłużenia publicznego, system podatkowy i skalę wydatków rządowych. Inwestycjom zagranicznym sprzyjają stabilne finanse publiczne i niskie podatki. Polityka kursowa obejmuje interwencje walutowe i zarządzanie kursem. Sprzedaż walut obcych wzmacnia

[54] R.A. Mundell, *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, Canadian Journal of Economic and Political Science, vol. 29, no. 4, Nov. 1963, s. 475-485.

29:6625758787

walutę krajową, a ich zakup ją osłabia. Stabilny kurs walutowy sprzyja inwestycjom długoterminowym, natomiast duża zmienność może prowadzić do odpływu kapitału. Uzupełnieniem tych działań są środki makroostrożnościowe, takie jak wymogi kapitałowe, bufory płynności oraz limity ekspozycji walutowej. Wzmacniają one odporność systemu finansowego na gwałtowne przepływy. W niektórych przypadkach stosuje się także środki zarządzania przepływami kapitału, w tym kontrolę transakcji lub podatki od inwestycji krótkoterminowych. Co prawda ograniczają one spekulacyjne przepływy, mogą jednak równocześnie zmniejszać atrakcyjność kraju dla inwestorów.

Polityka makroostrożnościowa stanowi uzupełnienie polityki monetarnej i fiskalnej. Koncentruje się na utrzymaniu stabilności systemu finansowego w warunkach otwartej gospodarki i nasilonych przepływów kapitałowych. Jej rozwój przyspieszył po globalnym kryzysie z lat 2007-2009, który ujawnił potrzebę ochrony nie tylko pojedynczych instytucji, lecz całego systemu finansowego. Międzynarodowy Fundusz Walutowy definiuje ją jako wykorzystanie narzędzi ostrożnościowych w celu ograniczenia ryzyka systemowego[55], rozumianego jako zakłócenia w funkcjonowaniu sektora finansowego mogące przenosić się na gospodarkę realną. W Polsce nadzór makroostrożnościowy sprawuje Komitet Stabilności Finansowej[56] (KSF-M), w skład którego wchodzą Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. W ramach tej polityki stosuje się zarówno instrumenty zharmonizowane na poziomie Unii Europejskiej (CRR[57] i CRD[58]), takie jak bufory kapitałowe (antycykliczny, systemowy czy dla instytucji o znaczeniu globalnym) oraz krajowe środki ograniczające ryzyko nadmiernego zadłużania, m.in. limity dotyczące obciążenia dochodów kredytobiorców kosztami obsługi kredytu oraz wymogi dotyczące zabezpieczeń zobowiązań kredytowych[59]. Polityka makroostrożnościowa zwiększa odporność sektora finansowego na wahania koniunktury

[55] International Monetary Fund, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, IMF Policy Paper, 2013, s. 6.

[56] Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 483; ustawa, ustawa o nadzorze makroostrożnościowym).

[57] CRR - Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.

[58] CRD - Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.

[59] Komitet Stabilności Finansowej, *Nadzór makroostrożnościowy w Polsce. Ramy instytucjonalno-funkcjonalne*, Warszawa 2016, s. 16-17.

30:9450178233

i przepływy kapitału[60]. Decyzja o ich wdrożeniu wymaga analizy kosztów i korzyści, np. redukcji niestabilności finansowej i odzyskania kontroli nad polityką gospodarczą wobec potencjalnych zakłóceń[61]. W okresie napływu ogranicza nadmierną ekspansję kredytową i powstawanie baniek spekulacyjnych, a w czasie odpływu łagodzi skutki deprecjacji waluty i ryzyko niewypłacalności. Stanowi zatem istotny element systemu stabilizacji makroekonomicznej państwa. Jak wskazują Korinek i Sandri, na rynkach wschodzących, podatnych na nagłe zatrzymania kapitału, zastosowanie kontroli kapitałowych oraz środków ostrożnościowych zwiększa stabilność gospodarki i zmniejsza częstotliwość oraz dotkliwość kryzysów[62].

Erten i współautorzy wskazują[63], że obniżka stóp procentowych może prowadzić do przegrzania gospodarki i wzrostu inflacji, z kolei zaostrzenie polityki fiskalnej często powoduje aprecjację waluty i spadek konkurencyjności. Akumulacja rezerw wiąże się z kosztami, a polityki zachęcające do odpływu kapitału mają ograniczoną skuteczność. Z kolei Lama i Medina[64], analizując symulacyjnie reakcje gospodarki na odpływ kapitału, dowiedli, że połączenie stóp procentowych z interwencjami walutowymi i rezerwami obowiązkowymi najlepiej stabilizuje produkcję i inflację, przy czym skuteczność narzędzi zależy od tego czy szok jest globalny czy krajowy.

Ghosh, Ostry i Qureshi[65] przeprowadzili analizę reakcji około 50 gospodarek rozwijających się na przepływy kapitału w latach 2005-2013, wskazując na stosowane przez decydentów różnych instrumentów. Banki centralne stosowały stopy procentowe do kontroli inflacji i interwencje walutowe w celu ograniczenia aprecjacji waluty. Polityka fiskalna prowadzona przez rządy miała charakter neutralny lub procykliczny. Natomiast środki makroostrożnościowe i kontrole kapitału pomagały ograniczać nadmierny wzrost kredytów oraz ryzyko destabilizacji finansowej.

Stabilizowanie gospodarki w warunkach niestabilnych przepływów kapitałowych wymaga zatem odpowiedniego doboru instrumentów makroekonomicznych. Interwencje

---

[60] J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, L. Laeven, M. Chamon, M.S. Qureshi, A. Kokenyne, *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?*, IMF Staff Discussion Note 11/06, 2011.
[61] J.D. Ostry, A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi, D.B.S. Reinhardt, *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note 10/04, 2010.
[62] A. Korinek, D. Sandri, *Capital controls or macroprudential regulation?*, Journal of International Economics, vol. 99 (S1), 2016.
[63] B. Erten, A. Korinek, J.A. Ocampo, *Capital Controls: Theory and Evidence*, NBER Working Paper, no. 26447, 2019, s. 26.
[64] Lama R., Medina J., *Shocks Matter: Managing Capital Flows with Multiple Instruments in Emerging Economies*, IMF Working Paper, no. 97, 2020.
[65] A.R. Ghosh, J.D. Ostry, M.S. Qureshi, *Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?*, International Monetary Fund Working Paper, no. 17/69, 2017.

31:1970760569

walutowe, rezerwy obowiązkowe i elastyczny kurs walutowy stanowią kluczowe narzędzia ograniczania skutków odpływu kapitału oraz absorbowania szoków zewnętrznych i wewnętrznych. Skuteczna, przewidywalna polityka makroekonomiczna pozwala ograniczać ryzyko nadmiernych wahań kapitału i utrzymać stabilność gospodarki[66].

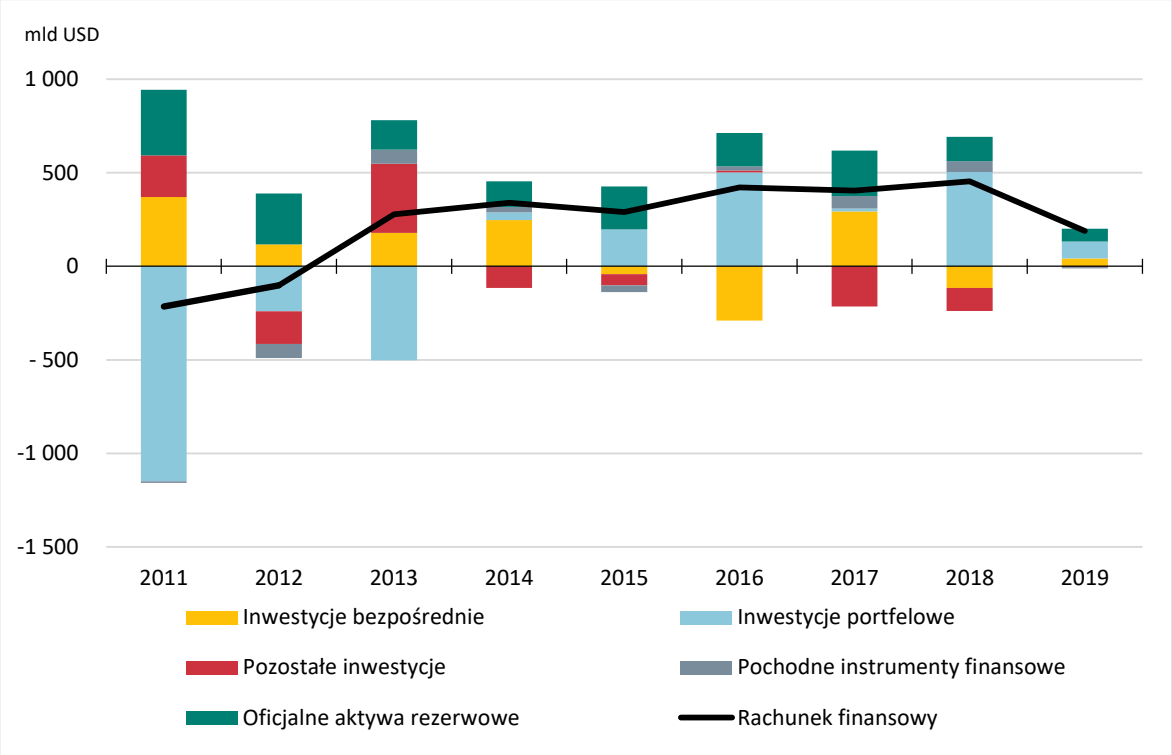
1.2.3 Przepływy kapitału przed COVID-19

Przed wybuchem pandemii COVID-19 przepływy kapitałowe między krajami rozwiniętymi, a rozwijającymi się charakteryzowały się wyraźnymi różnicami pod względem kierunku, struktury i zmienności, odzwierciedlając odmienne poziomy rozwoju oraz strategie gospodarcze. Kraje rozwinięte przez większość okresu odnotowywały dodatnie saldo rachunku finansowego, co oznaczało odpływ kapitału netto za granicę i potwierdzało ich rolę jako eksporterów kapitału w globalnym systemie finansowym (wykres 1.4). Po deficytach z lat 2011-2012 ich saldo rachunku finansowego stopniowo rosło, osiągając szczyt w 2018 roku (453 mld USD), a następnie spadło w 2019 roku do 188 mld USD. Odpływ ten wynikał głównie z ekspansji inwestycji portfelowych i bezpośrednich. Kraje rozwinięte intensywnie lokowały środki w zagranicznym aktywach, szczególnie poprzez bezpośrednie inwestycje zagraniczne. Odzwierciedlało to ich ekspansję korporacyjną i wysoką zdolność do akumulacji kapitału. Znaczną zmienność natomiast wykazywały inwestycje, wśród których w niektórych latach obserwowano odpływ kapitału, a w innych jego napływ. Było to wynikiem wahań globalnego apetytu na ryzyko oraz zmian polityki pieniężnej w największych gospodarkach. Podobną niestabilność wykazywały pozostałe inwestycje, obejmujące kredyty, pożyczki i depozyty. Stopniowy spadek oficjalnych aktywów rezerwowych wskazywał z kolei na ograniczone potrzeby interwencji i ogólną stabilność pozycji zewnętrznej krajów rozwiniętych.

[66] E. Farhi, I. Werning, *Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows*, IMF Economic Review. Vol. 62, No. 4, 2014.

32:3699406928

Wykres 1.4 Struktura i saldo rachunku finansowego w krajach rozwiniętych, 2011-2019 [mld USD]

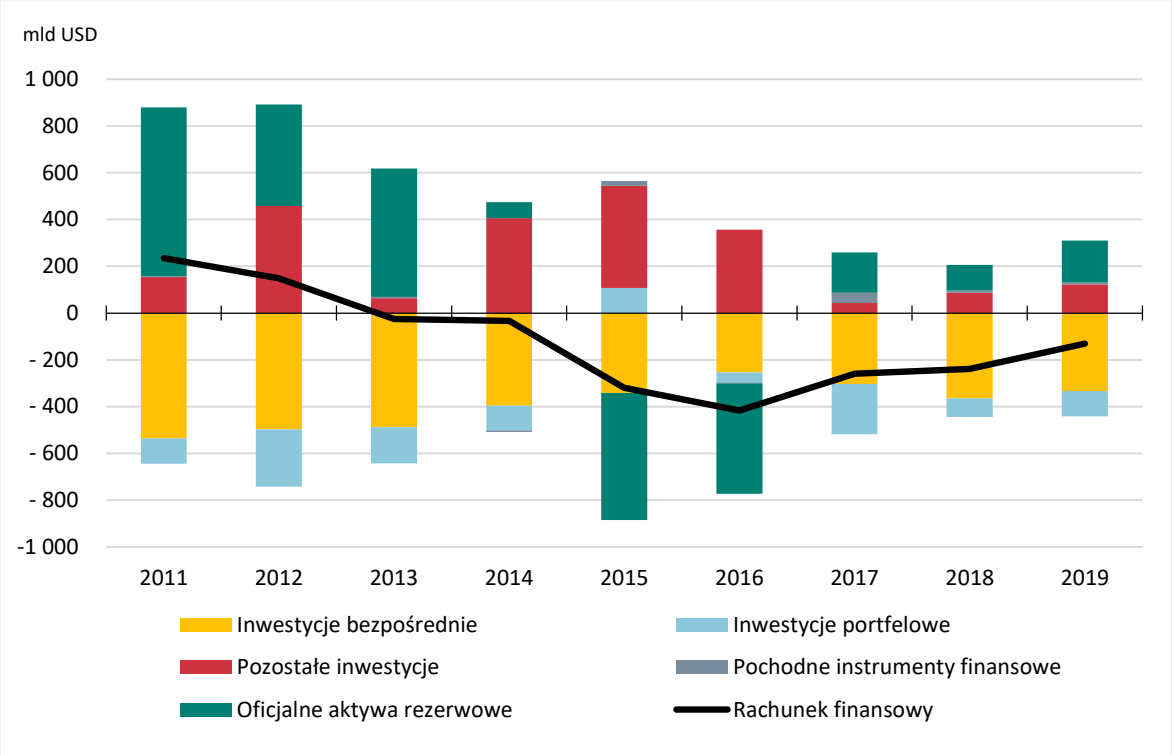


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/en/data

W krajach rozwijających się sytuacja była odwrotna. Rachunek finansowy w większości lat przyjmował wartości ujemne, co oznaczało napływ kapitału netto z zagranicy (wykres 1.5). Deficyt ten osiągnął maksimum w 2016 roku (-416 mld USD), po czym zmniejszył się do -131 mld USD w 2019 roku. Głównym źródłem napływu środków były inwestycje bezpośrednie, które w analizowanym okresie stanowiły najstabilniejszy kanał finansowania rozwoju i potwierdzały atrakcyjność tych gospodarek dla inwestorów zagranicznych. Inwestycje portfelowe odznaczały się natomiast dużą zmiennością, napływy nasilały się w okresach globalnego ożywienia, lecz gwałtownie malały w czasie wzrostu awersji do ryzyka. W kategorii pozostałych inwestycji dominowały przepływy związane z kredytami i pożyczkami, często o charakterze krótkoterminowym, czyniąc gospodarki wschodzące bardziej podatnymi na nagłe odwrócenia kierunku przepływów. Oficjalne aktywa rezerwowe, po okresie systematycznego wzrostu do 2013 roku, zaczęły się zmniejszać, co wynikało z interwencji walutowych i finansowania deficytów zewnętrznych.

33:3036149895

Wykres 1.5 Struktura i saldo rachunku finansowego w krajach rozwijających się, 2011-2019 [mld USD]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/en/data

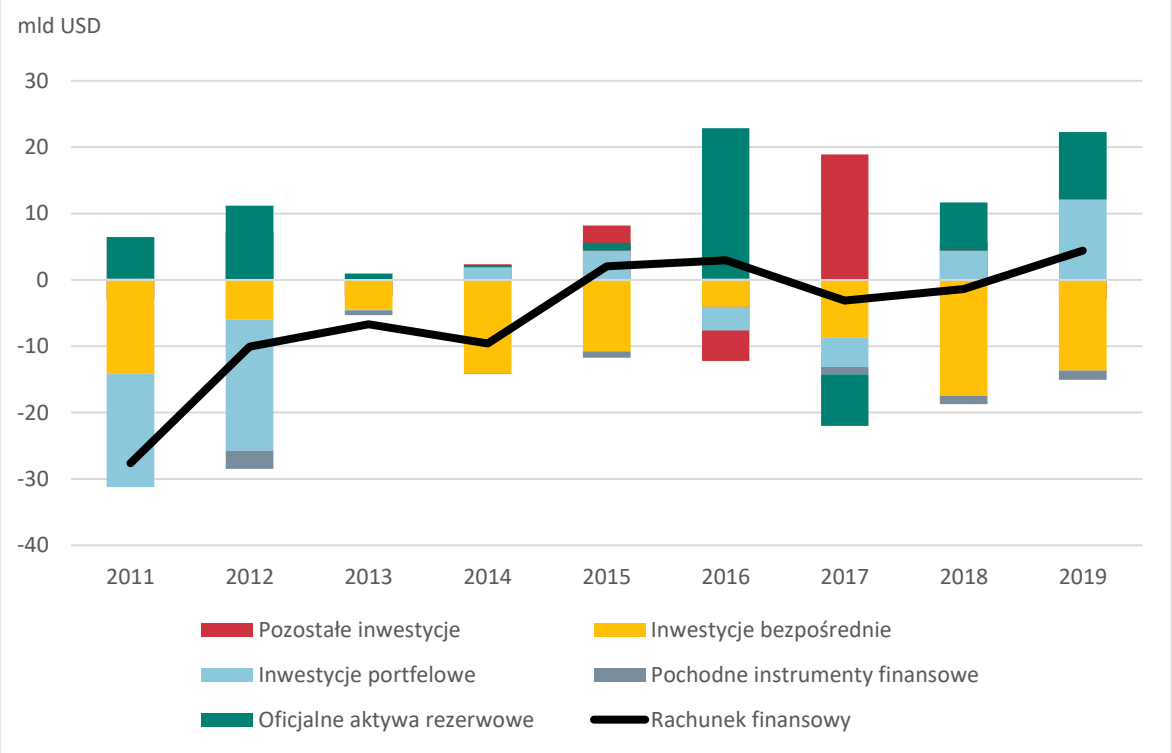
Porównanie obu grup krajów wskazuje, że w latach 2011-2019 kapitał netto, zgodnie z klasycznym modelem globalnej alokacji oszczędności, przepływał głównie z gospodarek rozwiniętych do rozwijających się. Kraje wysoko rozwinięte inwestowały swoje nadwyżki finansowe za granicą. Państwa rozwijające się korzystały z tego napływu kapitału w celu finansowania inwestycji infrastrukturalnych i wzrostu gospodarczego. Jednocześnie gospodarki rozwijające się pozostawały bardziej wrażliwe na zmiany globalnych nastrojów inwestorów i odpływy kapitału spekulacyjnego. Podczas gdy kraje rozwinięte zachowywały status „bezpiecznych przystani" w okresach podwyższonej niepewności na rynkach finansowych.

Polski rachunek finansowy w latach 2011-2019 wykazywał wyraźną zmienność, odzwierciedlającą zarówno globalne wahania koniunktury, jak i zmiany w strukturze krajowych przepływów kapitałowych (wykres 1.6). W większości lat saldo rachunku finansowego było ujemne, co oznaczało napływ kapitału netto z zagranicy, finansujący deficyt obrotów bieżących. Jedynie w latach 2015, 2016 i 2019 odnotowano dodatnie saldo, wskazujące na odpływ kapitału, głównie w związku z poprawą bilansu handlowego i większym zaangażowaniem polskich podmiotów w inwestycje zagraniczne. Najważniejszą

34:9093860059

kategorią przepływów były inwestycje bezpośrednie, które stanowiły względnie stabilne źródło finansowania, potwierdzając atrakcyjność Polski dla zagranicznych inwestorów. Inwestycje portfelowe cechowały się natomiast znaczną zmiennością, naprzemiennie napływając lub odpływając. Z kolei w kategorii pozostałych inwestycji (pożyczki, depozyty, kredyty handlowe) obserwowano silne wahania, zwłaszcza w latach 2016-2017, co odzwierciedlało zmiany płynności sektora bankowego i warunków finansowania zewnętrznego. Oficjalne aktywa rezerwowe NBP rosły w analizowanym okresie, co świadczyło o wzmocnieniu odporności zewnętrznej kraju i zwiększeniu możliwości interwencyjnych.

Wykres 1.6 Struktura i saldo rachunku finansowego w Polsce, 2011-2019 [mld USD]



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl

1.3 Dynamika rynku finansowego

Rynki finansowe pełnią ważną rolę w funkcjonowaniu współczesnych gospodarek, umożliwiając efektywną alokację kapitału, zarządzanie ryzykiem, przekazywanie informacji oraz gromadzenie zasobów finansowych. Dzięki nim przedsiębiorstwa, rządy i jednostki prywatne mają możliwość pozyskania finansowania i realizacji inwestycji, korzystając z różnorodnych instrumentów, takich jak giełdy, obligacje czy akcje. Zaawansowane systemy finansowe dodatkowo pozwalają gospodarkom skuteczniej alokować kapitał,

35:3997989245

kierując inwestycje do sektorów o wysokim potencjale wzrostu, ograniczając je w obszarach o słabszej perspektywie. Przyczyniają się tym do wsparcia gospodarki realnej oraz bardziej efektywnego wykorzystania zasobów kapitałowych.

Rynki finansowe nie funkcjonują jednak w odosobnieniu. Państwo pełni w nich rolę regulacyjną, poprzez którą tworząc przepisy i mechanizmy nadzoru zapewniają sprawne i bezpieczne funkcjonowanie całego systemu finansowego. Regulacje mają na celu ochronę inwestorów, zapobieganie nadużyciom oraz utrzymanie stabilności systemu. Banki centralne z kolei poprzez realizowaną politykę monetarną zapewniają w nim płynność.

Interwencje państwowe stają się szczególnie istotne w okresach kryzysów finansowych i gospodarczych. W takich momentach rządy i banki centralne podejmują aktywne działania poprzez regulację wysokości stóp procentowych, programy skupu aktywów, bądź działania mające na celu wsparcie strategicznych sektorów gospodarki. Przykłady takich działań obserwowano podczas globalnego kryzysu finansowego w 2008 roku oraz kryzysu zadłużenia strefy euro w 2009 roku, gdy interwencje państwowe odegrały kluczową rolę w stabilizowaniu rynków i wsparciu gospodarki.

Gospodarki z bardziej zaawansowanymi systemami finansowymi skuteczniej alokują kapitał, przekierowując inwestycje do sektorów z potencjałem wzrostu i ograniczając finansowanie sektorów o słabszych perspektywach rozwoju. Rynki finansowe kształtują zatem efektywną alokację kapitału, wspierając tym samym gospodarkę realną[67].

Rozwój sektora finansowego mierzy się stosunkiem aktywów krajowego systemu finansowego do wartości PKB. Jego wysoki poziom wskazuje na rozwinięty sektor finansowy, w których dobrze funkcjonują rynki kapitałowe, system bankowy i inne instytucje finansowe. Choć z jednej strony kraje o wysokim wskaźniku mogą być bardziej narażone na kryzysy finansowe, z drugiej jednak korzystają z lepszego dostępu do finansowania i zaawansowanych usług. W Polsce na koniec 2019 roku relacja aktywów systemu finansowego do PKB wynosiła 124,5%, czyli niżej od średniej strefy euro, tak jak w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej (tabela 1.4).

[67] J. Wurgler, *Financial markets and the allocation of capital*, Journal of Financial Economics Vol. 58, Issues 1-2, 2000, s. 187-214.

36:8845224323

Tabela 1.4 Relacja aktywów systemu finansowego do PKB w Polsce, wybranych krajach EŚW i strefie euro, 2016-2019 (%)

Kraj/Obszar	2016	2017	2018	2019
Polska	132,8	132,1	128,3	124,5
Czechy	160,3	175,4	173,0	169,8
Słowacja	124,3	126,8	125,8	127,5
Strefa euro	487,2	478,2	466,0	488,0

Źródło: Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r., Warszawa 2020, s. 19.

1.3.1 Charakterystyka systemu finansowego

System finansowy składa się z czterech podstawowych komponentów, tworząc zintegrowaną i wzajemnie powiązaną strukturę:

- Rynki finansowe,
- Instrumenty finansowe,
- Instytucje finansowe,
- Regulacje prawne.

System finansowy w kontekście prawnym został zdefiniowany w artykule 2 lit. b Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1092/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. dotyczącego unijnego nadzoru makroostrożnościowego systemu finansowego oraz powołania Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego jako: „wszystkie instytucje finansowe, rynki, produkty i infrastruktury rynkowe". Umożliwia on przepływ środków pieniężnych od podmiotów posiadających oszczędności (niewydających całości swoich dochodów) do tych, które potrzebują finansowania (niepokrywających wydatków wyłącznie z własnych dochodów).

Rynek finansowy definiowany jest jako przestrzeń, w której dokonuje się transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Obejmuje on rynek transferu kapitału, w skład którego wchodzą rynek pieniężny i kapitałowy oraz rynek transferu ryzyka, czyli rynek instrumentów pochodnych. Uzupełnienie stanowi rynek walutowy. Rynek pieniężny zapewnia krótkoterminowe finansowanie poprzez bony skarbowe, certyfikaty depozytowe czy kredyty, wspierając płynność uczestników. Rynek kapitałowy dostarcza długoterminowych instrumentów, takich jak obligacje i akcje, które umożliwiają finansowanie inwestycji w zamian za wyższe ryzyko. Rynek instrumentów pochodnych pozwala zarządzać ryzykiem za pomocą kontraktów futures, opcji i swapów, Rynek walutowy (Forex) zapewnia płynność w wymianie walut i rozliczeniach

37:5861196547

międzynarodowych[68]. Podstawą funkcjonowania tych rynków są instrumenty finansowe, w tym papiery wartościowe, instrumenty pochodne i waluty, które umożliwiają transfer kapitału i ryzyka między uczestnikami[69]. Uczestnikami systemu finansowego są emitenci, inwestorzy, instytucje pośredniczące (banki, fundusze, ubezpieczyciele), organy nadzoru, organizatorzy obrotu oraz instytucje międzynarodowe, takie jak MFW czy OECD[70]. Współdziałanie tych podmiotów zapewnia płynność, bezpieczeństwo i stabilność systemu finansowego.

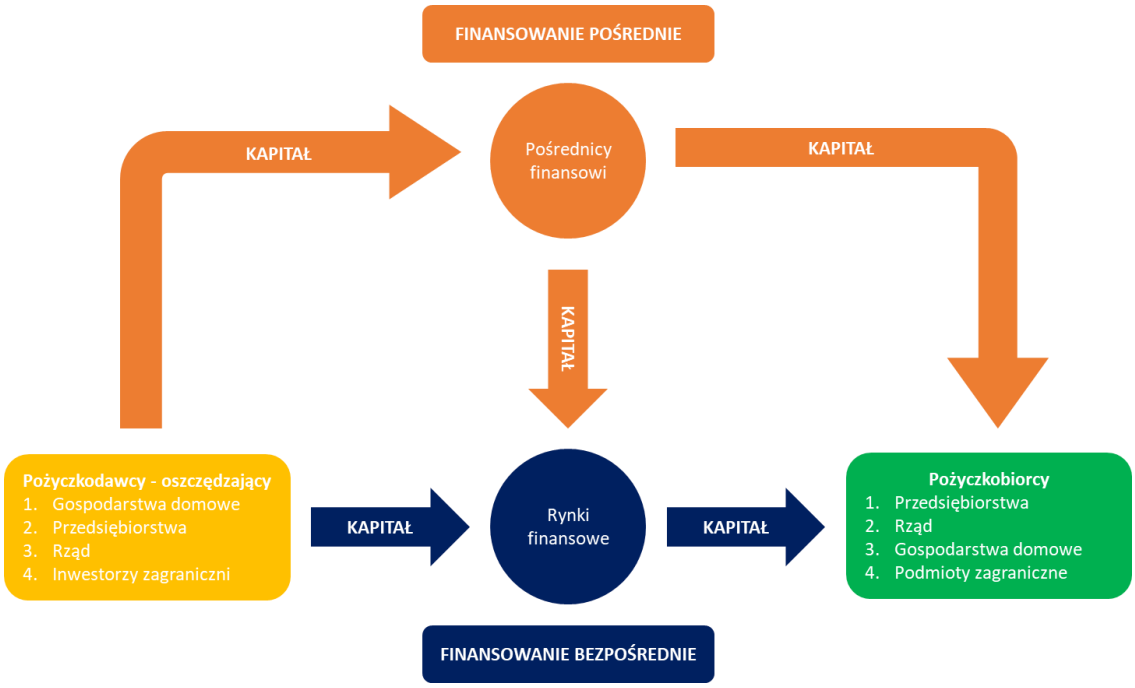
W gospodarce wyróżnić można dwa główne kanały przepływu środków pieniężnych od podmiotów oszczędzających do pożyczkobiorców: finansowanie bezpośrednie, realizowane za pośrednictwem rynków finansowych oraz finansowanie pośrednie, odbywające się za pomocą pośredników finansowych (schemat 1.1). Podział ten stanowi podstawę do wyodrębnienia dwóch modeli systemu finansowego[71]:

- System angloamerykański (anglosaski, ang. *market-based financial system*) - model rynkowy, w którym dominuje finansowanie bezpośrednie za pomocą giełd, banków inwestycyjnych oraz emisji papierów wartościowych. Ten typ systemu jest charakterystyczny dla Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.
- System kontynentalny (bankowy, ang. *bank-based financial system*) - model bankowy, w którym główną rolę w transferze środków odgrywają pośrednicy finansowi, zwłaszcza banki komercyjne, oferujące kredyty i pożyczki. Ten model dominuje w takich krajach jak Niemcy i Japonia.

[68] S. Czaja, A. Becla, *Rynki finansowe i zachowania inwestorskie*, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Głogowie. Instytut Ekonomiczny, Głogów 2021, s. 113.
[69] IFRS Foundation, *International Accounting Standard (IAS) 32. Financial Instruments: Presentation*, 2003, s. 1330.
[70] F.S. Mishkin, S.G. Eakins, *Financial Markets & Institutions*, 7th edition, Prentice Hall, Boston, 2012, s. 16-33.
[71] I. Bujnowicz, *Teoretyczne podstawy wyróżnienia systemów finansowych we współczesnej gospodarce rynkowej - wybrane aspekty*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, Tom 221 Wybrane problem w gospodarce światowej, Łódź 2008, s. 277-295.

38:2629476516

Schemat 1.1 Obieg kapitału w systemie finansowym



Źródło: Opracowanie własne

W praktyce finansowanie podmiotów gospodarczych przez banki i rynki finansowe wzajemnie się uzupełniają, tworząc zintegrowany system finansowy[72]. Rozwinięty i płynny rynek akcji może łagodzić negatywne skutki nadmiernej dominacji sektora bankowego nad przedsiębiorstwami, zwiększając ich możliwości pozyskiwania kapitału. Jednocześnie banki i rynki finansowe obsługują odmienne segmenty gospodarki. Duże, stabilne przedsiębiorstwa częściej pozyskują środki poprzez emisję akcji, natomiast mniejsze podmioty w większym stopniu korzystają z kredytów bankowych.

Powszechnym wskaźnikiem klasyfikującym system finansowy danego kraju jest udział aktywów sektora bankowego oraz kapitalizacji spółek krajowych w relacji do Produktu Krajowego Brutto (PKB). W Polsce sektor bankowy dominuje w systemie finansowym. Na koniec 2019 roku aktywa banków wynosiły 87% PKB, co jest wartością znacznie niższą w porównaniu do strefy euro, gdzie wskaźnik wynosił 272,3%. Łączne aktywa instytucji tworzących polski system finansowy osiągnęły 2,85 mld zł. Udział kapitalizacji krajowych spółek (131,5 mld euro) w relacji do PKB wyniósł 24,5%, podczas gdy średnia w strefie euro sięgała 70,8%[73]. Te dane wskazują na różnice w strukturze i poziomie rozwoju systemu finansowego w Polsce w porównaniu do krajów strefy euro.

[72] F. Song, A.V. Thakor, *Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets*, Economic Journal vol. 120, 2010, s. 1021-1055.
[73] Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*, Warszawa 2020.

39:6138846227

Podstawową rolą rynku finansowego jest pośredniczenie w przepływie środków finansowych od podmiotów dysponujących nadwyżkami kapitału do tych, które zgłaszają zapotrzebowanie na finansowanie [74]. Ponadto rynek finansowy powinien spełniać następujące funkcje[75]:

- Wymiana wartości - zapewnienie bezpiecznego i wydajnego systemu płatniczego, który umożliwia szybkie i terminowe rozliczanie transakcji,
- Transfer ryzyka - umożliwienie efektywnego zarządzania ryzykiem (np. kredytowym, rynkowym, ubezpieczeniowym, operacyjnym) poprzez przekazywanie go podmiotom najlepiej przygotowanym do jego obsługi.
- Płynność - ułatwienie szybkiej zamiany aktywów na gotówkę bez istotnej utraty ich wartości.

Działalność rynku finansowego wspiera efektywne wykorzystanie zasobów w gospodarce, umożliwiając realizację projektów rozwojowych i inwestycji o dużej wartości. Efektywnie funkcjonujący rynek finansowy optymalizuje procesy inwestycyjne, sprzyjając wzrostowi gospodarczemu oraz mobilizuje nadwyżki kapitału, kierując je do podmiotów poszukujących finansowania. Rynki finansowe pełnią również kluczową rolę w wycenie kapitału, dostarczając inwestorom informacji o wartości inwestycji i służąc jako wskaźnik stanu gospodarki. Sprawny i dobrze zorganizowany rynek finansowy wspiera podejmowanie decyzji przez instytucje finansowe, dostarczając wiarygodnych informacji, które są niezbędne do prognozowania zmian gospodarczych oraz minimalizowania ryzyka związanego z działaniami inwestycyjnymi.

1.3.2 Rola państwa w systemie finansowym

W systemie finansowym rola państwa wykracza poza działania pozostałych uczestników rynku. Występuje jako uczestnik transakcji finansowych, często w roli pożyczkobiorcy oraz regulator i nadzorca rynku[76]. Państwo oraz podmioty publiczne pełnią funkcję strażnika stabilności finansowej, wykorzystując narzędzia nadzoru makroostrożnościowego oraz instrumenty polityki gospodarczej. Celem jest zapewnienie bezpieczeństwa, przejrzystości i równowagi rynków[77]. Działania te mają budować zaufanie do systemu finansowego oraz

[74] U. Banaszczak-Soroka (red.), *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 17.
[75] Blicharz G., Oręziak B., Wielec M., *Rynek Finansowy. Zapobieganie przyczynom przestępczości*, Wydawnictwo Instytutu Wymiaru Sprawiedliwości, Warszawa 2021, s. 21-22.
[76] J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2019, s. 7.
[77] S. Szydło, *Rola państwa w kształtowaniu stabilnego, efektywnego systemu finansowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 210, Katowice 2015, s. 231-241.

40:1131815144

kształtowanie krótkoterminowej i długoterminowej dynamiki gospodarczej w sposób sprzyjający zrównoważonemu wzrostowi.

Regulacje prawne i instytucje nadzorcze dostarczają uczestnikom rynku rzetelnych informacji o instrumentach finansowych, chronią inwestorów przed nadużyciami oraz ograniczają ryzyko systemowe[78]. Organy nadzoru poprzez wymogi kapitałowe, regulacje inwestycyjne i monitoring działalności instytucji finansowych dążą do utrzymania stabilności, przejrzystości i uczciwości rynku[79].

Brak skutecznego nadzoru lub niespójna strategia legislacyjna mogą prowadzić do niestabilności finansowej i kryzysów gospodarczych. Dlatego efektywne zarządzanie regulacjami, oparte na spójnej współpracy instytucji państwowych i organów nadzoru, stanowi fundament bezpieczeństwa i zaufania do systemu finansowego.

W odpowiedzi na doświadczenia globalnego kryzysu finansowego w architekturze instytucjonalnej Unii Europejskiej utworzono Europejską Radę ds. Ryzyka Systemowego, której zadaniem jest identyfikacja, analiza oraz monitorowanie zagrożeń o charakterze systemowym w europejskim systemie finansowym. Organ ten pełni funkcję koordynacyjną, integrując działania banków centralnych, krajowych organów nadzoru oraz instytucji unijnych, co wzmacnia zdolność państw członkowskich do przeciwdziałania narastaniu ryzyk o zasięgu międzynarodowym[80].

W literaturze brak jest jednomyślności co do roli i skuteczności regulacji oraz nadzoru finansowego sprawowanego przez państwo. Das i współautorzy[81] podkreślają, że efektywne zarządzanie regulacjami, oparte na stabilnych ramach instytucjonalnych, bezpośrednio wzmacnia solidność systemu finansowego i skuteczność polityk stabilizacyjnych. Wskazują również, że poprawa jakości zarządzania w sektorze publicznym wzmacnia instytucje finansowe. Z kolei Levine[82] zwraca uwagę na ograniczoną kontrolę społeczną nad działaniami organów nadzorczych, co może prowadzić do nieefektywności, braku przejrzystości oraz ryzyka nadużyć ze strony urzędników dysponujących szerokimi uprawnieniami regulacyjnymi.

---

[78] OECD, *Policy framework for effective and efficient financial regulation: General guidance and high-level checklist"*, OECD Journal: Financial Market Trends, vol. 2009/2, 2010.

[79] J. E. Stiglitz, *The Role of the State in Financial Market,* The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 1994.

[80] I. Kraś, *Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego jako nowy organ polityki regulacyjnej*, Przegląd europejski, vol. 2017 (44), no. 2, s. 62-81, 2017.

[81] U.S. Das, M. Quintyn, K. Chenard, *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis,* IMF Working Paper, WP/04/89, 2004.

[82] R. Levine, *The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis,* BIS Working Paper No. 329, 2010.

41:1025029336

Kryzysy o charakterze systemowym ujawniają również polityczny i instytucjonalny wymiar roli państwa w systemie finansowym. Analizowane zjawiska można odnieść do szerszych procesów opisywanych przez Plecką[83] w kontekście demokracji nieliberalnej. Autorka wskazuje, że sytuacje kryzysowe sprzyjają koncentracji władzy decyzyjnej w rękach rządu oraz przesunięciu priorytetów z rozbudowanych mechanizmów kontroli na potrzebę szybkiego i zdecydowanego działania państwa. W takich warunkach społeczeństwo częściej akceptuje daleko idące interwencje publiczne, nawet jeśli wiążą się one z czasowym ograniczeniem standardowych procedur i kontroli instytucjonalnej. Z tego względu działania państwa w sektorze finansowym w okresach kryzysu powinny być oceniane nie tylko pod kątem ich skuteczności gospodarczej, ale również z perspektywy ich wpływu na stabilność instytucji oraz przestrzeganie zasad demokratycznego sprawowania władzy.W kontekście rynków wschodzących Kawai i Prasad[84] podkreślają potrzebę znalezienia równowagi między wspieraniem wzrostu i innowacyjności, a ograniczaniem ryzyka nadmiernej zależności od interesów wpływowych grup. Ich zdaniem skuteczny nadzór finansowy wymaga elastycznych regulacji dostosowanych do specyfiki lokalnych rynków, tak aby wspierały one rozwój gospodarczy, a jednocześnie chroniły stabilność systemu finansowego.

Oprócz funkcji regulacyjnej i nadzorczej, państwo pełni na rynkach finansowych również rolę aktywnego uczestnika, pozyskując kapitał na finansowanie działalności publicznej oraz inwestycji infrastrukturalnych i społecznych. Sektor publiczny wykorzystuje w tym celu różne instrumenty, w tym emisję obligacji skarbowych, bonów oraz kredyty, co pozwala na finansowanie deficytu budżetowego i realizację polityki rozwojowej. Jako znaczący pożyczkobiorca, państwo oddziałuje na warunki rynkowe, w szczególności na poziom stóp procentowych i dostępność kapitału dla sektora prywatnego, wpływając tym samym na równowagę i dynamikę gospodarki[85].

Państwo uczestniczy również w systemie finansowym poprzez zarządzanie instytucjami publicznymi o charakterze finansowym, takimi jak banki rozwoju czy agencje wspierające inwestycje. Instytucje te odgrywają rolę w finansowaniu sektorów strategicznych i stabilizowaniu systemu w okresach napięć gospodarczych. Jednocześnie jednak nadmierna

[83] D. Plecka, *Non-Liberal Democracy and the Possibilities of Its Consolidation*, Polish Political Science Yearbook, vol. 51, nr 4, s.25-34, 2022.
[84] M. Kawai, E. S. Prasad, *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets. Highlights,* Asian Development Bank Institute and the Brookings Institution, 2011.
[85] M. Mikita, *Rola państwa na rynku finansowym - pożądany kierunek zmian*, Studia Ekonomiczne nr 2 (LXXXI), 2014, s. 196-224.

42:3092028041

interwencja państwa może prowadzić do obniżenia efektywności, ryzyka polityzacji decyzji finansowych oraz zakłóceń konkurencji na rynku[86].

Polityka państwa w zakresie rozwoju rynku finansowego powinna łączyć dwa zasadnicze cele: utrzymanie stabilności systemu oraz wspieranie jego efektywności i konkurencyjności. Państwo, poprzez odpowiednie regulacje i działania instytucjonalne, powinno tworzyć warunki sprzyjające uczciwej konkurencji, wspierać wejście nowych uczestników na rynek oraz zapobiegać praktykom monopolistycznym i nadużyciom rynkowym. Taka polityka sprzyja podnoszeniu jakości usług finansowych, obniżaniu kosztów dla konsumentów i pobudzaniu innowacyjności w sektorze.

Równie istotnym elementem jest rozwój i utrzymanie nowoczesnej infrastruktury finansowej, obejmującej systemy płatności i rozliczeń, bazy danych kredytowych oraz skuteczne ramy prawne dla egzekwowania umów i rozwiązywania sporów. Sprawna infrastruktura zwiększa efektywność rynku, obniża koszty transakcyjne i poszerza dostępność usług finansowych, co wzmacnia odporność i stabilność systemu finansowego.

Interwencyjna rola państwa w sektorze finansowym pomaga w zapobieganiu kryzysom finansowym, łagodzeniu ich skutków oraz rozwiązywaniu i odbudowie po kryzysach. Skuteczna reakcja państwa wymaga aktywnego zaangażowania na każdym etapie[87]:

- Zapobieganie kryzysom: Państwo, pełniąc rolę regulatora i nadzorcy, tworzy i egzekwuje ramy prawne oraz regulacyjne, które mają na celu minimalizowanie ryzyka wystąpienia kryzysu. Obejmuje to nadzór nad instytucjami finansowymi, zarządzanie ryzykiem systemowym oraz monitorowanie zagrożeń na rynkach finansowych.
- Łagodzenie skutków kryzysów: W obliczu kryzysu państwo podejmuje działania stabilizujące, takie jak wdrażanie programów ratunkowych dla kluczowych instytucji finansowych, zapewnienie płynności na rynkach oraz realizacja polityki stymulującej gospodarkę.
- Rozwiązywanie kryzysów: Państwo podejmuje działania naprawcze, które mogą obejmować restrukturyzację zadłużenia, sanację niewypłacalnych instytucji finansowych lub wdrażanie reform strukturalnych, mających na celu przywrócenie równowagi w sektorze finansowym i zapewnienie jego długoterminowej stabilności.

[86] The World Bank, *Rethinking the Role of the State in Finance*, Global Financial Development Report 2013, Washington, D.C., 2013.
[87] Y. J. Cho, *The Role of State Intervention in the Financial Sector: Crisis Prevention, Containment, and Resolution*, ADBI Working Paper 196, Asian Development Bank Institute, Tokio, 2010.

43:9863313987

- Odbudowa po kryzysie: Po zakończeniu kryzysu państwo koncentruje się na wspieraniu odbudowy gospodarki poprzez reformy wzmacniające odporność systemu finansowego, poprawę regulacji oraz promowanie innowacji i dalszego rozwoju rynku finansowego.

Skuteczność interwencji państwowych zależy od szybkości reakcji, koordynacji działań między instytucjami publicznymi i prywatnymi oraz zdolności do elastycznego dostosowywania się do zmieniających się warunków rynkowych. Istotne jest, aby interwencje były starannie zaplanowane, aby uniknąć potencjalnych negatywnych skutków, takich jak zakłócenia funkcjonowania rynku czy nieefektywna alokacja zasobów. Jak wskazuje Kraś[88], doświadczenia kryzysu finansowego ujawniły ograniczenia rozproszonego modelu nadzoru sektorowego oraz potrzebę wzmocnienia koordynacji działań instytucji odpowiedzialnych za stabilność systemu finansowego.

Często pomijanym, lecz ważnym uwarunkowaniem funkcjonowania państwa w warunkach kryzysowych jest poziom kompetencji politycznych społeczeństwa. Zdolność obywateli do rozumienia działań władzy oraz ich konsekwencji zależy w dużej mierze od poziomu wiedzy politycznej, który warunkuje możliwość świadomej oceny i kontroli procesu decyzyjnego. W sytuacjach pogorszenia warunków ekonomicznych rośnie oczekiwanie wobec państwa, aby aktywnie ingerowało w gospodarkę i zapewniało bezpieczeństwo materialne, co przy niskim poziomie kompetencji sprzyja uproszczonym interpretacjom i bezkrytycznej akceptacji daleko idących interwencji publicznych. W tym sensie trwałość liberalnych ram instytucjonalnych zależy nie tylko od konstrukcji polityk gospodarczych, lecz także od zdolności społeczeństwa do ich krytycznej oceny oraz rozliczania władzy[89].

Obowiązujące w Polsce normy prawne dotyczące nadzoru nad poszczególnymi sektorami rynku finansowego opierają się na standardach Unii Europejskiej, zawartych w dyrektywach i innych aktach prawnych. Regulacje te określają podstawowe wytyczne, jednocześnie pozostawiając państwom członkowskim pewien zakres autonomii, zgodnie z zasadą subsydiarności, w dostosowywaniu przepisów do krajowych uwarunkowań i potrzeb.

W Polsce kluczowymi instytucjami odpowiedzialnymi za regulację i nadzór systemu finansowego są Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski oraz Komisja Nadzoru

[88] I Kraś, *Organizacja nadzoru nad systemem finansowym w Polsce*, Środkowoeuropejskie Studia Polityczne i Medioznawcze, (1), s. 137-154, 2017.
[89] D. Plecka, *The crisis of liberal democracy vs. political knowledge*, Annales Universitatis Mariae Curie-Sklodowska, sectio M - Balcaniensis et Carpathiensis, vol. 7, s.37-47, 2022.

44:8488071094

Finansowego. Wspólnie z Bankowym Funduszem Gwarancyjnym (BFG) tworzą one sieć bezpieczeństwa finansowego i współpracują w ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF), którego celem jest koordynacja działań na rzecz utrzymania stabilności systemu finansowego.

Narodowy Bank Polski (NBP), jako bank centralny Rzeczypospolitej Polskiej, ustanowiony na mocy Konstytucji RP oraz regulowany ustawą o Narodowym Banku Polskim i Prawem bankowym, odgrywa kluczową rolę w zapewnieniu stabilności krajowego systemu finansowego. Jego działania koncentrują się na organizacji rozliczeń pieniężnych oraz podejmowaniu kroków na rzecz stabilnego funkcjonowania systemu finansowego[90]. Zgodnie z art. 227 Konstytucji RP NBP odpowiada za wartość polskiego pieniądza[91], a ustawa z 29 sierpnia 1997 r. określa, że podstawowym celem banku centralnego jest utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie stoi to w sprzeczności z głównym celem NBP[92].

NBP realizuje ustawowe zadania w zakresie utrzymania stabilności systemu finansowego, koncentrując się na ograniczaniu ryzyka systemowego, wspieraniu rozwoju sektora bankowego i zapewnianiu stabilności gospodarki. Działania te obejmują[93]:

- nadzór makroostrożnościowy - obsługę Komitetu Stabilności Finansowej (KSF-M) oraz wsparcie analityczne i prawne jego prac,
- współpracę w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego - udział w Komitecie Stabilności Finansowej w formule zarządzania kryzysowego (KSF-K),
- działalność analityczno-badawczą - przygotowywanie publikacji takich jak *Raport o stabilności systemu finansowego*, *Rozwój systemu finansowego* czy *Poziom antycyklicznego bufora kapitałowego w Polsce*,
- monitorowanie stabilności sektora bankowego - analiza kondycji finansowej banków i wspieranie rozwoju krajowego systemu bankowego,
- zarządzanie rezerwami dewizowymi - dbanie o bezpieczeństwo obrotu dewizowego i płynność płatniczą państwa,
- udział w europejskim i globalnym systemie finansowym - współpraca z międzynarodowymi instytucjami w celu identyfikacji i ograniczania zagrożeń,

[90] J. Rutecka, *Wpływ banku centralnego na utrzymanie stabilności systemu finansowego na przykładzie wybranych banków centralnych*, Zeszyty Studenckie Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego "NASZE STUDIA", no. 8, 2017, s. 182.
[91] Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z dnia 12.04.1997 r. (Dz. U. Nr 178, poz. 483 z późn. zm.).
[92] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 2025).
[93] D. Kadłubowski, *Bezpieczeństwo rynku finansowego - rola Narodowego Banku Polskiego*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław, 2010.

45:3912872850

- funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji - udzielanie wsparcia płynnościowego bankom w sytuacjach kryzysowych, aby zapobiegać destabilizacji systemu finansowego.

Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) odpowiada za monitorowanie ryzyka w podmiotach rynku finansowego oraz ocenę metod jego zarządzania, współpracując przy tym z unijnymi organami nadzorczymi. Jako instytucja niezależna organizacyjnie, finansowo i programowo, realizuje cel określony w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym, którym jest zapewnienie stabilności, bezpieczeństwa, przejrzystości i zaufania do rynku finansowego oraz ochrona interesów jego uczestników. Zakres działań KNF precyzują akty prawne, w tym Prawo bankowe [94] i ustawa o obrocie instrumentami finansowymi[95]. Do głównych zadań Komisji należy sprawowanie nadzoru nad rynkiem finansowym, wspieranie jego prawidłowego funkcjonowania, rozwój konkurencyjności i innowacyjności oraz podejmowanie działań sprzyjających długoterminowej stabilności systemu finansowego[96].

Do najważniejszych międzynarodowych instytucji wspierających stabilność i rozwój rynków finansowych należą: Bank Światowy, Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF), Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego oraz Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) [97]. Te instytucje odgrywają kluczową rolę w kształtowaniu globalnych rynków finansowych, zapewniając ich stabilność, promując rozwój i wspierając współpracę międzynarodową. Bank Światowy, utworzony w 1944 roku, finansuje projekty rozwojowe w krajach o niskich i średnich dochodach, wspierając m.in. infrastrukturę, edukację i ochronę środowiska [98]. Międzynarodowy Fundusz Walutowy, powołany w tym samym roku, nadzoruje międzynarodowy system walutowy, wspiera stabilność kursów i udziela pomocy państwom z problemami bilansu płatniczego[99]. OECD, założona w 1961 roku, zrzesza 38 rozwiniętych krajów, promując zrównoważony wzrost, zatrudnienie i stabilność finansową[100]. Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego, działający od 1974 roku, opracowuje międzynarodowe standardy nadzoru bankowego, w tym tzw. Porozumienia Bazylejskie[101]. Europejski Bank Inwestycyjny, powstały w 1958

[94] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2023 r. poz. 2488).
[95] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2023 r. poz. 646).
[96] Ustawa z dnia 2 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r. poz. 135).
[97] Polska została członkiem: BŚ w 1986 r., MFW w 1986 r., OECD w 1996 r., EBI w 2004 r.
[98] K. Marshall, *The World Bank: From reconstruction to development to equity*, Routledge, Wielka Brytania, 2008.
[99] International Monetary Fund, *Articles of Agreement*, Washington DC, 2020, s. 2.
[100] *Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development*, Paris, 1960.
[101] Bank for International Settlements, *Basel Committee on Banking Supervision - Charter*, 2013.

46:4886879508

roku, finansuje projekty wspierające politykę Unii Europejskiej, w szczególności inwestycje infrastrukturalne, technologiczne oraz rozwój małych i średnich przedsiębiorstw[102].

1.3.3 Kondycja rynków finansowych w Polsce przed Covid-19

Infrastrukturę transakcyjną i potransakcyjną polskiego rynku finansowego tworzą instytucje organizujące obrót instrumentami finansowymi, podmioty rozliczające transakcje oraz jednostki gromadzące dane o emisjach i transakcjach. Kluczową rolę pełni grupa kapitałowa GPW, obejmująca Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, BondSpot i Towarową Giełdę Energii (TGE), zapewniające kompleksową obsługę rynku. Infrastrukturę potransakcyjną tworzą systemy rozliczeń i rozrachunku prowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) oraz Narodowy Bank Polski.

GPW jest operatorem Głównego Rynku (akcje, prawa do akcji i poboru, certyfikaty inwestycyjne, kontrakty terminowe), rynku NewConnect dla małych spółek oraz platformy Catalyst dla papierów dłużnych. Działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego i w oparciu o obowiązujące przepisy prawa.

Przed pandemią COVID-19 polski rynek pieniężny cechował się stabilnością i rosnącą płynnością, co potwierdzał wzrost średnich dziennych obrotów na rynku lokacyjnym (tabela 1.5). Dominowały transakcje warunkowe, głównie operacje SBB (Sell-Buy-Back) z wykorzystaniem obligacji skarbowych jako zabezpieczenia, zawierane na krótkie terminy. W 2019 roku ich wartość wzrosła do 17 mld zł, o 9% więcej niż rok wcześniej.

Tabela 1.5 Obrót na rynku transakcji lokacyjnych oraz zadłużenie z tytułu instrumentów rynku pieniężnego w Polsce, 2016-2019 (mld zł)

	2016	2017	2018	2019
Rynek transakcji lokacyjnych (średnie dzienne obroty netto)				
Transakcje repo/SBB/BSB	13,8	13,8	15,6	17,0
Transakcje fx swap	13,7	13,7	14,6	16,6
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3,8	3,8	3,6	3,3
Rynek instrumentów dłużnych (zadłużenie na koniec okresu)				
Bony pieniężne	81,3	94,4	53,3	65,0
Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	4,7	6,3	5,7	5,3
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	7,6	16,3	8,4	5,6

Źródło: NBP i KDPW

[102] European Investment Bank, *The Governance of the European Investment Bank*, 2015.

47:5321885929

Na rynku swapów walutowych złotego również odnotowano wzrost aktywności (16,6 mld zł średnich dziennych obrotów), co wynikało z napływu kapitału zagranicznego poszukującego wyższej dochodowości (tzw. *search for yield*). Z kolei rynek niezabezpieczonych lokat międzybankowych pozostawał ograniczony z powodu niskiego zaufania i niewielkiej liczby banków z nadwyżkami płynności. Średnie dzienne obroty spadły z 3,8 mld zł do 3,3 mld zł w latach 2016-2019, z czego ponad 90% stanowiły transakcje jednodniowe (O/N).

W obszarze krótkoterminowych papierów dłużnych dominowały bony pieniężne NBP w ramach operacji otwartego rynku, służące regulacji płynności sektora bankowego. Skala ich emisji dostosowywana jest do przewidywanej nadpłynności finansowej w systemie, pozwalając bankowi centralnemu na absorpcję nadmiarowej płynności. Przyczynia się to do stabilizacji oprocentowania krótkoterminowych depozytów międzybankowych wokół oficjalnej stopy referencyjnej, ustalanej przez Radę Polityki Pieniężnej. Ich średnioroczna wartość w obiegu wyniosła 80 mld zł (spadek o 9% r/r). Ministerstwo Finansów koncentrowało się na emisji obligacji długoterminowych, rezygnując z bonów skarbowych. Emisje papierów dłużnych banków i przedsiębiorstw były ograniczone, zadłużenie z tego tytułu spadło do 5,6 mld zł, głównie w wyniku zmian regulacyjnych i mniejszego wykorzystania emisji wewnątrz grup kapitałowych.

Polski rynek kapitałowy opiera się głównie na Głównym Rynku GPW oraz rynku obligacji skarbowych, stanowiących podstawowy segment rynku dłużnego. Nieskarbowe papiery dłużne pozostają słabiej rozwinięte.

Obligacje są kluczowym źródłem finansowania deficytu budżetowego i długu publicznego, a skarbowe papiery wartościowe są kluczowym elementem krajowego rynku finansowego. Wartość krajowych długoterminowych papierów dłużnych wzrosła do 831,7 mld zł na koniec 2019 roku (tabela 1.6), z czego 646,1 mld zł stanowiły obligacje skarbowe, w ponad połowie posiadane przez banki krajowe. Udział nierezydentów spadł z 183,5 do 157,3 mld zł w latach 2016-2019[103].

Na rynku nieskarbowych papierów dłużnych dominowały obligacje korporacyjne (93,7 mld zł w 2019 roku), głównie z emisji niepublicznych, przy ograniczonej płynności na Catalyst i rynku OTC[104]. Obligacje komunalne, finansujące inwestycje samorządowe, stanowiły ok. 3% rynku (25,2 mld zł), z czego większość znajdowała się w portfelach

[103] NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*, Warszawa, 2020, s. 276-279.
[104] Ibidem, s. 289-292.

48:3149573896

banków[105]. Niewielki udział miały obligacje bankowe i listy zastawne, odpowiednio 36,3 mld zł i 11,9 mld zł w 2019 roku.

Tabela 1.6 Wielkość krajowego rynku instrumentów dłużnych w Polsce, 2016-2019 (mld zł)[1]

	2016	2017	2018	2019
Instrumenty dłużne	**740,7**	**772,1**	**802,6**	**831,7**
Obligacje rynkowe Skarbu Państwa	576,7	605,7	627,2	646,1
Obligacje BGK na rzecz KFD	22,7	25,6	18,5	18,5
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	86,4	76,0	85,9	93,7
Obligacje komunalne	19,9	20,1	23,1	25,2
Długoterminowe bankowe papiery dłużne[2]	27,4	34,8	36,6	36,3
Listy zastawne	7,6	9,9	11,3	11,9

[1] Wielkość poszczególnych segmentów instrumentów dłużnych jest mierzona ich wartością w obiegu.
[2] Dane dotyczą jedynie obligacji oraz bankowych papierów wartościowych wyemitowanych w Polsce przez krajowe banki, zarówno w złotych, jak i walutach obcych, przy czym na krajowym rynku obrotu znajdowały się również obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz instytucji kredytowych z Unii Europejskiej.
Źródło: dane MF, NBP, KDPW, GPW, Fitch Polska.

W latach 2016-2019 zadłużenie Skarbu Państwa wzrosło z 928,7 do 973,3 mld zł, przy rosnącym udziale długu krajowego (z 65% do 74%) i ograniczeniu emisji zagranicznych przez Ministerstwo Finansów (tabela 1.7).

Tabela 1.7 Zadłużenie Skarbu Państwa w Polsce według źródeł finansowania w latach 2016-2019 (mld zł)

	2016	2017	2018	2019
Zadłużenie Skarbu Państwa	**928,7**	**928,5**	**954,2**	**973,3**
I. Zadłużenie krajowe	**609,2**	**644,5**	**674,4**	**716,5**
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	587,9	621,1	646,9	673,6
1.1. Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Obligacje skarbowe	587,9	621,1	646,9	673,6
1.2.1. Obligacje rynkowe	576,7	605,7	627,2	646,1
1.2.2. Obligacje oszczędnościowe	11,2	15,4	19,7	27,6
2. Pozostałe zadłużenie krajowe	21,3	23,4	27,5	42,8
II Zadłużenie zagraniczne	**319,5**	**283,9**	**279,8**	**256,9**
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	241,5	213,1	211,1	193,7
2. Kredyty zagraniczne	78,0	70,8	68,7	63,2

Źródło: Ministerstwo Finansów

Polski rynek instrumentów udziałowych obejmuje akcje, prawa do akcji, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne i tytuły uczestnictwa w funduszach ETF, notowane głównie na

[105] Ibidem, s. 279-284.

49:7540490436

Głównym Rynku GPW oraz w systemie NewConnect. W 2019 roku ponad 99% obrotów koncentrowało się na rynku regulowanym.

Dynamika Głównego Rynku GPW zależała głównie od globalnych trendów giełdowych oraz potrzeb przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału. Kapitalizacja rynku na koniec 2019 roku wyniosła 1103,8 mld zł (tabela 1.8), w tym 550,2 mld zł przypadało na spółki krajowe (24,1% PKB), najmniej od 2008 roku. Spadek kapitalizacji i liczby spółek (z 487 do 449) wynikał z wycofań, upadłości i braku nowych debiutów. W 2019 roku nie odnotowano znaczącego IPO, a obroty spadły do 195,3 mld zł.

Malejąca kapitalizacja i płynność wskazują na spadek zaufania inwestorów oraz słabsze możliwości pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa, co może ograniczać inwestycje i tempo wzrostu gospodarczego.

Tabela 1.8 Wybrane wskaźniki Głównego Rynku GPW, 2016-2019

	2016	2017	2018	2019
Kapitalizacja na koniec roku (mld zł)[1]	1115,7	1379,9	1128,5	1103,8
- w tym spółek krajowych	557,1	671,0	578,9	550,2
Relacja kapitalizacji spółek krajowych na koniec roku do PKB (%)	29,9	33,7	27,3	24,1
Liczba spółek na koniec roku	487	482	465	449
- w tym spółek zagranicznych	53	50	51	48
Roczne obroty netto (mld zł)	202,3	261,0	211,9	195,3
Liczba spółek wycofanych z obrotu	19	20	25	22
Liczba IPO	19	15	7	7
Wartość IPO (mld zł)	1,1	7,6	0,3	0,0
Wskaźnik *free float* na koniec roku (%)	48,4	52,2	51,8	50,1
Stopa zwrotu z indeksu WIG (%)	11,4	23,2	-9,5	0,2
Liczba rachunków papierów wartościowych na koniec roku (tys.)	1395,3	1357,9	1252,6	1245,3

[1] Mierzona kapitalizacją krajowych i zagranicznych spółek.
Źródło: GPW, GUS

Mimo to GPW pozostaje liderem w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem kapitalizacji i liczby notowanych spółek, choć w porównaniu z giełdami Euronext, Deutsche Boerse czy LSE Group pełni rolę regionalną (tabela 1.9). Niska płynność wynika z dominacji spółek o małej kapitalizacji i ograniczonego udziału akcji w wolnym obrocie (free float), gdyż znaczna część akcji znajduje się w rękach inwestorów strategicznych, co ogranicza liczbę transakcji.

50:8397216561

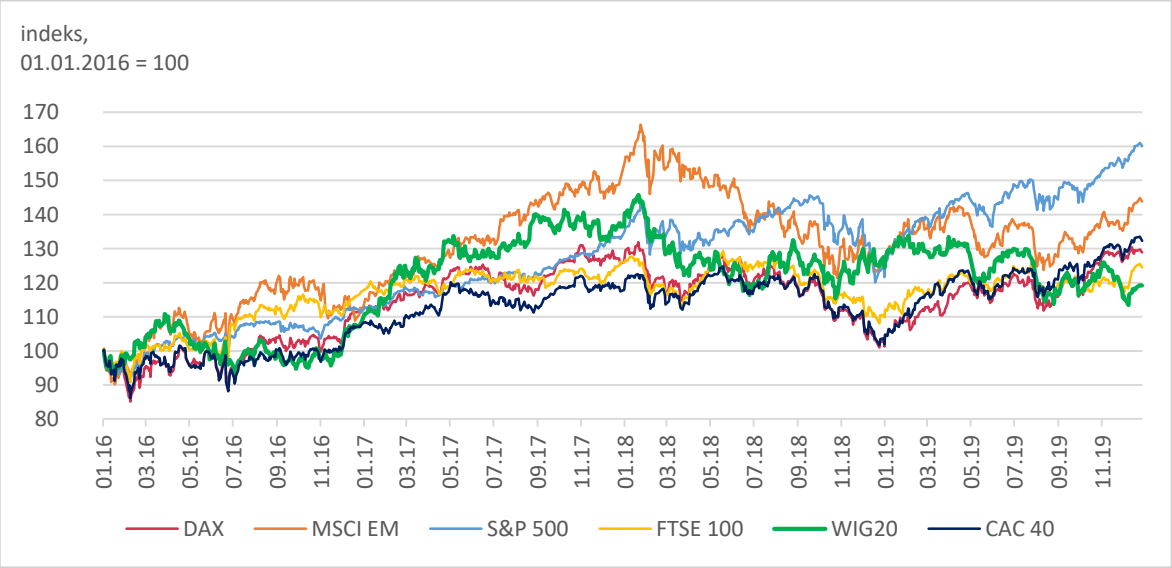
Tabela 1.9 Porównanie wybranych wskaźników GPW i giełd europejskich, 2016-2019

Giełda	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
	Kapitalizacja spółek krajowych (mld USD)				Liczba notowanych spółek[1]			
GPW (Polska)[2]	**141**	**201**	**161**	**152**	**893**	**890**	**851**	**824**
Budapest SE (Węgry)	23	32	29	33	43	41	43	44
Deutsche Boerse (Niemcy)	1 718	2 262	1 755	2 098	592	499	514	522
Euronext (7 państw Europy)	3 464	4 393	3 730	4 702	1 051	1 255	1 208	1 220
LSE Group (Wielka Brytania)	3 467	4 455	3 638	4 183	2 590	2 498	2 479	2 410
	Średnia dzienna wartość transakcji (mln USD)				Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych (%)			
GPW (Polska)	**193**	**253**	**231**	**205**	**35**	**35**	**33**	**33**
Budapest SE (Węgry)	33	40	42	35	41	37	36	26
Deutsche Boerse (Niemcy)	5 103	5 927	7 362	5 885	75	67	79	64
Euronext (7 państw Europy)	6 873	7 771	8 920	7 530	53	48	51	41
LSE Group (Wielka Brytania)	9 132	9 319	10 315	7 937	61	53	56	44

[1]Liczba notowanych spółek obejmuje spółki krajowe i zagraniczne z wyłączeniem funduszy ETF.
[2] Dane łącznie dla Głównego Rynku GPW i NewConnect.
Źródło: The World Federation of Exchanges (WFE)

Indeksy giełdowe, takie jak WIG i WIG20, stanowią syntetyczny miernik kondycji rynku i nastrojów inwestorów, odzwierciedlając zmiany wartości akcji wybranych spółek. Dostarczają informacji o stanie i dynamice rynku kapitałowego, a ich wahania wynikają z czynników gospodarczych, politycznych i globalnych, co czyni ich analizę istotnym elementem oceny sytuacji gospodarczej i decyzji inwestycyjnych. W latach 2016-2019 WIG20 wzrósł o 19%, wobec 60% wzrostu S&P 500 i 32% CAC 40 (wykres 1.7). Wskazuje to na mniejszą atrakcyjność polskiej giełdy dla inwestorów, którzy postrzegają jej akcje jako bardziej ryzykowne aktywa.

Wykres 1.7 Indeks WIG20 na tle wybranych indeksów giełdowych, 2016-2019 (04.01.2016=100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Investing.com

51:5292855220

Polski rynek walutowy stanowi część globalnego systemu finansowego, zdominowanego przez największe centra, takie jak Londyn i Nowy Jork. Kluczową rolę odgrywają międzynarodowe banki inwestycyjne, zapewniające płynność i obsługę transakcji korporacyjnych. W 2019 roku średnie dzienne obroty na rynku złotego wyniosły 12,24 mld USD, co plasowało PLN na 22. miejscu na świecie. Ponad 85% transakcji odbywało się poza Polską, głównie między podmiotami zagranicznymi, a jedynie 1% między bankami krajowymi. Najczęściej handlowaną parą była EUR/PLN, stanowiąca około połowę obrotów[106].

Kurs złotego względem euro kształtowały głównie czynniki globalne, takie jak różnice w stopach procentowych, nastroje inwestorów i zmiany awersji do ryzyka. Złoty pełnił także rolę tzw. proxy currency, wykorzystywaną do spekulacji na walutach regionu dzięki wysokiej płynności. W latach 2016-2019 kurs EUR/PLN charakteryzował się umiarkowaną zmiennością (wykres 1.8). Po szczycie w pobliżu 4,5 na koniec 2016 roku spadł do ok. 4,13 w 2017 roku, a następnie stabilizował się w trendzie bocznym. Okresowe osłabienia wynikały z napięć geopolitycznych, obaw o Brexit i oczekiwań na łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce[107]. Kurs USD/PLN, pośrednio zależny od relacji EUR/PLN i EUR/USD, cechował się większą zmiennością. Po spadku z poziomu 4,2 w 2016 roku do 3,32 w 2018 roku ponownie wzrósł do ok. 3,8 na koniec 2019 roku.

Wykres 1.8 Kursy EUR/PLN i USD/PLN, 2016-2019 (04.01.2016=100)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Investing.com

[106] Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.,* Warszawa, 2020, s. 308-310.
[107] Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego - grudzień 2019 r.,* Warszawa, 2019, s. 31.

52:1140009197

Rynek finansowych instrumentów pochodnych w Polsce obejmuje zarówno segment pozagiełdowy (OTC), jak i giełdowy, przy czym ten pierwszy jest znacznie bardziej rozwinięty pod względem wartości obrotów i liczby produktów. W 2019 roku średnie dzienne obroty na rynku OTC wyniosły 8,0 mld zł, czyli ponad dziesięciokrotnie więcej niż na GPW (tabela 1.10). Najaktywniejszymi uczestnikami były banki zagraniczne oraz największe banki krajowe. Rynek ten umożliwia instytucjom finansowym i przedsiębiorstwom zabezpieczanie ryzyka kursowego i stopy procentowej oraz realizację strategii arbitrażowych. Polskie przedsiębiorstwa preferowały instrumenty oferowane przez banki ze względu na elastyczność, niższe koszty i większą płynność. Największy udział w rynku OTC miały instrumenty oparte na stawkach rynku pieniężnego, a większość transakcji realizowano na rynkach offshore, głównie przez banki londyńskie i fundusze hedgingowe.

Na rynku giełdowym aktywność była ograniczona, średnie dzienne obroty spadły w 2019 roku do 796 mln zł. Dominowały kontrakty futures na indeks WIG20, natomiast obrót kontraktami na obligacje skarbowe i stawki WIBOR był marginalny. Z powodu niskiego zainteresowania GPW zawiesiła notowania tych instrumentów w listopadzie 2019 roku[108].

Tabela 1.10 Średnie dzienne obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych, 2016-2019 (mln zł)

	2016	2017	2018	2019
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	**7 608**	**6 132**	**7 121**	**8 045**
stopy procentowej	5 291	3 619	4 570	5 224
walutowe	2 318	2 512	2 551	2 821
Giełdowe instrumenty pochodne	**778,0**	**949,1**	**931**	**796**
stopy procentowej	4,9	4,1	0,1	0,0
Walutowe	20	17	31	21
związane z rynkiem akcji	753	928	900	775
- w tym futures na WIG20	676	841	822	701

Źródło: GPW

1.4 Polska na tle globalnej gospodarki: PKB, bezrobocie, inflacja

Sytuacja makroekonomiczna kraju odzwierciedla ogólny stan gospodarki, a jej analiza jest fundamentem oceny jej kondycji. Kluczowymi wskaźnikami są: Produkt Krajowy Brutto (PKB), inflacja, bezrobocie oraz deficyt budżetowy i dług publiczny. Każdy z nich odgrywa istotną rolę w ocenie bieżącej kondycji ekonomicznej kraju, prognozowaniu przyszłych trendów oraz podejmowaniu świadomych decyzji politycznych i gospodarczych.

[108] Uchwały Nr 1137-1142/2019 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 31 października 2019 r. dostępne na: https://www.gpw.pl/uchwaly-zarzadu-gpw.

53:1122899927

PKB, jako suma wartości dóbr i usług wytworzonych w kraju w ciągu roku, jest jednym z najważniejszych mierników aktywności gospodarczej, odzwierciedlający zarówno jego wielkość, jak i tempo wzrostu. Wzrost PKB jest często postrzegany jako sygnał zdrowia ekonomicznego kraju, podczas gdy jego spadek może wskazywać na problemy strukturalne lub cykliczne.

Inflacja, mierząca tempo wzrostu cen dóbr i usług, wpływa na siłę nabywczą pieniądza, a jej kontrolowanie jest kluczowe dla stabilności ekonomicznej. Stabilna i niska inflacja jest pożądana, gdyż zapewnia przewidywalność cen i umożliwia planowanie zarówno dla konsumentom, jak i przedsiębiorcom. Wysoka inflacja prowadzi do osłabienia siły nabywczej pieniądza, co skutkuje spadkiem realnych dochodów gospodarstw domowych, ograniczeniem konsumpcji, wzrostem niepewności oraz utrudnieniem w podejmowaniu długoterminowych decyzji inwestycyjnych. W konsekwencji negatywnie wpływa na stabilność i tempo wzrostu gospodarczego.

Bezrobocie informuje o sytuacji na rynku pracy, wskazując na odsetek ludności aktywnej zawodowo pozostającej bez pracy. Jest wskaźnikiem bezpośrednio wpływającym na poziom życia społeczeństwa. Wysokie bezrobocie może prowadzić do zwiększenia ubóstwa, napięć społecznych oraz obciążeń dla systemu zabezpieczeń społecznych. Z kolei niskie bezrobocie jest często oznaką dobrze funkcjonującego rynku pracy.

Deficyt budżetowy i dług publiczny odzwierciedlają zdolność państwa do finansowania swoich wydatków i zarządzania zobowiązaniami. Deficyt budżetowy wskazuje na różnicę między wydatkami, a dochodami państwa w danym okresie, natomiast dług publiczny obejmuje łączne zobowiązania sektora finansów publicznych. Ich poziom wpływa na stabilność fiskalną, wiarygodność kredytową oraz możliwości realizacji polityki gospodarczej. Utrzymanie deficytu i długu na umiarkowanym poziomie sprzyja stabilności finansowej, umożliwia finansowanie inwestycji publicznych i wzmacnia odporność gospodarki na wstrząsy zewnętrzne.

Analiza tych wskaźników pozwala na dokonanie oceny sytuacji gospodarczej państwa oraz zmian jakie zachodzą w jej cyklu koniunkturalnym. Mogą wspomóc we wczesnym etapie rozpoznania symptomów spowolnienia lub przegrzania gospodarki, a także przygotować się na ewentualny kryzys. Na ich podstawie państwo kształtuje decyzje w zakresie polityki prowadzonej gospodarczej na poziomie krajowym i międzynarodowym.

54:6389637517

1.4.1 Produkt Krajowy Brutto (PKB)

Produktem Krajowym Brutto (PKB) jest całkowita wartość rynkowa produkcji kraju, czyli wartość rynkowa wszystkich dóbr i usług finalnych wyprodukowanych w danym okresie przez czynniki produkcji zlokalizowane w tym kraju[109]. Dostarcza informacji o stanie gospodarki kraju i odzwierciedla stan jej koniunktury.

PKB można obliczyć dwiema metodami: wydatkową (popytową) oraz dochodową (podażową). Pierwsza polega na zsumowaniu całkowitej kwoty wydanej na wszystkie dobra i usługi finalne w danym okresie. Druga obejmuje zsumowanie dochodów wynagrodzeń, czynszów, odsetek i zysków otrzymanych przez wszystkie czynniki produkcji zaangażowane w proces wytwarzania dóbr i usług finalnych. Obie te metody prowadzą do tej samej wartości PKB, gdyż każda płatność (wydatek) dokonana przez kupującego jest jednocześnie przychodem (dochodem) dla sprzedawcy[110].

Stosując podejście wydatkowe, PKB wyraża się jako sumę czterech poniższych składowych[111]:

$$PKB = C + I + G + (EX - IM)$$

C - wydatki konsumpcyjne osób prywatnych - wydatki gospodarstw domowych na dobra i usługi z wyjątkiem zakupu nowych domów i mieszkań;

I - krajowe inwestycje prywatne - wydatki firm i gospodarstw domowych na zakup lub wytworzenie nieruchomości, maszyn i urządzeń, środków transportu oraz zapasów, w tym na zakup lub budowę nowych mieszkań i domów przez gospodarstwa domowe;

G - wydatki publiczne - wydatki na zakup dóbr i usług przez instytucje rządowe i samorządowe;

EX - eksport - suma wydatków poniesionych przez podmioty zagraniczne na dobra i usługi wytworzone w kraju;

IM - import - suma wydatków poniesionych przez podmioty krajowe na dobra i usługi wytworzone za granicą.

Łączne wydatki na dobra i usługi w gospodarce mogą się zmieniać w wyniku zwiększenia produkcji (wzrost realny) lub podniesienia cen (wzrost nominalny). PKB w cenach bieżących określa się jako PKB nominalny, natomiast PKB realny, skorygowany o zmiany cen, eliminuje wpływ inflacji i dokładniej odzwierciedla faktyczny wzrost gospodarczy.

---

[109] K.E. Case, R. C. Fair, S. M. Oster, *Principles of Economics*, Boston: Pearson, 2017, s. 423.
[110] Ibidem, s. 425.
[111] P. Krugman, M. Obstfeld, M. Melitz, *International Economics: Theory & Policy*, 9th Edition, Pearson, Boston, s. 298-304.

55:1079783598

Wyrażany w cenach stałych z roku bazowego, pozwala ocenić, czy wzrost wynika z rzeczywistego zwiększenia produkcji, czy jedynie ze wzrostu cen. Do przeliczenia PKB nominalnego na realne służy deflator PKB, który mierzy zmiany cen wszystkich dóbr i usług w gospodarce, umożliwiając precyzyjniejszą ocenę jej kondycji.

W analizie makroekonomicznej kluczowym wskaźnikiem rozwoju kraju jest tempo wzrostu realnego PKB, wyrażające procentowy przyrost wartości dóbr i usług w danym okresie. Wskaźnik ten pozwala porównywać dynamikę gospodarczą między krajami i latami, a jego stabilny, dodatni poziom świadczy o zdrowym i zrównoważonym wzroście gospodarki, podczas gdy niski wzrost lub spadek może wskazywać na problemy strukturalne lub cykliczne.

Składowe Produktu Krajowego Brutto zależą od czterech głównych kategorii: konsumpcji, inwestycji, wydatków rządowych i bilansu handlowego[112].

Konsumpcja gospodarstw domowych zależy przede wszystkim od poziomu dochodu dyspozycyjnego, czyli środków pozostających po zapłaceniu podatków i składek. Im wyższy dochód, tym większe wydatki konsumpcyjne. Ważny jest również poziom zatrudnienia, niskie bezrobocie sprzyja wzrostowi wydatków, ponieważ zwiększa poczucie bezpieczeństwa finansowego. Skłonność do oszczędzania wpływa na strukturę wydatków, gdyż wyższe oszczędności ograniczają bieżącą konsumpcję, ale mogą wspierać przyszłe inwestycje. Istotne znaczenie ma także polityka kredytowa i fiskalna. Łatwiejszy dostęp do kredytów oraz niskie stopy procentowe zachęcają do wydawania, a niskie podatki zwiększają środki, które gospodarstwa domowe mogą przeznaczyć na konsumpcję.

Poziom inwestycji w przedsiębiorstwach kształtują oczekiwania dotyczące przyszłego wzrostu gospodarczego i popytu, stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, a także bieżące dochody i prognozowana rentowność. Wysoka dostępność kapitału oraz niskie koszty finansowania sprzyjają podejmowaniu nowych inwestycji, ponieważ ograniczają ryzyko i zwiększają opłacalność projektów.

Wydatki rządowe uzależnione są od dochodów budżetowych oraz przyjętej polityki fiskalnej. Państwo może zwiększać wydatki publiczne poprzez zmianę struktury budżetu lub podwyższenie podatków, co pozwala na finansowanie większej liczby projektów. Jednak możliwości te ograniczają przepisy dotyczące dopuszczalnego poziomu deficytu i długu publicznego[113].

---

[112] R. Pietrzyk, *Wprowadzenie do gospodarki i rynku finansowego*, 2022, s. 10-13.

[113] W Polsce na podstawie art. 216 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej: „Nie wolno zaciągać pożyczek lub udzielać gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie, których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5

56:7272354245

Na bilans handlowy wpływają czynniki takie jak konkurencyjność krajowych produktów, kurs walutowy, polityka celna i handlowa oraz sytuacja gospodarcza za granicą. Wzrost eksportu sprzyja słabszy kurs waluty, który zwiększa opłacalność sprzedaży zagranicznej, natomiast silna waluta obniża koszty importu. Bilans handlowy zależy również od dostępności surowców oraz fazy cyklu koniunkturalnego. W okresach ożywienia gospodarczego rośnie zarówno eksport, jak i import.

Kluczową rolę w kształtowaniu wzrostu gospodarczego odgrywają polityka fiskalna i monetarna, wpływając na różnorodne aspekty ekonomiczne państwa. Rząd, regulując poziom wydatków i podatków, bezpośrednio oddziałuje na inwestycje sektora prywatnego oraz ogólną aktywność gospodarczą. Zwiększone wydatki mogą prowadzić do długoterminowego wzrostu poprzez zwiększenie produktywności i innowacyjności, jednak nadmierne wydatki mogą prowadzić do deficytu budżetowego i wyparcia inwestycji prywatnych. Wysokie podatki mogą zniechęcać do inwestycji i pracy, negatywnie wpływając na alokację zasobów i produkcję. Rząd powinien zatem utrzymywać balans między wydatkami a przychodami, unikając nadmiernych deficytów. Polityka fiskalna może również stabilizować gospodarkę w okresach recesji poprzez zwiększanie wydatków publicznych lub obniżanie podatków, co stymuluje popyt. Polityka monetarna, zarządzana przez bank centralny, koncentruje się na kontroli inflacji i stabilności cen poprzez regulowanie podaży pieniądza i poziomu stóp procentowych. Stabilna inflacja sprzyja przewidywalności gospodarki i lepszemu planowaniu inwestycji. Obniżenie stóp procentowych przez bank centralny zachęca do inwestycji i konsumpcji, co prowadzi do tworzenia nowych miejsc pracy i wzrostu gospodarczego. W przypadku wysokiej inflacji, podniesienie stóp procentowych redukuje nadmierny popyt i stabilizuje ceny. Efektywna kombinacja polityki fiskalnej i monetarnej jest zatem kluczowa dla długoterminowego wzrostu gospodarczego i dobrobytu społeczeństwa[114].

Według Barro[115], rozwojowi gospodarczemu i wzrostowi PKB sprzyjają wyższy poziom wykształcenia oraz dłuższa oczekiwana długość życia. Niższe wydatki rządowe, z wyjątkiem nakładów na edukację i obronę, umożliwiają bardziej efektywną alokację zasobów w kierunku inwestycji, co stymuluje wzrost gospodarczy. Pozytywnie oddziałują

---

wartości rocznego produktu krajowego brutto" oraz na podstawie Paktu Stabilności i Wzrostu utrzymanie deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w granicach 3 %.

[114] A. Bassanini, S. Scarpetta, *The Driving Forces of Economic Growth: Panel Data Evidence for the OECD Countries*, OECD Economic Studies No. 33, 2001.

[115] R. J. Barro, *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, NBER Working Papers 5698, National Bureau of Economic Research, 1996.

57:6842796418

również silna praworządność, zapewniająca ochronę praw własności i ograniczenie korupcji, oraz korzystne warunki handlu zagranicznego. Z kolei nadmierne, nieproduktywne wydatki publiczne, słaba egzekucja prawa, wysoka korupcja i inflacja przekraczająca 15-20% rocznie hamują rozwój gospodarczy, ograniczając inwestycje i stabilność makroekonomiczną.

Jones[116] wskazuje, że wzrost gospodarczy zależy od kilku kluczowych czynników, wśród których najważniejsze są akumulacja kapitału fizycznego, takiego jak maszyny, budynki i infrastruktura, oraz kapitału ludzkiego, mierzonego poziomem edukacji i kwalifikacjami pracowników. Oba te elementy zwiększają produktywność i wspierają innowacje. Istotną rolę odgrywa również postęp technologiczny, który pozwala efektywniej wykorzystywać zasoby i podnosi ogólną wydajność gospodarki. Na tempo wzrostu wpływa także jakość instytucji i polityki gospodarczej, które tworzą warunki sprzyjające inwestycjom, przedsiębiorczości i pełnemu wykorzystaniu potencjału rozwojowego kraju.

W tabeli 1.11 przedstawiono ranking państw według PKB w 2019 roku. Polska, z wynikiem 596 mld USD, zajmowała 22. miejsce na świecie, a pod względem PKB na mieszkańca (15.694 USD rocznie) 60. pozycję. Dla porównania, Stany Zjednoczone osiągnęły PKB na poziomie 21 bln USD i 65.504 USD na mieszkańca, a Chiny 14 bln USD przy 10.170 USD na osobę. Średnie PKB per capita w krajach rozwiniętych wynosiło 48.481 USD, natomiast w państwach rozwijających się jedynie 5.416 USD. W porównaniu z Unią Europejską, PKB na mieszkańca w Polsce było około dwukrotnie niższe, co potwierdza, że mimo rosnącej wartości gospodarki, kraj wciąż znajduje się w fazie doganiania bardziej rozwiniętych gospodarek.

Tabela 1.11 Ranking państw według PKB oraz PKB na mieszkańca, 2019

L.p. PKB / PKB na mieszkańca	Państwo	PKB [mld USD]	PKB na mieszkańca [USD]
1 / 8	Stany Zjednoczone	21.521	65.504
2 / 74	Chiny	14.341	10.170
3 / 27	Japonia	5.118	40.547
4 / 18	Niemcy	3.890	46.810
5 / 23	Wielka Brytania	2.853	42.712
6 / 151	Indie	2.836	2.050
22 / 60	**POLSKA**	**596**	**15.694**
	Unia Europejska	15.695	32.898
	Kraje rozwijające się	35.321	5.416
	Kraje rozwinięte	52.173	48.481

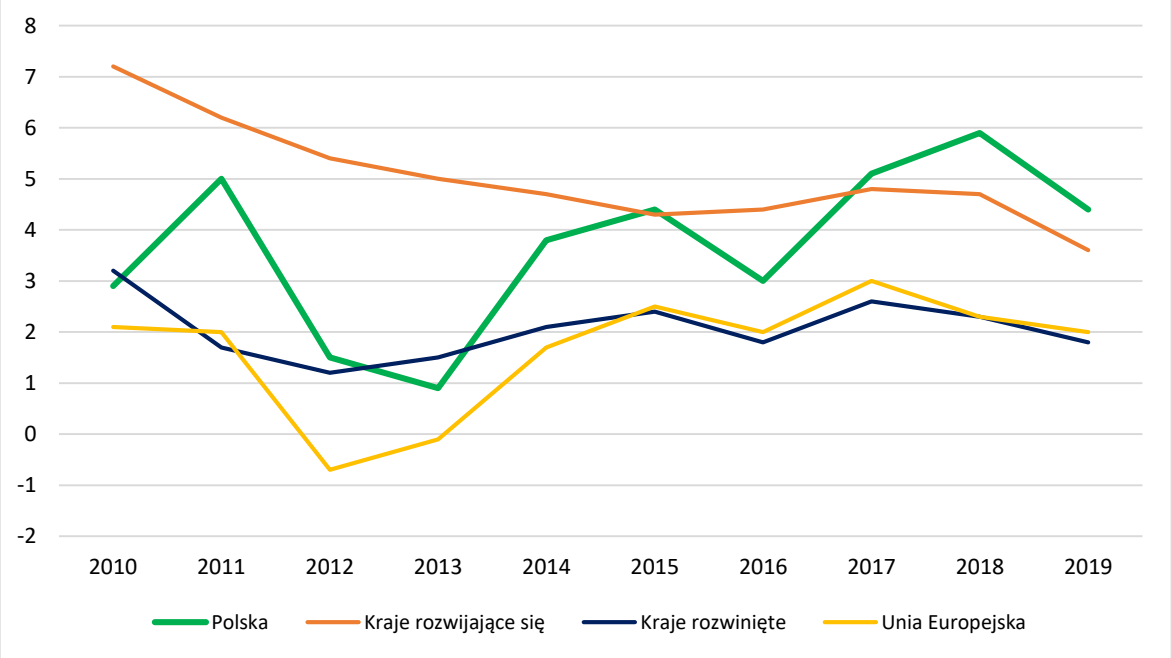
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

[116] C. I. Jones, *The Facts of Economic Growth*, NBER Working Papers 21142, National Bureau of Economic Research, 2015.

58:2232504382

Na wykresie 1.9 przedstawiono roczny wzrost realnego PKB Polski, Unii Europejskiej, krajów rozwijających się i rozwiniętych w latach 2010-2019. W Polsce tempo wzrostu było zmienne, najniższe odnotowano w 2013 roku (0,9%) i najwyższe w 2018 roku (5,9%). Wzrost gospodarczy Polski przewyższał tempo krajów rozwiniętych w większości analizowanych lat oraz we wszystkich latach był wyższy niż średnia dla Unii Europejskiej. W porównaniu z krajami rozwijającymi się, Polska osiągała wyższy wzrost w czterech latach, głównie w ostatnich latach. Średni roczny wzrost PKB wyniósł: w Polsce 3,7%, w krajach rozwiniętych 2,1%, w rozwijających się 5,0%, a w UE 1,7%. Mimo wahań, dane potwierdzają dynamiczny rozwój gospodarczy Polski w badanym okresie.

Wykres 1.9 Realny wzrost PKB Polski na tle krajów rozwiniętych, rozwijających się i UE, 2010-2019 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

1.4.2 Inflacja i bezrobocie

Kolejnym wskaźnikiem stosowanym do oceny sytuacji gospodarczej kraju jest inflacja, która odzwierciedla tempo wzrostu ogólnego poziomu cen towarów i usług w gospodarce. Dostarcza ona cennych informacji na temat kondycji ekonomicznej państwa, wpływając na decyzje polityczne, strategie inwestycyjne oraz codzienne życie obywateli. Zrozumienie mechanizmów inflacyjnych oraz ich wpływu na różne aspekty gospodarki pozwala na skuteczniejsze przewidywanie przyszłych trendów i podejmowanie odpowiednich działań w celu stabilizacji ekonomicznej. Do najważniejszych wskaźników inflacji zaliczyć można

59:1865500140

wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych (ang. *Consumer Price Index*, CPI), który mierzy procentową zmianę średniego poziomu cen dóbr i usług konsumpcyjnych nabywanych przez gospodarstwa domowe w określonym czasie.

Do najważniejszych przyczyn występowania inflacji w gospodarce należą czynniki kosztowe, popytowe oraz strukturalne. Wzrost cen surowców, zwłaszcza energetycznych, podnosi koszty produkcji i ogranicza możliwości utrzymania dotychczasowych cen, co może skutkować spadkiem podaży i wzrostem cen dóbr finalnych. Podobny efekt wywołuje wzrost płac, większe dochody gospodarstw domowych zwiększają popyt konsumpcyjny, którego producenci nie są w stanie natychmiast zaspokoić, co prowadzi do presji inflacyjnej.

Istotnym czynnikiem jest również nadmierna podaż pieniądza. Kiedy w obiegu znajduje się zbyt dużo pieniądza, rośnie popyt na dobra i usługi, co przekłada się na wzrost cen. Brak równowagi budżetowej, wynikający z przewagi wydatków publicznych nad dochodami, także zwiększa ilość pieniądza w gospodarce i nasila inflację. Dodatkowo wzrost cen dóbr importowanych, szczególnie surowców i półproduktów, wpływa na wzrost kosztów produkcji w kraju. Inflację może również powodować przeinwestowanie gospodarki, gdy nadmierne inwestycje finansowane przez państwo prowadzą do presji kosztowej, a także nieefektywna struktura gospodarki, w której niedostosowanie podaży do popytu wywołuje niedobory niektórych towarów i wzrost ich cen.

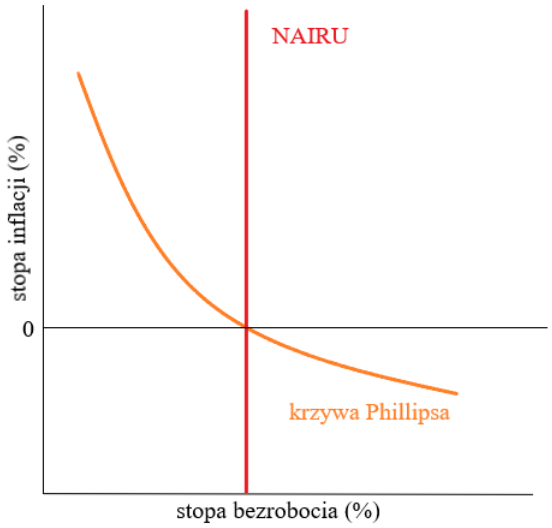
Bezrobocie to zjawisko występujące wtedy, gdy osoby zdolne i gotowe do pracy nie mogą znaleźć zatrudnienia. Mierzy się je stopą bezrobocia, czyli procentowym udziałem osób bez pracy w liczbie ludności aktywnej zawodowo. W analizach makroekonomicznych kluczowe znaczenie ma nie tylko sama wysokość tego wskaźnika, ale także jego zmiany w czasie. Spadek stopy bezrobocia jest zwykle postrzegany jako pozytywny sygnał świadczący o wzroście popytu na pracę i poprawie koniunktury gospodarczej. Większe zatrudnienie i stabilne dochody gospodarstw domowych sprzyjają wzrostowi konsumpcji, co dodatkowo stymuluje rozwój gospodarczy.

Bezrobocie i inflacja stanowią kluczowe wyzwania dla rządzących, ponieważ decyzje dotyczące polityki makroekonomicznej wpływają bezpośrednio na poziom obu tych wskaźników. Zależność między nimi opisuje krzywa Phillipsa, opracowana przez Alana Phillipsa w 1958 roku (wykres 1.10). Model ten pokazuje odwrotną relację między stopą bezrobocia, a inflacją w krótkim okresie. Gdy bezrobocie jest niskie, rośnie presja na wzrost płac i cen, co prowadzi do wyższej inflacji. Natomiast w warunkach wysokiego bezrobocia presja ta maleje, sprzyjając stabilności cen. W długim okresie zależność ta słabnie, ponieważ

60:1484260124

gospodarka dostosowuje się do zmian, a poziom inflacji przestaje być bezpośrednio powiązany z bezrobociem.

Wykres 1.10 Krótkookresowa krzywa Phillipsa oraz długookresowa stopa bezrobocia (NAIRU)



Źródło: Opracowanie własne, na podstawie E. Case Karl, C. Fair Ray, M. Oster Sharon, Principles of Economics, Boston: Pearson, 2017, s. 594-595.

Rozwinięciem klasycznej koncepcji krzywej Phillipsa była teoria przedstawiona w 1968 roku przez Miltona Friedmana [117] i Edmunda Phelpsa [118]. Ekonomiści ci wskazali, że w długim okresie gospodarka dąży do naturalnej stopy bezrobocia, a trwałe zmiany inflacji wynikają z czynników monetarnych i oczekiwań inflacyjnych, natomiast zmiany bezrobocia nie wpływają na inflację w sposób trwały. Gospodarka dąży do tzw. naturalnego poziomu bezrobocia, przy którym inflacja nie przyspiesza ani nie zwalnia. Długookresowa krzywa Phillipsa, przedstawiona jako pionowa linia na wykresie (rys. 1.14.), pokazuje zatem brak trwałej odwrotnej zależności między inflacją, a bezrobociem. Ten naturalny poziom bezrobocia, określany jako nieprzyspieszająca inflacji stopa bezrobocia (NAIRU - *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), wyznacza punkt równowagi, w którym inflacja pozostaje stabilna. Gdy bezrobocie spada poniżej poziomu NAIRU, rosną presje płacowe i inflacyjne, natomiast przy wyższej stopie bezrobocia inflacja słabnie, a tempo wzrostu cen może nawet spadać. Koncepcja Friedmana i Phelpsa podkreśla zatem,

[117] M. Friedman, *The role of monetary policy*, American Economic Review, 58(1), 1968, s. 1-17.
[118] E.S. Phelps, *Money-wage dynamics and labor-market equilibrium*, Journal of Political Economy, 76(4), 1968, s. 678-711.

61:7958651221

że w długim okresie nie istnieje zależność między inflacją a bezrobociem, w przeciwieństwie do tej obserwowanej w krótkim okresie[119].

Polityka państwa w zakresie bezrobocia i inflacji stanowi złożony proces obejmujący zarówno działania w ramach polityki pieniężnej, jak i fiskalnej. Polityka pieniężna, prowadzona przez bank centralny, polega na regulowaniu stóp procentowych i kontroli podaży pieniądza, co wpływa na poziom inflacji i aktywność gospodarczą. Podwyżka stóp procentowych ogranicza inflację, lecz może zwiększać bezrobocie, ponieważ zmniejsza skłonność do inwestycji i konsumpcji. Z kolei polityka fiskalna, opierająca się na wydatkach publicznych i systemie podatkowym, może stymulować lub hamować gospodarkę. Zwiększenie wydatków rządowych bądź obniżenie podatków sprzyja ograniczaniu bezrobocia poprzez wzrost popytu zagregowanego, zachęcając firmy do zwiększania produkcji i zatrudnienia pracowników. Jednak w warunkach pełnego zatrudnienia może nasilać presję inflacyjną. Skuteczne zarządzanie gospodarką wymaga zatem odpowiedniego wyważenia obu polityk i elastycznego dostosowywania ich instrumentów do zmieniającej się sytuacji ekonomicznej[120].

Polityka państwa w zakresie inflacji i bezrobocia pozostaje ściśle powiązana z dynamicznymi efektami polityki monetarnej oraz kompromisem między tymi zmiennymi. Zgodnie z konsensusem ekonomistów i banków centralnych, zaostrzenie polityki monetarnej prowadzi do przejściowego wzrostu bezrobocia, podczas gdy spadek inflacji następuje z opóźnieniem i w sposób stopniowy. Oznacza to, że decydenci powinni reagować na rosnące presje inflacyjne z wyprzedzeniem, zanim ich skutki w pełni ujawnią się w gospodarce[121].

Blanchard i współautorzy[122], analizując 122 recesje z ostatnich 50 lat w 23 krajach, sformułowali istotne wnioski dotyczące polityki monetarnej w kontekście bezrobocia i inflacji. Zauważyli, że recesje często prowadzą do trwałych spadków poziomu produkcji, co wskazuje na zjawisko histerezy, czyli długotrwałego wpływu krótkoterminowych wstrząsów gospodarczych. W takim przypadku polityka monetarna powinna reagować nie tylko na zmiany inflacji, lecz również na wahania poziomu produkcji i zatrudnienia. Stabilizowanie inflacji kosztem wzrostu bezrobocia może bowiem zwiększać naturalną

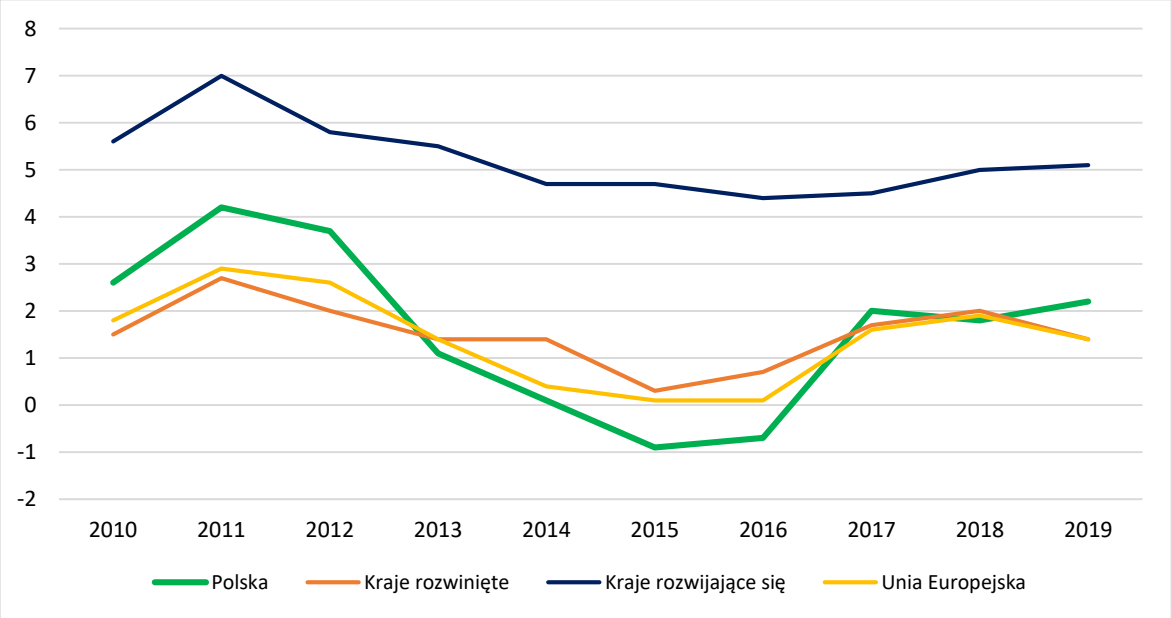
[119] M. Labonte, *Unemployment and Inflation: Implications for Policymaking*, Congressional Research Services Report RL32274, 2016.
[120] J.H. Stock, M.W. Watson, *Phillips Curve Inflation Forecasts*, NBER Working Paper No. 14322, 2008.
[121] N.G. Mankiw, The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment, NBER Working Paper No. 7884, 2000.
[122] O. Blanchard, E. Cerutti, L. Summers, *Inflation and Activity - Two Explorations and their Monetary Policy Implications*, NBER Working Paper No. 21726, 2015.

62:1131107570

stopę bezrobocia, dając mylne sygnały o stanie gospodarki. Autorzy podkreślają również, że jeśli recesje wynikają ze spadku wzrostu potencjalnego, istnieje ryzyko przeszacowania potencjalnej produkcji, co może prowadzić do zbyt agresywnej reakcji polityki monetarnej. Dlatego skuteczne zarządzanie gospodarką wymaga zrównoważonego podejścia, które uwzględnia zarówno inflację, jak i rynek pracy.

W latach 2010-2019 inflacja w Polsce charakteryzowała się większą zmiennością niż w krajach rozwiniętych, rozwijających się oraz w Unii Europejskiej (wykres 1.11). W porównaniu z krajami rozwiniętymi i UE, inflacja w Polsce była niższa w pięciu latach (2013-2016 oraz 2018), natomiast względem krajów rozwijających w całym analizowanym okresie. Średnioroczna inflacja wynosiła odpowiednio: w Polsce 1,6%, w krajach rozwiniętych 1,5%, w krajach rozwijających się 5,2%, a w Unii Europejskiej 1,4%.

Wykres 1.11 Inflacja w Polsce na tle krajów rozwiniętych, rozwijających się i UE, 2010-2019

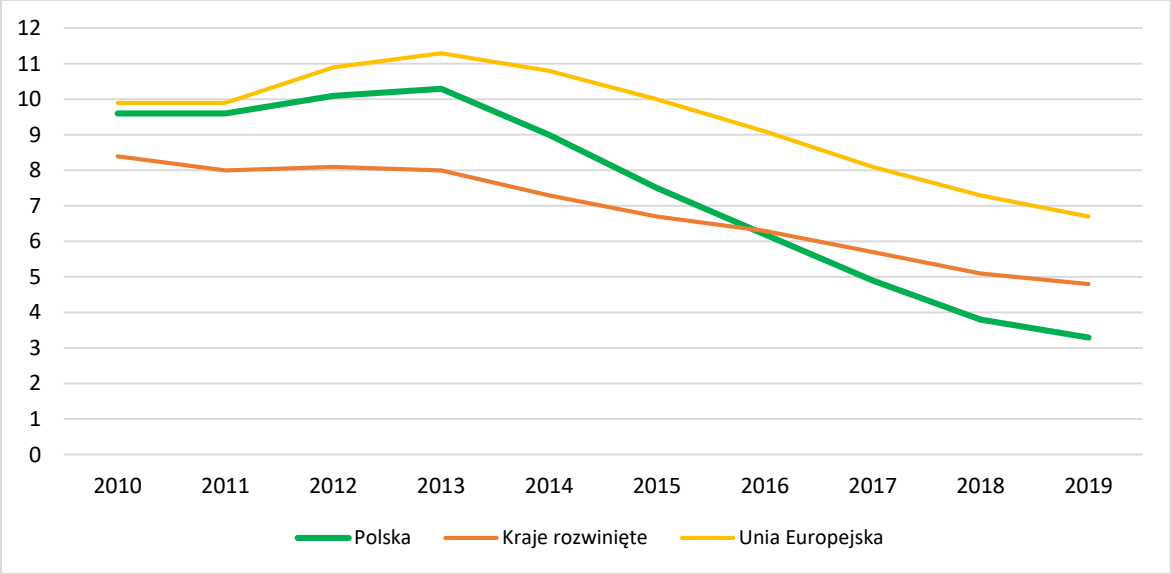


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

W latach 2010-2019 Polska odnotowała również wyraźny spadek bezrobocia (wykres 1.12). Od 2014 roku tempo poprawy na rynku pracy było szczególnie dynamiczne, a w 2019 roku stopa bezrobocia osiągnęła rekordowo niski poziom 3,3%. Kraje rozwinięte utrzymywały stabilnie niższe bezrobocie, choć zmiany były mniej wyraźne. Z kolei w Unii Europejskiej wskaźnik ten był najwyższy, szczególnie wysoki w latach 2012-2013. Dane wskazują, że Polska wyróżniała się na tle UE i gospodarek rozwiniętych szybkim tempem poprawy sytuacji na rynku pracy.

63:1854343541

Wykres 1.12 Stopa bezrobocia w Polsce na tle krajów rozwiniętych i UE, 2010-2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

1.4.3 Deficyt budżetowy i dług publiczny

Deficyt budżetowy i dług publiczny należą do kluczowych wskaźników oceny kondycji gospodarki, ponieważ odzwierciedlają stan finansów publicznych oraz zdolność państwa do obsługi swoich zobowiązań. Deficyt budżetowy, czyli różnica między dochodami, a wydatkami państwa, wskazuje na potrzebę finansowania brakujących środków, najczęściej poprzez zaciąganie długu publicznego. Dług publiczny obejmuje łączne zadłużenie sektora finansów publicznych i najczęściej przedstawiany jest jako procent PKB. Wysoki poziom długu może ograniczać możliwości inwestycyjne i stabilizacyjne rządu oraz świadczyć o problemach strukturalnych w jej gospodarce. Analiza mechanizmów kształtujących deficyt i zadłużenie pozwala lepiej ocenić kondycję ekonomiczną kraju i przewidzieć potencjalne ryzyka fiskalne.

Nie istnieje jednoznaczna definicja bezpiecznego poziomu długu publicznego, ponieważ zależy on w dużej mierze od poziomu rozwoju gospodarczego oraz wiarygodności finansowej państwa. Silniejsze gospodarki mogą utrzymywać wyższy poziom zadłużenia bez utraty zaufania inwestorów, czego przykładem są Stany Zjednoczone. Dzięki znacznemu potencjałowi gospodarczemu i zaufaniu do dolara mogą pozwolić sobie na większy dług publiczny. Istotne znaczenie ma również struktura zadłużenia, dług finansowany przez krajowych inwestorów jest z reguły mniej ryzykowny niż zadłużenie zagraniczne. W Unii Europejskiej, a także w Polsce, za poziom referencyjny uznaje się 60% PKB, zgodnie z tzw. kryteriami konwergencji z Traktatu z Maastricht oraz zapisami

64:4478676619

Konstytucji RP. Nie jest to jednak sztywny próg bezpieczeństwa, lecz raczej punkt odniesienia służący ocenie stabilności fiskalnej. W praktyce wiele państw Unii przekracza ten poziom, co pokazuje, że dopuszczalny poziom zadłużenia zależy od specyfiki gospodarki i jej zdolności do obsługi długu.

K. Reinhart i K. Rogoff[123], analizując kryzysy ekonomiczne, finansowe i bankowe w 66 krajach na przestrzeni ostatnich 800 lat, wskazali, że ich główną przyczyną jest nadmierna akumulacja długu. Zarówno sektor publiczny, jak i prywatny, w okresach dobrej koniunktury zaciągają nadmierne zobowiązania, co zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysu. Wzrost zadłużenia bywa maskowany przez pozorną stabilność gospodarczą, jednak w rzeczywistości prowadzi do narastania nierównowag i zwiększa podatność gospodarki na wstrząsy. Szczególnie niebezpieczny jest nadmierny dług publiczny, który często kumuluje się bez skutecznej kontroli rynkowej. Autorzy zauważyli również, że w miarę zbliżania się do współczesnych czasów kryzysy stają się częstsze, krótsze, ale jednocześnie bardziej dotkliwe. Odzwierciedla to rosnącą złożoność i wzajemne powiązania współczesnych gospodarek.

Ograniczenie lub eliminacja deficytu budżetowego stanowi trudne wyzwanie dla władz publicznych, wymagające zrównoważenia celów fiskalnych z potrzebami społecznymi i gospodarczymi. Jednym z możliwych działań jest ograniczenie wydatków budżetowych, co jednak napotyka na trudności związane z obowiązującymi zobowiązaniami wobec obywateli oraz sprzeciwem grup społecznych korzystających ze wsparcia państwa, takich jak emeryci, nauczyciele czy górnicy. Takie ograniczenia mogą także prowadzić do spadku wydatków inwestycyjnych, negatywnie wpływając na tempo rozwoju gospodarczego. Innym rozwiązaniem jest zwiększenie dochodów budżetu poprzez podnoszenie podatków, wprowadzanie nowych danin publicznych lub ograniczanie szarej strefy. Możliwym sposobem poprawy sytuacji fiskalnej jest również prywatyzacja majątku państwowego, polegająca na sprzedaży przedsiębiorstw należących do Skarbu Państwa. Niekiedy stosowana jest także polityka zwiększania inflacji, która działa jak ukryty podatek, obniżając realną wartość wydatków publicznych, w tym płac w sektorze budżetowym, tymczasowo łagodząc skutki deficytu.

W artykule „Dealing with Debt" Reinhart, Reinhart i Rogoff[124] analizują różnorodne strategie zarządzania długiem publicznym z wykorzystaniem narzędzi polityki fiskalnej

[123] C. Reinhart, K. Rogoff, *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.
[124] C.M. Reinhart, V. Reinhart, K. Rogoff, *Dealing with debt*, Journal of International Economics, Volume 96, Supplement 1, 2015, s. 43-55.

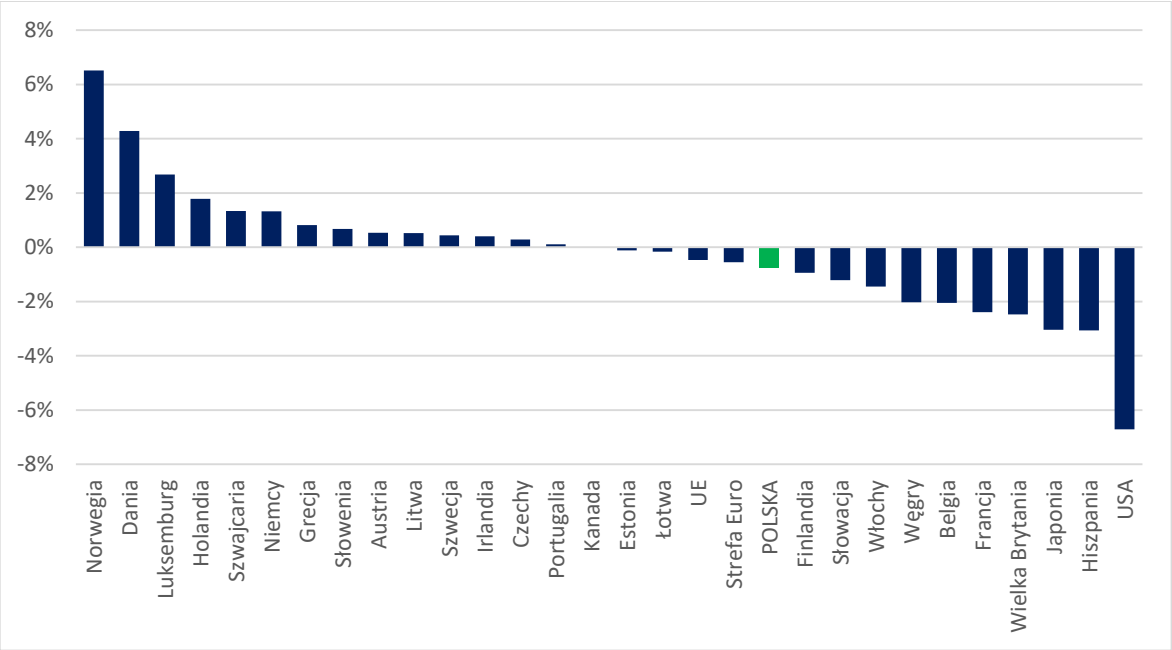
65:9334160088

i monetarnej. Państwa mogą stosować politykę oszczędnościową, opartą na ograniczaniu wydatków publicznych i osiąganiu nadwyżek budżetowych. W długim okresie prowadzi ona do obniżenia relacji długu publicznego do PKB. Równolegle banki centralne mogą wspierać te działania poprzez luźną politykę monetarną, utrzymując niskie stopy procentowe i stosując instrumenty takie jak luzowanie ilościowe (ang. *quantitative easing*), pobudzając w ten sposób gospodarkę. Innym podejściem jest represja finansowa, polegająca na regulowaniu sektora finansowego w sposób sprzyjający obniżeniu kosztów obsługi długu publicznego, na przykład poprzez ograniczanie rentowności obligacji lub wymuszanie popytu na papiery skarbowe. Państwa mogą także wymuszać zwiększoną inflację, która realnie obniża wartość zobowiązań, bądź w sytuacjach kryzysowych sięgać po restrukturyzację długu czy podatki majątkowe. Prywatyzacja aktywów publicznych stanowi kolejną metodę redukcji zadłużenia, choć jej efekty są krótkoterminowe i nie gwarantują trwałej równowagi budżetowej. Autorzy podkreślają, że skuteczne ograniczanie długu wymaga zrównoważonego podejścia, łączącego różne instrumenty polityki fiskalnej i monetarnej, dostosowane do specyfiki gospodarki i etapu cyklu koniunkturalnego.

W 2019 roku, tuż przed wybuchem pandemii COVID-19, Polska wyróżniała się stosunkowo zrównoważoną polityką fiskalną na tle innych państw. Wskaźnik deficytu budżetowego (wykres 1.13) kształtował się blisko poziomu równowagi i był zbliżony do średniej dla krajów Unii Europejskiej, co świadczyło o skutecznym zarządzaniu finansami publicznymi. W porównaniu z krajami takimi jak Norwegia czy Dania, osiągającymi wyraźne nadwyżki budżetowe, Polska prowadziła umiarkowaną politykę fiskalną, utrzymując deficyt na poziomie jedynie -0,7%. Z kolei Stany Zjednoczone i Japonia notowały największe deficyty, przekraczające 6% PKB, co odzwierciedlało ich bardziej ekspansywne podejście do finansów publicznych.

66:1023918495

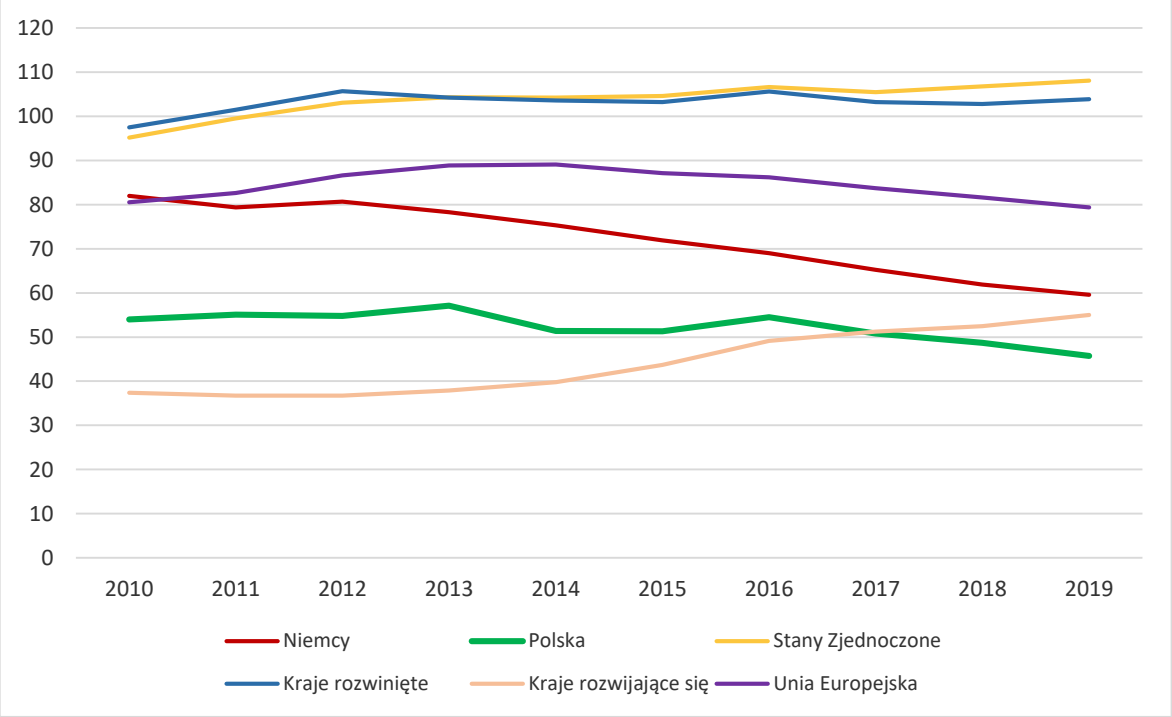
Wykres 1.13 Saldo budżetowe w Polsce na tle wybranych krajów, 2019 (% PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/CG_DEBT_GDP

W latach 2010-2019 Polska utrzymywała umiarkowany poziom długu publicznego w relacji do PKB, mieszczący się w przedziale 45-57% (wykres 1.14).

Wykres 1.14 Dług publiczny w Polsce na tle wybranych krajów, 2010-2019 (% PKB)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW, https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO

67:7418525955

Po niewielkim wzroście na początku dekady zadłużenie zaczęło systematycznie spadać, osiągając w 2019 roku 45,7% PKB. Świadczy to o stabilnej i ostrożnej polityce fiskalnej. Na tle pozostałych gospodarek Polska prezentowała się korzystnie, jej dług był znacznie niższy niż w krajach rozwiniętych, gdzie przekraczał 100% PKB, oraz niższy od średniej unijnej wynoszącej 79,4%. Niemcy, podobnie jak Polska, ograniczały zadłużenie, natomiast Stany Zjednoczone odnotowały jego wzrost. Dane te potwierdzają, że Polska w analizowanym okresie prowadziła zrównoważoną politykę fiskalną, utrzymując dług publiczny na bezpiecznym poziomie. Utrzymanie niskiego deficytu oraz umiarkowanego poziomu długu publicznego pozwala Polsce zachować stabilność fiskalną i wzmacnia jej wiarygodność gospodarczą, co stanowi ważny fundament odporności na przyszłe wstrząsy ekonomiczne.

68:6558937319

Rozdział 2. Teoretyczne podstawy polityki fiskalnej i monetarnej

We współczesnych gospodarkach rynkowych państwo odgrywa kluczową rolę w kształtowaniu warunków funkcjonowania rynku, odpowiadając za całokształt spraw publicznych, społecznych i ekonomicznych. Jego zadaniem jest tworzenie stabilnego i sprzyjającego rozwojowi otoczenia gospodarczego. Realizowane jest to poprzez politykę finansową obejmującą dwa zasadnicze obszary: politykę monetarną i fiskalną. Oba te filary stanowią podstawowe narzędzia regulacji makroekonomicznej, wpływając na wzrost gospodarczy, zatrudnienie, stabilność cen oraz równowagę budżetową.

Bank centralny oddziałuje na gospodarkę pośrednio, regulując podaż pieniądza poprzez ustalanie stóp procentowych, kształtowanie wymogów rezerwy obowiązkowej, interwencji walutowych oraz operacji otwartego rynku, takich jak skup lub sprzedaż papierów wartościowych. Z kolei rząd oddziałuje na gospodarkę bezpośrednio, kształtując poziom i strukturę podatków, wydatków publicznych oraz zadłużenia. Choć obie polityki opierają się na odmiennych mechanizmach i są realizowane przez różne instytucje, ich wzajemna koordynacja jest kluczowa dla utrzymania równowagi makroekonomicznej, stabilnego rozwoju i przeciwdziałaniu sytuacjom kryzysowym.

Zrozumienie celów i narzędzi polityki monetarnej oraz fiskalnej pozwala lepiej ocenić decyzje podejmowane przez władze publiczne i ich wpływ na gospodarkę. Współdziałanie lub brak spójności między tymi politykami może prowadzić do różnych skutków gospodarczych, zarówno pozytywnych, jak i destabilizujących. W warunkach rosnącej złożoności i globalnych powiązań ekonomicznych znaczenie skutecznej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej staje się coraz większe, wymagając precyzyjnych analiz oraz elastycznego podejścia do zarządzania gospodarką.

2.1 Polityka fiskalna

Polityka fiskalna należy do podstawowych działań jakimi dysponuje rząd w celu kształtowania kondycji gospodarki narodowej. Obejmuje regulowanie dochodów oraz wydatków publicznych, które umożliwiają oddziaływanie na poziom aktywności gospodarczej, stabilność makroekonomiczną i potencjał wzrostowy gospodarki. Jej głównym celem jest stabilizacja koniunktury oraz tworzenie warunków sprzyjających zrównoważonemu rozwojowi. W zależności od fazy cyklu gospodarczego polityka fiskalna może przyjmować charakter ekspansywny, zwiększając wydatki publiczne lub obniżając

69:3310703447

podatki w celu pobudzenia wzrostu, bądź restrykcyjny, ograniczając wydatki i podnosząc podatki, aby zmniejszyć presję inflacją i przeciwdziałać przegrzaniu gospodarki.

Odpowiedzialnie prowadzona polityka fiskalna odgrywa kluczową rolę we wspieraniu trwałego wzrostu gospodarczego. Jak wskazują Daniel i współautorzy [125], stabilność makroekonomiczna osiągana dzięki właściwemu zarządzaniu finansami publicznymi sprzyja mobilizacji oszczędności krajowych, poprawie efektywności alokacji zasobów oraz zwiększeniu odporności gospodarki na wstrząsy zewnętrzne. Elastyczne podejście do polityki fiskalnej, dostosowane do specyficznych uwarunkowań danego kraju, umożliwia skuteczne zarządzanie długiem publicznym, utrzymanie zaufania rynków finansowych i zapewnienie trwałej stabilności gospodarczej.

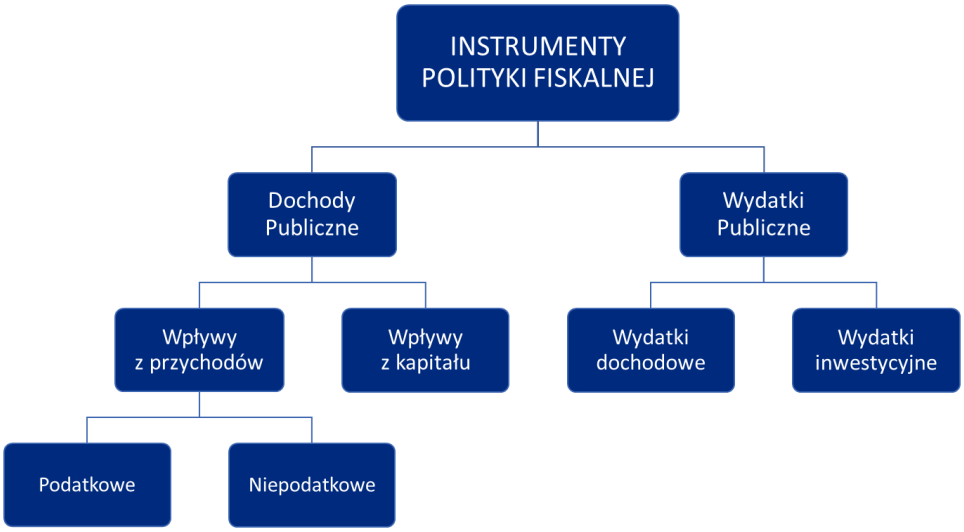
2.1.1 Instrumenty i cele polityki fiskalnej

Rządy prowadzą politykę fiskalną w celu kształtowania procesów gospodarczych i realizacji kluczowych celów makroekonomicznych, takich jak wzrost gospodarczy, stabilność cen, pełne zatrudnienie oraz równowaga budżetowa. Obejmuje ona regulację dochodów publicznych i wydatków publicznych, co umożliwia państwu aktywne oddziaływanie na poziom aktywności gospodarczej, stabilizowanie koniunktury w okresach spowolnienia oraz wspieranie długoterminowego rozwoju. Instrumenty polityki fiskalnej obejmują wpływy z podatków i innych dochodów publicznych oraz wydatki bieżące i inwestycyjne państwa, których skuteczność zależy od bieżącej sytuacji gospodarczej i przyjętych celów polityki rządu. Struktura podstawowych instrumentów polityki fiskalnej została przedstawiona na schemacie 2.1.

[125] J. Daniel, J. Davis, M. Fouad, C. Van Rijckeghem, *Fiscal Adjustment for Stability and Growth*, International Monetary Fund, Pamphlet Series: No. 55, Washington D.C., 2006.

70:5059914845

Schemat 2.1 Instrumenty polityki fiskalnej



Źródło: Opracowanie własne

Dochody publiczne, będące głównym źródłem finansowania działalności państwa, stanowią podstawowy instrument polityki fiskalnej. Obejmują one przede wszystkim wpływy z podatków, ale także dochody niepodatkowe, takie jak dywidendy z przedsiębiorstw państwowych czy opłaty administracyjne. System podatkowy umożliwia rządowi regulowanie poziomu aktywności gospodarczej oraz redystrybucję dochodów. Podatki bezpośrednie, takie jak podatek dochodowy od osób fizycznych i prawnych, wpływają na dochody rozporządzalne obywateli i przedsiębiorstw, a tym samym na konsumpcję i inwestycje. Z kolei podatki pośrednie, jak VAT, akcyza czy cła, oddziałują na ceny dóbr i usług, wpływając na inflację i siłę nabywczą konsumentów. Odpowiednio skonstruowany system podatkowy pozwala z jednej strony zapewnić stabilne dochody budżetowe, a z drugiej wspierać cele społeczne i gospodarcze, takie jak ograniczanie nierówności dochodowych czy pobudzanie inwestycji[126].

Wydatki publiczne stanowią drugi kluczowy filar polityki fiskalnej i służą realizacji celów społecznych, gospodarczych oraz infrastrukturalnych. Obejmują zarówno wydatki bieżące, takie jak finansowanie administracji publicznej, edukacji, ochrony zdrowia czy bezpieczeństwa, jak i wydatki inwestycyjne, przeznaczane na rozwój infrastruktury, m.in. budowę dróg, szkół czy szpitali. Wydatki te wpływają bezpośrednio na popyt zagregowany, mogąc stymulować gospodarkę w okresach spowolnienia, ale także stabilizować ją w fazie nadmiernego wzrostu. Ich właściwe zrównoważenie jest kluczowe,

[126] M. Jaszczyński, *Funkcje podatków w gospodarce*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne, 1(25), 2017, s. 215-230.

71:1147342330

gdyż nadmierny wzrost wydatków może prowadzić do powstania deficytu budżetowego i wzrostu długu publicznego[127].

Transfery socjalne, stanowiące część wydatków publicznych, pełnią istotną funkcję redystrybucyjną i stabilizacyjną. Obejmują świadczenia takie jak emerytury, renty, zasiłki dla bezrobotnych czy programy wsparcia rodzin. W okresach recesji transfery socjalne zwiększają dochody gospodarstw domowych, wspierając popyt wewnętrzny i łagodząc negatywne skutki spowolnienia gospodarczego. Jednocześnie stanowią instrument polityki społecznej, zmniejszając nierówności dochodowe i ograniczając ryzyko ubóstwa. Ich nadmierny wzrost, przy braku odpowiedniego finansowania, może jednak prowadzić do wzrostu deficytu i długookresowych obciążeń budżetowych, co wymaga ostrożnego planowania i oceny efektywności tych wydatków.[128].

Zarządzanie długiem publicznym jest elementem wspierającym politykę fiskalną i ma na celu utrzymanie równowagi budżetowej oraz kontrolę kosztów finansowania państwa. Dług publiczny powstaje, gdy wydatki przewyższają dochody, co wymaga finansowania poprzez emisję obligacji skarbowych lub zaciąganie pożyczek. Skuteczne zarządzanie długiem obejmuje planowanie struktury zadłużenia, kontrolę kosztów jego obsługi oraz minimalizację ryzyka refinansowania. Utrzymanie długu na bezpiecznym poziomie wzmacnia wiarygodność państwa na rynkach finansowych, obniża koszt pozyskiwania kapitału i zapewnia przestrzeń fiskalną do reagowania w sytuacjach kryzysowych. Niewłaściwe zarządzanie długiem może natomiast prowadzić do wzrostu kosztów obsługi zobowiązań, presji inflacyjnej i ograniczenia możliwości realizacji polityk rozwojowych[129].

Polityka fiskalna, stanowi kluczowy element zarządzania gospodarką państwa. Jej instrumenty służą nie tylko bieżącemu oddziaływaniu na aktywność gospodarczą, lecz także realizacji długofalowych celów makroekonomicznych. Zrozumienie tych celów jest niezbędne do oceny skuteczności polityki fiskalnej i jej wpływu na stabilność oraz rozwój gospodarczy kraju.

W krótkim okresie polityka fiskalna pełni funkcję stabilizacyjną, łagodząc wahania cyklu koniunkturalnego poprzez działania o charakterze antycyklicznym. W okresach spowolnienia gospodarczego rząd może stosować ekspansywną politykę fiskalną,

---

[127] J.M. Stupak, *Fiscal Policy: Economic Effects*, Congressional Research Service, R45723, 2019, s. 1-11.
[128] D. Coady, G. Palomba, *IMF Engagement on Social Safety Net Issues for Surveillance and Program Work*, IMF Technical Notes and Manuals 2022/007 Fiscal Affairs Department and Strategy, Policy, and Review Department, 2022, s. 55-59.
[129] IMF, *Guidelines for public debt management: accompanying document and selected case studies*, International Monetary Fund: World Bank Group, 2003, s. 3-9.

72:1175516845

zwiększając wydatki publiczne lub obniżając podatki w celu pobudzenia popytu i aktywności gospodarczej. Z kolei w fazie ożywienia możliwe jest wdrażanie polityki restrykcyjnej, polegającej na ograniczeniu wydatków lub podwyższeniu podatków, aby przeciwdziałać przegrzaniu gospodarki i nadmiernej inflacji. Interwencje fiskalne, zwłaszcza o charakterze dyskrecjonalnym, powinny być podejmowane w sposób wyważony, tak by utrzymywać równowagę między wspieraniem wzrostu gospodarczego, a kontrolą inflacji i długu publicznego, unikając nadmiernego deficytu, który mógłby ograniczać możliwości finansowe państwa w przyszłości[130].

W długim okresie polityka fiskalna realizuje cele rozwojowe, wspierając wzrost potencjału produkcyjnego gospodarki. Inwestycje publiczne w infrastrukturę, edukację, badania i rozwój czy ochronę zdrowia przyczyniają się do wzrostu produktywności i kapitału ludzkiego. Równie istotne są reformy podatkowe, które mogą zwiększać bodźce do pracy i inwestowania, poprawiać konkurencyjność gospodarki oraz sprzyjać innowacyjności. Długofalowym celem polityki fiskalnej jest zatem tworzenie warunków dla trwałego, zrównoważonego rozwoju, który wzmacnia odporność gospodarki na wstrząsy zewnętrzne[131].

Kolejnym istotnym zadaniem polityki fiskalnej jest utrzymanie równowagi budżetowej i **zarządzanie długiem publicznym**. Odpowiedzialne kształtowanie relacji między dochodami, a wydatkami pozwala ograniczać deficyt i zapewniać stabilność finansową państwa. Skuteczne zarządzanie długiem publicznym minimalizuje koszty jego obsługi i ogranicza ryzyko utraty wiarygodności na rynkach finansowych. Właściwe ramy fiskalne, które umożliwiają równoczesne finansowanie potrzeb rozwojowych i utrzymanie bezpieczeństwa fiskalnego, stanowią fundament trwałej stabilności gospodarczej.

Polityka fiskalna realizuje także cele społeczne, wspierając redystrybucję dochodów i zmniejszanie nierówności. Poprzez progresywny system podatkowy i transfery socjalne państwo dąży do zapewnienia sprawiedliwości społecznej, ochrony grup wrażliwych oraz utrzymania spójności społecznej. W krajach o niższych dochodach kluczowe znaczenie ma ograniczanie ubóstwa poprzez zwiększenie wydatków na edukację, opiekę zdrowotną i infrastrukturę, natomiast w gospodarkach rozwiniętych reformy systemów emerytalnych oraz zdrowotnych w odpowiedzi na wyzwania demograficzne[132].

---

[130] M. Horton, A. El-Ganainy, *Fiscal Policy: Taking and Giving Away*, Finance & Development, IMF, 2022 s. 36-37.
[131] R. W. Kopcke, G. M. B. Tootell, R. K. Triest, *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, Cambridge, MA: MIT Press, 2005, s. 4-8.
[132] IMF, *Fiscal Policy and Long-Term Growth*, IMF Policy Papers, 2015, s. 1-7.

73:9258124960

Polityka fiskalna pełni kluczową i wieloaspektową rolę w zarządzaniu gospodarką, łącząc funkcje stabilizacyjne, redystrybucyjne i prorozwojowe. Dzięki odpowiedniemu wykorzystaniu jej instrumentów państwo może reagować na bieżące wahania koniunktury, a jednocześnie kształtować warunki dla długofalowego, zrównoważonego wzrostu. W zależności od sytuacji gospodarczej oraz przyjętych priorytetów, akcenty między celami krótkoterminowymi a długoterminowymi mogą się różnić, co czyni politykę fiskalną narzędziem elastycznym i dostosowującym się do zmieniających się uwarunkowań. Ostatecznym jej celem jest osiągnięcie trwałego i inkluzywnego wzrostu gospodarczego, opartego na równowadze między efektywnością ekonomiczną, odpowiedzialnością społeczną oraz stabilnością finansów publicznych.

2.1.2 Ekspansywna i restrykcyjna polityka fiskalna

Polityka fiskalna może przybierać dwa podstawowe kierunki działania: ekspansywny, ukierunkowany na pobudzenie aktywności gospodarczej, oraz restrykcyjny, mający na celu jej ograniczenie i stabilizację. Wybór między nimi zależy od fazy cyklu koniunkturalnego, celów gospodarczych oraz kondycji finansów publicznych. Odpowiednie stosowanie obu typów polityki fiskalnej pozwala rządom stabilizować gospodarkę, łagodzić wahania cyklu koniunkturalnego i utrzymywać równowagę makroekonomiczną.

Ekspansywna polityka fiskalna jest stosowana w okresach spowolnienia gospodarczego lub recesji, gdy rząd dąży do pobudzenia aktywności gospodarczej i przeciwdziałania wzrostowi bezrobocia. Polega na zwiększeniu wydatków publicznych, obniżeniu podatków lub zastosowaniu obu działań jednocześnie. Prowadzi to do wzrostu popytu, konsumpcji i inwestycji, a w konsekwencji do zwiększenia PKB. Wydatki publiczne mogą oddziaływać na gospodarkę bezpośrednio, poprzez finansowanie inwestycji infrastrukturalnych i zakup dóbr od sektora prywatnego, oraz pośrednio poprzez transfery socjalne zwiększające dochody gospodarstw domowych. W sytuacji spadku popytu prywatnego państwo, zwiększając wydatki, może częściowo zrekompensować ten spadek, stabilizując koniunkturę i ograniczając skutki recesji[133].

Choć ekspansywna polityka fiskalna może krótkoterminowo pobudzać wzrost gospodarczy i ograniczać bezrobocie, niesie również istotne ryzyka. Zwiększone wydatki publiczne lub obniżone podatki prowadzą do wzrostu deficytu budżetowego, co wymusza finansowanie długu publicznego poprzez emisję obligacji. W dłuższym okresie może to

[133] L.R. Weinstock, *Fiscal Policy: Economic Effects,* Congressional Research Service no. R45723, 2021.

74:3362487279

prowadzić do narastania zadłużenia i zwiększenia kosztów jego obsługi. Wzrost zadłużenia może z kolei powodować tzw. efekt wypychania (*crowding out*), w którym większy popyt rządu na kapitał ogranicza dostępność środków dla sektora prywatnego i podnosi stopy procentowe. Dodatkowo, nadmierna ekspansja fiskalna może wywołać presję inflacyjną, zwłaszcza gdy gospodarka działa blisko pełnego wykorzystania zasobów. W takich warunkach dalsze zwiększanie popytu może prowadzić do wzrostu cen bez realnego zwiększenia produkcji, co zagraża stabilności makroekonomicznej[134]. Część ekonomistów wskazuje również na ograniczoną skuteczność polityki fiskalnej jako narzędzia stabilizacji. Zgodnie z hipotezą Barro-Ricardo, wzrost deficytu budżetowego może nie prowadzić do zwiększenia łącznego popytu, ponieważ gospodarstwa domowe przewidują przyszłe podwyżki podatków, które będą konieczne do spłaty długu publicznego i w związku z tym zwiększają swoje oszczędności[135]. Dodatkowo, przekroczenie określonego poziomu długu publicznego może negatywnie wpływać na wzrost gospodarczy oraz ograniczać konsumpcję prywatną, co osłabia potencjalne pozytywne efekty ekspansji fiskalnej.

Łączny wpływ ekspansywnej polityki fiskalnej na gospodarkę zależy od jej skali, struktury oraz bieżącej sytuacji gospodarczej. Największą skuteczność działania tego typu polityki obserwuje się w okresach recesji, gdy gospodarka posiada znaczną niewykorzystaną zdolność produkcyjną, a ryzyko inflacji i efektu wypychania pozostaje ograniczone.

Z kolei **restrykcyjna (kontrakcyjna) polityka fiskalna** jest stosowana w fazie ożywienia gospodarczego, gdy gospodarka zbliża się do granic swojego potencjału produkcyjnego, a nadmierny popyt zaczyna powodować wzrost inflacji. Jej celem jest ograniczenie aktywności gospodarczej i stabilizacja makroekonomiczna poprzez redukcję wydatków publicznych, zwiększenie podatków lub jednoczesne zastosowanie obu tych działań. Ograniczenie wydatków rządowych zmniejsza popyt zagregowany, a wzrost podatków obniża dochody rozporządzalne, prowadząc do spowolnienia konsumpcji i inwestycji. Takie działania przyczyniają się do schłodzenia koniunktury, obniżenia presji inflacyjnej oraz redukcji deficytu budżetowego i długu publicznego.

Restrykcyjna polityka fiskalna znajduje również zastosowanie w sytuacjach, gdy dług publiczny osiąga niebezpiecznie wysoki poziom. Utrzymanie równowagi budżetowej i ograniczenie zadłużenia są kluczowe dla zachowania wiarygodności kredytowej państwa i stabilności finansów publicznych. Ograniczenie deficytu budżetowego może prowadzić do

[134] L.R. Weinstock, *Introduction to U.S. Economy: Fiscal Policy*, Congressional Research Service, IF11253, 2022, s. 2.
[135] R.J. Barro, *Are government bonds net wealth, Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117, 1974.

75:6853481536

spadku stóp procentowych i zmniejszenia kosztów finansowania długu, co sprzyja inwestycjom prywatnym. Ponadto restrykcyjna polityka fiskalna może pozytywnie wpływać na bilans handlowy. Spadek popytu krajowego ogranicza import, a osłabienie waluty zwiększa konkurencyjność eksportu.

Jednocześnie nadmierna restrykcyjność polityki fiskalnej w niewłaściwym momencie może przynieść negatywne skutki. Wprowadzenie oszczędności budżetowych lub podwyżek podatków w okresie niskiego wzrostu gospodarczego może pogłębić recesję, zwiększyć bezrobocie i obniżyć popyt wewnętrzny. Tego typu błędy w polityce fiskalnej mogą prowadzić do tzw. spirali oszczędnościowej, w której ograniczanie wydatków i spadek konsumpcji prowadzą do dalszego pogorszenia koniunktury i zmniejszenia wpływów podatkowych.

W praktyce skuteczność zarówno ekspansywnej, jak i restrykcyjnej polityki fiskalnej zależy od skali zastosowanych działań, ich struktury oraz kontekstu makroekonomicznego. Kluczowe znaczenie ma spójność tych działań z polityką monetarną, ponieważ ekspansja fiskalna prowadzona w warunkach restrykcyjnej polityki pieniężnej może mieć ograniczoną skuteczność, podobnie jak konsolidacja fiskalna przy zbyt luźnej polityce pieniężnej może prowadzić do nadmiernego spowolnienia gospodarczego. Odpowiednia koordynacja między rządem, a bankiem centralnym jest zatem niezbędna dla utrzymania równowagi makroekonomicznej. Jednocześnie skuteczność interwencji fiskalnych wymaga spełnienia określonych warunków. Działania powinny być szybkie, dobrze skoordynowane, wystarczająco silne, a jednocześnie ograniczone w czasie i dostosowane do strukturalnych możliwości finansów publicznych. Brak tych elementów może prowadzić do niskiej efektywności polityki fiskalnej, a w skrajnych przypadkach do pogorszenia sytuacji fiskalnej w dłuższym okresie[136].

Badania Afonso i Sousy[137] pokazują, że szoki wydatkowe mają niewielki, lecz dodatni wpływ na PKB, przy niejednoznacznych reakcjach konsumpcji i inwestycji. Szoki dochodowe również wspierają PKB i inwestycje, a ceny aktywów reagują odmiennie: po impulsach wydatkowych rosną ceny nieruchomości, natomiast kursy akcji spadają, zaś po impulsach dochodowych kursy akcji rosną. Uwzględnienie dynamiki długu wzmacnia reakcje długoterminowych stóp i produktu, co sugeruje, że poziom zadłużenia współkształtuje skutki polityki fiskalnej i wymusza dostosowania salda pierwotnego.

[136] M. Mackiewicz, *Stabilizacyjna polityka fiskalna w krajach OECD*, PWE, 2010.
[137] A. Afonso, R.M. Sousa, *The macroeconomic effects of fiscal policy*, Apllied Economics, 44:34, 2012, s. 4439-4454.

76:1806894510

Wniosek dla polityki państwa jest taki, że ocena bodźców fiskalnych powinna uwzględniać ich strukturę oraz ograniczenia wynikające z długu, a nie tylko wielkość impulsu.

Większość ekonomistów podziela opinię, że pakiety fiskalne w okresie kryzysu są niezbędne do ograniczenia strat gospodarczych i szybkiego przywrócenia stabilności makroekonomicznej. Jednocześnie podkreśla się liczne słabości polityki fiskalnej, które utrudniają jej skuteczne stosowanie. Do najczęściej wymienianych należą krótkowzroczność i oportunizm decydentów politycznych, którzy nierzadko podejmują decyzje o zwiększeniu wydatków publicznych lub obniżeniu podatków z myślą o uzyskaniu poparcia wyborczego [138]. Wskazuje się również na asymetrię informacji pomiędzy rządem, a społeczeństwem. Wyborcy często nie mają pełnej świadomości ograniczeń budżetowych, podczas gdy rządzący wykorzystują politykę fiskalną w sposób procykliczny, co prowadzi do narastania deficytów i zadłużenia[139].

Kolejną przyczyną utrzymywania się deficytów, określaną jako *deficit bias*, jest tzw. problem wspólnej puli. Polega on na tym, że różne grupy interesu dążą do zwiększenia wydatków publicznych na cele korzystne dla siebie, nie biorąc pod uwagę ich długofalowych konsekwencji finansowych dla całego społeczeństwa[140]. W literaturze zwraca się także uwagę na zjawisko niespójności w czasie polityki fiskalnej. Oznacza ono, że decyzje podejmowane w fazie projektowania budżetu często są zgodne z interesem publicznym, natomiast na etapie wdrażania ulegają wpływom politycznym, zwłaszcza w okresach przedwyborczych. W efekcie rządy mają tendencję do utrzymywania ekspansywnej polityki fiskalnej nawet w fazach ożywienia gospodarczego, co sprzyja powstawaniu deficytów i wzrostowi zadłużenia publicznego[141].

Zgodnie z zaleceniami ekonomii normatywnej, stawki podatkowe oraz uznaniowe wydatki rządowe powinny pozostawać w miarę stabilne w całym cyklu koniunkturalnym. Takie podejście sprzyjałoby kontrcykliczności polityki fiskalnej, w okresach ożywienia udział wydatków publicznych w PKB powinien się zmniejszać, a dochody podatkowe, dzięki progresji podatkowej i działaniu automatycznych stabilizatorów, wzrastać. W rezultacie budżet państwa powinien osiągać nadwyżki, które w okresach recesji mogłyby być wykorzystane do finansowania działań stymulujących gospodarkę. W praktyce jednak

[138] J. E. Alt, D. D. Lassen, *Fiscal transparency, political parties, and debt in OECD countries*, European Economic Review Volume 50, Issue 6, p. 1403-1439, 2006.
[139] R. Beetsma, X. Debrun, *Fiscal Councils: Rationale, and Effectiveness*, IMF Working Paper, WP/6/86, 2016.
[140] C. Wyplosz, *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*, NBER Working Paper 17884, 2012.
[141] R. Beetsma et. al., *Independent Fiscal Councils: Recent Trends and Performance*, IMF Working Paper, WP/16/68, 2018.

77:4351991941

w wielu krajach, zwłaszcza rozwijających się, obserwuje się odwrotną tendencję. Polityka fiskalna ma często charakter procykliczny, wydatki publiczne rosną w czasie boomu, a maleją w recesji. Podczas gdy deficyty budżetowe zwiększają się w okresach wzrostu i ograniczają w czasie spowolnienia. Taka praktyka utrudnia wykorzystanie polityki fiskalnej jako skutecznego narzędzia stabilizacji makroekonomicznej i prowadzi do utrwalenia niestabilności finansów publicznych[142].

Podsumowując, ekspansywna i restrykcyjna polityka fiskalna stanowią dwa komplementarne narzędzia realizacji celów makroekonomicznych państwa. Pierwsza z nich wspiera wzrost i zatrudnienie w okresach spowolnienia, druga służy ograniczaniu inflacji i stabilizacji finansów publicznych w fazach ożywienia. Ostateczny efekt ich stosowania zależy od precyzyjnego dostosowania do cyklu koniunkturalnego, struktury gospodarki i kondycji finansów publicznych. Równowaga między tymi podejściami jest niezbędna dla zapewnienia trwałego, zrównoważonego i odpornego na szoki wzrostu gospodarczego.

2.2 Polityka monetarna

Polityka monetarna stanowi jeden z kluczowych filarów zarządzania gospodarką, odgrywając centralną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej państwa. W przeciwieństwie do polityki fiskalnej, która koncentruje się na kształtowaniu dochodów i wydatków publicznych, polityka monetarna oddziałuje na gospodarkę poprzez kontrolowanie podaży pieniądza oraz poziomu stóp procentowych. Jej podstawowym celem jest utrzymanie stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Działania te mają bezpośredni wpływ na siłę nabywczą pieniądza, poziom inwestycji, konsumpcję oraz ogólną dynamikę gospodarczą.

Współczesne gospodarki funkcjonują w warunkach wysokiej złożoności i wzajemnych powiązań rynkowych, co sprawia, że polityka monetarna staje się jednym z najważniejszych narzędzi stabilizacji cyklu koniunkturalnego. Władze monetarne mogą ją wykorzystywać w sposób elastyczny, łagodząc skutki spowolnienia gospodarczego poprzez obniżanie stóp procentowych i zwiększanie płynności w systemie finansowym lub przeciwdziałając przegrzewaniu się gospodarki poprzez zaostrzenie warunków kredytowych. Utrzymanie równowagi pomiędzy inflacją, wzrostem gospodarczym, a poziomem bezrobocia stanowi zatem podstawowe wyzwanie polityki pieniężnej.

[142] A. Alesina, F. Campante, G. Tabellini, *Why is Fiscal Policy Often Procyclical?*, Journal of the European Economic Association, vol. 6, issue 5, 1006-1036, 2008.

78:1028819144

Efektywne prowadzenie polityki monetarnej wymaga nie tylko precyzyjnej oceny krajowej sytuacji gospodarczej, ale również uwzględnienia globalnych uwarunkowań finansowych. W warunkach rosnącej integracji gospodarczej decyzje podejmowane przez banki centralne, zwłaszcza w największych gospodarkach świata, mogą wywoływać efekty zewnętrzne wpływające na kursy walut, przepływy kapitałowe i bilans handlowy innych krajów. Z tego względu polityka monetarna ma charakter nie tylko krajowy, ale i strategiczny w wymiarze międzynarodowym. Zrozumienie jej celów, narzędzi i skutków jest zatem kluczowe dla pełnego obrazu funkcjonowania współczesnej gospodarki.

2.2.1 Cele i strategia polityki pieniężnej

Polityka monetarna, jako jedno z podstawowych narzędzi zarządzania gospodarką, służy stabilizacji i wspieraniu zrównoważonego rozwoju poprzez realizację celów dostosowanych do specyfiki danego kraju, jego priorytetów rozwojowych oraz uwarunkowań instytucjonalnych. Współczesna teoria i praktyka podkreślają konieczność zachowania równowagi między poszczególnymi celami oraz elastyczności w reagowaniu na zmieniające się warunki makroekonomiczne. Do najważniejszych celów polityki monetarnej zalicza się[143]:

- Stabilność cen, rozumianą jako utrzymanie niskiego i stabilnego poziomu inflacji. Jest to obecnie główny cel banków centralnych w większości gospodarek, ponieważ zarówno wysoka inflacja, jak i deflacja wywołują zakłócenia w procesach gospodarczych. Inflacja osłabia siłę nabywczą pieniądza, zaburza decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne oraz prowadzi do nieefektywnej alokacji zasobów, natomiast deflacja sprzyja spadkowi produkcji i zatrudnienia. Utrzymanie stabilnych cen sprzyja przewidywalności gospodarczej i wspiera długofalowy wzrost.
- Wysokie zatrudnienie i stabilność produkcji, które pozostają ze sobą ściśle powiązane. Polityka monetarna dąży do ograniczania wahań produkcji i rynku pracy, utrzymując bezrobocie na poziomie naturalnym, obejmującym m.in. bezrobocie frykcyjne i strukturalne. Stabilizacja produkcji wokół potencjalnego poziomu gospodarki pozwala zachować równowagę między popytem, a podażą pracy oraz sprzyja efektywnemu wykorzystaniu zasobów.

[143] F.S. Mishkin, *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 13th Edition, Pearson Education, 2022, s. 435-439.

79:5671133596

- Stabilny wzrost gospodarczy, który stanowi warunek długofalowej równowagi makroekonomicznej. Polityka pieniężna, utrzymując stabilne ceny i sprzyjając niskim kosztom finansowania, tworzy otoczenie sprzyjające inwestycjom, oszczędnościom i innowacjom, wspierając w ten sposób wzrost produktywności i potencjału gospodarki.
- Stabilność rynków finansowych, która jest niezbędna dla skutecznej transmisji impulsów polityki pieniężnej oraz prawidłowego funkcjonowania systemu gospodarczego. Kryzysy finansowe mogą zakłócać procesy inwestycyjne i prowadzić do spadku aktywności gospodarczej, dlatego utrzymanie stabilności sektora finansowego stało się jednym z priorytetów banków centralnych, zwłaszcza po doświadczeniach kryzysu z lat 2007-2009.
- Stabilność stóp procentowych, ponieważ nadmierna ich zmienność wprowadza niepewność i utrudnia planowanie zarówno gospodarstwom domowym, jak i przedsiębiorstwom. Utrzymanie stabilnych stóp procentowych sprzyja przewidywalności kosztów finansowych, ogranicza ryzyko systemowe i zapobiega powstawaniu baniek spekulacyjnych.
- Stabilność kursu walutowego, szczególnie istotną w gospodarkach otwartych, w których wymiana handlowa odgrywa znaczącą rolę. Wahania kursu walutowego wpływają na konkurencyjność eksportu i poziom inflacji, a ich nadmierna zmienność destabilizuje bilans płatniczy. Banki centralne mogą w takich sytuacjach podejmować interwencje walutowe lub dostosowywać stopy procentowe w celu utrzymania równowagi i ograniczenia ryzyka destabilizacji gospodarki.

Podstawowy cel polityki pieniężnej w Polsce został określony w art. 3 ust. 1 ustawy o Narodowym Banku Polskim [144] jako „utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP". Z kolei art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej [145] stanowi, że „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza". Realizacja tego zadania odbywa się w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przyjętej w 2004 roku, która zakłada utrzymanie inflacji, rozumianej jako roczna zmiana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, na poziomie 2,5%, z dopuszczalnym, symetrycznym odchyleniem o jeden punkt procentowy w średnim okresie.

[144] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 2025).
[145] Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z dnia 12.04.1997 r. (Dz. U. Nr 178, poz. 483 z późn. zm.).

80:1005859465

Cel inflacyjny NBP ma charakter średniookresowy, co oznacza, że dynamika cen może okresowo odbiegać od poziomu docelowego, jeśli wynika to z przejściowych szoków podażowych lub czynników o charakterze zewnętrznym. Strategia ta opiera się na kilku fundamentalnych zasadach: priorytecie stabilności cen, publicznym określeniu celu inflacyjnego, przejrzystości działań banku centralnego, odpowiedzialności wobec społeczeństwa oraz oparciu decyzji na szerokiej analizie danych makroekonomicznych. Doświadczenia krajów stosujących strategię celu inflacyjnego pokazują, że prowadzi ona do niższej i bardziej przewidywalnej inflacji w porównaniu z gospodarkami, które nie stosują takiego reżimu.

W praktyce realizacja strategii celu inflacyjnego opiera się na systematycznej ocenie perspektyw inflacji i aktywności gospodarczej, przygotowywanej w oparciu o projekcje makroekonomiczne Narodowego Banku Polskiego. Kluczowym narzędziem prognostycznym jest makroekonometryczny model NECMOD[146], wykorzystywany do oceny procesów ekonomicznych oraz wspierający decyzje Rady Polityki Pieniężnej.

W Polsce strategia ta przyniosła wymierne efekty, potwierdzone utrzymaniem inflacji na przeciętnym poziomie około 2,0% rocznie w latach 2004-2019, a więc zbliżonym do celu inflacyjnego NBP. Elastyczność tej strategii pozwala na dostosowanie polityki pieniężnej do zmieniających się warunków gospodarczych, w tym do szoków zewnętrznych i wewnętrznych, które mogą powodować czasowe odchylenia inflacji od celu. Rada Polityki Pieniężnej, podejmując decyzje dotyczące poziomu stóp procentowych, uwzględnia opóźnienia w transmisji impulsów monetarnych do gospodarki, które zwykle wynoszą kilka kwartałów. NBP realizuje swoją politykę w reżimie płynnego kursu walutowego, dopuszczając możliwość interwencji, gdy jest to uzasadnione stabilnością makroekonomiczną lub potrzebą ograniczenia nadmiernych wahań kursu złotego. Kluczowym elementem strategii jest transparentna komunikacja z otoczeniem, obejmująca publikację raportów o inflacji, sprawozdań z posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej, konferencje prasowe oraz inne formy komunikacji z rynkiem i opinią publiczną. Jasność przekazu i przewidywalność decyzji są podstawą budowania zaufania społecznego do banku centralnego i zwiększają skuteczność prowadzonej polityki pieniężnej[147].

Doświadczenia ostatnich dekad, zwłaszcza globalnego kryzysu finansowego z lat 2007-2009, pokazały jednak, że niska inflacja nie jest wystarczającym warunkiem

[146] M. Greszta, M. Hulej, R. Lewińska, A. Michałek, P. Pońsko, B. Rybaczyk, B. Schulz, *Reestymacja kwartalnego modelu gospodarki polskiej NECMOD 2012*, NBP, 2012.
[147] Narodowy Bank Polski, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2019*, Warszawa, 2018, s. 5-6.

81:2983555371

utrzymania długofalowej stabilności gospodarczej. W odpowiedzi na te doświadczenia polityka pieniężna została uzupełniona o działania makroostrożnościowe i fiskalne, mające na celu wzmacnianie odporności systemu finansowego oraz ograniczanie nadmiernego ryzyka w sektorze kredytowym i nieruchomości. Współdziałanie tych polityk umożliwia skuteczniejsze reagowanie na zjawiska destabilizujące gospodarkę, przy jednoczesnym zachowaniu stabilności cen i równowagi makroekonomicznej.

W warunkach kryzysowych cele polityki monetarnej nabierają szczególnego znaczenia, wymagając elastyczności oraz zdolności do szybkiego reagowania na nieprzewidziane zdarzenia. Jak wskazują Alesina i Stella[148], głównym wyzwaniem dla banków centralnych w takich sytuacjach jest znalezienie równowagi między przestrzeganiem sztywnych reguł, a koniecznością podejmowania działań nadzwyczajnych. W okresach niestabilności gospodarczej sztywne ramy, takie jak bezwzględne utrzymanie celu inflacyjnego, mogą okazać się niewystarczające, gdyż nie pozwalają na uwzględnienie dynamicznie zmieniających się uwarunkowań makroekonomicznych. W takich przypadkach bank centralny może czasowo odejść od obowiązujących reguł, kierując się nadrzędnym celem, jakim jest stabilizacja gospodarki i rynków finansowych.

Jednocześnie konieczne jest, aby wszelkie odstępstwa od przyjętych zasad miały jasno określony charakter, tzw. klauzule wyjścia, które precyzują warunki i czas obowiązywania nadzwyczajnych działań. Pozwala to utrzymać zaufanie publiczne i wiarygodność banku centralnego, a także ogranicza ryzyko długotrwałego odejścia od celów strategicznych. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabiera niezależność banku centralnego, która stanowi gwarancję, że decyzje w zakresie polityki pieniężnej podejmowane są w oparciu o przesłanki ekonomiczne, a nie bieżące interesy polityczne. Niezależność ta, w połączeniu z odpowiedzialnością i przejrzystością działań, jest kluczowa dla skuteczności i wiarygodności polityki monetarnej, zwłaszcza w warunkach kryzysowych.

W polskich warunkach instytucjonalnych elementem wzmacniającym wiarygodność polityki pieniężnej jest specyficzna pozycja Rady Polityki Pieniężnej w systemie organów państwa. W literaturze[149] podkreśla się, że RPP stanowi szczególny organ o charakterze wykonawczym, wyodrębniony zarówno w strukturze banku centralnego, jak i poza nią. Jej wyłączenie z bieżącej administracji rządowej ogranicza bezpośredni wpływ władzy wykonawczej i ustawodawczej na kształt polityki pieniężnej. Taki model sprzyja

[148] A. Alesina, A. Stella, *The Politics of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series no. 15856, 2010.
[149] I. Kraś, *Rada Polityki Pieniężnej jako szczególny organ państwa*, Przegląd Politologiczny, (3), s. 159-170, 2016.

82:6854553613

prowadzeniu działań nakierowanych na cele długookresowe, a nie na logikę krótkiego cyklu wyborczego. Ma to szczególne znaczenie w sytuacjach kryzysowych, gdy rośnie presja na wykorzystywanie polityki monetarnej do realizacji celów pozagospodarczych.

2.2.2 Instrumenty polityki monetarnej

Instrumenty polityki pieniężnej banków centralnych można podzielić na tradycyjne i nowoczesne, a ich dobór zależy od specyfiki gospodarki, struktury systemu finansowego oraz bieżącej sytuacji makroekonomicznej. W stabilnych warunkach dominują klasyczne narzędzia, takie jak stopy procentowe, operacje otwartego rynku czy rezerwy obowiązkowe, służące regulacji płynności i kontroli podaży pieniądza. W sytuacjach kryzysowych lub przy bardzo niskich stopach procentowych banki centralne coraz częściej sięgają po instrumenty niekonwencjonalne, w tym luzowanie ilościowe oraz forward guidance, które poprzez oddziaływanie na oczekiwania rynkowe i długoterminowe stopy procentowe wzmacniają skuteczność polityki monetarnej. Elastyczne wykorzystanie zarówno klasycznych, jak i nowoczesnych narzędzi pozwala bankom centralnym skutecznie realizować cele stabilności cen, równowagi makroekonomicznej i wspierania wzrostu gospodarczego.

Stopy procentowe stanowią podstawowe i najczęściej wykorzystywane narzędzie polityki pieniężnej, pozwalające bankowi centralnemu regulować koszt pieniądza w gospodarce. Określają one cenę, po jakiej banki komercyjne mogą pożyczać środki od banku centralnego lub między sobą. Zmiana poziomu stóp procentowych wpływa na decyzje dotyczące oszczędzania, inwestowania i zaciągania kredytów, oddziałując tym samym na poziom konsumpcji, inwestycji oraz inflacji.

Mechanizm oddziaływania stóp procentowych opiera się na tzw. transmisji monetarnej, w ramach której decyzje banku centralnego wpływają na stopy rynkowe, a poprzez nie na realną aktywność gospodarczą. Obniżenie stóp procentowych obniża koszt kredytu, zachęcając przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe do zwiększenia wydatków i inwestycji. Z kolei ich podwyższenie ogranicza dostępność taniego pieniądza, co zmniejsza presję inflacyjną i spowalnia wzrost gospodarczy[150].

Polityka stóp procentowych pełni więc kluczową funkcję stabilizacyjną, pozwalając bankowi centralnemu reagować na zmiany koniunktury. W okresie spowolnienia gospodarczego obniżenie stóp procentowych ma na celu pobudzenie aktywności

[150] Narodowy Bank Polski, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku*, Materiały i Studia nr 346, 2023, s. 10-11.

83:6038046561

ekonomicznej, natomiast w fazie szybkiego wzrostu i rosnącej inflacji ich podniesienie służy „schłodzeniu” gospodarki i ograniczeniu presji cenowej.

Zmiany stóp procentowych wpływają również na kurs walutowy. Ich podwyższenie zwiększa atrakcyjność krajowych aktywów dla inwestorów zagranicznych, co sprzyja napływowi kapitału i umocnieniu waluty. Może to jednak obniżyć konkurencyjność eksportu. Odwrotne skutki przynosi obniżenie stóp. Osłabienie waluty poprawia konkurencyjność towarów krajowych, lecz jednocześnie zwiększa koszty importu, co może nasilać inflację. Dlatego zmiany stóp procentowych muszą być stosowane z rozwagą, gdyż nadmierna ich zmienność może zaburzać oczekiwania inflacyjne i destabilizować równowagę makroekonomiczną[151].

Tradycyjnie banki centralne oddziaływały na krótkoterminowe stopy procentowe poprzez kształtowanie podaży rezerw bankowych, jednak współcześnie dominujące znaczenie ma bezpośrednie ustalanie stopy referencyjnej. Odejście od polityki opartej na agregatach monetarnych sprawiło, że to właśnie stopy procentowe stały się głównym narzędziem kształtowania warunków monetarnych. Współczesne modele, jak nowo-keynesowski model Claridy, Galí i Gertlera[152], pokazują, że oczekiwania uczestników rynku wobec decyzji banku centralnego (tzw. *announcement effect*) odgrywają kluczową rolę w kształtowaniu rynkowych stóp procentowych, co ogranicza konieczność bezpośrednich interwencji[153].

W Polsce stopy procentowe stanowią podstawowy instrument polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego, którego celem jest utrzymanie krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego w pobliżu stopy referencyjnej. NBP wykorzystuje w tym celu operacje otwartego rynku oraz operacje depozytowo-kredytowe. Do podstawowych stóp procentowych NBP należą:

- **stopa referencyjna** - główna stopa procentowa NBP, określająca rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, w szczególności 7-dniowych bonów pieniężnych emitowanych przez bank centralny; wpływa na koszt pieniądza w gospodarce i poziom krótkoterminowych stóp rynkowych, stanowiąc kluczowy punkt odniesienia dla oprocentowania kredytów i depozytów w sektorze bankowym,

[151] A.R. Ghosh, J.D. Ostry, M. Chamon, *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*, Journal of International Money and Finance, 2015, s. 1-3.
[152] R. Clarida, J. Gali, M. Gertler, *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, Journal of Economic Literature, 37 (4), 1999, s. 1661-1707.
[153] B. Friedman, K. Kuttner, *Implementation of Monetary Policy: How do Central Banks set interest rates?*, NBER Working Paper Series, no. 16165, 2010, s. 1-5.

84:6354361231

- **stopa lombardowa** - oprocentowanie kredytu lombardowego udzielanego bankom komercyjnym przez NBP na termin overnight; stanowi górną granicę wahań stóp procentowych na rynku międzybankowym,
- **stopa depozytowa** - oprocentowanie depozytów overnight składanych przez banki w NBP; wyznacza dolną granicę stóp procentowych na rynku międzybankowym,
- **stopa redyskontowa weksli** - stosowana przy redyskoncie weksli przyjmowanych przez NBP od banków komercyjnych, wpływa na koszt refinansowania kredytów wekslowych,
- **stopa dyskontowa weksli** - określa oprocentowanie przy dyskontowaniu weksli przez NBP przed terminem zapadalności**.**

Choć podstawowe stopy procentowe są bezpośrednio wyznaczane przez Narodowy Bank Polski, ich wpływ na gospodarkę ma w dużej mierze charakter pośredni. Bank centralny oddziałuje na poziom rynkowych stóp procentowych, w tym stawek międzybankowych, poprzez kształtowanie warunków płynności na rynku, operacje otwartego rynku oraz komunikowanie kierunku prowadzonej polityki pieniężnej. Na ostateczny poziom oprocentowania w sektorze komercyjnym wpływają jednak również inne czynniki, takie jak konkurencja w sektorze bankowym, poziom ryzyka kredytowego, oczekiwania dotyczące przyszłej inflacji czy obowiązujące regulacje ostrożnościowe[154].

Rynkowe stopy procentowe, zwłaszcza stawki WIBOR (Warsaw Interbank Offered Rate), stanowią kluczowy kanał transmisji polityki pieniężnej. Odzwierciedlają one oprocentowanie, po jakim banki są skłonne udzielać sobie pożyczek na rynku międzybankowym, i jednocześnie stanowią punkt odniesienia przy ustalaniu oprocentowania kredytów i depozytów w gospodarce, w tym kredytów hipotecznych. Oczekiwania uczestników rynku wobec przyszłych decyzji Rady Polityki Pieniężnej wpływają zatem na poziom WIBOR-u, a tym samym na koszty finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, co pośrednio oddziałuje na konsumpcję, inwestycje i inflację.

Operacje otwartego rynku (*Open Market Operations*, OMO) stanowią jeden z najważniejszych instrumentów polityki monetarnej, służący regulowaniu płynności w sektorze bankowym oraz utrzymaniu krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie zgodnym z celem banku centralnego. Polegają na warunkowym lub bezwarunkowym

[154] Narodowy Bank Polski, *W jaki sposób Narodowy Bank Polski wpływa na krótkoterminowe stopy procentowe w gospodarce?*, Edukacja NBP, 2022.

85:5672144668

zakupie i sprzedaży papierów wartościowych, najczęściej obligacji skarbowych, a także na emisji własnych papierów dłużnych przez bank centralny. Poprzez te działania bank centralny wpływa na poziom rezerw banków komercyjnych, a tym samym na ich zdolność kredytową i podaż pieniądza w gospodarce. Zakup papierów wartościowych zwiększa płynność sektora bankowego i obniża krótkoterminowe stopy procentowe. Natomiast ich sprzedaż ma efekt odwrotny, ogranicza ilość pieniądza w obiegu i podnosi koszt kredytu.

W ramach operacji otwartego rynku powszechnie stosowane są transakcje repo i reverse repo. W transakcji repo (*repurchase agreement*) bank centralny kupuje papiery wartościowe od banków komercyjnych, zobowiązując się do ich późniejszej odsprzedaży, dostarczając sektorowi bankowemu krótkoterminowej płynności. Z kolei reverse repo polega na sprzedaży papierów wartościowych z zobowiązaniem ich odkupu, co pozwala na czasowe ograniczenie nadpłynności w systemie bankowym. Dzięki tym mechanizmom bank centralny może elastycznie reagować na zmiany sytuacji płynnościowej i stabilizować krótkoterminowe stopy procentowe.

Operacje otwartego rynku stanowią główny instrument realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego. NBP oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym tak, aby kształtowanie się stawki POLONIA [155] pozostawało zbliżone do stopy referencyjnej. Bank centralny stosuje trzy podstawowe rodzaje operacji[156]:

- **operacje podstawowe** - przeprowadzane regularnie, zazwyczaj raz w tygodniu z 7-dniowym terminem zapadalności, polegające na emisji bonów pieniężnych przy rentowności równej stopie referencyjnej;
- **operacje dostrajające** - wykorzystywane do korygowania krótkoterminowych wahań płynności, które mogą mieć charakter zasilający (np. repo, przedterminowy wykup bonów) lub absorbujący (np. emisja bonów, transakcje reverse repo);
- **operacje strukturalne** - mające na celu trwałą zmianę struktury płynności, realizowane poprzez emisję długoterminowych papierów wartościowych lub operacje na rynku wtórnym.

Dzięki operacjom otwartego rynku NBP może skutecznie kontrolować poziom płynności w systemie finansowym, kształtować rynkowe stopy procentowe i reagować na zmiany

[155] Stawka POLONIA (Polish Overnight Index Average) wyznaczana jest jako średnia (ważona wolumenem poszczególnych transakcji) oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych zawartych na termin O/N w danym dniu roboczym do godziny 16.30.
[156] Narodowy Bank Polski, *Operacje otwartego rynku*, Edukacja NBP, 2022.

86:1869754985

koniunktury gospodarczej. W warunkach zwiększonego ryzyka inflacyjnego sprzedaż aktywów ogranicza podaż pieniądza i przeciwdziała presji cenowej, natomiast w okresach spowolnienia zakup papierów wartościowych zwiększa płynność i wspiera dostępność kredytu, pobudzając aktywność gospodarczą.

Jak wskazuje Stein[157], operacje otwartego rynku odgrywają kluczową rolę w utrzymaniu stabilności finansowej, szczególnie poprzez zapewnienie płynności bankom komercyjnym w sytuacjach napięć na rynku finansowym. W takich okresach interwencje banku centralnego mogą łagodzić skutki odpływu kapitału i ograniczać ryzyko kryzysów kredytowych, stabilizując cały system finansowy. Skuteczność operacji otwartego rynku zależy jednak od struktury systemu finansowego. W bardziej rozwiniętych gospodarkach, gdzie znaczna część pośrednictwa finansowego odbywa się poza tradycyjnym sektorem bankowym (np. w ramach tzw. bankowości cieniowej), skuteczność operacji otwartego rynku w kształtowaniu płynności całego systemu finansowego może być ograniczona. W takich warunkach wymagane jest wsparcie innymi instrumentami polityki monetarnej lub działaniami regulacyjnymi.

Rezerwy obowiązkowe stanowią jedno z tradycyjnych narzędzi polityki monetarnej, wykorzystywane przez banki centralne do kontroli podaży pieniądza i utrzymania stabilności systemu finansowego. Mechanizm ten polega na zobowiązaniu instytucji finansowych, przede wszystkim banków komercyjnych, do utrzymywania określonej części zgromadzonych depozytów na rachunkach w banku centralnym. Poziom wymaganych rezerw określany jest przez stopę rezerwy obowiązkowej, która wyraża procent wartości depozytów objętych tym obowiązkiem.

Celem stosowania rezerw obowiązkowych jest nie tylko ograniczanie nadmiernej ekspansji kredytowej i utrzymanie płynności sektora bankowego, lecz także wzmacnianie stabilności finansowej[158]. Współcześnie można wyróżnić trzy główne funkcje tego instrumentu:

- ostrożnościową, polegająca na utrzymywaniu przez banki odpowiedniego poziomu wysokiej jakości aktywów, co zmniejsza ryzyko utraty płynności i niewypłacalności;
- monetarną, umożliwiającą bankowi centralnemu wpływanie na koszt kredytu i poziom podaży pieniądza, a tym samym na inflację i stabilność cen;

[157] J. Stein, *Monetary Policy as Financial-Stability Regulation*, Quarterly Journal of Economics 127 (1), 2012, s. 57-95.
[158] S. Gray, *Central Bank Balances and Reserve Requirements*, IMF Working Paper, WP/11/36, Washington D.C., 2011.

87:8629993499

- płynnościową, pozwalającą stabilizować krótkoterminowe stopy procentowe i ograniczać zmienność na rynku międzybankowym dzięki mechanizmowi uśredniania rezerw.

Mechanizm uśredniania rezerw umożliwia bankom elastyczne kształtowanie poziomu środków utrzymywanych na rachunku w banku centralnym w trakcie okresu rozliczeniowego, pod warunkiem że średni stan rezerw nie będzie niższy od poziomu wymaganego. Rozwiązanie to zwiększa stabilność krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych i płynność rozliczeń międzybankowych, ograniczając potrzebę częstych operacji otwartego rynku. W Polsce środki utrzymywane w ramach rezerwy obowiązkowej są oprocentowane według stopy referencyjnej NBP, co zapewnia neutralność fiskalną tego instrumentu i ogranicza jego wpływ na dochody banku centralnego[159].

Wysokość rezerw obowiązkowych ma bezpośredni wpływ na zdolność banków do kreacji pieniądza poprzez akcję kredytową. Podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej ogranicza dostępne środki na kredyty, zmniejszając podaż pieniądza i presję inflacyjną. Obniżenie stopy rezerw działa odwrotnie, zwiększa płynność sektora bankowego, ułatwia finansowanie inwestycji i może pobudzać wzrost gospodarczy. Z tego względu instrument ten jest stosowany do regulowania równowagi pomiędzy stabilnością cen, a dynamiką wzrostu.

Mimo swojej skuteczności, w praktyce banki centralne coraz rzadziej wykorzystują rezerwy obowiązkowe jako główne narzędzie polityki monetarnej. Wynika to z faktu, że ich zmiana ma charakter administracyjny i może powodować nagłe zaburzenia płynności na rynku finansowym. Współcześnie większe znaczenie mają bardziej elastyczne instrumenty, takie jak operacje otwartego rynku czy stopy procentowe. Niemniej jednak w sytuacjach kryzysowych, gdy konieczna jest szybka reakcja na zawirowania płynności, modyfikacja stopy rezerw obowiązkowych pozostaje skutecznym środkiem oddziaływania.

Znaczenie rezerw obowiązkowych różni się w zależności od struktury systemu finansowego. W gospodarkach rozwiniętych, gdzie banki mają dostęp do szerokiej gamy źródeł finansowania, wpływ rezerw obowiązkowych na akcję kredytową jest ograniczony. Natomiast w krajach rozwijających się, gdzie dostęp do kapitału jest mniejszy, instrument ten odgrywa kluczową rolę w kontroli podaży pieniądza i utrzymaniu stabilności sektora bankowego, zwłaszcza podczas okresów niestabilności finansowej. W strefie euro rezerwy

[159] Narodowy Bank Polski, *Rezerwa obowiązkowa*, Edukacja NBP, 2022.

88:6096782190

obowiązkowe są relatywnie niskie, zgodnie z podejściem Europejskiego Banku Centralnego, który preferuje rynkowe mechanizmy kontroli płynności.

W ostatnich latach rezerwy obowiązkowe zaczęły pełnić również funkcję makroostrożnościową, wspierając stabilność finansową i ograniczając ryzyko cyklicznych wahań koniunktury. W wielu krajach rozwijających się banki centralne wprowadzają kontrcykliczne zmiany poziomu rezerw, by kontrolować tempo ekspansji kredytowej i zapobiegać przegrzaniu gospodarki. Takie działania pomagają stabilizować system finansowy, lecz jednocześnie mogą zwiększać koszty finansowania banków, skłaniając je do podejmowania większego ryzyka w celu utrzymania rentowności. Dlatego skuteczne wykorzystanie rezerw obowiązkowych wymaga precyzyjnego wyważenia między celami stabilizacyjnymi, a bezpieczeństwem mikroekonomicznym sektora bankowego[160].

Operacje depozytowo-kredytowe (ang. *standing facilities*) stanowią kolejny instrument polityki monetarnej, umożliwiający bankom centralnym bieżące zarządzanie płynnością w sektorze bankowym oraz stabilizowanie krótkoterminowych stóp procentowych. Ich istotą jest zapewnienie bankom komercyjnym możliwości deponowania nadwyżek środków w banku centralnym lub uzyskania od niego krótkoterminowego finansowania w sytuacji chwilowych niedoborów płynności. Dzięki temu instrumentowi bank centralny ogranicza wahania stóp procentowych na rynku międzybankowym, co sprzyja stabilności całego systemu finansowego.

W Polsce Narodowy Bank Polski prowadzi jednodniowe operacje depozytowo-kredytowe typu overnight. Banki komercyjne mogą skorzystać z kredytu lombardowego, oprocentowanego według stopy lombardowej, gdy potrzebują dodatkowej płynności lub zdeponować nadwyżki środków w formie depozytu overnight, oprocentowanego według stopy depozytowej, niższej od stopy referencyjnej. Kredyt lombardowy zapewnia natychmiastowy dostęp do środków, natomiast depozyt overnight umożliwia bezpieczne lokowanie wolnych funduszy w NBP, co ogranicza presję na spadek krótkoterminowych stóp procentowych w warunkach nadpłynności sektora.

Operacje te wyznaczają granice tzw. korytarza stóp procentowych, w którym porusza się krótkoterminowa stopa rynku międzybankowego, zwykle mierzona stawką POLONIA. Stopa lombardowa stanowi górne ograniczenie kosztu pozyskania płynności, natomiast stopa depozytowa dolną granicę oprocentowania lokat banków komercyjnych w NBP. Dzięki temu oprocentowanie transakcji międzybankowych kształtuje się pomiędzy tymi

[160] T. Cordella, P. Federico, C. Vegh, G. Vuletin, *Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World*, Policy Research Working Paper Series 6793, The World Bank, 2014.

89:5160598762

wartościami, co zapewnia stabilność krótkoterminowych stóp procentowych wokół stopy referencyjnej. Mechanizm korytarza wspiera płynność rynku pieniężnego i zwiększa przewidywalność warunków finansowych, ograniczając potrzebę częstych interwencji banku centralnego[161].

Badania Bindseila i Jabłeckiego[162] wskazują, że szerokość korytarza może stanowić istotny instrument zarządzania płynnością w systemie bankowym. Szeroki korytarz sprzyja aktywności na rynku międzybankowym, zwiększając samoregulację płynności przez banki. Natomiast wąski ogranicza zmienność stopy overnight, lecz wzmacnia rolę banku centralnego jako głównego pośrednika płynności. W praktyce wybór odpowiedniej szerokości korytarza stanowi kompromis między stabilnością, a efektywnością rynku. W warunkach nadpłynności lub ograniczonej płynności w systemie bankowym mogą występować trudności operacyjne w transmisji polityki pieniężnej, w tym zjawisko określane mianem „miękkiego dna" (*soft floor*). Polega ono na tym, że krótkoterminowe stopy rynkowe spadają poniżej stopy depozytowej banku centralnego, co wynika m.in. z ograniczonego dostępu części instytucji finansowych do operacji z bankiem centralnym lub z niedoskonałości rynku rezerw. Zjawisko to zostało zidentyfikowane w literaturze po globalnym kryzysie finansowym 2008 roku, m.in. w analizie George'a A. Kahna[163] dotyczących operacyjnych ram polityki pieniężnej Systemu Rezerwy Federalnej. Wskazuje ono, że skuteczność systemu korytarzowego zależy nie tylko od konstrukcji stóp procentowych, lecz także od struktury uczestników rynku i charakteru ich relacji z bankiem centralnym.

Operacje depozytowo-kredytowe są zatem integralnym elementem polityki pieniężnej, wspierającym realizację podstawowych celów NBP, jakimi są utrzymanie stabilności cen, równowagi makroekonomicznej oraz bezpieczeństwa systemu finansowego. Umożliwiają one utrzymanie płynności w sektorze bankowym, stabilizację krótkoterminowych stóp procentowych oraz efektywną transmisję decyzji banku centralnego na gospodarkę realną.

Interwencje walutowe stanowią kolejny, ważny instrument polityki monetarnej, szczególnie w gospodarkach otwartych, gdzie kurs walutowy wywiera istotny wpływ na handel zagraniczny, inflację i ogólną stabilność makroekonomiczną. Celem tych działań jest

[161] Narodowy Bank Polski, *W jaki sposób Narodowy Bank Polski wpływa na krótkoterminowe stopy procentowe w gospodarce?*, Edukacja NBP, 2022.
[162] U. Bindseil, J. Jabłecki, *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB Working Paper Series 1350, European Central Bank, 2011.
[163] G. Kahn, *Monetary policy under a corridor operating framework*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 95(Q IV), 2010, s. 5-34.

90:1035647059

ograniczenie nadmiernej zmienności kursu krajowej waluty, zapobieganie destabilizacji finansowej oraz ochrona równowagi bilansu płatniczego. Bank centralny może podejmować interwencje zarówno w sposób bezpośredni, dokonując zakupów lub sprzedaży walut obcych, jak i pośredni, poprzez zmianę stóp procentowych, bądź działania komunikacyjne, znane jako jawboning, mające na celu kształtowanie oczekiwań uczestników rynku[164].

Z interwencjami walutowymi ściśle wiąże się **polityka rezerw dewizowych**, polegająca na utrzymywaniu przez bank centralny odpowiedniego poziomu i struktury aktywów zagranicznych w celu zapewnienia płynności finansowej państwa, wzmocnienia jego wiarygodności oraz stworzenia bufora bezpieczeństwa na wypadek gwałtownych wahań kursu walutowego lub odpływu kapitału. Rezerwy dewizowe Narodowego Banku Polskiego stanowią łatwo rozporządzalne, płynne aktywa zagraniczne, obejmujące głównie papiery wartościowe, lokaty, gotówkę w walutach obcych o wysokiej wiarygodności (dolar amerykański, euro, funt szterling, jen japoński) oraz złoto. Odpowiednie zarządzanie rezerwami dewizowymi pozwala bankowi centralnemu skutecznie wspierać stabilność kursu złotego, wzmacniać zaufanie inwestorów oraz utrzymywać stabilność systemu finansowego.[165].

Narodowy Bank Polski realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego, co oznacza, że wartość złotego kształtuje się głównie pod wpływem mechanizmów rynkowych. NBP nie dąży do utrzymywania określonego poziomu kursu, lecz zastrzega możliwość interwencji w sytuacjach nadmiernej zmienności lub zagrożenia stabilności makroekonomicznej. Interwencje te polegają na zakupie lub sprzedaży walut obcych. Zakup prowadzi do osłabienia złotego, natomiast sprzedaż do jego umocnienia. Tego rodzaju działania mogą łagodzić skutki gwałtownych przepływów kapitałowych, stabilizować rynek finansowy oraz wspierać politykę stóp procentowych w osiąganiu celu inflacyjnego[166].

Jednym z najczęściej stosowanych podejść w ramach polityki kursowej jest strategia „działania pod wiatr" (ang. *leaning against the wind*), polegająca na gromadzeniu rezerw walutowych w okresach nadmiernego napływu kapitału i redukowaniu ich w czasie odpływu. Takie podejście ogranicza ryzyko nadmiernych fluktuacji kursowych, stabilizuje

---

[164] I. D. Tymoczko, *Analiza porównawcza systemów kursu walutowego*, Zeszyt nr 287, Materiały i studia NBP, Warszawa 2013, s. 11-26.
[165] Narodowy Bank Polski, *Rezerwy dewizowe. Czym są i jaka jest ich wysokość w Polsce?*, Edukacja NBP, 2022.
[166] Narodowy Bank Polski, *W jaki sposób Narodowy Bank Polski wpływa na krótkoterminowe stopy procentowe w gospodarce?*, Edukacja NBP, 2022, s. 2.

91:7908736812

oczekiwania rynkowe oraz chroni konkurencyjność eksportu. Jednocześnie może łagodzić skutki gwałtownych zmian kursu dla cen dóbr importowanych, a tym samym pośrednio wspierać stabilność siły nabywczej gospodarstw domowych[167].

Skuteczność interwencji walutowych zależy w dużej mierze od wiarygodności banku centralnego, przejrzystości jego działań oraz właściwej komunikacji z rynkiem. Badania empiryczne (m.in. Adlera i współautorów[168], Fratzschera i współautorów[169]) wskazują, że skuteczność interwencji wzrasta, gdy są one spójne z ogólną strategią polityki pieniężnej i wspierane przez jasno komunikowane cele. W gospodarkach rozwiniętych interwencje te pełnią funkcję pomocniczą, wspierając politykę stóp procentowych, natomiast w gospodarkach wschodzących mogą stanowić kluczowy instrument obrony przed nadmiernymi wahaniami kursu i odpływem kapitału.

Interwencje walutowe mają również znaczenie w kontekście globalnych przepływów finansowych i współpracy międzynarodowej. W dobie wysokiej integracji rynków kapitałowych działania banków centralnych mogą łagodzić skutki destabilizujących przepływów krótkoterminowego kapitału oraz przeciwdziałać efektowi zarażania w okresach globalnych zawirowań finansowych. W praktyce banki centralne coraz częściej koordynują swoje interwencje w ramach współpracy międzynarodowej, zwłaszcza w odniesieniu do kluczowych walut światowych, takich jak dolar amerykański, euro czy jen japoński.

Interwencje walutowe pozwalają na ograniczanie nadmiernych wahań kursu walutowego i wspieranie stabilności gospodarczej, jednak ich skuteczność zależy od właściwego doboru momentu, skali i formy działania, a także od zaufania rynku do polityki banku centralnego. W warunkach globalnej niepewności i rosnącej mobilności kapitału stanowią one ważny instrument wspierający stabilność finansową i makroekonomiczną państwa.

W następstwie globalnego kryzysu finansowego z lat 2007-2009 banki centralne w krajach rozwiniętych, w tym Rezerwa Federalna (FED), Europejski Bank Centralny (EBC) i Bank Japonii (BoJ), zaczęły stosować niestandardowe narzędzia polityki pieniężnej, takie jak luzowanie ilościowe (ang. *Quantitative Easing*, QE) oraz forward guidance. Była to odpowiedź na sytuację, w której tradycyjne instrumenty, w tym stopy procentowe,

---

[167] S. Fanelli, L. Straub, *A Theory of Foreign Exchange Interventions*, NBER Working Papers 27872, National Bureau of Economic Research, 2020.

[168] G. Adler, R. Lama, J.P. Medina, *Unconventional Policies and Exchange Rate Dynamics*, IMF Working Papers 2017/237, International Monetary Fund, 2017.

[169] M. Fratzscher, O. Gloede, L. Menkhoff, L. Sarno, T. Stöhr, *When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries*, American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 11(1), 2019, s. 132-156.

92:7219617935

osiągnęły granicę zerową (tzw. *zero lower bound*), ograniczając możliwości dalszego pobudzania gospodarki.

Luzowanie ilościowe polega na zwiększaniu podaży pieniądza poprzez zakupy aktywów finansowych, głównie długoterminowych obligacji skarbowych, korporacyjnych czy papierów zabezpieczonych hipoteką (MBS). Celem tych działań jest obniżenie długoterminowych stóp procentowych, poprawa płynności systemu finansowego i wsparcie wzrostu gospodarczego w warunkach kryzysu. Skup aktywów przez bank centralny prowadzi do wzrostu ich cen i spadku rentowności, co zmniejsza koszt kapitału, pobudza inwestycje i konsumpcję oraz wspiera aktywność gospodarczą[170].

Działanie QE odbywa się poprzez kilka kanałów transmisji. Kanał równowagi portfelowej (ang. *portfolio rebalancing channel*) polega na tym, że skup długoterminowych obligacji przez bank centralny zmniejsza ich podaż na rynku, co skłania inwestorów do przenoszenia środków w kierunku bardziej ryzykownych aktywów, takich jak akcje czy obligacje korporacyjne. Prowadzi to do wzrostu ich cen i spadku rentowności, a tym samym do zwiększenia dostępności finansowania dla przedsiębiorstw[171]. Z kolei kanał kredytowy (ang. *bank lending channel*) polega na zwiększaniu rezerw banków komercyjnych w wyniku sprzedaży aktywów do banku centralnego. Powiększenie bazy rezerw sprzyja zwiększeniu akcji kredytowej, obniża koszt finansowania i łagodzi napięcia płynnościowe w sektorze bankowym[172]. QE oddziałuje także poprzez kanał sygnalizacyjny, gdyż ogłoszenie programu zakupu aktywów stanowi wyraźny sygnał utrzymania niskich stóp procentowych w dłuższym okresie, co wpływa na oczekiwania rynkowe i stabilizuje krzywą dochodowości[173].

Choć luzowanie ilościowe bywa potocznie utożsamiane z „dodrukiem pieniądza", w rzeczywistości nie zawsze prowadzi do bezpośredniego zwiększenia podaży pieniądza w gospodarce. Jeśli stroną sprzedającą obligacje są banki komercyjne, środki uzyskane ze sprzedaży zwiększają jedynie ich rezerwy w banku centralnym, bez natychmiastowego przełożenia na akcję kredytową. Dopiero gdy aktywa sprzedają inne podmioty, takie jak

[170] Narodowy Bank Polski, *Luzowanie ilościowe*, Edukacja NBP, 2022.
[171] M. Joyce, D. Miles, A. Scott, D. Vayanos, *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy-an Introduction*, The Economic Journal, 122, 2012, s. F271-F288.
[172] L. Gambacorta, D. Marques-Ibanez, *The bank lending channel: lessons from the crisis*, Working Paper Series from European Central Bank No 1335, 2011.
[173] B.S. Bernanke, *The New Tools of Monetary Policy*, American Economic Review 110, no. 4, 2020, s. 943-983.

93:7619019805

fundusze inwestycyjne czy przedsiębiorstwa, może dojść do faktycznego zwiększenia depozytów w systemie bankowym i wzrostu podaży pieniądza w obiegu[174].

Doświadczenia z programów QE, takich jak QE1 (2008-2009) i QE2 (2010-2011) w Stanach Zjednoczonych, potwierdzają ich skuteczność w obniżaniu długoterminowych stóp procentowych, poprawie płynności rynku i stabilizacji systemu finansowego. Badania Krishnamurthy i Vissing-Jorgensen[175] wykazały, że QE1 znacząco obniżyło stopy hipoteczne i poprawiło sytuację na rynku kredytowym, natomiast QE2 wzmocniło przekaz o utrzymaniu łagodnej polityki pieniężnej, przyczyniając się do dalszego ożywienia gospodarczego. Z kolei analizy Fratzschera i współautorów[176] wskazują, że skutki QE wykraczają poza granice krajowe. Programy te wpływają na przepływy kapitału, kursy walut i globalne ceny aktywów, co potwierdza ich znaczenie systemowe dla światowej gospodarki.

Jednocześnie luzowanie ilościowe niesie ze sobą istotne ryzyka. Nadmierna płynność może prowadzić do wzrostu cen aktywów finansowych ponad ich wartość fundamentalną, zwiększając ryzyko powstawania baniek spekulacyjnych. Utrzymywanie przez długi czas bardzo niskich stóp procentowych może skłaniać inwestorów do podejmowania nadmiernego ryzyka i zagrażać stabilności finansowej. W literaturze (m.in. Labonte[177], Benford i in.[178]) zwraca się także uwagę na trudności związane z procesem wycofywania QE. Redukcja skali programu i sprzedaż aktywów mogą prowadzić do gwałtownych wzrostów stóp procentowych i niestabilności na rynkach finansowych, jeśli nie zostaną przeprowadzone ostrożnie i przewidywalnie.

W praktyce wycofywanie się z polityki luzowania ilościowego przebiega etapowo i obejmuje proces taperingu, czyli stopniowego ograniczania skali zakupów aktywów, oraz quantitative tightening (QT), będącego odwrotnością QE, polegającą na redukcji bilansu banku centralnego, często poprzez niereinwestowanie środków z zapadających obligacji. Takie działania, jak w przypadku Rezerwy Federalnej USA w latach 2017-2018, mają na celu łagodne dostosowanie rynków do nowych warunków i uniknięcie gwałtownych wzrostów rentowności. Dyskusja dotycząca wyjścia z QE pozostaje aktualna, zwłaszcza

---

[174] Zakrzewski A., Zalewski D., *Banki Centralne i QE*, Biuro Doradztwa i Funduszy Inwestycyjnych. Citi Handlowy, 2021.

[175] A. Krishnamurthy, A. Vissing-Jorgensen, *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, NBER Working Papers 17555, National Bureau of Economic Research, 2011.

[176] M. Fratzscher, R. Straub, M. Lo Duca, *On the international spillovers of US quantitative easing*, Working Paper Series 1557, European Central Bank, 2013.

[177] M. Labonte, *Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options*, Congressional Research Service, R42962, 2014.

[178] J. Benford, S. Berry, K. Nikolov, C. Young, M. Robson, *Quantitative Easing*, Bank of England Quarterly Bulletin, Q2, 2009.

94:3990052196

wobec dużych bilansów największych banków centralnych, które skupują znaczną część obligacji skarbowych. Coraz częściej wskazuje się, że QE stało się trwałym elementem polityki monetarnej, stosowanym w sytuacjach kryzysowych, a doświadczenia z lat 2008 potwierdzają jego skuteczność w stabilizowaniu rynków finansowych i ograniczaniu skutków globalnych wstrząsów gospodarczych.

Mimo tych ograniczeń, luzowanie ilościowe pozostaje jednym z najważniejszych narzędzi nowoczesnej polityki monetarnej, umożliwiającym pobudzanie gospodarki w warunkach niskiej inflacji i zerowych stóp procentowych. Jego skuteczność zależy jednak od właściwego doboru skali, czasu trwania oraz komunikacji ze stroną rynkową, a także od współdziałania z polityką fiskalną i makroostrożnościową, które wspólnie determinują stabilność makroekonomiczną w dłuższym okresie.

Forward guidance (FG) stanowi jedno z nowoczesnych narzędzi polityki pieniężnej, oparte na komunikacji banku centralnego z rynkiem w celu kształtowania oczekiwań dotyczących przyszłej polityki monetarnej, zwłaszcza poziomu stóp procentowych w średnim i długim okresie. Narzędzie to odgrywa kluczową rolę w stabilizowaniu oczekiwań inflacyjnych, ograniczaniu niepewności oraz wzmocnieniu skuteczności transmisji monetarnej, szczególnie w warunkach, gdy stopy procentowe znajdują się w pobliżu efektywnej dolnej granicy (ang. *effective lower bound*). Poprzez przekazywanie informacji o przyszłych działaniach, bank centralny wpływa na krzywą dochodowości, ceny aktywów oraz decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne, stabilizując nastroje uczestników rynku[179].

Wyróżnia się dwa główne typy forward guidance: czasowy, który wskazuje określony okres utrzymania stóp procentowych na ustalonym poziomie, oraz warunkowy, który uzależnia przyszłe decyzje od realizacji określonych wskaźników makroekonomicznych, takich jak inflacja czy stopa bezrobocia. Badania empiryczne, m.in. dotyczące komunikatów Federalnego Komitetu Otwartego Rynku (FOMC), potwierdzają, że jasne i wiarygodne zapowiedzi banku centralnego prowadzą do spadku premii terminowej obligacji, stabilizują warunki finansowe i mogą pośrednio stymulować wzrost gospodarczy[180].

Skuteczność FG w dużej mierze zależy od wiarygodności i spójności komunikacji banku centralnego. Deklaracje o charakterze zobowiązującym (ang. *commitment-based*) mają silniejszy wpływ na rynki, lecz wiążą się z ryzykiem utraty zaufania, jeśli warunki

[179] European Central Bank, *The ECB's Forward Guidance,* ECB Monthly Bulletin, April 2014, 2014, s. 65-73.
[180] B. Bundick, T. Herriford, A.L. Smith, *Forward Guidance, Monetary Policy Uncertainty, and the Term Premium*, Research Working Paper RWP 17-7, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2017.

95:3946898115

gospodarcze wymuszą rewizję wcześniejszych zapowiedzi[181]. W porównaniu z innymi niestandardowymi narzędziami, takimi jak zakupy aktywów w ramach QE, forward guidance ma mniejsze skutki uboczne, dzięki czemu stanowi efektywny instrument stabilizacji oczekiwań i wzmocnienia przekazu polityki pieniężnej. Kluczem do jego skuteczności pozostaje jednak przejrzystość, przewidywalność oraz umiejętne połączenie wiarygodności z elastycznością, umożliwiające dostosowanie polityki do zmieniających się uwarunkowań gospodarczych[182].

Polityka monetarna opiera się na zestawie instrumentów, które umożliwiają bankowi centralnemu realizację jego podstawowego celu, jakim jest utrzymanie stabilności cen i wspieranie zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Do tradycyjnych narzędzi należą przede wszystkim stopy procentowe, operacje otwartego rynku, rezerwy obowiązkowe oraz operacje depozytowo-kredytowe, które pozwalają regulować płynność w sektorze bankowym, kontrolować podaż pieniądza i oddziaływać na warunki finansowania w gospodarce. Uzupełnieniem tych działań są interwencje walutowe oraz polityka zarządzania rezerwami dewizowymi, które stabilizują kurs walutowy i wspierają równowagę zewnętrzną kraju.

W warunkach ograniczonej skuteczności tradycyjnych narzędzi, zwłaszcza przy bardzo niskich stopach procentowych, banki centralne coraz częściej sięgają po instrumenty niekonwencjonalne, takie jak luzowanie ilościowe i forward guidance. QE pozwala wpływać na długoterminowe stopy procentowe i płynność finansową poprzez zakupy aktywów, natomiast FG wzmacnia skuteczność polityki pieniężnej poprzez kształtowanie oczekiwań rynkowych co do jej przyszłego kierunku. Wspólne stosowanie klasycznych i niestandardowych instrumentów pozwala bankom centralnym skuteczniej reagować na złożone wyzwania gospodarcze, stabilizować inflację oraz ograniczać ryzyko wystąpienia kryzysów finansowych.

Instrumenty polityki monetarnej stanowią kluczowy element działań banku centralnego, umożliwiający realizację celów w zakresie stabilności cen i równowagi makroekonomicznej. Ich skuteczność zależy od właściwego doboru oraz elastycznego dostosowania do warunków gospodarczych. Odpowiednie wykorzystanie zarówno narzędzi tradycyjnych, jak i niekonwencjonalnych pozwala skutecznie reagować na zmiany koniunktury i ograniczać ryzyko destabilizacji finansowej.

---

[181] C. Sutherland, *Forward guidance and expectation formation: a narrative approach*, BIS Working Papers 1024, Bank for International Settlements, 2022.

[182] L. Schembri, S. Globerman, *Central Bank Forward Guidance: Handle with Care*, Fraser Institute, 2024, s. 3-6.

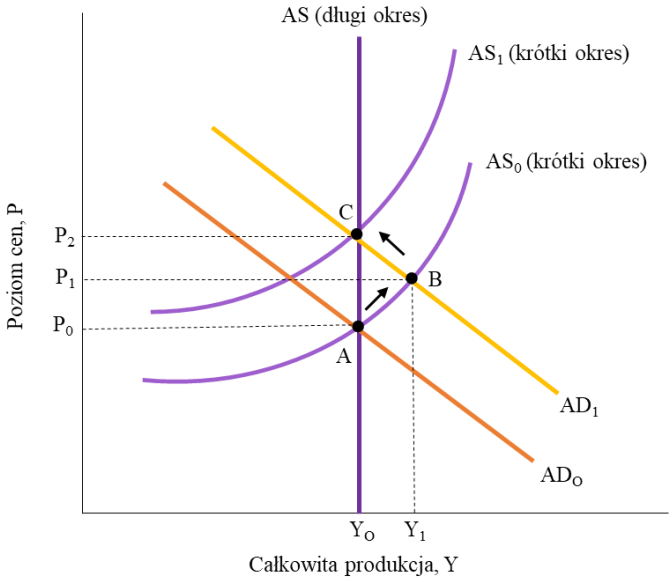
96:6206949244

2.3 Interakcje między polityką monetarną i fiskalną

Polityka fiskalna i monetarna działają w odmiennych obszarach, lecz ich wzajemne powiązania odgrywają fundamentalną rolę w skutecznym prowadzeniu polityki stabilizującej gospodarkę.

Podstawowym narzędziem analizy współzależności między tymi politykami jest model **AS-AD (Aggregate Supply - Aggregate Demand)**, który obrazuje wpływ zmian popytu i podaży zagregowanej na poziom produkcji (Y) i cen (P) (wykres 2.1). Krzywa AD, o ujemnym nachyleniu, przedstawia zależność między poziomem cen, a łącznym popytem w gospodarce. Natomiast krzywa AS, zależność między poziomem cen, a oferowaną produkcją. W krótkim okresie (SRAS, *Short-Run Aggregate Supply*) wzrost cen zwiększa opłacalność produkcji. Podczas gdy w długim okresie (LRAS, *Long-Run Aggregate Supply*) gospodarka dąży do poziomu potencjalnego produkcji, niezależnego od zmian cen. Równowaga makroekonomiczna występuje w punkcie przecięcia krzywych AS i AD (pkt. A na wykresie 2.1), który wyznacza poziom cen P_0 oraz wielkość produkcji Y_0. Punkt ten odzwierciedla stan równowagi zarówno na rynku dóbr, jak i na rynku pieniężnym. Utrzymanie tej równowagi zależy od decyzji przedsiębiorstw dotyczących poziomu produkcji i kształtowania cen.

Wykres 2.1 Równowaga gospodarcza w modelu AS-AD



Źródło: Opracowanie własne

97:1119960323

Przesunięcie krzywej AS w lewo oznacza spadek globalnej podaży przy danym poziomie cen. Może to wynikać z różnych czynników, takich jak zmniejszenie zasobów pracy, kapitału, spowolnienie postępu technologicznego czy wzrost kosztów produkcji. Szoki kosztowe, takie jak wzrost płac czy cen surowców, również mogą prowadzić do przesunięć krótkookresowej krzywej AS, co często wywołuje wahania gospodarcze. Z kolei przesunięcie krzywej AS w prawo występuje przy spadku kosztów produkcji lub wzroście efektywności czynników produkcji, co obniża ceny i zwiększa produkcję.

Polityka fiskalna i monetarna wpływają przede wszystkim na położenie krzywej AD. Ekspansywna polityka fiskalna, poprzez zwiększenie wydatków publicznych lub obniżenie podatków, przesuwa krzywą AD w prawo, prowadząc do wzrostu produkcji i cen. Podobny efekt wywołuje ekspansywna polityka monetarna, realizowana poprzez obniżenie stóp procentowych, co zwiększa inwestycje i konsumpcję. Z kolei restrykcyjne działania obu polityk przesuwają krzywą AD w lewo, ograniczając inflację, lecz spowalniając wzrost gospodarczy. Skuteczność tych działań zależy od nachylenia krótkookresowej krzywej AS, przy płaskiej zwiększenie popytu podnosi produkcję bez znacznej presji cenowej, natomiast przy stromej prowadzi głównie do wzrostu cen.

W długim okresie, gdy krzywa AS jest pionowa, wpływ polityki fiskalnej i monetarnej ogranicza się do zmian poziomu cen, ponieważ produkcja powraca do swojego potencjalnego poziomu Y_0. W krótkim okresie jednak, z uwagi na sztywność płac i cen, odpowiednia kombinacja obu polityk może stabilizować wahania koniunktury i łagodzić skutki recesji.

W praktyce interakcje między tymi politykami często przybierają formę komplementarności lub konfliktu. Przykładowo, ekspansywna polityka fiskalna może prowadzić do wzrostu popytu i presji inflacyjnej, co skłania bank centralny do zaostrzenia polityki pieniężnej. Z kolei w warunkach spowolnienia gospodarczego łagodna polityka monetarna może wspierać działania fiskalne, obniżając koszt obsługi długu publicznego i sprzyjając ożywieniu inwestycji[183].

Jak wskazują Davig i Leeper[184], skuteczność bodźców fiskalnych zależy od kombinacji reżimów politycznych. W reżimie aktywnej polityki monetarnej i pasywnej fiskalnej (AM/PF) wzrost wydatków publicznych prowadzi do wzrostu realnych stóp procentowych i ograniczenia konsumpcji prywatnej. Natomiast w reżimie pasywnej polityki monetarnej

[183] A. Afonso, J. Alves, R. Balhote, *Interactions between monetary and fiscal policies*, Journal of Applied Economics, 22:1, 2019, s. 132-151.
[184] T. Davig, E. Leeper, *Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus*, European Economic Review, Elsevier, vol. 55(2), 2011, s. 211-227.

98:6694984911

i aktywnej fiskalnej (PM/AF) reakcja banku centralnego jest łagodniejsza, co wzmacnia impuls fiskalny. Oczekiwania dotyczące przyszłych działań rządu i banku centralnego odgrywają zatem zasadniczą rolę w kształtowaniu skutków interakcji między nimi.

Polityka monetarna oddziałuje również na koszty obsługi długu publicznego. Wzrost stóp procentowych zwiększa koszty finansowania zadłużenia, zmuszając rząd do ograniczania wydatków lub podnoszenia podatków. Z kolei łagodna polityka pieniężna obniża koszt długu, co może sprzyjać ekspansji fiskalnej w czasie recesji[185]. Jednocześnie finansowanie deficytu publicznego emisją obligacji może prowadzić do efektu wypychania inwestycji prywatnych (*crowding-out*), ponieważ wzrost podaży obligacji podnosi ich rentowności, a tym samym stopy procentowe. Powoduje to z kolei ograniczenie opłacalności inwestycji przedsiębiorstw. Bank centralny, dążąc do kontroli inflacji, może wówczas zacieśniać politykę monetarną. Jednak w warunkach niskiego popytu, jak zauważa Benjamin M. Friedman[186], może wystąpić efekt przeciwny (*crowding-in*), gdy wydatki publiczne stymulują inwestycje prywatne poprzez poprawę oczekiwań co do przyszłych dochodów.

Różnice w zakresie koordynacji polityki fiskalnej i monetarnej są wyraźnie widoczne między gospodarkami rozwiniętymi, a wschodzącymi. W krajach rozwijających się współdziałanie tych polityk napotyka dodatkowe wyzwania, wynikające z większej niestabilności makroekonomicznej, ograniczeń instytucjonalnych, słabszej wiarygodności polityki pieniężnej oraz większej podatności na zewnętrzne szoki finansowe. W takich warunkach niezbędna jest ścisła współpraca między rządem a bankiem centralnym, pozwalająca uniknąć destabilizacji walutowej, odpływu kapitału i nadmiernego wzrostu zadłużenia. W gospodarkach wschodzących szczególnie istotne jest również zarządzanie przepływami kapitałowymi, które mogą utrudniać skuteczną realizację polityki monetarnej i osłabiać transmisję stóp procentowych do sektora realnego. W praktyce oznacza to, że banki centralne często muszą prowadzić działania wspierające stabilność kursu walutowego lub płynność sektora bankowego, nawet kosztem krótkoterminowej niezależności operacyjnej.

Odwrotna sytuacja występuje w gospodarkach rozwiniętych, gdzie większe znaczenie przypisuje się niezależności banku centralnego i utrzymaniu długoterminowej stabilności

[185] M.S. Mohanty, *Fiscal policy, public debt and monetary policy in EMEs: an overview*, BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, vol. 67, 2012, s. 1-9.

[186] B.M. Friedman, *Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits*, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 9(3), 1978, s. 593-641.

99:1084811025

fiskalnej. Wysoki poziom wiarygodności instytucjonalnej umożliwia bardziej elastyczną reakcję polityki pieniężnej na zmiany koniunktury, przy jednoczesnym utrzymaniu dyscypliny budżetowej. Brak koordynacji, szczególnie w okresach spowolnienia lub kryzysu, może jednak prowadzić do napięć między celami polityki pieniężnej a fiskalnej, na przykład między potrzebą ograniczenia inflacji a wspieraniem wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Dlatego nawet w gospodarkach o silnych instytucjach, skuteczność polityki makroekonomicznej zależy od zachowania równowagi między autonomią banku centralnego a odpowiedzialnością fiskalną rządu[187].

Analizy empiryczne potwierdzają, że skuteczność i wybór instrumentów polityki gospodarczej zależą w dużej mierze od poziomu rozwoju i struktury gospodarki. Forbes i Klein[188] przeanalizowali reakcje 85 krajów na kryzysy finansowe, koncentrując się na czterech strategiach: sprzedaży rezerw walutowych, gwałtownej deprecjacji waluty, dużych podwyżkach stóp procentowych oraz kontrolach odpływu kapitału. Wyniki badań wskazują, że żadne z tych rozwiązań nie jest wolne od kosztów ani nie zapewnia jednoczesnej stabilizacji wszystkich kluczowych wskaźników makroekonomicznych. Sprzedaż rezerw i deprecjacja waluty sprzyjały odbudowie wzrostu gospodarczego w średnim okresie, choć w krótkim terminie mogły prowadzić do spadku PKB i wzrostu inflacji. Podwyżki stóp procentowych oraz wprowadzenie kontroli kapitału ograniczały wzrost gospodarczy, nie przynosząc wyraźnych korzyści w zakresie inflacji czy bezrobocia. Co więcej, wpływ tych działań na rynek pracy był opóźniony, podczas gdy sprzedaż rezerw i deprecjacja sprzyjały spadkowi bezrobocia, restrykcje kapitałowe i wzrost stóp często je zwiększały. Wyniki te potwierdzają, że w warunkach kryzysowych kraje muszą dokonywać trudnych wyborów, balansując między stabilnością makroekonomiczną a krótkookresowymi kosztami społecznymi swoich decyzji.

Szczególnym przypadkiem są warunki zerowej dolnej granicy stóp procentowych (ang. *zero lower bound*, ZLB). Jak podkreślają Hoffmann i współautorzy[189], ograniczona możliwość dalszego obniżania stóp procentowych zwiększa znaczenie polityki fiskalnej, która musi aktywniej wspierać gospodarkę. W takich warunkach skuteczne stają się działania niestandardowe, jak luzowanie ilościowe (QE), które obniża premię terminową

[187] B. Laurens, E. de la Piedra, *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*, IMF Working Paper No. 98/25, 1998.
[188] K.J. Forbes, M.W. Klein, *Pick Your Poison: The Choices and Consequences of Policy Responses to Crises*, NBER Working Paper, no. 20987, 2015.
[189] B. Hofmann, M. J. Lombardi, B. Mojon, A. Orphanides, *Fiscal and monetary policy interactions in a low interest rate world*, BIS Working Papers 954, Bank for International Settlements, 2021.

100:1081972210

i koszty finansowania długu publicznego. Jednak brak koordynacji, np. restrykcyjna polityka fiskalna przy luźnej polityce monetarnej, może wydłużać okres stagnacji[190].

DeLong i współautorzy[191] wskazują, że w warunkach ZLB ciężar stabilizacji koniunktury przesuwa się w stronę polityki fiskalnej. Ekspansja wydatków publicznych może być wówczas wyjątkowo skuteczna, ponieważ mnożnik fiskalny znacząco rośnie, a przy płaskiej krzywej AS wzrost popytu prowadzi głównie do zwiększenia produkcji przy niewielkiej presji inflacyjnej. Z kolei Eggertsson[192] dowodzi, że przy ZLB skuteczność poszczególnych instrumentów fiskalnych zmienia się radykalnie. Obniżki podatków mogą działać recesyjne, a tymczasowe zwiększenie wydatków rządowych, szczególnie na infrastrukturę, silnie pobudza popyt w gospodarce.

Historia dostarcza licznych przykładów tych zależności. Podczas globalnego kryzysu finansowego 2007-2009 skoordynowane działania w postaci ekspansji fiskalnej i luzowania monetarnego pozwoliły ograniczyć recesję i ustabilizować system finansowy[193]. Przeciwnie, kryzys zadłużeniowy w strefie euro ukazał skutki braku współpracy. Restrykcyjna polityka fiskalna i ograniczona elastyczność EBC pogłębiły spadek aktywności gospodarczej w krajach południa Europy.

Długotrwałe utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych ma złożone konsekwencje. Z jednej strony sprzyja stabilności finansów publicznych poprzez obniżenie kosztów obsługi długu, z drugiej, ogranicza możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej i zwiększa ryzyko utrwalenia stagnacji. Oznacza to, że choć niskie stopy ułatwiają finansowanie zadłużenia, to jednocześnie utrudniają jego trwałą redukcję[194].

Interakcje między polityką fiskalną, a monetarną są zatem złożone i zależą od stanu gospodarki, struktury instytucjonalnej oraz stopnia koordynacji działań. Współdziałanie obu polityk może wzmocnić skuteczność stabilizacyjną państwa, podczas gdy ich rozbieżność prowadzi do napięć, inflacji lub stagnacji. Skuteczna polityka gospodarcza wymaga zatem nie tylko odpowiedniego doboru instrumentów, lecz także spójności i przewidywalności działań władz fiskalnych i monetarnych.

---

[190] B. Bernanke, V. Reinhart, *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates*, American Economic Review Vol. 94, No 2, p. 85-90, 2004, s. 85.
[191] J. B. Delong, L. H. Summers , M. Feldstein, V. A. Ramey, *Fiscal Policy in a Depressed Economy [with Comments and Discussion]*, Brookings Papers on Economic Activity, s. 233-97, 2012.
[192] G. Eggertsson, *What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?*, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2010, volume 25, p. 59-112, 2011.
[193] F.S. Mishkin, *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Papers 16755, National Bureau of Economic Research, 2011.
[194] O. Blanchard, *Public Debt and Low Interest* Rates, American Economic Review 109(4): 1197-1229, 2019.

101:8761828717

Rozdział 3. Pierwsze gospodarcze skutki pandemii

Pandemia COVID-19, wywołana przez wirusa SARS-CoV-2, stała się jednym z najpoważniejszych wyzwań zdrowotnych, społecznych i gospodarczych XXI wieku. Jej globalny charakter i tempo rozprzestrzeniania się sprawiły, że w krótkim czasie objęła niemal wszystkie państwa świata, wstrząsając systemami ochrony zdrowia, gospodarkami narodowymi i rynkami finansowymi. Choroba, charakteryzująca się wysoką zakaźnością i znacznym ryzykiem powikłań, wymusiła wprowadzenie przez władze publiczne nadzwyczajnych środków sanitarnych i administracyjnych. W odpowiedzi na gwałtowny wzrost liczby przypadków Światowa Organizacja Zdrowia (WHO) ogłosiła 11 marca 2020 r. stan pandemii, co stało się punktem zwrotnym zarówno dla polityki zdrowotnej, jak i gospodarczej na świecie[195].

Rządy wielu państw, kierując się koniecznością ograniczenia transmisji wirusa, wprowadziły restrykcje w przemieszczaniu się ludności, zamknięcia granic, ograniczenia działalności usługowej i produkcyjnej, a także czasowe zawieszenia pracy szkół, uczelni i instytucji publicznych. Działania te, choć niezbędne dla ochrony życia i zdrowia obywateli, doprowadziły do bezprecedensowego spadku aktywności gospodarczej, przerwania globalnych łańcuchów dostaw i załamania międzynarodowej wymiany handlowej. Zjawisko to dotknęło wszystkie gospodarki, niezależnie od poziomu ich rozwoju, a jego skutki były odczuwalne w niemal każdym sektorze, od przemysłu, przez transport i turystykę, po usługi finansowe i administrację publiczną[196].

Pandemia wywołała wyjątkowy wstrząs makroekonomiczny, który objął jednocześnie stronę podażową i popytową gospodarki. Ograniczenia sanitarne spowodowały przestoje w produkcji, braki kadrowe i zakłócenia w łańcuchach dostaw. Natomiast wzrost niepewności i spadek zaufania konsumentów oraz przedsiębiorstw ograniczyły popyt na dobra i usługi. Jak wskazują Baqaee i Farhi[197], był to wstrząs o charakterze asymetrycznym, tzn. jego skutki różniły się w zależności od sektora, regionu i struktury gospodarki. Najsilniej ucierpiały branże oparte na kontaktach bezpośrednich, takie jak turystyka, gastronomia, kultura czy transport pasażerski, podczas gdy niektóre sektory, w tym technologie cyfrowe

[195] D. Cucinotta, M. Vanelli, *WHO Declares COVID-19 a Pandemic*, Acta Biomed, Vol. 91, N. 1:157-160, 2020.
[196] S. Gössling, D. Scott, C.M. Hall, *Pandemics, tourism and global change: a rapid assessment of COVID-19*, Journal of Sustainable Tourism, 29(1), 2021, s. 1-20.
[197] D. Baqaee, E. Farhi, *Supply And Demand In Disaggregated Keynesian Economies With An Application To The Covid-19 Crisis*, NBER Working Paper 27152, 2020.

102:8298108776

i e-commerce, zanotowały wzrost aktywności. Tego rodzaju asymetryczność sprawiła, że tradycyjne narzędzia stabilizacji makroekonomicznej okazały się niewystarczające.

Pandemia COVID-19 wymagała zatem odmiennej niż dotychczas reakcji polityki gospodarczej. Jak zauważają Guerrieri i współautorzy[198], skuteczne przeciwdziałanie kryzysowi wymagało niestandardowych instrumentów fiskalnych, ukierunkowanych na zapobieganie bankructwom i utrzymanie miejsc pracy, a także działań monetarnych ograniczających koszty finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. W odróżnieniu od klasycznych recesji, w których problemy mają głównie charakter popytowy, pandemia wymusiła równoczesne reagowanie na zakłócenia podaży, popytu i płynności finansowej.

Skala szoku gospodarczego była porównywalna z najpoważniejszymi kryzysami w historii gospodarki światowej. W wielu publikacjach pandemia COVID-19 określana jest mianem zjawiska „czarnego łabędzia”[199], [200], [201], czyli zdarzenia o niskim prawdopodobieństwie, lecz o ogromnych konsekwencjach dla systemu ekonomicznego i społecznego. Jej skutki były porównywane do Wielkiej Depresji z lat 1929-1933, a skala spadku globalnego PKB w 2020 roku okazała się większa niż w czasie kryzysu finansowego z lat 2007-2009[202].

W Polsce pierwsze przypadki zakażeń potwierdzono w marcu 2020 roku, a rząd w krótkim czasie wprowadził daleko idące restrykcje mające ograniczyć rozprzestrzenianie się wirusa. Obejmowały one m.in. zakaz zgromadzeń, ograniczenia w przemieszczaniu się ludności, zamknięcie placówek edukacyjnych i kulturowych oraz czasowe zawieszenie działalności części przedsiębiorstw usługowych i handlowych. Decyzje te, choć uzasadnione względami sanitarnymi, doprowadziły do gwałtownego spadku aktywności gospodarczej, wzrostu niepewności wśród przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz ograniczenia inwestycji prywatnych. W konsekwencji w 2020 roku Polska, podobnie jak większość

---

[198] V. Guerrieri, G. Lorenzoni, L. Straub, I. Werning, *Macroeconomic Implications of Covid-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?*, NBER Working Paper 26918, 2020.
[199] L. Yarovaya, R. Matkovskyy, A. Jalan, T*he COVID-19 black swan crisis: Reaction and recovery of various financial markets*, Research in International Business and Finance, Vol. 59, 2022.
[200] T. R. Wind, M. Rijkeboer, G. Andersson, H. Riper, *The COVID-19 pandemic: The 'black swan' for mental health care and a turning point for e-health*, Internet Interventions 20, 100317, 2020.
[201] L. Morales, B. Andreosso-O'Callaghan, *Covid19: Global Stock Markets “Black Swan”*, Critical Letters in Economics & Finance: Vol. 1: Iss. 1, Article 1, 2020.
[202] G. Gopinath, *The Great Lockdown: Worst economic downturn since the Great Depression*, International Monetary Fund, [online], 14 kwietnia 2020, Dostępne w: [https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/04/14/blog-weo-the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression] [dostęp: 31 grudnia 2024].

103:2850656749

państw europejskich, doświadczyła recesji, której skala zależała od struktury gospodarki oraz szybkości wdrażania działań osłonowych.

Unikalny charakter pandemii COVID-19, łączący wymiar zdrowotny, społeczny i ekonomiczny, sprawił, że stanowiła ona zupełnie nowy typ wyzwania dla polityki gospodarczej. W odróżnieniu od klasycznych kryzysów finansowych, jej źródłem nie była nadmierna ekspansja kredytowa czy zaburzenia w sektorze bankowym, lecz zewnętrzny szok o charakterze medycznym, który w krótkim czasie przeniósł się na wszystkie obszary życia gospodarczego. Pandemia ujawniła znaczenie odporności instytucjonalnej i szybkości reakcji państwa na nieoczekiwane wstrząsy.

3.1 Przebieg pandemii COVID-19 w Polsce - kalendarium i dynamika zakażeń

Za początek epidemii COVID-19 uznaje się 17 listopada 2019 roku, kiedy w chińskiej prowincji Hubei mógł wystąpić pierwszy przypadek zakażenia wirusem SARS-CoV-2. Oficjalnie 31 grudnia 2019 roku władze Chin oficjalnie poinformowały Światową Organizację Zdrowia (WHO) o pojawieniu się grupy zachorowań na zapalenie płuc o nieznanej etiologii w mieście Wuhan 31. W kolejnych tygodniach wirus rozprzestrzenił się na inne kontynenty, co skłoniło WHO do ogłoszenia 11 marca 2020 roku stanu globalnej pandemii.

W Polsce pierwszy potwierdzony przypadek COVID-19 odnotowano 4 marca 2020 roku, którym był 66-letni mężczyzna hospitalizowany w Zielonej Górze. W następnych tygodniach liczba zakażeń rosła dynamicznie, co skłoniło rząd do wprowadzenia szeregu restrykcji mających ograniczyć transmisję wirusa.

Poniżej przedstawiono kalendarium kluczowych wydarzeń związanych z rozwojem pandemii COVID-19 w Polsce, obejmujące zarówno etapy wprowadzania obostrzeń sanitarnych, jak i stopniowego łagodzenia ograniczeń w życiu społecznym i gospodarczym od marca 2020 roku do formalnego zakończenia stanu zagrożenia epidemicznego w lipcu 2023 roku[203]:

- 4 marca 2020 r. - pierwszy potwierdzony przypadek COVID-19 w Polsce.
- 11-20 marca 2020 r. - wprowadzenie stanu zagrożenia epidemicznego, a następnie stanu epidemii; zamknięcie szkół, granic i większości działalności usługowych.
- 1 kwietnia 2020 r. - rozszerzenie restrykcji (limity klientów w sklepach, obowiązek maseczek, godziny dla seniorów).

[203] https://koronawirusunas.pl/informacje

104:2370386280

- 16-30 kwietnia 2020 r. - ogłoszenie i rozpoczęcie czteroetapowego planu „odmrażania” gospodarki.
- 4-30 maja 2020 r. - kolejne etapy znoszenia obostrzeń: otwarcie hoteli, galerii handlowych, restauracji i placówek edukacyjnych w reżimie sanitarnym.
- 13 czerwca 2020 r. - otwarcie granic wewnętrznych Unii Europejskiej.
- październik 2020 r. - druga fala pandemii; wprowadzenie „czerwonej strefy” na terenie całego kraju i powrót do nauki zdalnej.
- grudzień 2020 r. - wprowadzenie ogólnokrajowych restrykcji świątecznych oraz rozpoczęcie programu szczepień przeciw COVID-19 (27 grudnia).
- styczeń-maj 2021 r. - stopniowe luzowanie ograniczeń: otwarcie handlu, usług, instytucji kultury i powrót do nauczania stacjonarnego.
- lipiec 2021 r. - uruchomienie Unijnego Certyfikatu COVID i dalsze łagodzenie obostrzeń.
- grudzień 2021 r. - zaostrzenie restrykcji w związku z pojawieniem się wariantu Omikron.
- marzec 2022 r. - zniesienie większości obostrzeń, w tym obowiązku noszenia maseczek.
- 16 maja 2022 r. - zastąpienie stanu epidemii stanem zagrożenia epidemicznego.
- 1 lipca 2023 r. - zniesienie w Polsce stanu zagrożenia epidemicznego, co oznaczało formalne zakończenie okresu pandemii.

Wykres 3.1 przedstawia tygodniową liczbę nowych przypadków COVID-19 w Polsce (niebieskie słupki) oraz skumulowaną liczbę zachorowań (pomarańczowa linia) w okresie od 1 marca 2020 roku do 30 czerwca 2023 roku. Widoczne są wyraźne fale pandemii, odpowiadające różnym etapom jej rozwoju oraz podejmowanym interwencjom rządowym.

Pierwsza fala zachorowań rozpoczęła się w marcu 2020 roku, osiągając stosunkowo niski szczyt latem tego roku. Druga fala (jesień 2020) oraz trzecia (wiosna 2021) charakteryzowały się znacznie wyższą liczbą zakażeń i większą presją na system ochrony zdrowia. Największa fala zachorowań przypadła na przełom 2021 i 2022 roku, co wiązało się z pojawieniem się wariantu Omikron i znacznym wzrostem liczby infekcji na całym świecie. W 2023 roku liczba nowych przypadków uległa wyraźnemu ograniczeniu, co zbiegło się w czasie z końcem stanu zagrożenia epidemicznego w Polsce.

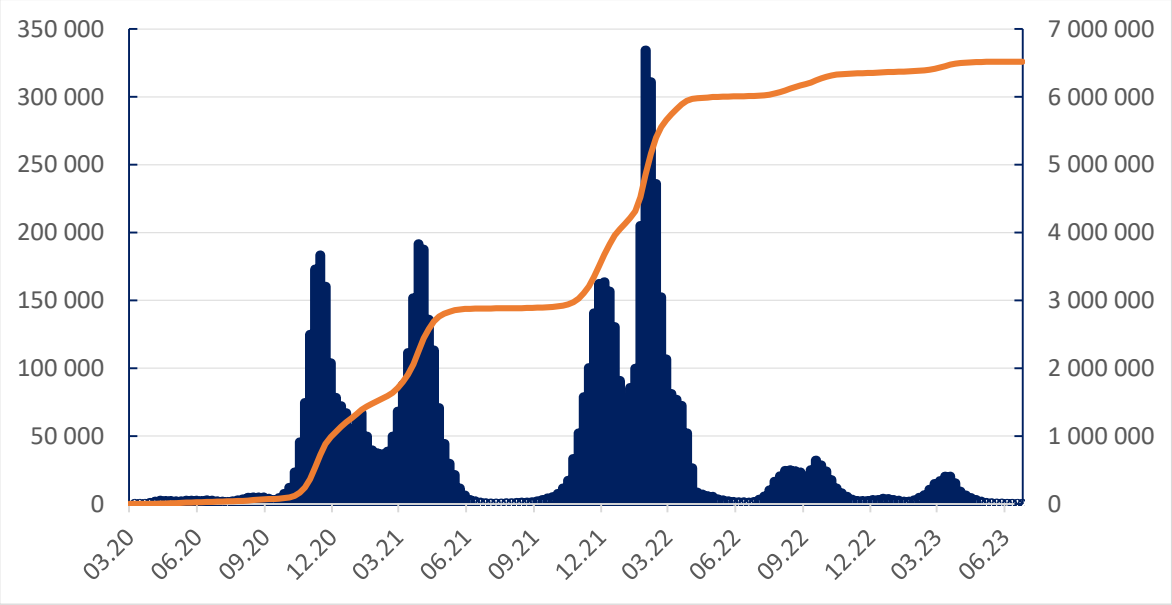
Dane te obrazują dynamikę pandemii i pokazują, jak kolejne fale zakażeń odpowiadały zmianom wprowadzanych ograniczeń. Pierwsza fala miała stosunkowo łagodny przebieg,

105:3067969155

lecz druga i trzecia przyniosły znaczne nasilenie zakażeń oraz wzrost liczby hospitalizacji i zgonów. Znaczne obniżenie tygodniowej liczby nowych przypadków w 2023 roku odzwierciedla efekty masowych szczepień, rozwinięcie odporności populacyjnej oraz adaptację społeczeństwa do życia w warunkach pandemii.

Warto zauważyć, że decyzje rządowe dotyczące obostrzeń i ich stopniowego luzowania, przedstawione w kalendarium, były ściśle powiązane z dynamiką zachorowań. Wzrost liczby przypadków skutkował zaostrzeniem restrykcji, natomiast ich spadek stopniowym otwieraniem gospodarki. Zależność ta ilustruje bezpośredni wpływ sytuacji epidemiologicznej na decyzje w sferze polityki gospodarczej, co w dalszej części pracy stanowi podstawę analizy reakcji fiskalnych i monetarnych państwa w czasie pandemii COVID-19.

Wykres 3.1 Przebieg pandemii COVID-19 w Polsce: nowe (tygodniowo) i skumulowane przypadki, 03.2020-06.2023



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WHO, https://data.who.int/dashboards/covid19/data

3.2 Pierwsze gospodarcze konsekwencje pandemii w Polsce

Pandemia COVID-19 stanowiła bezprecedensowy wstrząs gospodarczy o charakterze zarówno popytowym, jak i podażowym, który jednocześnie ograniczał zdolność gospodarki do reakcji na kryzys. Jak zauważają Pukin-Sowul i Ostrowska[204], uderzenie pandemii w polską gospodarkę miało charakter dwukanałowy, ponieważ silnie obniżyło nastroje

[204] P. Pukin-Sowul, A. Ostrowska, *The COVID-19 pandemic and Poland's macroeconomic situation*, Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie 51(3):47-59, 2021.

106:5641595609

konsumentów i przedsiębiorców, a szczególnie dotknięte zostały sektory usługowe oraz małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP).

Po stronie popytowej wprowadzone restrykcje sanitarne oraz ograniczenia aktywności społecznej doprowadziły do gwałtownego spadku konsumpcji, przede wszystkim w usługach: turystyce, transporcie, gastronomii i kulturze. Zamknięcie wielu branż, utrata miejsc pracy oraz wzrost niepewności skłaniały gospodarstwa domowe do ograniczania wydatków i zwiększania oszczędności, a przedsiębiorstwa do wstrzymywania inwestycji. Jednocześnie osłabienie globalnego popytu i zakłócenia w handlu międzynarodowym przełożyły się na spadek eksportu, pogłębiając skalę recesji.

Po stronie podażowej lockdowny i zaburzenia w globalnych łańcuchach wartości prowadziły do przerw w produkcji, zwłaszcza w branżach zależnych od importowanych komponentów. Wzrost kosztów transportu, opóźnienia dostaw i niedobory surowców generowały silną presję kosztową, która nakładała się na osłabienie popytu. W rezultacie szok pandemiczny miał charakter złożony i asymetryczny, jednocześnie ograniczając aktywność gospodarczą i zwiększając niepewność inwestycyjną.

Na tle innych gospodarek Unii Europejskiej Polska wyróżniała się utrzymaniem relatywnie wysokiej inflacji, co stanowiło dodatkowe wyzwanie dla polityki gospodarczej i utrudniało prowadzenie działań stabilizacyjnych. Jednocześnie wybuch pandemii COVID-19 doprowadził do gwałtownego pogorszenia koniunktury w otoczeniu zewnętrznym Polski. Gospodarka europejska doświadczyła w pierwszej połowie 2020 roku najgłębszego spadku aktywności w historii współczesnych pomiarów, a ożywienie, które nastąpiło w drugiej połowie roku, okazało się nietrwałe. Spadek aktywności koncentrował się przede wszystkim w sektorze usług, natomiast przemysł wykazywał większą odporność dzięki stopniowemu dostosowaniu przedsiębiorstw do warunków epidemicznych oraz odbudowie popytu zagranicznego. W rezultacie warunki zewnętrzne, w jakich funkcjonowała polska gospodarka, pozostawały wyjątkowo trudne, co potęgowało wyzwania związane z ograniczaniem skutków kryzysu i odbudową aktywności gospodarczej. Kryzys pandemiczny unaocznił znaczenie dywersyfikacji źródeł dochodów i dostaw oraz rolę buforów finansowych, zarówno w sektorze prywatnym, jak i publicznym, w utrzymaniu stabilności makroekonomicznej w warunkach globalnego wstrząsu.

Produkt Krajowy Brutto (PKB)

W drugiej połowie 2019 roku, przed pandemią, w Polsce utrzymywała się dobra koniunktura, choć tempo wzrostu stopniowo spowalniało. Dynamika PKB obniżyła się

107:7718765881

z 4,2% r/r w trzecim kwartale do 3,4% r/r w czwartym kwartale (wykres 3.2). Wynikało to głównie z osłabienia popytu zewnętrznego oraz spadku dynamiki konsumpcji krajowej. Popyt konsumpcyjny pozostawał jednak głównym motorem wzrostu, wspieranym przez korzystną sytuację na rynku pracy, program „Rodzina 500 plus", obniżenie podatku dochodowego oraz wzrost akcji kredytowej. Część dodatkowych dochodów była odkładana, co osłabiało impuls popytowy. Na konsumpcję negatywnie oddziaływały również rosnąca inflacja i spowolnienie wzrostu dochodów z pracy. Inwestycje nadal wspierały wzrost gospodarczy, lecz ich dynamika słabła z powodu ograniczenia inwestycji publicznych wynikającego z wolniejszego wykorzystania środków unijnych. Przedsiębiorstwa prywatne kontynuowały projekty rozwojowe przy wysokim wykorzystaniu mocy produkcyjnych. Dodatni wkład do wzrostu wnosił także eksport netto, ponieważ import spowalniał szybciej niż eksport, co odzwierciedlało niższy popyt krajowy i słabszą koniunkturę w otoczeniu zagranicznym.

W pierwszym kwartale 2020 roku gospodarka utrzymywała względnie dobrą dynamikę, jednak od połowy marca, wraz z wybuchem pandemii i wprowadzeniem ograniczeń, nastąpiło gwałtowne wyhamowanie aktywności. Dane kwartalne odzwierciedliły ten efekt tylko częściowo. Dynamika PKB obniżyła się do 2,7% r/r wobec 3,4% w czwartym kwartale 2019 roku. Główną przyczyną były słabsza konsumpcja prywatna, która zwolniła do 1,2% r/r wobec 3,3%, oraz wyraźne obniżenie dynamiki inwestycji w środki trwałe do 0,9% r/r wobec 6,1%. Inwestycje dużych i średnich firm wzrosły nieznacznie, lecz pozostawały niższe niż średnia w 2019 roku, odnotowano także niewielki wzrost inwestycji publicznych. Eksport spadł do 1,7% r/r, a import utrzymał niską dynamikę 0,6% r/r.

Drugi kwartał 2020 roku przyniósł najgłębsze w historii pomiarów kwartalnych załamanie aktywności. PKB obniżył się o 7,8% r/r, głównie za sprawą spadku konsumpcji prywatnej o 10,8% r/r oraz inwestycji o 10,7% r/r. Ograniczenia aktywności najsilniej dotknęły usługi, w szczególności gastronomię, transport, turystykę i kulturę, których działalność została w dużej mierze wstrzymana. W kwietniu produkcja przemysłowa spadła o 24,6% r/r, produkcja budowlano-montażowa o 0,9% r/r, a sprzedaż detaliczna o 22,9% r/r. W maju skala spadków zmniejszyła się, lecz pozostawała duża, odpowiednio 17,0% r/r dla przemysłu, 5,1% r/r dla budownictwa i 7,7% r/r dla sprzedaży detalicznej. Inwestycje zmniejszyły się we wszystkich kluczowych sektorach gospodarki, z wyjątkiem budownictwa i transportu, gdyż przedsiębiorstwa wstrzymywały nowe nakłady inwestycyjne w warunkach wysokiej niepewności i osłabionego popytu. Wymiana handlowa wyraźnie osłabła. Eksport spadł o 11,8% r/r, a import o 18,4% r/r, co przełożyło się na wzrost

108:8729744208

nadwyżki handlowej. Najsilniejszy spadek eksportu dotyczył rynków strefy euro i obejmował większość kategorii towarowych z wyjątkiem dóbr konsumpcyjnych o utrzymującej się dodatniej dynamice. Import gwałtownie zmniejszył się w segmencie dóbr pośrednich, zwłaszcza materiałów dla przemysłu i paliw, co wynikało ze spadku cen surowców oraz ograniczeń wolumenowych. Wartość dodana w przemyśle i usługach rynkowych obniżyła się o ponad 10% r/r, a produkcja przemysłowa o 13,6%, szczególnie w branżach dóbr inwestycyjnych. Jedynym komponentem o dodatnim wkładzie do PKB były wydatki sektora publicznego związane z przeciwdziałaniem skutkom pandemii.

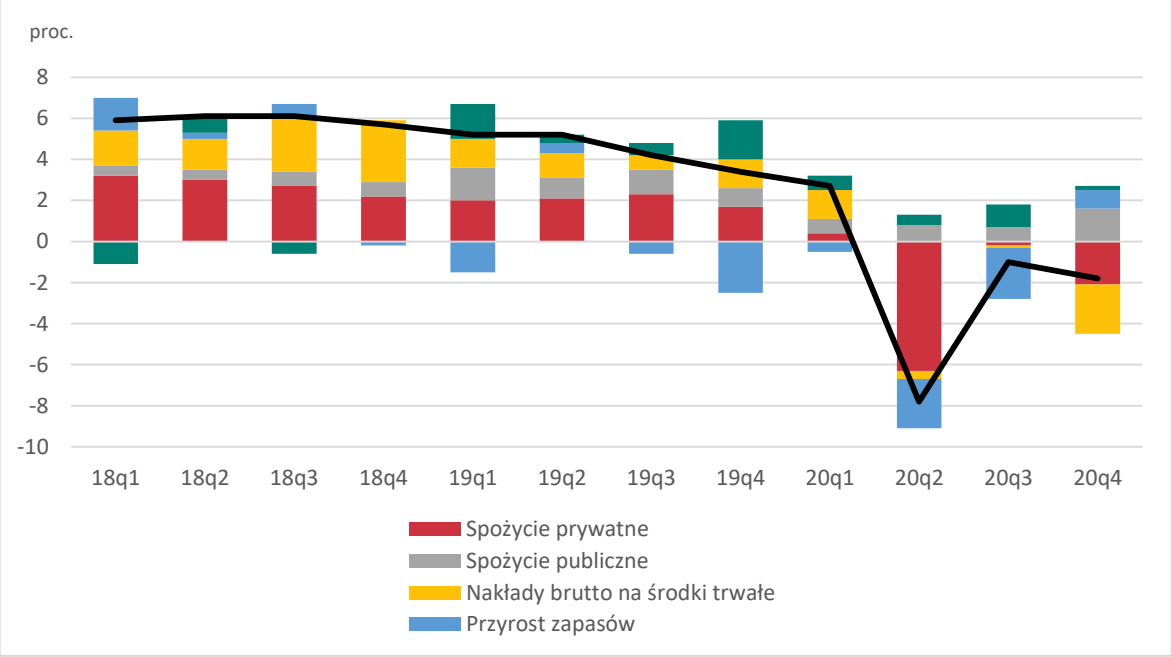
Po głębokim spadku w drugim kwartale nastąpiło silne odbicie. W trzecim kwartale 2020 roku PKB wzrósł o 7,5% kwartał do kwartału w ujęciu odsezonowanym, jednak pozostał niższy niż rok wcześniej o 1,0% r/r. Ożywienie wspierało znoszenie części restrykcji, poprawa nastrojów oraz działania stymulacyjne polityki fiskalnej i monetarnej. W czwartym kwartale wraz z drugą falą pandemii i powrotem części ograniczeń gospodarka ponownie spowolniła. PKB obniżył się o 1,8% r/r oraz o 0,5% kwartał do kwartału w ujęciu odsezonowanym. Skala spadku była jednak zauważalnie mniejsza niż wiosną. Wynikało to z większej odporności przedsiębiorstw, lepszego dostosowania do reżimu sanitarnego, mniejszej skali obostrzeń oraz rosnącego popytu zagranicznego. Konsumpcja prywatna, po wzroście o 0,4% r/r w trzecim kwartale, ponownie spadła o 3,2% r/r w czwartym kwartale. Inwestycje utrzymały się na niskim poziomie, obniżając się o 9,0% r/r zarówno w trzecim, jak i czwartym kwartale, głównie w sektorze przedsiębiorstw. Utrzymująca się niepewność, niskie wykorzystanie mocy produkcyjnych oraz słabsze perspektywy popytu ograniczały skłonność do podejmowania nowych projektów. Eksport netto pozostawał jednym z kluczowych czynników wspierających wzrost gospodarczy w drugiej połowie 2020 roku. W trzecim kwartale jego wkład do dynamiki PKB wyniósł 1,1 pkt proc., a w czwartym 0,2 pkt proc. Pomimo trudnej sytuacji u głównych partnerów handlowych Polski, eksport zwiększył się o 2,0% r/r w trzecim kwartale i o 8,0% r/r w czwartym, przewyższając dynamikę importu, który przyspieszył dopiero pod koniec roku do 7,9% r/r. Korzystna struktura polskiego eksportu, oparta na dobrach trwałych i pośrednich, takich jak elektronika, meble, sprzęt AGD czy komponenty do pojazdów elektrycznych sprzyjała poprawie salda handlowego i wzmacniała odporność gospodarki na zewnętrzne wstrząsy. Dodatni wpływ na aktywność gospodarczą w drugiej połowie roku utrzymywały także wydatki sektora publicznego, w tym te finansowane w ramach programów mających na celu łagodzenie skutków pandemii.

109:1043718363

Według wstępnych szacunków z 2021 roku, w 2020 roku realny PKB Polski spadł o 2,7% wobec wzrostu o 4,7% w 2019 roku. Ostateczne dane GUS (opublikowane w 2023 roku) wskazują, że spadek wyniósł 2,0%, a wzrost w 2019 roku 4,5%. Był to pierwszy roczny spadek realnego PKB od początku lat dziewięćdziesiątych. W ujęciu nominalnym PKB osiągnął 2.337,7 mld zł (wstępne szacunki podawały 2.323,9 mld zł), co oznacza wzrost o 2,1% względem 2019 roku. Uderzenie pandemii najmocniej dotknęło konsumpcję prywatną i inwestycje. Konsumpcja prywatna w skali roku obniżyła się o 3,1%, przy jednoczesnym wzroście stopy oszczędności gospodarstw domowych, czemu sprzyjała niepewność dotycząca rynku pracy. Inwestycje spadły o 9,6%, przede wszystkim poza sektorem instytucji rządowych i samorządowych, gdzie skala niepewności co do przyszłego popytu była wysoka. Pozytywny wkład wnosiły natomiast konsumpcja publiczna, której dynamika sięgnęła 4,4% oraz eksport netto[205].

Pierwszy rok pandemii przyniósł Polsce silny, ale relatywnie płytszy niż pierwotnie zakładano spadek aktywności, przy wyraźnym załamaniu w drugim kwartale, odbiciu w trzecim oraz umiarkowanym spowolnieniu w czwartym kwartale. O skali i profilu wahań decydowało zamykanie i ponowne otwieranie gospodarki, reakcje popytu krajowego, szybka adaptacja przemysłu do nowych warunków oraz wsparcie polityki gospodarczej.

Wykres 3.2 Zmiany wzrostu PKB i jego struktura w Polsce, 2018-2020 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, Rachunki kwartalne produktu krajowego brutto w latach 2018-2022, 2023

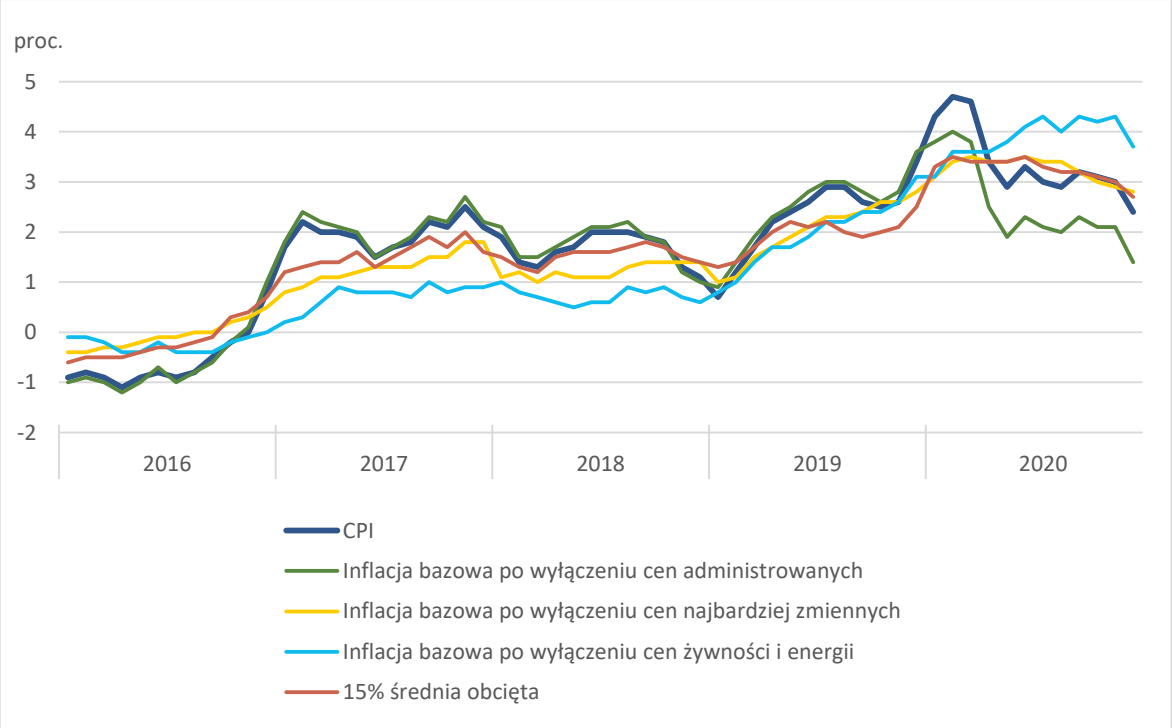
[205] Rada Ministrów, *Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2020 r.*, Warszawa, 2021.

110:9427139569

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych

Wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz różne miary inflacji bazowej w 2020 roku, przedstawione na wykresie 3.3., odzwierciedlają wysoką zmienność dynamiki cen w warunkach bezprecedensowego kryzysu gospodarczego wywołanego pandemią COVID-19. W 2019 roku, poprzedzającym wybuch pandemii, dynamika CPI wykazywała wyraźny trend wzrostowy, przekraczając cel inflacyjny Narodowego Banku Polskiego (2,5% ± 1 pkt proc.) w połowie roku i osiągając szczyt w lutym 2020 roku na poziomie 4,7% r/r. Wzrost inflacji powyżej górnej granicy celu inflacyjnego był w dużej mierze skutkiem czynników o charakterze regulacyjnym i podażowym, niezależnych od krajowej polityki gospodarczej. Kluczową rolę odegrały rosnące ceny energii elektrycznej, paliw oraz żywności. Dodatkowym czynnikiem wzrostowym był wysoki popyt konsumpcyjny napędzany rosnącymi dochodami gospodarstw domowych[206]. W rezultacie w całym 2019 roku średnioroczna inflacja CPI wyniosła 2,3%, spełniając założony cel inflacyjny NBP.

Wykres 3.3 Wskaźniki inflacji CPI i inflacji bazowej w Polsce, 2016-2020 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/inflacja-bazowa/

Na początku 2020 roku, w styczniu i lutym, inflacja utrzymywała się na wysokim poziomie, oscylując wokół 4,5% r/r, co oznaczało kontynuację presji cenowej z końca 2019

[206] NBP, *Raport o inflacji*, marzec 2020 r., 2020, s. 21

111:8316324378

roku. Wysoką dynamikę CPI determinowały przede wszystkim rosnące ceny usług oraz żywności, podczas gdy spadek notowań ropy naftowej na rynkach światowych ograniczał wzrost cen paliw i częściowo łagodził presję inflacyjną. Inflacja bazowa, liczona po wyłączeniu cen żywności i energii, kształtowała się na niższym poziomie, co wskazywało, że głównym źródłem wzrostu CPI pozostawały kategorie nieuwzględniane w jej obliczaniu, szczególnie żywność i energia.

Wybuch pandemii COVID-19 w marcu 2020 roku radykalnie zmienił warunki gospodarcze. Ograniczenia sanitarne i spadek aktywności konsumpcyjnej doprowadziły do osłabienia popytu i spadku dynamiki cen. W drugim kwartale inflacja CPI obniżyła się, osiągając najniższy poziom w maju, wynoszący 2,9%, co oznaczało gwałtowne wyhamowanie wzrostu cen w porównaniu z pierwszym kwartałem. Spadek ten wynikał głównie z obniżenia cen paliw, będącego skutkiem załamania cen ropy naftowej na rynkach światowych oraz z ograniczenia konsumpcji w związku z lockdownem i niepewnością gospodarczą. W tym okresie inflacja bazowa, zwłaszcza liczona po wyłączeniu cen żywności i energii, była wyższa niż CPI, co potwierdzało stabilność cen w kategoriach mniej wrażliwych na wahania popytu i podaży. Świadczyło to o tym, że mimo spadku aktywności gospodarczej presja inflacyjna w niektórych sektorach utrzymywała się, szczególnie w \usługach.

W trzecim kwartale 2020 roku dynamika inflacji ustabilizowała się na poziomie około 3,0% r/r. Utrzymanie umiarkowanej presji inflacyjnej było wynikiem odbicia popytu po zniesieniu części restrykcji oraz stopniowego wzrostu cen paliw i towarów nieżywnościowych, w tym odzieży i obuwia. Jednocześnie spadły ceny żywności, co było konsekwencją niższych cen surowców rolnych i stabilizacji sytuacji podażowej. Inflacja bazowa w tym okresie utrzymywała się na relatywnie wysokim poziomie (średnio 3,9% w skali roku), co wskazuje na utrzymującą się presję kosztową w usługach oraz w kategoriach niezależnych od cen surowców.

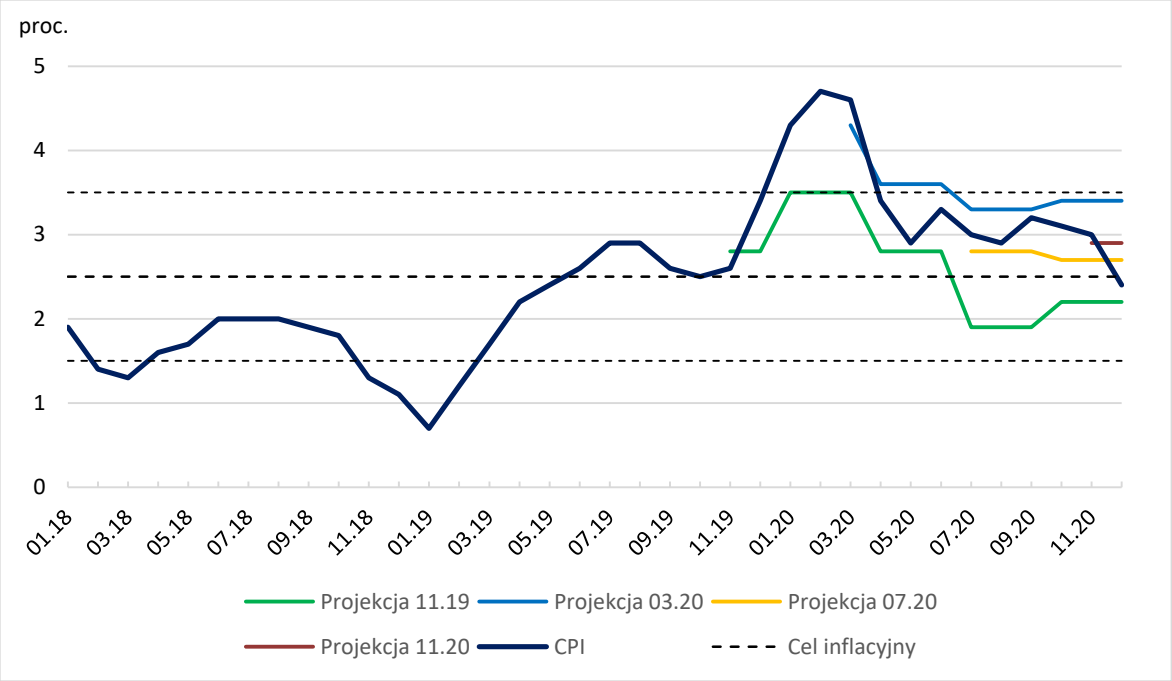
Pod koniec 2020 roku inflacja CPI obniżyła się do poziomu 2,4% r/r. Na jej spadek w ostatnich miesiącach roku wpływała przede wszystkim niższa dynamika cen żywności nieprzetworzonej oraz cen usług i towarów nieżywnościowych, przy jednoczesnym wzroście cen paliw, wynikającym z odbicia cen ropy naftowej. Inflacja bazowa pozostała natomiast relatywnie stabilna, co odzwierciedlało utrzymującą się odporność cen w sektorach mniej podatnych na wahania koniunktury. Średnioroczna inflacja konsumencka w 2020 roku wyniosła 3,4%, pozostając powyżej celu inflacyjnego NBP. Natomiast inflacja

112:8403273933

bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, była wyższa i wyniosła 3,9%, co wskazywało na utrzymującą się presję cenową w kategoriach o charakterze usługowym.

Prognozy inflacyjne Narodowego Banku Polskiego, przedstawione na wykresie 3.4, odzwierciedlały wysoką niepewność gospodarczą oraz zmienność oczekiwań inflacyjnych w trakcie 2020 roku. W projekcji z marca 2020 roku, opracowanej jeszcze przed pełnym ujawnieniem skutków pandemii COVID-19, zakładano utrzymanie inflacji w pobliżu górnej granicy dopuszczalnych odchyleń od celu inflacyjnego NBP. Wraz z rozwojem sytuacji epidemicznej i wprowadzeniem restrykcji gospodarczych, lipcowa projekcja zrewidowała wcześniejsze założenia, przewidując silniejsze osłabienie popytu i stopniowy spadek inflacji w kierunku poziomu celu inflacyjnego. W kolejnej projekcji, z listopada 2020 roku, przewidywano stabilizację inflacji w średnim okresie, przy ograniczonej presji popytowej i stopniowym wygasaniu szoków podażowych.

Wykres 3.4 Inflacja CPI w Polsce na tle projekcji NBP i celu inflacyjnego, 2018-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/polityka-pieniezna/projekcja-inflacji-i-pkb/archiwum-projekcji/

Rok 2020 charakteryzował się zatem silnymi wahaniami inflacji w krótkim okresie, przy jednoczesnym utrzymaniu jej średniego poziomu powyżej 3%. Pandemia COVID-19 spowodowała jednoczesny spadek popytu i zakłócenia po stronie podaży, co sprawiło, że struktura inflacji była nietypowa. W części sektorów presja cenowa malała, a w innych utrzymywała się lub nawet rosła. W efekcie, mimo najgłębszej recesji od lat 90., która

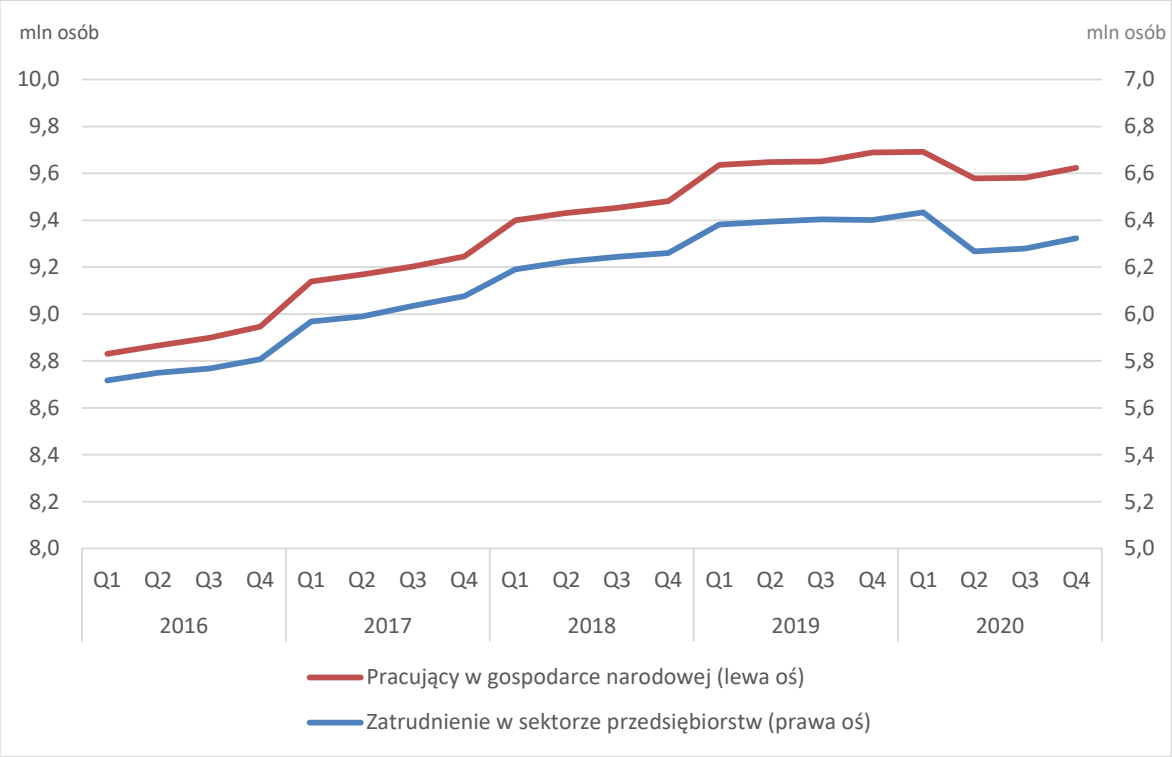
113:1952740339

zwykle sprzyja ograniczeniu presji inflacyjnej, w Polsce pozostała relatywnie podwyższona, stanowiąc istotne wyzwanie dla polityki pieniężnej.

Rynek pracy

W 2019 roku oraz w pierwszym kwartale 2020 roku utrzymująca się korzystna koniunktura gospodarcza sprzyjała wzrostowi zatrudnienia, choć jego dynamika stopniowo malała, co wynikało zarówno z osłabienia popytu na pracę, jak i ograniczeń po stronie podaży (wykres 3.5). Zarówno dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, jak i liczbie pracujących w gospodarce narodowej[207] wykazywały wzrost zatrudnienia, odpowiednio o 0,8% r/r i 0,6% r/r w pierwszym kwartale 2020 roku.

Wykres 3.5 Liczba pracujących w gospodarce narodowej oraz zatrudnienie sektorze przedsiębiorstw w Polsce, 2016-2020 (mln osób)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/

[207] Pracujący w gospodarce narodowej to raportowana przez przedsiębiorstwa liczba osób wykonujących pracę na koniec okresu sprawozdawczego. Dane obejmują podmioty gospodarcze o liczbie pracujących powyżej 9 osób poza gospodarstwami indywidualnymi w rolnictwie i jednostkami budżetowymi prowadzącymi działalność w zakresie obrony narodowej oraz bezpieczeństwa publicznego. Dane o przeciętnym zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw nie obejmują dodatkowo sektora publicznego oraz osób prowadzących działalność gospodarczą.

114:6313104405

Sytuacja na rynku pracy uległa jednak gwałtownej zmianie wraz z wybuchem pandemii COVID-19 i wprowadzeniem restrykcji sanitarnych oraz lockdownów, które doprowadziły do silnego ograniczenia aktywności gospodarczej w drugim kwartale 2020 roku. W efekcie liczba pracujących spadła, wzrosło bezrobocie, a dynamika wynagrodzeń osłabła. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, zgodnie z danymi GUS, zmniejszyło się o 168 tys. etatów (-2,6% kw./kw.), co było wynikiem masowych redukcji zatrudnienia, zamykania firm oraz ograniczania działalności w sektorach najbardziej dotkniętych kryzysem, takich jak gastronomia, turystyka czy handel.

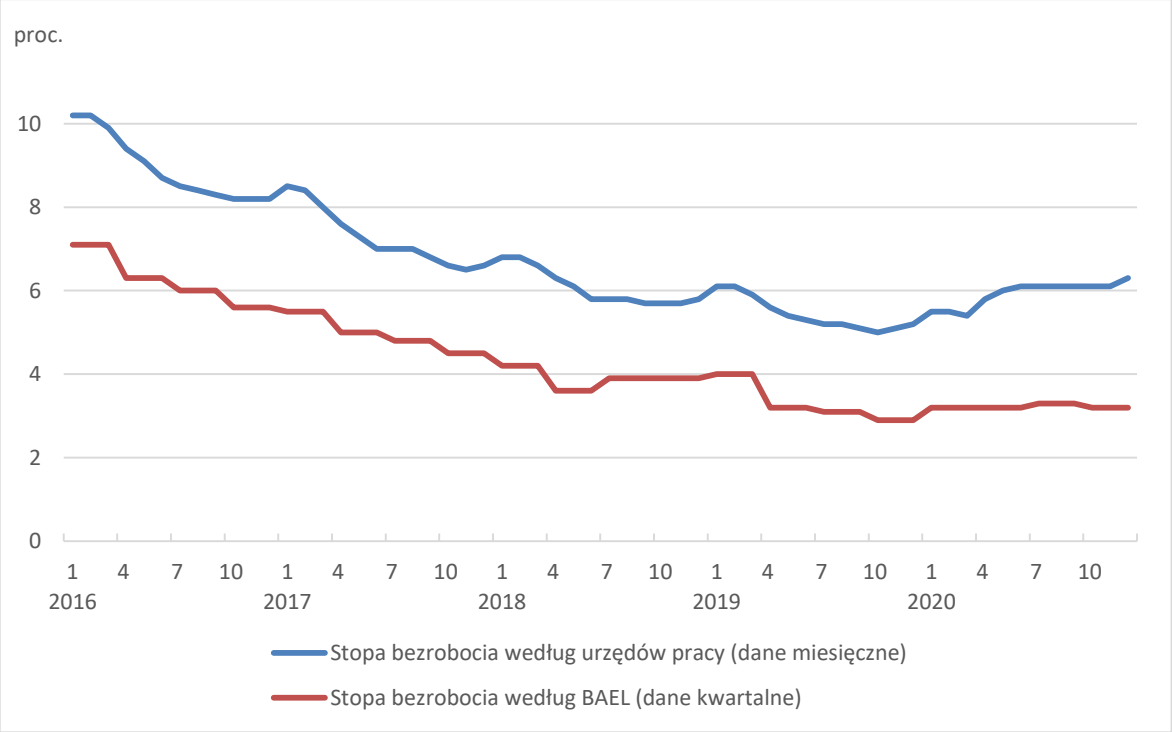
Po pierwszej fali pandemii i stopniowym znoszeniu restrykcji w trzecim kwartale 2020 roku nastąpiła częściowa odbudowa rynku pracy. Wraz z ponownym otwieraniem gospodarki przywracano pracownikom pełne wymiary etatów, a liczba osób korzystających z dodatkowych zasiłków opiekuńczych malała. W rezultacie przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 13 tys. osób (0,2% kw./kw.), a liczba pracujących w gospodarce narodowej zwiększyła się nieznacznie, o 2 tys. osób (0,02% kw./kw.). W czwartym kwartale, mimo dalszego łagodzenia obostrzeń i częściowej poprawy koniunktury, zatrudnienie nie powróciło do poziomu sprzed pandemii. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,7% kw./kw., a liczba pracujących w gospodarce narodowej o 0,4% kw./kw., jednak w ujęciu rocznym nadal notowano spadek, odpowiednio o 78 tys. (-1,2% r/r) oraz 66 tys. (-0,7% r/r). Największy spadek liczby etatów odnotowano w przemyśle, w mniejszym stopniu w usługach rynkowych i nierynkowych. Pandemia i związane z nią ograniczenia wywołały trwałe zakłócenia na rynku pracy, które, mimo ożywienia w drugiej połowie roku, nie pozwoliły na pełne odbudowanie zatrudnienia do poziomu sprzed kryzysu.

Na pogarszającą się sytuację na rynku pracy wskazywał również wzrost liczby bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła z 5,4% w pierwszym kwartale do 6,1% w drugim kwartale (wykres 3.6), co było efektem gwałtownego spadku aktywności gospodarczej i redukcji zatrudnienia w usługach. W kolejnym kwartale, w związku z częściowym ożywieniem i mechanizmami osłonowymi (m.in. dodatkiem solidarnościowym), stopa bezrobocia ustabilizowała się na poziomie 6,1%. W grudniu 2020 roku stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 6,3%, co było częściowo efektem sezonowych wahań oraz wygasania programów wsparcia. W porównaniu z końcem 2019 roku (5,2%) oznaczało to wzrost liczby bezrobotnych o ponad 20% w skali roku

115:9751378300

Stopa bezrobocia według Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL)[208] pozostawała natomiast relatywnie stabilna. Przez większość roku kształtowała się na poziomie 3,2%, z nieznacznym wzrostem do 3,3% w trzecim kwartale. Oznacza to, że część osób tracących pracę nie rejestrowała się w urzędach pracy, a wsparcie publiczne oraz zjawisko „chomikowania pracy" (utrzymywania pracowników mimo spadku zamówień) ograniczały wzrost oficjalnego bezrobocia.

Wykres 3.6 Stopa bezrobocia w Polsce według BAEL i rejestrów urzędów pracy, 2016-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/

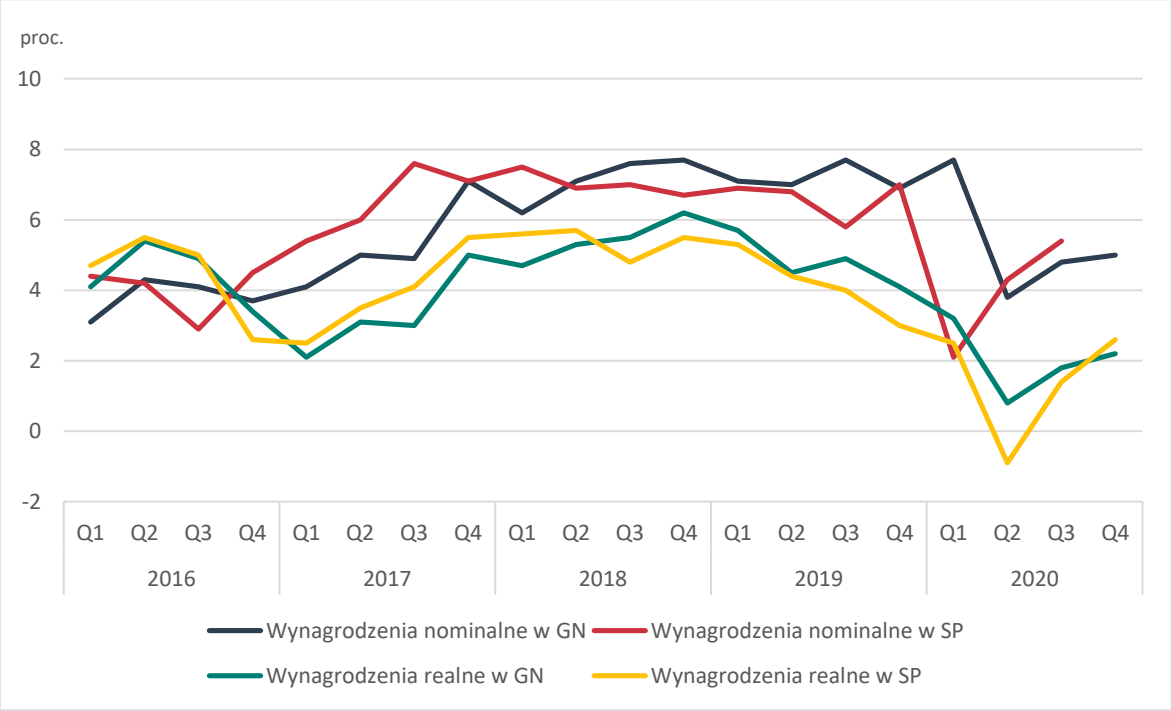
W 2019 roku oraz w pierwszym kwartale 2020 roku sytuacja płacowa pozostawała korzystna, a pozycja pracowników w negocjacjach wynagrodzeń była silna, choć presja płacowa zaczęła stopniowo maleć (wykres 3.7). Na koniec 2019 roku dynamika wynagrodzeń nominalnych w gospodarce narodowej wyniosła 6,9% r/r, a w pierwszym kwartale 2020 roku przyspieszyła do 7,7% r/r, głównie w wyniku podwyżki płacy

[208] Różnice między stopą bezrobocia rejestrowaną przez urzędy pracy, a stopą bezrobocia według BAEL wynikają z trzech głównych czynników: (1) odmiennej definicji osoby bezrobotnej, (2) różnic w określeniu populacji, do której odnosi się liczba osób bezrobotnych, oraz (3) metodologii obliczania. Stopa bezrobocia rejestrowanego opiera się na liczbie osób oficjalnie zarejestrowanych w urzędach pracy, podczas gdy stopa BAEL jest wyliczana na podstawie reprezentatywnego badania ankietowego.

116:9999113269

minimalnej oraz wzrostu wynagrodzeń w sektorze publicznym. Ze względu na rosnącą inflację realny wzrost płac wyniósł 3,2% r/r.

Wykres 3.7 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej i sektorze przedsiębiorstw w Polsce, 2016-2020 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS, https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/

W drugim kwartale 2020 roku, pod wpływem pandemii i ograniczenia popytu na pracę, dynamika wynagrodzeń nominalnych spadła do 3,8% r/r, a realna do 0,8% r/r. W trzecim kwartale, w miarę odbudowy aktywności gospodarczej i przywracania dodatków pozapłacowych, wzrost płac przyspieszył do 4,8% r/r, a w czwartym kwartale, mimo ponownego zaostrzenia restrykcji, dynamika nominalna wyniosła 5,0% r/r.

W ujęciu rocznym przeciętne wynagrodzenie w gospodarce narodowej wzrosło o 5,0%, a w sektorze przedsiębiorstw o 4,8%, jednak realny wzrost wyniósł jedynie 1,6%, co oznaczało najniższe tempo wzrostu siły nabywczej płac od ośmiu lat. W efekcie nominalny wzrost funduszu wynagrodzeń w gospodarce narodowej wyniósł 3,6%, najniżej od siedmiu lat, a w ujęciu realnym jego dynamika spowolniła do zaledwie 0,2% wobec około 7% w poprzednich czterech latach.

Analiza danych dotyczących zatrudnienia, bezrobocia oraz dynamiki wynagrodzeń w 2020 roku wskazuje, że mimo gwałtownego załamania aktywności gospodarczej w drugim kwartale, sytuacja na rynku pracy pozostała relatywnie stabilna na tle skali spadku

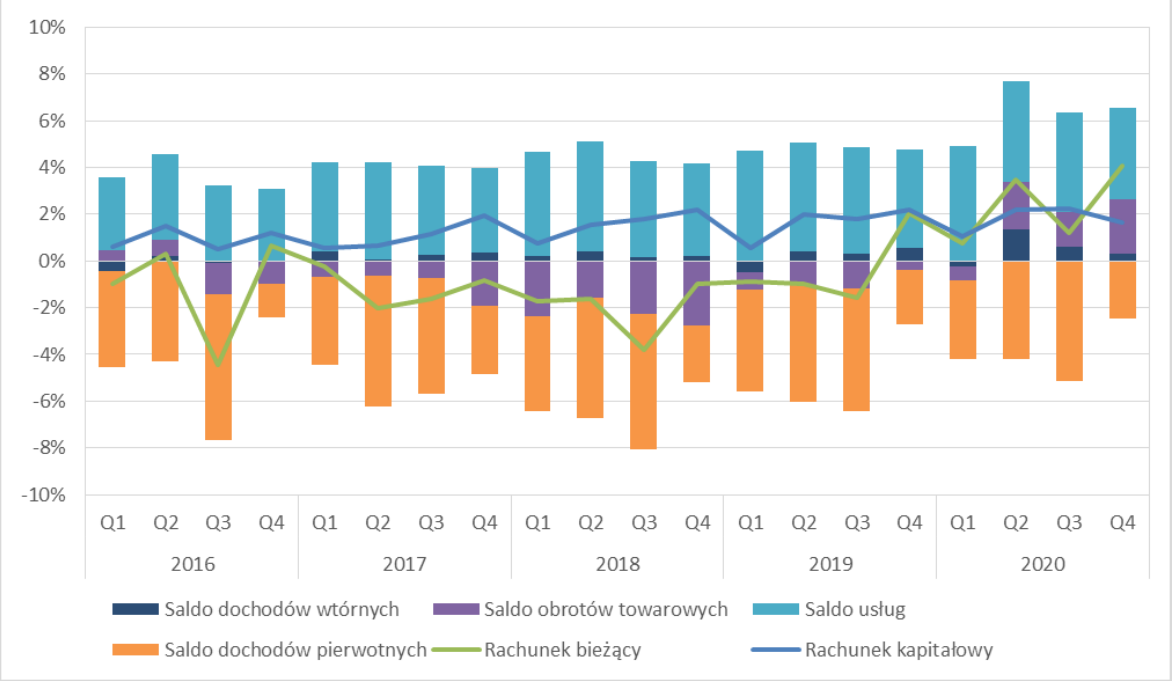
117:9587660875

PKB. Wzrost bezrobocia i spadek zatrudnienia były łagodniejsze, niż początkowo prognozowano, co wynikało z szerokich działań osłonowych państwa oraz tzw. „chomikowania pracy" przez przedsiębiorstwa. Jednocześnie dynamika płac, mimo wyraźnego spowolnienia w drugim kwartale, pozostała dodatnia w ujęciu rocznym, co pozwoliło utrzymać realne dochody gospodarstw domowych i ograniczyć spadek konsumpcji.

Bilans płatniczy

Pod koniec 2019 roku sytuacja zewnętrzna polskiej gospodarki była stabilna, a saldo obrotów bieżących poprawiło się, przechodząc z deficytu do niewielkiej nadwyżki. Saldo rachunku bieżącego wzrosło z -1,6% PKB w trzecim kwartale 2019 roku do 2,0% PKB w czwartym kwartale, głównie dzięki poprawie salda obrotów towarowych i zmniejszeniu deficytu salda dochodów pierwotnych (o 3,0% PKB) (wykres 3.8).

Wykres 3.8 Saldo rachunku bieżącego i jego struktura w Polsce, 2016-2020 (% PKB)



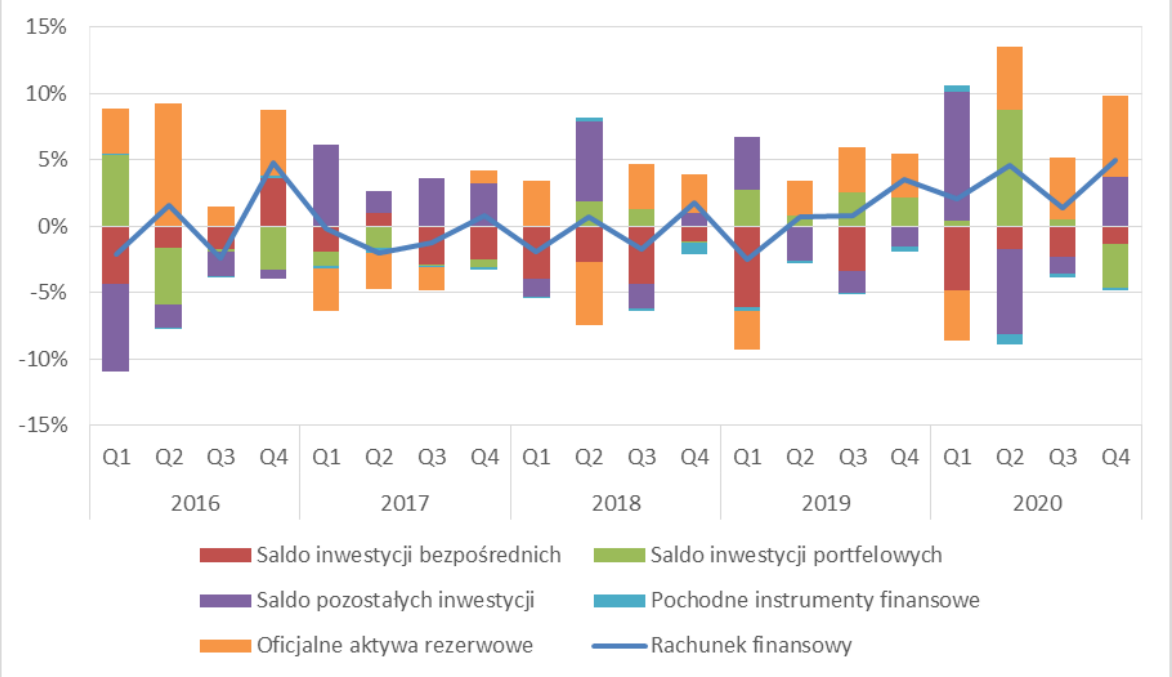
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-bilansu-platniczego/bilans-platniczy/

Odpływ dochodów z tytułu zysków zagranicznych inwestorów równoważyła utrzymująca się wysoka nadwyżka w usługach transportowych, biznesowych i turystycznych. Nadwyżka na rachunku kapitałowym, związana z napływem środków unijnych, wyniosła 2,2% PKB, a łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego wzrosło

118:1982630123

do 4,2% PKB. W ujęciu finansowym odnotowano poprawę salda inwestycji bezpośrednich, a także utrzymanie poziomu oficjalnych rezerw walutowych, co potwierdzało dobrą kondycję zewnętrzną gospodarki (wykres 3.9).

Wykres 3.9 Saldo rachunku finansowego i jego struktura, 2016-2020 (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-bilansu-platniczego/bilans-platniczy/

Na początku 2020 roku, jeszcze przed wystąpieniem pełnych skutków pandemii COVID-19, saldo obrotów bieżących utrzymało się na dodatnim poziomie, jednak spadło do 0,7% PKB w pierwszym kwartale. Spadek ten był efektem pogorszenia salda dochodów pierwotnych i wtórnych, przy wzroście salda usług. Łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego wyniosło 1,8% PKB. W tym samym okresie saldo rachunku finansowego zmniejszyło się do 2,0% PKB, za sprawą spadku salda inwestycji bezpośrednich oraz oficjalnych aktyw rezerwowych.

W drugim kwartale 2020 roku, w warunkach lockdownu i ograniczenia aktywności gospodarczej, saldo obrotów bieżących wzrosło wyraźnie, osiągając 3,5% PKB. Poprawa ta wynikała przede wszystkim z silniejszego spadku importu niż eksportu, co przełożyło się na znaczący wzrost nadwyżki handlowej. Saldo dochodów pierwotnych pogorszyło się, za sprawą wzrostu rozchodu przez zagranicznych inwestorów w Polsce. Nadwyżka w handlu usługami utrzymała się, choć na niższym poziomie niż dotychczas, ze względu na ograniczenie podróży zagranicznych i transportu. Nadwyżka na rachunku kapitałowym,

119:3133026074

związana z napływem funduszy unijnych, wzrosła do 2,2% PKB, a łączne saldo rachunku bieżącego i kapitałowego osiągnęło 5,7% PKB. Saldo rachunku finansowego w drugim kwartale 2020 roku zwiększyło się do 4,6% PKB, co wynikało głównie ze wzrostu salda inwestycji portfelowych oraz oficjalnych aktywów rezerwowych. W tym okresie obniżyły się zobowiązania zagraniczne z tytułu dłużnych papierów wartościowych, przede wszystkim w efekcie wykupu obligacji skarbowych emisji zagranicznej oraz ograniczenia zaangażowania nierezydentów w obligacje denominowane w złotych. Jednocześnie odnotowano spadek aktywów w inwestycjach bezpośrednich i pozostałych, wynikający m.in. z ujemnego salda transakcji instrumentów dłużnych oraz wycofania środków przez polskich rezydentów z banków zagranicznych. W rezultacie zmniejszyła się wartość zobowiązań zagranicznych, co znalazło odzwierciedlenie w poprawie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto Polski.

W drugiej połowie 2020 roku utrzymała się korzystna sytuacja w bilansie płatniczym, mimo trwających ograniczeń w gospodarce. W trzecim kwartale saldo rachunku bieżącego wyniosło 1,2% PKB, a w czwartym kwartale wzrosło do 4,1% PKB. Głównym czynnikiem poprawy była wysoka nadwyżka w handlu towarowym i usług. Pomimo utrzymującego się deficytu w dochodach pierwotnych jego skala wyraźnie się zmniejszyła, co odzwierciedlało ograniczenie wypłat dywidend i zysków dla inwestorów zagranicznych. W rezultacie poprawiło się całkowite saldo obrotów bieżących, wspierane jednocześnie dodatnim saldem dochodów wtórnych. Saldo rachunku kapitałowego pozostało dodatnie, choć jego wartość obniżyła się z 2,3% PKB w trzecim kwartale do 1,6% PKB w czwartym kwartale, co było związane z mniejszym napływem środków z funduszy unijnych pod koniec roku budżetowego. W tym samym czasie saldo rachunku finansowego początkowo zmniejszyło się w trzecim kwartale, w stosunku do drugiego kwartału, do poziomu 1,4% PKB, a następnie zwiększyło do 5,0% PKB w ostatnim kwartale roku. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z wyraźnego zwiększenia aktywów w kategorii pozostałych inwestycji (z -1% do 4% PKB) oraz ze wzrostu oficjalnych aktywów rezerwowych (z 5% do 6% PKB). Jednocześnie odnotowano spadek salda inwestycji portfelowych z 1% do -3% PKB oraz niewielką poprawę salda inwestycji bezpośrednich (z -2% do -1% PKB). W efekcie w drugiej połowie roku bilans płatniczy Polski cechował się wysoką nadwyżką w obrotach bieżących i kapitałowych przy jednoczesnym wzroście aktywów finansowych za granicą, co wskazywało na utrzymanie zewnętrznej równowagi gospodarki pomimo trwającego kryzysu pandemicznego.

120:6205553961

Rekordowa nadwyżka na rachunku bieżącym w 2020 roku była efektem złożonych czynników: ograniczenia importu w wyniku spadku popytu krajowego, wzrostu konkurencyjności polskiego eksportu, szczególnie dóbr przemysłowych i zaopatrzeniowych oraz relatywnie słabszego kursu złotego, który sprzyjał eksporterom. Jednocześnie napływ środków unijnych i utrzymanie stabilnych inwestycji bezpośrednich zapewniły dodatnie saldo kapitałowe i finansowe, a tym samym wzmocniły odporność zewnętrzną gospodarki w warunkach globalnego kryzysu pandemicznego.

121:5472951665

Rozdział 4. Reakcja polityki monetarnej na pandemię COVID-19

Kryzys wywołany pandemią COVID-19 wymusił zastosowanie szerokiego wachlarza narzędzi polityki gospodarczej, ukierunkowanych na wsparcie podmiotów gospodarczych oraz stabilizację rynków finansowych. W warunkach gwałtownego załamania aktywności ekonomicznej kluczową rolę odegrały polityka pieniężna i fiskalna, które ograniczały skalę szoku podażowo-popytowego. Działania obejmowały interwencje Narodowego Banku Polskiego w celu utrzymania płynności systemu bankowego oraz pakiety wsparcia rządowego służące ochronie miejsc pracy i ograniczeniu fali bankructw.

Narodowy Bank Polski, jako instytucja odpowiedzialna za prowadzenie polityki pieniężnej, realizuje ustawowy cel utrzymania stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu równowagi makroekonomicznej i stabilności sektora finansowego. Bank centralny kształtuje warunki monetarne poprzez poziom stóp procentowych, kontrolę podaży pieniądza oraz zarządzanie płynnością w systemie bankowym. W sytuacjach kryzysowych zakres działań może wykraczać poza instrumentarium standardowe i obejmować rozwiązania niestandardowe, dostosowane do skali i charakteru zaburzeń.

Kryzys wywołany pandemią COVID-19 charakteryzował się szczególną specyfiką, niespotykaną dotąd we wcześniejszych zaburzeniach gospodarczych. Nie wynikał z klasycznego osłabienia popytu lub napięć finansowych, lecz z administracyjnych ograniczeń aktywności, które jednocześnie obniżyły popyt i podaż. Taki układ postawił przed polityką pieniężną szczególne wyzwania. Z jednej strony należało przeciwdziałać spadkowi aktywności oraz zapewnić dostęp do finansowania dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Z drugiej strony konieczne było ograniczanie ryzyk dotyczących presji inflacyjnej, osłabienia kursu walutowego oraz zaburzeń płynności w sektorze bankowym.

W odpowiedzi NBP prowadził ekspansywną politykę pieniężną. Szybko obniżono stopy procentowe do historycznie niskich poziomów, co zmniejszyło koszt finansowania sektora prywatnego. Uruchomiono również skup obligacji skarbowych oraz papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym, co stanowiło pierwsze zastosowanie luzowania ilościowego w Polsce. Działania te stabilizowały warunki rynkowe i ograniczały wzrost kosztów długu publicznego, jednocześnie podtrzymując zdolność banków do kredytowania gospodarki.

W niniejszym podrozdziale zostanie przedstawiona rola NBP w kształtowaniu polityki pieniężnej w czasie pandemii COVID-19, ze szczególnym uwzględnieniem wyzwań

122:1556490098

wynikających z jej nietypowego charakteru. Przeanalizowane zostaną narzędzia, jakimi dysponował bank centralny oraz sposób ich adaptacji do gwałtownych zmian gospodarczych i finansowych, które wymagały niestandardowych działań w celu stabilizacji systemu ekonomicznego.

4.1 Strategia polityki pieniężnej

W latach 2020-2021 Narodowy Bank Polski prowadził politykę pieniężną w oparciu o założenia[209, 210] przyjęte przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) w uchwałach[211, 212, 213] dotyczących strategii na poszczególne lata. Podstawowym celem polityki pieniężnej było utrzymanie stabilności cen przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności systemu finansowego. Strategia wyznaczona przez RPP wynikała z zobowiązań zawartych w Konstytucji RP oraz ustawy o Narodowym Banku Polskim, które określają NBP jako instytucję odpowiedzialną za wartość polskiego pieniądza i stabilność cen.

Podstawowym narzędziem polityki pieniężnej w Polsce pozostawała strategia celu inflacyjnego, stosowana od 2004 roku. Celem operacyjnym było dążenie do utrzymania inflacji na poziomie 2,5% w średnim okresie, z symetrycznym przedziałem odchyleń o wielkości jednego punktu procentowego. Założono, że w długim okresie przeciętny poziom inflacji w Polsce będzie zbliżony do wyznaczonego celu, choć mogą występować czasowe odchylenia. Dopuszczano przejściowe odchylenia od celu, wynikające z szoków o charakterze podażowym i popytowym, przy czym horyzont powrotu inflacji do celu miał być dostosowywany tak, aby ograniczać koszt stabilizacji dla aktywności gospodarczej i stabilności finansowej.

RPP zakładała elastyczne podejście do prowadzenia polityki pieniężnej. Decyzje miały uwzględniać opóźnienia w transmisji impulsów monetarnych, zwykle sięgające kilku kwartałów, a także podwyższoną niepewność co do przyszłych uwarunkowań makroekonomicznych. Instrumentarium NBP miało być każdorazowo dostosowywane do charakteru zaburzeń oraz warunków rynkowych, tak aby zapewnić skuteczne działanie

[209] Narodowy Bank Polski, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2020,* Warszawa, 2020.
[210] Narodowy Bank Polski, *Założenia polityki pieniężnej na rok 2021*, Warszawa, 2021.
[211] Uchwała nr 5/2019 z dnia 10 września 2019 r. w sprawie przyjęcia założeń polityki pieniężnej na rok 2020 (M.P. poz. 876).
[212] Uchwała nr 12/2020 z dnia 15 września 2020 r. w sprawie przyjęcia założeń polityki pieniężnej na rok 2021 (M.P. poz. 859).
[213] W dniu 8 kwietnia 2020 r. RPP przyjęła uchwałę zmieniającą uchwałę w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020 (M.P. poz. 342), zgodnie z którą rozszerzono zestaw instrumentów polityki pieniężnej o kredyt wekslowy.

123:1285856035

kanałów transmisji i utrzymać płynność systemu bankowego. Obejmowało to zarówno instrumenty standardowe, takie jak stopy procentowe, operacje otwartego rynku i rezerwa obowiązkowa, jak i możliwość sięgnięcia po narzędzia niestandardowe, w tym strukturalne operacje płynnościowe oraz zakupy aktywów na rynku wtórnym.

Ważnym elementem była ocena ryzyk dla stabilności finansowej. RPP deklarowała monitorowanie dynamiki akcji kredytowej, kształtowanie się cen aktywów oraz sytuacji w segmencie nieruchomości, przy założeniu ścisłej komplementarności polityki pieniężnej i polityki makroostrożnościowej. W warunkach swobody przepływu kapitału i wysokiej integracji rynków rola instrumentów nadzorczych i buforów kapitałowych była traktowana jako pierwsza linia obrony wobec narastających nierównowag finansowych.

NBP prowadził politykę pieniężną w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim kursowy nie wykluczał interwencji na rynku walutowym, jeśli ich podjęcie było uzasadnione potrzebą ograniczenia nadmiernej zmienności lub zapewnienia ciągłości transmisji monetarnej. Jednocześnie podkreślano komplementarność polityki fiskalnej, której zadaniem było łagodzenie skutków szoków oraz utrzymanie trwałej stabilności finansów publicznych

4.2 Polityka stóp procentowych NBP w latach 2020-2021

Decyzje Narodowego Banku Polskiego i Rady Polityki Pieniężnej w latach 2020-2021 zapadały w wyjątkowych warunkach gospodarczych. Jak wykazano wcześniej, gospodarka doświadczała silnego spadku aktywności, wahań inflacji, napięć na rynku pracy oraz przejściowych zaburzeń w sektorze finansowym. W tej sytuacji NBP dostosował instrumenty polityki pieniężnej, aby utrzymać płynność, ustabilizować koszt finansowania i złagodzić skutki gospodarcze pandemii. Odpowiedź obejmowała zmianę poziomu stóp procentowych, uruchomienie narzędzi niestandardowych, wsparcie płynności sektora bankowego oraz, w razie potrzeby, działania stabilizujące na rynku walutowym. Niniejszy podrozdział przedstawia uwarunkowania oraz sekwencję decyzji NBP i ich znaczenie dla stabilności makroekonomicznej i mechanizmu transmisji.

Stopy procentowe

W latach 2020-2021 podstawowym narzędziem polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego były stopy procentowe (tabela 4.1). Spośród nich najważniejsza była stopa referencyjna, która poprzez kształtowanie rentowności operacji otwartego rynku bezpośrednio oddziaływała na poziom krótkoterminowych stóp procentowych na rynku

124:8313994112

międzybankowym. Stopa lombardowa wyznaczała oprocentowanie kredytu lombardowego udzielanego przez NBP na termin overnight. Stopa depozytowa determinowała oprocentowanie depozytów overnight składanych przez banki w NBP, a stopa dyskontowa weksli określała koszt kredytu wekslowego oferowanego przez bank centralny (wprowadzona ponownie 18 marca 2020 r.). W odpowiedzi na sytuację gospodarczą w 2020 roku, Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie obniżyła stopy procentowe: 18 marca, 9 kwietnia i 29 maja. W efekcie tych decyzji stopa referencyjna spadła z 1,50% do 0,10%, lombardowa z 2,50% do 0,50%, dyskontowa z 1,10% do 0,12%, a depozytowa z 0,50% do 0,00%. Jednocześnie szerokość korytarza stóp procentowych, określona poziomami stopy lombardowej i stopy depozytowej, została istotnie zawężona, z 200 do 50 punktów bazowych, i ukształtowana w sposób asymetryczny, z odchyleniami +40 i -10 punktów bazowych względem stopy referencyjnej. W kolejnym roku, w związku z rosnącą presją inflacyjną, Rada dokonała trzech podwyżek stóp procentowych w IV kwartale: 7 października, 4 listopada oraz 9 grudnia 2021 r. W ich wyniku stopa referencyjna wzrosła do 1,75%, lombardowa do 2,25%, depozytowa do 1,25%, a dyskontowa do 1,85%. Efektem tych działań było zwiększenie szerokości korytarza stóp procentowych do 100 punktów bazowych oraz przywrócenie jego symetrycznej konstrukcji, po 50 punktów bazowych powyżej i poniżej stopy referencyjnej. Na wykresie 4.1 przedstawiono jak stopy procentowe kształtowały się w dłuższym okresie, w latach 2010-2021.

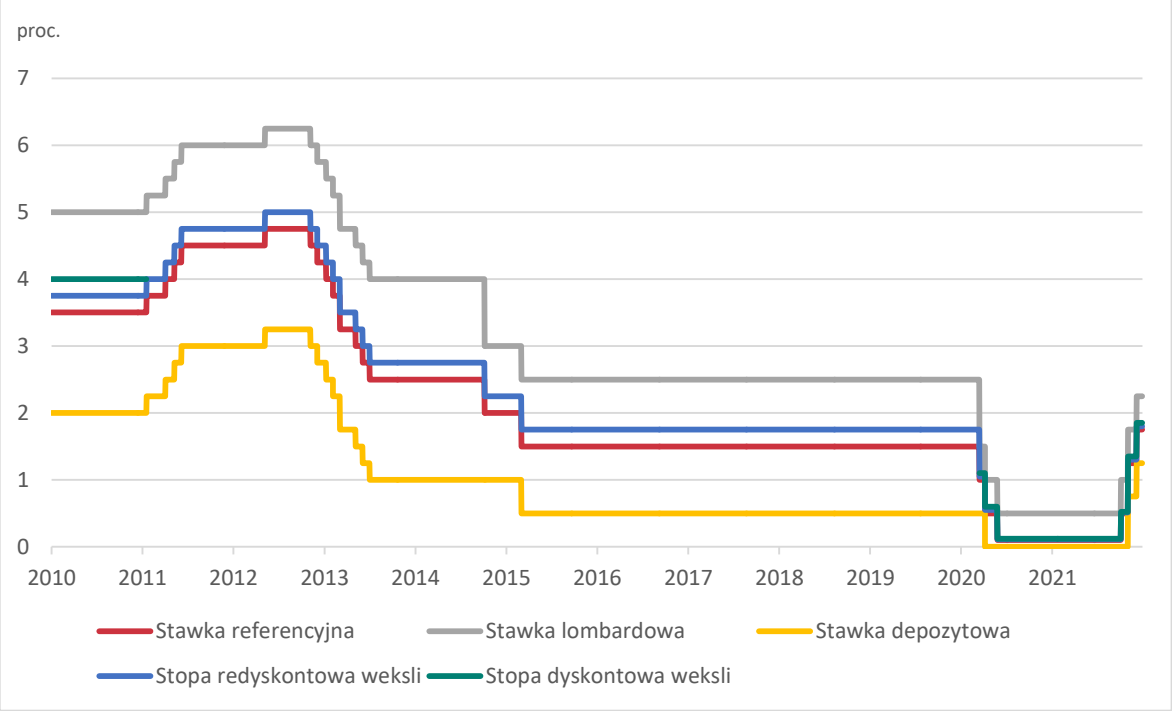
Tabela 4.1 Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2020-2021

Data obowiązywania	Stopa referencyjna	Stopa lombardowa	Stopa depozytowa	Stopa redyskontowa weksli	Stopa dyskontowa weksli
do 18.03.2020	1,50	2,50	0,50	1,75	-
od 18.03.2020	1,00	1,50	0,50	1,05	1,10
od 09.04.2020	0,50	1,00	0,00	0,55	0,60
od 29.05.2020	0,10	0,50	0,00	0,11	0,12
od 07.10.2021	0,50	1,00	0,00	0,51	0,52
od 04.11.2021	1,25	1,75	0,75	1,30	1,35
od 09.12.2021	1,75	2,25	1,25	1,80	1,85

Źródło: NBP, https://nbp.pl/podstawowe-stopy-procentowe-archiwum/

125:1006473819

Wykres 4.1 Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2010-2021



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/podstawowe-stopy-procentowe-archiwum/

Na początku 2020 roku stopy procentowe kształtowały się następująco: stopa referencyjna 1,50%, lombardowa 2,50%, depozytowa 0,50%, redyskontowa weksli 1,75%. Sytuacja gospodarcza była relatywnie korzystna. Inflacja przejściowo przekraczała górną granicę celu inflacyjnego za sprawą czynników podażowych i regulacyjnych, przy jednoczesnych projekcjach wskazujących na jej stopniowe obniżenie. Zatrudnienie rosło, stopa bezrobocia spadała, a dynamika wynagrodzeń utrzymywała się w pobliżu średnich z poprzednich lat.

W tym otoczeniu RPP na posiedzeniach w dniach 7-8 stycznia[214], 4-5 lutego[215] oraz 3-4 marca[216] 2020 roku zdecydowała o utrzymaniu stóp procentowych na niezmienionym poziomie, w tym stopy referencyjnej na poziomie 1,50%. Rada Polityki Pieniężnej oceniała, że mimo rosnącej niepewności zewnętrznej utrzyma się relatywnie wysoka dynamika PKB, choć tempo wzrostu może stopniowo słabnąć, a inflacja po przejściowym wzroście ustabilizuje się w pobliżu celu. Wskazywano, że krótkookresowe przekroczenie górnej

[214] Narodowy Bank Polski, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 stycznia 2020 r.*, 2020.
[215] Narodowy Bank Polski, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 lutego 2020 r.*, 2020.
[216] Narodowy Bank Polski, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 marca 2020 r.*, 2020.

126:3119780667

granicy celu wynika głównie z czynników podażowych i regulacyjnych pozostających poza bezpośrednią kontrolą polityki pieniężnej, a w miarę wygasania tych oddziaływań oraz osłabienia koniunktury inflacja powinna powrócić w okolice celu. Jednocześnie Rada podtrzymywała ocenę, że ówczesny poziom stóp procentowych sprzyjał zrównoważonemu wzrostowi, utrzymaniu równowagi makroekonomicznej oraz realizacji celu inflacyjnego w horyzoncie średnim.

W połowie marca, wraz z rozprzestrzenianiem się pandemii i wprowadzeniem restrykcji sanitarnych, doszło do skokowego ograniczenia aktywności gospodarczej. Pogorszyły się nastroje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, spadła produkcja i wymiana handlowa z zagranicą, a popyt na kredyt uległ osłabieniu. Inflacja zaczęła się obniżać w wyniku silnego spadku cen paliw oraz słabszej presji popytowej.

Biorąc pod uwagę powyższe pogarszające się uwarunkowania makroekonomiczne wywołane pandemią COVID-19, Rada Polityki Pieniężnej podjęła szereg działań mających na celu złagodzenie jej negatywnych skutków. W trakcie trzech kolejnych posiedzeń, 17 marca, 8 kwietnia oraz 28 maja 2020 r., RPP zdecydowała o istotnym złagodzeniu polityki pieniężnej, obniżając stopy procentowe NBP. Stopę referencyjną zredukowano z poziomu 1,50% w marcu do 0,10% w maju 2020 roku, co stanowiło pierwszą zmianę stóp procentowych od pięciu lat, które pozostawały one niezmienne od 5 marca 2015 r.

Na posiedzeniu w dniu 17 marca 2020 r.[217] RPP obniżyła stopę referencyjną o 0,50 punktu procentowego do 1,00% oraz zredukowała pozostałe stopy: lombardową do 1,50%, depozytową do 0,50%, redyskontową weksli do 1,05% oraz dyskontową do 1,10%. W celu ograniczenia ryzyka zacieśnienia podaży kredytu obniżono stopę rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5% oraz podniesiono oprocentowanie środków utrzymywanych w formie rezerwy obowiązkowej z 0,5% do poziomu stopy referencyjnej, tj. 1,0%. Jednocześnie NBP zapowiedział pakiet operacji płynnościowych, obejmujący zasilanie banków w płynność poprzez transakcje repo, rozpoczęcie skupu obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku, co miało poprawić warunki płynnościowe i stabilność rynku wtórnego obligacji skarbowych. Ogłoszono także udostępnienie bankom kredytu wekslowego oprocentowanego na poziomie stopy dyskontowej. Celem kredytu wekslowego było refinansowanie nowych kredytów udzielanych przedsiębiorstwom i utrzymanie ciągłości finansowania w sektorze prywatnym.

[217] Narodowy Bank Polski, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.*, 2020.

127:6285949285

Na kolejnym posiedzeniu w dniu 8 kwietnia 2020 r. [218] Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopę referencyjną o 0,50 pkt proc., do poziomu 0,50%, jednocześnie redukując pozostałe podstawowe stopy procentowe NBP: stopę lombardową do 1,00%, stopę depozytową do 0,00%, stopę redyskontową weksli do 0,55% oraz stopę dyskontową weksli do 0,60%. Zapowiedziano kontynuację transakcji repo oraz zakupów skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa papierów dłużnych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Potwierdzono oferowanie kredytu wekslowego dla banków. W komunikacji podkreślono, że podejmowane działania mają na celu poluzowanie warunków finansowych, stabilizację gospodarki i ograniczenie ryzyka spadku inflacji poniżej celu NBP w średnim okresie, a w dłuższej perspektywie będą sprzyjać ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej po ustąpieniu zaburzeń wywołanych pandemią.

Na posiedzeniu w dniu 28 maja 2020 r. [219] Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopę referencyjną NBP o 0,40 pkt proc., do poziomu 0,10%, jednocześnie redukując pozostałe podstawowe stopy procentowe: lombardową do 0,50%, redyskontową weksli do 0,11% oraz dyskontową weksli do 0,12%, pozostawiając depozytową na poziomie 0,00%. RPP potwierdziła kontynuację strukturalnych operacji skupu skarbowych papierów wartościowych oraz papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa. Celem było przeprofilowanie struktury płynności w sektorze bankowym w kierunku dłuższych terminów, utrzymanie płynności rynku wtórnego i wzmocnienie skuteczności obniżek stóp procentowych. Podtrzymano oferowanie kredytu wekslowego służącego refinansowaniu kredytów dla przedsiębiorstw, aby zmniejszać ryzyko ograniczenia akcji kredytowej w warunkach podwyższonej niepewności.

W drugiej połowie 2020 roku gospodarka światowa stopniowo odbudowywała się po pierwszej fali pandemii, wspierana ekspansywną polityką pieniężną i fiskalną. Od czerwca do września trwało ożywienie aktywności gospodarczej, choć od października ponowne nasilenie zakażeń i zaostrzenie restrykcji osłabiły to tempo, szczególnie w sektorze usług. W Polsce po silnym spadku PKB w drugim kwartale nastąpiło odbicie w trzecim kwartale, a następnie ponowne spowolnienie w czwartym kwartale. Dynamika kredytu w gospodarce osłabła głównie z powodu ograniczonego popytu na finansowanie po stronie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które w pierwszej połowie roku skorzystały ze wsparcia fiskalnego. Na rynku pracy od czerwca następowała stopniowa poprawa, choć zatrudnienie

[218] Narodowy Bank Polski, *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020 r.*, 2020.
[219] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r., 2020.

128:1752388041

pozostawało niższe niż przed pandemią, a stopa bezrobocia w grudniu wyniosła 6,3%. Wynagrodzenia rosły, lecz wolniej niż w poprzednich latach. Na rynku finansowym utrzymywały się niskie rentowności skarbowych papierów wartościowych, a kurs złotego pozostawał wrażliwy na czynniki globalne. Inflacja w drugiej połowie 2020 roku obniżała się z około 3% w okresie letnim do 2,4% w grudniu. Było to pochodną niższej dynamiki cen żywności, słabszej presji popytowej i wcześniejszego spadku cen paliw, częściowo równoważonego przez zmiany kosztów energii i podatków pośrednich.

W tym otoczeniu makroekonomicznym Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniach w dniach 16 czerwca[220], 14 lipca[221], 15 września[222], 7 października[223], 6 listopada[224] i 2 grudnia[225] 2020 r. utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie, tj. referencyjna 0,10%, lombardowa 0,50%, depozytowa 0,00%, redyskontowa weksli 0,11%, dyskontowa 0,12%. NBP kontynuował także skup skarbowych papierów wartościowych oraz papierów dłużnych gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym, dostosowując skalę i terminy operacji do aktualnych warunków rynkowych. Utrzymano także dostęp do kredytu wekslowego. Ze względu na niższy popyt na kredyty korporacyjne oraz znaczące wsparcie rządowe w pierwszej połowie 2020 roku wykorzystanie kredytu wekslowego w bankach było ograniczone. Podkreślano także zmienność kursu walutowego wywołanego czynnikami zewnętrznymi oraz znaczenie stabilnych warunków monetarnych dla ożywienia gospodarczego.

W 2021 roku działania NBP można podzielić na dwa odmienne okresy. W pierwszych trzech kwartałach utrzymywano rekordowo niskie stopy procentowe oraz kontynuowano stosowanie instrumentów kryzysowych, W czwartym kwartale nastąpiło rozpoczęcie zacieśniania polityki pieniężnej poprzez podwyżki stóp.

W pierwszych miesiącach 2021 roku gospodarka globalna wciąż zmagała się ze skutkami pandemii. Ożywienie widoczne w trzecim kwartale 2020 roku wyhamowało jednak na przełomie roku wraz z ponownym wzrostem zakażeń i zaostrzeniem restrykcji sanitarnych, w szczególności w sektorze usług. Banki centralne na całym świecie utrzymywały luźną

[220] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 czerwca 2020 r., 2020.
[221] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 lipca 2020 r., 2020.
[222] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 września 2020 r., 2020.
[223] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 października 2020 r., 2020.
[224] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2020 r., 2020.
[225] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 grudnia 2020 r., 2020.

129:6120287374

politykę pieniężną, a skupy aktywów i niskie stopy pozostawały standardem. Choć proces szczepień dawał nadzieję na poprawę sytuacji, wzrost obaw o skuteczność walki z pandemią oraz przedłużające się ograniczenia osłabiały nastroje na rynkach finansowych. Mimo to prognozy wskazywały na ożywienie aktywności gospodarczej w 2021 roku, choć jego tempo i skala pozostawały niepewne. W Polsce dynamika PKB w pierwszym kwartale nieznacznie wzrosła, osiągając 0,3% r/r, co wynikało głównie ze wzrostu spożycia publicznego oraz pozytywnego wpływu eksportu netto, przy jednoczesnym spadku konsumpcji i niższych inwestycjach. Rynek pracy pozostawał pod presją, przeciętne zatrudnienie w sektorze pozostawało niższe, niż przed wybuchem pandemii, a dynamika wynagrodzeń osłabła. W tym okresie inflacja utrzymywała się wokół celu inflacyjnego, osiągając w pierwszym kwartale 2,7% r/r, jednak prognozy wskazywały na jej wzrost w nadchodzących miesiącach. Coraz wyraźniejsze sygnały wzrostu kosztów produkcji, rosnących cen wielu surowców, w tym ropy naftowej oraz zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw sugerowały presję na dalszy wzrost cen.

W drugim kwartale 2021 roku pandemia COVID-19 nadal stanowiła istotne wyzwanie dla światowej gospodarki, jednak jej skala w wielu krajach, w tym w Polsce, zaczęła się zmniejszać. Pozwoliło to na stopniowe znoszenie restrykcji sanitarnych oraz wznowienie działalności w wielu sektorach, szczególnie w usługach. W efekcie w Polsce nastąpiło wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej, dynamika PKB wzrosła do 12,3% r/r. Jednym z głównych czynników tego wzrostu była zwiększona konsumpcja prywatna, napędzana realizacją wcześniej odkładanych zakupów oraz w mniejszym stopniu wzrost inwestycji. Sektor przemysłowy utrzymywał dobrą koniunkturę, a produkcja budowlano-montażowa wzrosła w porównaniu z rokiem 2020, choć jej poziom nadal pozostawał wyraźnie niższy niż przed wybuchem pandemii. Poprawiająca się sytuacja gospodarcza przyczyniła się do poprawy sytuacji na rynku pracy. Ustabilizowała się roczna dynamika przeciętnych wynagrodzeń oraz wzrosło przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, choć nadal nie osiągnęło poziomu sprzed pandemii. Równocześnie inflacja CPI wzrosła do 4,5% r/r, a jej głównymi czynnikami były rosnące ceny paliw, wynikające z wyraźnie wyższych, niż rok wcześniej cen ropy naftowej na rynkach światowych, oraz wzrost cen energii elektrycznej. Istotny wpływ na dynamikę cen miał, także wzrost kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach pandemii, zwiększone koszty transportu międzynarodowego, zaburzenia podażowe oraz przejściowe zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw. Inflacja bazowa, liczona po wyłączeniu cen energii i żywności, obniżyła się do najniższego poziomu od ponad roku. Dostępne prognozy wskazywały na dalsze ożywienie gospodarcze

130:1103793224

w kolejnych kwartałach, jednak jego skala i tempo pozostawały obarczone wysoką niepewnością. Kluczowym czynnikiem ryzyka pozostawał dalszy przebieg pandemii oraz jego wpływ na koniunkturę krajową i światową. W perspektywie krótkoterminowej przewidywano, że działania polityki gospodarczej, w tym łagodna polityka pieniężna NBP z poprzedniego roku, będzie wspierać wzrost gospodarczy, a dodatkowym czynnikiem sprzyjającym ożywieniu będzie poprawa sytuacji w gospodarce globalnej. Prognozy NBP wskazywały na utrzymywanie się inflacji CPI powyżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego, z oczekiwanym spadkiem w kolejnym roku po wygaśnięciu czynników przejściowych. W dłuższej perspektywie inflacja miała zależeć od trwałości ożywienia gospodarczego i sytuacji na rynku pracy. Rada Polityki Pieniężnej wskazywała, że zgodnie z „Założeniami polityki pieniężnej na rok 2021" inflacja może okresowo odbiegać od celu inflacyjnego w zależności od występujących szoków makroekonomicznych i finansowych. Polityka pieniężna miała być jednak ukierunkowana na elastyczne reagowanie na te zjawiska, z priorytetem stabilizacji inflacji w średnim okresie oraz wspierania trwałego ożywienia gospodarczego po recesji wywołanej pandemią.

W trzecim kwartale 2021 roku sytuacja pandemiczna na świecie zaczęła się pogarszać, mimo relatywnie niskiej liczby zakażeń w wielu krajach europejskich, w tym w Polsce. Szybkie rozprzestrzenianie się wariantu Delta doprowadziło do wzrostu zachorowań w Azji i Ameryce Północnej, co skutkowało lokalnymi lockdownami oraz zakłóceniami w produkcji i logistyce. Pojawiły się ograniczenia podażowe, a narastająca niepewność dotycząca dalszego przebiegu pandemii, mimo wciąż trwającego globalnego ożywienia, osłabiła nastroje i aktywność gospodarczą, ograniczając dynamikę wzrostu w niektórych gospodarkach. Wobec utrzymującej się niepewności oraz nadal obniżonej aktywności gospodarczej, główne banki centralne kontynuowały łagodną politykę pieniężną, utrzymując niskie stopy procentowe i skupując aktywa. W Polsce trwało ożywienie aktywności gospodarczej. Wzrosła roczna dynamika sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej, choć produkcja budowlano-montażowa wykazywała słabszy wzrost. Jednocześnie nastroje w przemyśle były hamowane przez zakłócenia po stronie podaży. Rynek pracy stopniowo się poprawiał, choć zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal nie wróciło do poziomu sprzed pandemii. Tempo wzrostu wynagrodzeń utrzymało się na poziomie z poprzedniego kwartału. Wzrost PKB pozostał wysoki i wyniósł 6,6% r/r. Kluczowym czynnikiem odbudowy gospodarki była konsumpcja prywatna (2,7 pkt proc.) oraz w mniejszym stopniu inwestycje w środki trwałe (0,6 pkt proc.). Znaczny wkład we wzrost miał również przyrost zapasów (4,9 pkt proc.), co może świadczyć o odbudowie magazynów lub niedopasowaniu

131:4156355758

między produkcją, a popytem. Z kolei eksport netto działał w kierunku obniżenia PKB (-2,4 pkt proc.), co wskazuje na przewagę importu nad eksportem. Inflacja wzrosła do 5,4% r/r, a w ujęciu kwartalnym wyniosła 0,9%. Jej głównymi źródłami były, jak w poprzednim kwartale, były rosnące ceny surowców energetycznych (w tym ropy i gazu), niektórych produktów rolnych oraz zakłócenia w globalnych łańcuchach dostaw. Na wzrost cen wpływało również ożywienie gospodarcze i rosnące dochody gospodarstw domowych. NBP prognozował dalszy wzrost aktywności gospodarczej, choć jego tempo i trwałość pozostawały niepewne ze względu na możliwy wpływ jesiennej fali pandemii. Krajową koniunkturę wspierały działania polityki gospodarczej, w tym wcześniejsze poluzowanie polityki pieniężnej oraz oczekiwane ożywienie na rynkach zagranicznych. Dynamika wzrostu była również zależna od kursu złotego. Prognozy zakładały utrzymanie inflacji powyżej górnej granicy celu NBP w nadchodzących miesiącach, jednak w 2022 roku oczekiwano jej stopniowego spadku wraz z wygaśnięciem części czynników o charakterze przejściowym, przy czym tempo tego spadku miało zależeć m.in. od sytuacji na rynku pracy po wycofaniu programów pomocowych.

W obliczu powyższych warunków i prognoz w okresie od stycznia do września 2021 roku Rada Polityki Pieniężnej utrzymywała podstawowe stopy NBP na rekordowo niskich poziomach: stopa referencyjna 0,10%, stopa lombardowa 0,50%, stopa depozytowa 0,00%, stopa redyskontowa weksli 0,11% oraz stopa dyskontowa weksli 0,12%. Decyzje z 13 stycznia[226], 3 lutego[227] i 3 marca[228] podkreślały potrzebę stabilności warunków finansowania w obliczu niepewności pandemicznej. Ten sam kierunek utrzymano na posiedzeniach 7 kwietnia[229], 5 maja[230], 9 czerwca[231], 8 lipca[232] oraz 8 września[233]. Równolegle NBP podtrzymywał działania rozpoczęte w 2020 roku, obejmujące strukturalne operacje otwartego rynku obejmujące zakupy skarbowych papierów wartościowych oraz dłużnych papierów wartościowych z gwarancjami Skarbu Państwa na rynku wtórnym, a także operacje płynnościowe w złotych. Bank Centralny akcentował także gotowość do

[226] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 13 stycznia 2021 r., 2021.
[227] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lutego 2021 r., 2021.
[228] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 stycznia 2021 r., 2021.
[229] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 kwietnia 2021 r., 2021.
[230] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 maja 2021 r., 2021.
[231] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 czerwca 2021 r., 2021.
[232] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2021 r., 2021.
[233] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 września 2021 r., 2021.

132:2887305813

interwencji na rynku walutowym, jeśli wymagałaby tego realizacja celów polityki pieniężnej i utrzymanie odpowiednich warunków monetarnych.

W czwartym kwartale 2021 roku globalna gospodarka kontynuowała ożywienie, choć dynamikę wzrostu ograniczały nadal utrzymujące się zakłócenia w łańcuchach dostaw, wysokie ceny surowców oraz wzrost zachorowań w niektórych krajach, m.in. w strefie euro. Dodatkową niepewność wywołało pojawienie się nowego wariantu koronawirusa Omikron, co przełożyło się na pogorszenie nastrojów rynkowych i wzrost awersji do ryzyka. W reakcji na rosnącą inflację część banków centralnych rozpoczęła stopniowe wycofywanie się z luźnej polityki pieniężnej, dostosowując działania do krajowych warunków. Banki w Europie Środkowo-Wschodniej podnosiły stopy procentowe, podczas gdy Europejski Bank Centralny, mimo rekordowej inflacji w strefie euro, utrzymywał ujemne stopy i kontynuował program skupu aktywów. Amerykańska Rezerwa Federalna pozostawiła stopy blisko zera, sygnalizując jednocześnie możliwość szybszego ograniczania programu luzowania ilościowego, co przyczyniło się do aprecjacji dolara na rynkach międzynarodowych. W tym czasie w Polsce utrzymywało się silne ożywienie gospodarcze, mimo wzrostu zachorowań. Wzrost PKB w czwartym kwartale osiągnął 8,6% r/r, a motorem wzrostu był m.in. znaczny przyrost zapasów. Produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna oraz produkcja budowlano-montażowa wskazywały na solidne tempo rozwoju, a poprawa sytuacji na rynku pracy znalazła odzwierciedlenie w spadku stopy bezrobocia i wyraźnym wzroście wynagrodzeń. Jednocześnie inflacja przyspieszyła do 7,7% r/r, co, jak podkreślał NBP, wynikało głównie z czynników zewnętrznych, takich jak wysokie ceny surowców energetycznych i żywności oraz utrzymujące się globalne bariery podażowe. Dodatkowo, presję cenową wzmacniało ożywienie popytu, wspierane rosnącymi dochodami gospodarstw domowych. W dłuższym horyzoncie przewidywano stopniowy spadek inflacji, w miarę wygasania globalnych szoków kosztowych oraz w odpowiedzi na zacieśnienie polityki pieniężnej. Mimo to, ze względu na utrzymującą się wysoką dynamikę aktywności gospodarczej i korzystną sytuację na rynku pracy, a także przewidywany dłuższy wpływ szoku pandemicznego na inflację, utrzymywało się ryzyko jej kształtowania powyżej celu NBP w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej.

133:1150816299

W odpowiedzi Rada Polityki Pieniężnej podczas posiedzeń w dniach 6 października[234], 3 listopada[235] oraz 8 grudnia[236] 2021 roku podjęła decyzję o rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp procentowych NBP. Stopa referencyjna była podnoszona odpowiednio o 0,40 pkt proc., 0,75 pkt proc. oraz 0,50 pkt proc. Do końca 2021 roku stopy procentowe osiągnęły następujące poziomy: stopa referencyjna 1,75%, stopa lombardowa 2,25%, stopa depozytowa 1,25%, stopa redyskontowa weksli 1,80%, stopa dyskontowa weksli 1,85% oraz podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej 2,0%. Celem podjętych działań było nie tylko ograniczenie bieżącej presji cenowej, lecz również obniżenie oczekiwań inflacyjnych. Rada zaznaczyła, że w kolejnych miesiącach podejmowane decyzje będą ukierunkowane na sprowadzenie inflacji do celu w średnim okresie, z uwzględnieniem perspektyw wzrostu gospodarczego oraz sytuacji na rynku pracy, tak aby wspierać stabilność cen oraz sprzyjać trwałemu i zrównoważonemu ożywieniu gospodarczemu po pandemii.

Podsumowując, w latach 2020-2021 polityka pieniężna NBP była podporządkowana najpierw gwałtownemu kryzysowi pandemicznemu, a następnie fazie ożywienia. W 2020 roku RPP zdecydowanie poluzowała warunki monetarne. W trzech cyklach obniżyła stopę referencyjną z 1,50% do 0,10% oraz zastosowała niestandardowe narzędzia (zakupy skarbowych i gwarantowanych papierów na rynku wtórnym, kredyt wekslowy, obniżenie rezerwy obowiązkowej), aby utrzymać płynność i wesprzeć transmisję polityki pieniężnej. W 2021 roku, wraz z odbudową aktywności (silny wzrost PKB od drugim kwartale) i narastającą presją cenową (CPI z 2,7% r/r w I kw. do 7,7% r/r w IV kw., średnio 5,1%), akcent przesunął się na stabilizację inflacji. W IV kwartale rozpoczęto cykl zacieśniania, podnosząc stopę referencyjną łącznie o 1,65 pkt proc. do 1,75%. Cały okres cechowała elastyczność reakcji, przechodząc od fazy stabilizacji rynków i podtrzymania kredytu po stopniowe zacieśnianie ukierunkowane na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych i utrzymanie stabilności cen w średnim horyzoncie, przy jednoczesnym wspieraniu trwałego ożywienia.

4.3 Płynność sektora bankowego

W latach 2020-2021 nastąpił istotny wzrost nadpłynności sektora bankowego, który był bezpośrednim skutkiem działań podejmowanych przez Narodowy Bank Polski

[234] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 października 2021 r., 2021.
[235] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 listopada 2021 r., 2021.
[236] Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 grudnia 2021 r., 2021.

134:1399927801

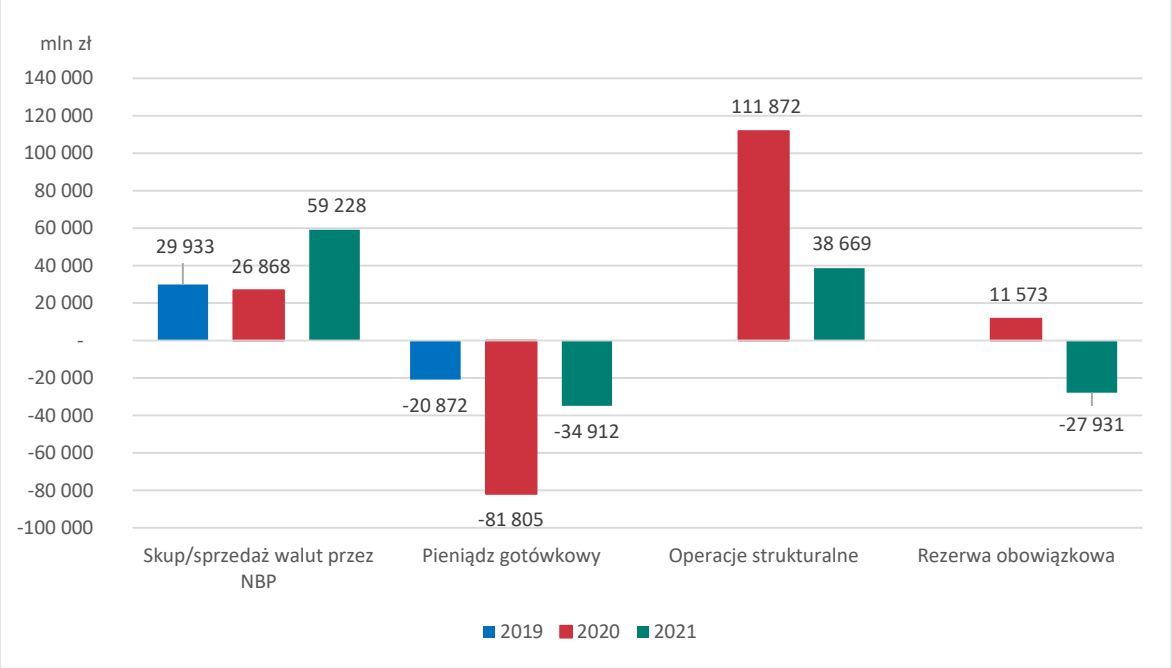
w odpowiedzi na szok gospodarczy wywołany pandemią COVID-19. W 2019 roku, poprzedzającym wybuch pandemii, średni poziom krótkoterminowej płynności był na poziomie 81,5 mld zł (tabela 4.2), a wartości miesięczne utrzymywały się w przedziale 74-89 mld zł. Zmiany płynności wynikały głównie z czynników autonomicznych, takich jak wzrost gotówki w obiegu (-20,9 mld zł r/r) czy skup walut przez NBP (+29,9 mld zł r/r) (wykres 4.2). Nadwyżki środków w sektorze bankowym były absorbowane głównie za pomocą standardowych operacji otwartego rynku z wykorzystaniem siedmiodniowych bonów pieniężnych.

Tabela 4.2 Średni poziom środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego, 2019-2021 (mln zł)

Okres	2019	2020	2021
Grudzień	86 330	183 798	253 866
Średnia roczna	81 518	148 958	242 122

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP[237]

Wykres 4.2 Czynniki kształtujące krótkoterminową płynność sektora bankowego w Polsce, 2019-2021 (mln zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP[238]

[237] NBP, *Raport Roczny 2021, Płynność sektora bankowego, Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, 2022.
[238] Ibidem

135:4706540905

Wraz z początkiem 2020 roku sytuacja uległa zasadniczej zmianie. W odpowiedzi na załamanie koniunktury i wprowadzenie nadzwyczajnych instrumentów polityki pieniężnej, NBP doprowadził do gwałtownego wzrostu płynności w sektorze. W marcu 2020 roku krótkoterminowa płynność wynosiła jeszcze 78,1 mld zł, jednak już w grudniu osiągnęła 183,8 mld zł, czyli o ok. 97 mld zł więcej niż rok wcześniej. Do wzrostu tego przyczyniło się kilka kluczowych czynników. Po pierwsze, wprowadzone od 19 marca 2020 r. strukturalne operacje otwartego rynku, w ramach których NBP rozpoczął skup dłużnych papierów wartościowych na rynku wtórnym, zwiększając w ten sposób długoterminową płynność sektora bankowego o 111,9 mld zł. Istotne znaczenie miała także decyzja Rady Polityki Pieniężnej o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5%, co uwolniło dodatkowo 41,3 mld zł i podniosło poziom środków w sektorze o 11,6 mld zł. Wzrost płynności wspierały ponadto czynniki autonomiczne, spośród których największy wpływ miały transakcje skupu walut obcych przez NBP, w tym skup walut obcych od Ministerstwa Finansów, które przewyższały nad transakcjami ich sprzedaży, w tym na potrzeby Komisji Europejskiej, zwiększając poziom rezerw banków o 26,9 mld zł. Jednocześnie na spadek płynności silnie oddziaływał wzrost gotówki w obiegu, który w ujęciu rok do roku obniżył płynność o 81,8 mld zł, co odzwierciedlało pandemiczne zachowania ostrożnościowe gospodarstw domowych. Nadwyżki środków w systemie bankowym były absorbowane głównie poprzez emisję siedmiodniowych bonów pieniężnych, których średni stan w 2020 roku wyniósł 133,5 mld zł. W większym, niż dotychczas stopniu wykorzystywano również depozyt na koniec dnia oraz utrzymywanie środków ponad poziom rezerwy obowiązkowej na rachunkach bieżących w NBP.

W 2021 roku proces narastania nadpłynności utrzymywał się, choć jego dynamika była niższa niż w roku poprzednim. Średni poziom środków pozostających do dyspozycji banków w grudniu 2021 roku wyniósł 253,9 mld zł, a więc o 70 mld zł więcej niż rok wcześniej. Najsilniej na przyrosty wpływały transakcje walutowe NBP (+59,2 mld zł r/r) oraz operacje strukturalne (+38,7 mld zł r/r). W przeciwnym kierunku działał dalszy wzrost pieniądza gotówkowego (-34,9 mld zł) oraz podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej z 0,5% do 2,0% (-27,9 mld zł).

W okresie pandemii nastąpiło wyraźne przejście z umiarkowanej, stabilnej nadpłynności w 2019 roku do silnie ekspansywnego otoczenia płynnościowego w latach 2020-2021. Zmiany te odzwierciedlają skalę interwencji banku centralnego i ich wpływ na zasoby płynności sektora bankowego, niezależnie od charakteru poszczególnych instrumentów operacyjnych.

136:9337449583

4.4 Instrumenty polityki pieniężnej w latach 2020-2021

W latach 2020-2021 Narodowy Bank Polski wykorzystywał zarówno klasyczne, jak i niestandardowe instrumenty polityki pieniężnej, dostosowując ich zakres do skali zaburzeń wywołanych pandemią COVID-19. W 2020 roku, w warunkach gwałtownego pogorszenia koniunktury, obok standardowych narzędzi, takich jak operacje otwartego rynku, operacje depozytowo-kredytowe oraz rezerwa obowiązkowa, zastosowano również instrumenty o charakterze niestandardowym oraz rozszerzono wykorzystanie wybranych narzędzi standardowych. Obejmowały one m.in. bezwarunkowy skup obligacji w ramach operacji strukturalnych (QE), kredyt wekslowy, dostrajające operacje repo, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz interwencje walutowe.

W 2021 roku instrumenty te były stopniowo dostosowywane do zmieniających się uwarunkowań rynkowych. Przez większą część roku utrzymywano niezmienione parametry standardowych instrumentów i kontynuowano działania wprowadzone w 2020 roku. Natomiast w czwartym kwartale zaostrzono warunki monetarne, podwyższając stopę rezerwy obowiązkowej, kończąc operacje strukturalne i kredyt wekslowy oraz wznawiając operacje dostrajające.

Dynamikę tych zmian przedstawia Tabela 4.3, obejmująca średni poziom instrumentów polityki pieniężnej NBP w latach 2019-2021. Zestawienie pozwala uchwycić zarówno skalę wzrostu aktywności operacyjnej banku centralnego w pierwszym roku pandemii, jak i ich dalszy rozwój w 2021 roku. Dostrzec można gwałtowny wzrost operacji podstawowych, wielokrotne zwiększenie wykorzystania depozytów na koniec dnia czy pojawienie się operacji strukturalnych, do tej pory nie stosowanych przez NPB.

Tabela 4.3 Średni poziom operacji polityki pieniężnej NBP według instrumentów, 2019-2021 (mln zł)

Instrument	2019	2020	2021
Bony pieniężne	80 393	134 700	205 905
Operacje repo	0	79	0
Operacje swap walutowy	0	0	3 331
Depozyt na koniec dnia	1 125	3 193	10 674
Kredyt lombardowy	0	0	0
Operacje strukturalne	0	71 849	136 158

Źródło: NBP[239]

[239] Ibidem

137:9117309532

4.4.1 Operacje otwartego rynku

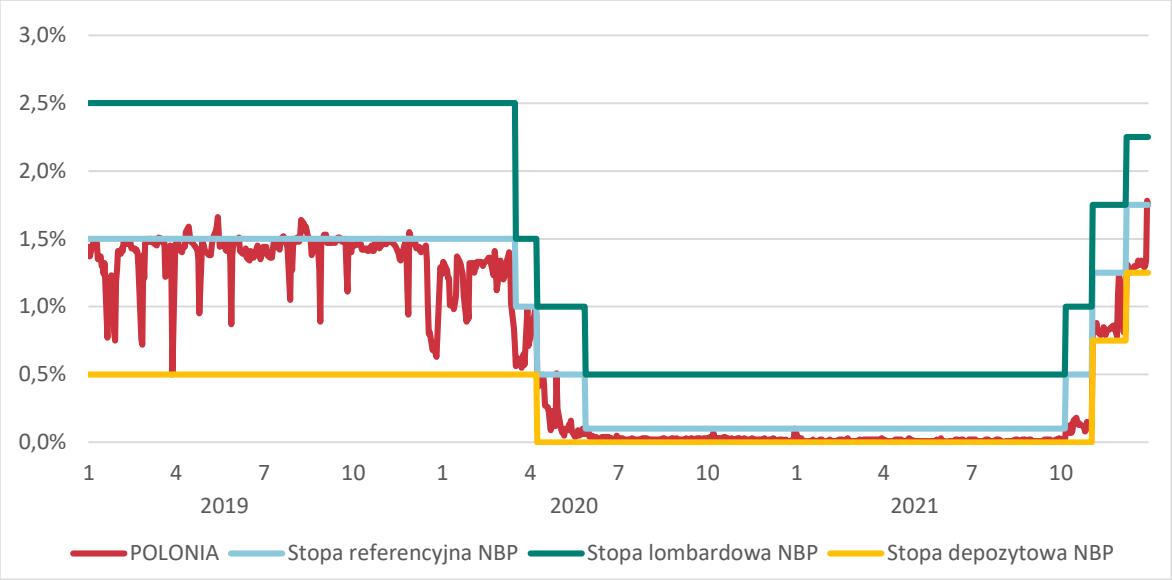
Operacje otwartego rynku stanowiły kluczowy instrument realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP, którym było utrzymywanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej. W latach 2019-2021 ich charakter ulegał jednak istotnym zmianom. Od w pełni standardowych działań w roku poprzedzającym pandemię, przez bezprecedensowe rozszerzenie ich skali i zakresu w 2020 roku, po stopniowe wygaszanie niestandardowych narzędzi w 2021 roku.

Skala krótkoterminowych operacji otwartego rynku w analizowanym okresie wyraźnie wzrosła. W 2019 roku średni poziom bonów pieniężnych NBP wyniósł 80,4 mld zł, z czego 97,8% stanowiły operacje podstawowe, a operacje dostrajające 2,2%. W 2020 roku, w warunkach silnie rosnącej nadpłynności sektora bankowego, średni poziom emisji bonów zwiększył się do 134,7 mld zł, przy jeszcze większej dominacji operacji podstawowych (99,1%) nad dostrajającymi (0,9%). W 2021 roku wzrósł do 205,9 mld zł, z czego 99,8% przypadało na operacje podstawowe, a jedynie 0,2% na operacje dostrajające. We wszystkich trzech latach rentowność bonów pieniężnych była równoważna stopie referencyjnej NBP, co zapewniało bezpośrednie powiązanie warunków płynnościowych na rynku pieniężnym z decyzjami Rady Polityki Pieniężnej.

Mimo podwyższonej zmienności warunków rynkowych na początku pandemii, stawka POLONIA pozostawała bliska stopie referencyjnej. Średnie absolutne odchylenie wyniosło 17 pkt bazowych w 2020 roku oraz 16 pkt bazowych w 2021 roku, podczas gdy w 2019 roku kształtowało się na poziomie 14 pkt bazowych. Tak niewielka skala odchyleń potwierdza względną stabilność rynku pieniężnego oraz skuteczność instrumentów płynnościowych stosowanych przez NBP, pomimo znacznego wzrostu nadpłynności i trudnych uwarunkowań gospodarczych. Dopiero w IV kwartale 2021 roku odchylenie wzrosło wyraźnie, osiągając 38 pkt bazowych. Zjawisko to było związane z rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych oraz większą ostrożnością banków w zarządzaniu płynnością, co przełożyło się na bardziej widoczną różnicę między stawką rynkową a stopą referencyjną i odzwierciedlało rosnące koszty finansowania oraz dostosowanie uczestników rynku do nowego otoczenia monetarnego.

138:1049612399

Wykres 4.3 Stawka POLONIA na tle podstawowych stóp procentowych NBP, 2019-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/stawka-referencyjna-polonia/

Operacja podstawowe

W 2020 roku operacje podstawowe, tak jak w poprzednich latach, pozostały kluczowym narzędziem realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, a ponadto ich skala znacząco wzrosła w reakcji na bezprecedensowy przyrost nadpłynności wywołany pandemią COVID-19. Były one przeprowadzane regularnie, raz w tygodniu, w formie emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP (z wyjątkiem pięciu operacji o innym terminie zapadalności). Za ich pomocą NBP absorbował większość nadwyżki środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego ponad poziom wymaganej rezerwy obowiązkowej. Rentowności wszystkich operacji odpowiadały w dniu przetargu wysokości stopy referencyjnej NBP. W 2020 roku średni poziom bonów wyniósł 133,5 mld zł, czyli o 54,8 mld zł więcej rok do roku (tabela 4.4). Wartość oferowanych bonów sięgnęła 7,790 bln zł, a zaakceptowanych ofert 6,972 bln zł. Relacja popytu do podaży na przetargach wahała się od 0,66 do 1,04, co oznacza, że NBP konsekwentnie oferował bony w skali przekraczającej zgłaszany popyt, aby zagwarantować pełną absorpcję nadwyżek płynności. Rentowności operacji odpowiadały stopie referencyjnej NBP.

139:2490648665

Tabela 4.4 Średni poziom bonów pieniężnych NBP w operacjach podstawowych i dostrajający, 2019-2021 (mln zł)

Średni poziom bonów pieniężnych NBP	2019	2020	2021
Operacje podstawowe	78 662	133 464	205 511
Operacje dostrajające	1 732	1 236	394

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP[240]

W 2021 roku podstawowe operacje otwartego rynku pozostawały głównym narzędziem absorpcji nadpłynności. Ich skala ponownie wzrosła, średni dzienny poziom bonów osiągnął 205,5 mld zł, czyli o 72 mld zł więcej niż w 2020 roku. Wartość oferowanych bonów wyniosła 12,548 bln zł, podczas gdy popyt zgłaszany przez banki 10,882 bln zł i w całości zostały zaakceptowane przez bank centralny (relacja popytu do podaży ok. 0,87). W 2021 roku znaczna część środków sektora bankowego nie była absorbowana przez podstawowe operacje NBP, lecz utrzymywana na rachunkach w banku centralnym oraz w formie depozytu na koniec dnia. Wynikało to z utrzymującej się niepewności pandemicznej, niewielkiej do października różnicy oprocentowania wobec bonów oraz wciąż obniżonego poziomu rezerwy obowiązkowej.

Operacje dostrajające

W 2020 roku operacje dostrajające pełniły uzupełniającą, jednak ograniczoną, rolę w realizacji celu operacyjnego. Ich rentowności, tak jak w przypadku operacji podstawowych, były równe stopie referencyjnej. Średni poziom wyniósł 1,2 mld zł, czyli mniej niż w 2019 roku o 0,5 mld zł. Pomimo zwiększonej zmienności rynkowej w pierwszych tygodniach pandemii, operacje te były stosowane rzadziej. Wskazuje to na skuteczne bilansowanie przez banki swoich pozycji płynnościowych za pomocą operacji podstawowych. Początkowo, podobnie jak rok wcześniej, NBP oferował operacje dostrajające quasi-regularnie w ostatnim dniu okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz doraźnie (ad hoc) w innych dniach, jednak aktywność ta stopniowo wygasała. Te pierwsze realizowano tylko do kwietnia, a przetargi ad hoc odbywały się jedynie do maja 2020 roku. Transakcje te miały najczęściej terminy overnight lub 3-dniowe, natomiast w operacjach ad hoc dominowały przetargi 3-dniowe, z pojedynczymi operacjami 2- i 4-dniowymi. Wyjątkiem była jednorazowa dostrajająca operacja repo z 16 marca 2020 r., w której NBP zasilił sektor bankowy w 7,3 mld zł na cztery dni, reagując na przejściowe

[240] Ibidem

140:1139010906

sygnały napięć płynnościowych. Po jej przeprowadzeniu sytuacja na rynku ustabilizowała się, a potrzeba interwencji ustała.

W 2021 roku. operacje dostrajające miały marginalne znaczenie. Po przerwie trwającej od połowy 2020 roku zostały wznowione dopiero w grudniu 2021 roku. NBP przeprowadził trzy operacje o terminach od 1 do 3 dni, z których jedna przypadła na ostatni dzień okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Średni dzienny poziom tych operacji wyniósł zaledwie 394 mln zł. Wznowienie operacji dostrajających było związane z początkiem cyklu podwyżek stóp procentowych i podniesieniem stopy rezerwy obowiązkowej, a ich celem było ograniczanie wahań krótkoterminowych stóp rynku pieniężnego w warunkach zwiększonej ostrożności banków.

Operacje strukturalne

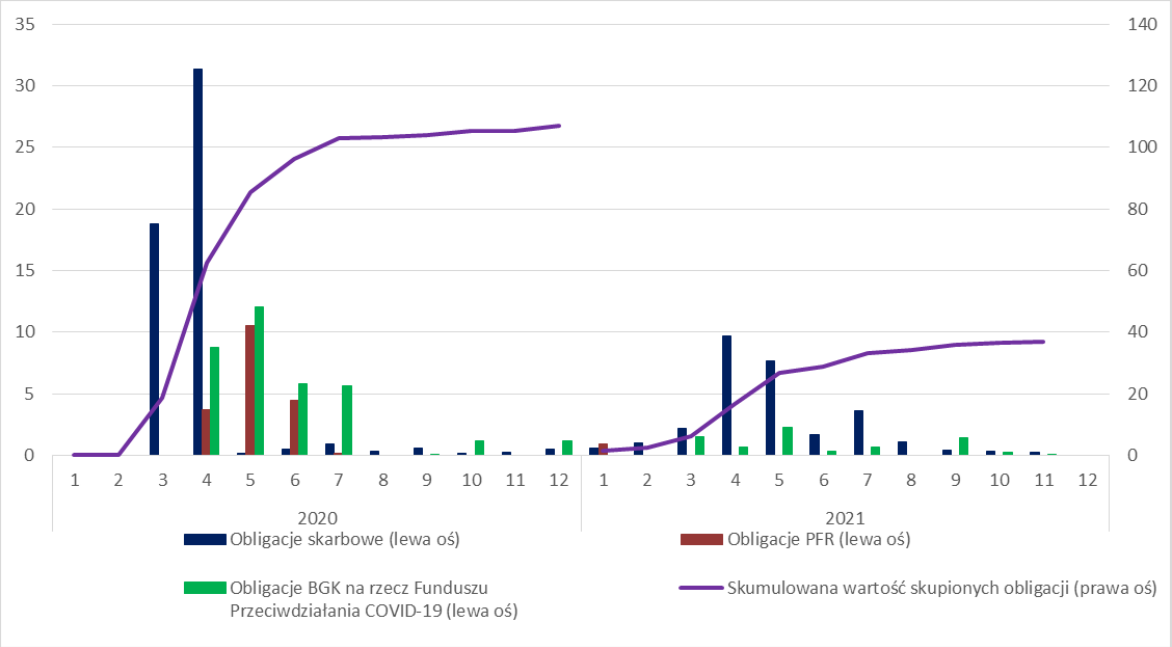
Operacje strukturalne były największą innowacją w polityce pieniężnej NBP w 2020 roku i stanowiły element niestandardowej reakcji na szok pandemiczny. Zostały uruchomione 19 marca 2020 r. i polegały na skupie na rynku wtórnym dłużnych papierów wartościowych. Początkowo dotyczyły obligacji skarbowych, a od kwietnia również obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa (tj. obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacji emitowanych przez Polski Fundusz Rozwoju SA). W 2020 roku NBP przeprowadził 16 operacji strukturalnych, nabywając obligacje o łącznej wartości nominalnej 107,1 mld zł. W ramach tej kwoty bank centralny nabył obligacje skarbowe o wartości nominalnej 53,6 mld zł oraz obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa o łącznej wartości 53,6 mld zł, w tym obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o wartości 34,7 mld zł oraz obligacje Polskiego Funduszu Rozwoju SA o wartości 18,9 mld zł. W wyniku tych operacji zasilił sektor bankowy w płynność w wysokości 112,9 mld zł. Kwota ta była wyższa niż wartość nominalna skupionych papierów wartościowych, ponieważ odzwierciedla rzeczywiste ceny rynkowe po jakich dokonywano transakcji, które w części przypadków były wyższe od wartości nominalnej obligacji. Średni poziom operacji strukturalnych w 2020 roku wyniósł 71,8 mld zł. Działania te miały długoterminowy charakter i służyły stabilizacji rynku długu, obniżeniu rentowności obligacji oraz wzmocnieniu transmisji niższych stóp procentowych do gospodarki.

W 2021 roku kontynuowano strukturalne operacje skupu do listopada, jednak ich skala była wyraźnie mniejsza niż w 2020 roku, co wskazywało na stopniowe wygaszanie programu. NBP przeprowadził 13 operacji strukturalnych, w ramach których skupił papiery dłużne o łącznej wartości nominalnej 36,9 mln zł. W tym 28,6 mld zł stanowiły obligacje

141:3711226661

skarbowe, a 8,3 mld zł obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa (7 401 mln zł wyemitowane przez BGK oraz 929 mln zł przez PFR). W rezultacie tych operacji sektor bankowy został zasilony płynnością w wysokości 37,7 mld zł. Średni dzienny poziom operacji strukturalnych w 2021 roku wyniósł ok. 136,2 mld zł. Na koniec 2021 roku wartość portfela obligacji utrzymywanych przez NBP wyniosła ok. 144 mld zł, co potwierdzało trwałe zwiększenie udziału banku centralnego na rynku długu. W czwartym kwartale 2021 roku, równolegle z rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych i podniesieniem stopy rezerwy obowiązkowej, skala operacji strukturalnych była ograniczana, a w grudniu całkowicie zaprzestano ich prowadzenia.

Wykres 4.4 Wartość i struktura obligacji skupionych przez NBP w operacjach strukturalnych, 2020-2021 (mld zł)



Źródło: NBP[241]

Skup obligacji skarbowych i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym, jako element niestandardowej polityki pieniężnej, przyczynił się do wzrostu ich cen i obniżenia rentowności. Działanie to wzmacniało kontrolę NBP nad strukturą stóp procentowych oraz ułatwiało finansowanie zwiększonych potrzeb pożyczkowych państwa przy niższych kosztach obsługi długu. W ten sposób polityka monetarna wspierała politykę

[241] Ibidem

142:4687445438

fiskalną w okresie gwałtownego wzrostu wydatków antykryzysowych[242]. Skup obligacji poprawiał również funkcjonowanie mechanizmu transmisji poprzez zwiększenie przestrzeni fiskalnej i łagodzenie warunków finansowania gospodarki. Jednocześnie operacje otwartego rynku w latach 2020-2021 stabilizowały płynność sektora bankowego oraz ograniczały zmienność krótkoterminowych stóp rynkowych. Należy jednak zauważyć, że przyczyniły się one do utrzymywania ujemnych realnych stóp procentowych, co osłabiało motywację do oszczędzania i sprzyjało narastaniu presji inflacyjnej. Już na początku 2021 roku rentowności obligacji zaczęły ponownie rosnąć, wskazując na stopniowe wyczerpywanie się skuteczności tego rodzaju działań oraz na ryzyko wzrostu kosztów obsługi długu publicznego. Ponadto, ze względu na znaczący udział w skupie obligacji emitowanych przez BGK i PFR, instrumenty te pośrednio wspierały rządowe programy tarcz antykryzysowych, choć formalnie nie stanowiły bezpośredniego finansowania deficytu budżetowego.

4.4.2 Rezerwa obowiązkowa

System rezerwy obowiązkowej stanowił jeden z podstawowych instrumentów wspierających realizację celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP, oddziałując na stabilizację krótkoterminowych stóp procentowych oraz kształtowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Obowiązek jej utrzymywania dotyczy banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych oraz Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej. Mechanizm uśrednionego utrzymywania rezerwy obowiązkowej zapewniał tym instytucjom swobodę w codziennym zarządzaniu środkami, pod warunkiem utrzymania średniego stanu rachunków w NBP na poziomie nie niższym niż wymagana rezerwa. Rezerwa naliczana jest od określonych kategorii zobowiązań, z wyłączeniem m.in. środków długoterminowych oraz środków otrzymanych z BFG i utrzymywana wyłącznie w złotych. Od wybuchu pandemii nastąpiła również istotna zmiana w sposobie jej oprocentowania, dotychczas odpowiadało ono stopie depozytowej NBP, natomiast od 2020 roku, w ramach działań łagodzących skutki kryzysu, zostało zrównane ze stopą referencyjną.

Rok 2020 przyniósł fundamentalną zmianę parametrów rezerwy obowiązkowej, wynikającą z reakcji NBP na szok gospodarczy wywołany pandemią COVID-19. Do

[242] Wywiad Prezesa NBP podsumowujący 2020 rok dla Obserwatora Finansowego, Obserwator Finansowy, 2021.(https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/wywiad-prezesa-nbp-podsumowujacy-2020-rok-dla-obserwatora-finansowego/)

143:1452686838

29 kwietnia podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej[243] wynosiła 3,5%, jednak decyzją RPP z 17 marca, w celu ograniczenia ryzyka wpływu zaburzeń gospodarczych na podaż kredytu, obniżono ją do 0,5%, począwszy od rezerwy utrzymywanej od 30 kwietnia 2020 r. (tabela 4.5). Jednocześnie oprocentowanie środków rezerwy zostało zrównane z poziomem stopy referencyjnej NBP, co oznaczało obniżenie oprocentowania z 0,5% do 0,1% od 29 maja. Tak silna redukcja parametru rezerwy doprowadziła do gwałtownego spadku wymaganego jej poziomu z 47,8 mld zł do 6,5 mld zł. Na koniec 2020 roku rezerwa obowiązkowa wynosiła 7 513 mln zł (7 486 mln zł w bankach oraz 27 mln zł w SKOK), co oznaczało spadek o 39 332 mln zł, czyli o 83,9% w stosunku do końca 2019 roku. Znacznie zmniejszona skala wymaganego utrzymywania środków, przy jednoczesnym silnym wzroście nadpłynności w sektorze bankowym, spowodowała gwałtowne zwiększenie nadwyżek na rachunkach w NBP. Przeciętna nadwyżka wyniosła 11 144 mln zł, czyli aż 54,3% średniego poziomu wymaganej rezerwy, przy czym wahała się od 68 mln zł w styczniu do rekordowych 28 021 mln zł w grudniu. W 2020 roku odnotowano cztery przypadki niewywiązania się z obowiązku utrzymania rezerwy, a sześć banków korzystało z częściowego lub całkowitego zwolnienia, z czego na koniec roku obowiązywały zwolnienia dla czterech instytucji.

Tabela 4.5 Parametry i poziom rezerwy obowiązkowej NBP, 2019-2021

Wskaźnik	2019	2020	2021
Stopa rezerwy obowiązkowej	3,5%	do 29.04.2025 - 3,5% do 30.04.2025 - 0,5%	do 29.11.2025 - 0,5% od 30.11.2025 - 2,0%
Oprocentowanie rezerwy	0,5%	do 28.05.2025 - 0,5% od 29.05.2025 - 0,1%	do 06.10.2025 - 0,1% od 07.10.2025 - 0,5% od 04.11.2021 - 1,25% od 09.12.2021 - 1,75%
Poziom rezerwy (mln zł)	46 845	7 513	35 250
Średnia nadwyżka (mln zł)	190	11 144	22 107
Przypadki nieutrzymania	3	4	0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

[243] Podstawowa stopa rezerwy obowiązkowej odnosi się do środków złotowych i środków w walutach obcych zgromadzonych na rachunkach bankowych oraz środków uzyskanych z tytułu emisji papierów wartościowych. Stopa rezerwy obowiązkowej od środków uzyskanych z tytułu transakcji repo i sell-buy-back oraz środków pozyskanych co najmniej na 2 lata wynosiła w latach 2020-2021 0,00%.

144:1015489602

W 2021 roku system rezerwy obowiązkowej nadal odgrywał ważną rolę w stabilizowaniu krótkoterminowych stawek rynku pieniężnego, jednak w warunkach stopniowego odchodzenia od pandemicznego poluzowania parametrów. Zmiana nastąpiła 6 października 2021 roku, kiedy RPP podjęła decyzję o podniesieniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 0,5% do 2,0%, obowiązującej od 30 listopada. Wzrost wymaganego poziomu rezerwy był znaczący, z 8 243 mln zł do 35 250 mln zł, i stał się jednym z pierwszych elementów zacieśniania polityki pieniężnej. Jednocześnie oprocentowanie środków rezerwy rosło wraz z cyklem podwyżek stopy referencyjnej NBP z 0,10% na początku roku do 1,75% w grudniu. Na koniec 2021 roku rezerwa obowiązkowa wynosiła 35 250 mln zł, z czego 35 109 mln zł utrzymywały banki, a 141 mln zł sektor SKOK. Oznaczało to wzrost o 27 932 mln zł (381,7%) względem końca 2020 roku. Wysoki poziom nadwyżek środków utrzymywanych na rachunkach w NBP, obserwowany przez większą część roku (21,7-32,1 mld zł), zaczął systematycznie spadać po podwyższeniu wymaganej stopy rezerwy, osiągając 2 202 mln zł w listopadzie i 628 mln zł w grudniu. Średnia nadwyżka w 2021 roku wyniosła 22 107 mln zł, co odpowiadało 219,4% przeciętnej wartości wymaganej rezerwy. W całym roku nie odnotowano przypadków nieutrzymania wymaganego poziomu rezerwy, a z częściowego zwolnienia korzystał jeden bank.

W latach 2019-2021 rezerwa obowiązkowa była więc instrumentem, którego rola i znaczenie zmieniały się wraz z sytuacją makroekonomiczną. W 2019 roku mechanizm pełnił głównie funkcję stabilizacyjną, wspierając kształtowanie krótkoterminowych stóp procentowych oraz ograniczając skalę operacji otwartego rynku. W 2020 roku stał się narzędziem zwiększania płynności, a radykalne obniżenie stopy rezerwy umożliwiło szybkie uwolnienie środków w sektorze bankowym. W 2021 roku ponownie wzmocniono jego oddziaływanie poprzez podwyżkę stopy rezerwy, co stało się jednym z sygnałów rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej i ograniczania nadpłynności.

4.4.3 Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe NBP, obejmujące depozyt na koniec dnia oraz kredyt lombardowy, pełniły funkcję stabilizowania płynności sektora bankowego oraz ograniczania wahań stóp overnight. Stopa lombardowa wyznaczała górną granicę możliwych odchyleń krótkoterminowych stóp rynkowych, a stopa depozytowa ich dolne ograniczenie.

W 2020 roku skala operacji depozytowo-kredytowych znacząco wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem, co było bezpośrednim skutkiem gwałtownego zwiększenia nadpłynności wywołanej pandemią COVID-19 oraz obniżek stóp procentowych NBP. Banki

145:7422281284

lokowały w NBP trzykrotnie więcej środków niż rok wcześniej, łączna wartość depozytów na koniec dnia osiągnęła 1 168,7 mld zł, a średni dzienny poziom wzrósł do 3,193 mld zł, wobec 1,125 mld zł w 2019 roku (tabela 4.6). Jednorazowe lokaty wahały się od 35 mln zł do ponad 33 mld zł, co wskazuje na rosnącą skalę nadwyżek płynności. Kredyt lombardowy nadal był wykorzystywany sporadycznie i wyłącznie w celach testowych, choć liczba banków przeprowadzających takie operacje wzrosła, co przełożyło się na zwiększenie jego łącznej wartości do 20,4 mln zł z 7,6 mln zł w 2019 roku i średniego dziennego wykorzystania do 0,06 mln zł (przy 0,02 mln zł w 2019 roku).

Tabela 4.6 Wykorzystanie operacji depozytowo-kredytowych NBP, 2019-2021

Wskaźnik	2019	2020	2021
Depozyt na koniec dnia - łączna wartość	410 478	1 168 726	3 895 979
Depozyt - średni dzienny poziom	1 125	3 193	10 674
Kredyt lombardowy - łączna wartość	7,6	20,4	9,9
Kredyt lombardowy - średnie dzienne wykorzystanie	0,02	0,06	0,03

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

W 2021 roku wykorzystanie depozytu na koniec dnia wzrosło jeszcze silniej, odzwierciedlając utrzymującą się nadpłynność sektora bankowego oraz efekt podwyżek stóp procentowych w końcówce roku. Banki lokowały w NBP środki o łącznej wartości 3 895,9 mld zł, co oznacza ponad trzykrotny wzrost względem 2020 roku. Średni dzienny poziom depozytu osiągnął 10,674 mld zł i był niemal dziesięciokrotnie wyższy niż w roku bazowym, czyli 2019. Największe wartości obserwowano w ostatnich okresach utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Jednocześnie wykorzystanie kredytu lombardowego zmalało względem 2020 roku do 10 mln zł, ze średnim dziennym poziomem 0,03 mln zł, przy czym wszystkie transakcje nadal miały charakter testowy i nie odzwierciedlały problemów płynnościowych.

Pandemia zwiększyła skalę wykorzystania depozytu na koniec dnia jako narzędzia absorpcji nadwyżek płynności. Z kolei kredyt lombardowy pozostawał instrumentem marginalnym, wykorzystywanym głównie technicznie. Napięcia płynnościowe w sektorze bankowym nie występowały, a dominującym zjawiskiem była narastająca nadpłynność, której skala wyraźnie widoczna jest w rosnących poziomach depozytów overnight.

146:7593030100

4.4.4 Kredyt wekslowy

Kredyt wekslowy był instrumentem o charakterze wyjątkowym, wprowadzonym przez NBP wyłącznie w reakcji na szok gospodarczy wywołany pandemią COVID-19. Od 10 kwietnia 2020 r. bank centralny umożliwiał bankom refinansowanie kredytów udzielonych przedsiębiorcom poprzez dyskonto weksli wystawianych przez tych kredytobiorców. Oprocentowanie kredytu określała stopa dyskontowa ustalana przez RPP.

W praktyce instrument ten odegrał niewielką rolę. W całym 2020 roku wykorzystano go tylko raz. 17 sierpnia NBP udzielił jednemu bankowi kredytu wekslowego o wartości 52,9 mln zł. Ograniczone zainteresowanie wynikało m.in. z bardzo wysokiej nadpłynności sektora bankowego oraz dostępności innych form wsparcia przedsiębiorstw.

W 2021 roku kredyt wekslowy był oferowany jedynie do 18 października, jednak nie udzielono żadnej nowej pożyczki. Nastąpiła jedynie spłata kredytu z 2020 roku, również w wysokości 52,9 mln zł. Wygaszenie instrumentu odzwierciedlało odchodzenie od nadzwyczajnych działań podjętych w pierwszej fazie pandemii oraz brak zapotrzebowania ze strony banków.

Kredyt wekslowy miał zatem przede wszystkim znaczenie prewencyjne. Był elementem pakietu antykryzysowego NBP, który rozszerzał możliwości stabilizacji akcji kredytowej, choć w praktyce został wykorzystany marginalnie.

4.4.5 Swapy i interwencje walutowe

Operacje walutowe NBP, obejmujące swapy walutowe oraz interwencje walutowe, miały w analizowanym okresie znaczenie marginalne, ponieważ swapy nie były wykorzystywane, a interwencje zastosowano jedynie incydentalnie. Swapy, polegające na jednoczesnych transakcjach kasowych i terminowych kupna lub sprzedaży złotego, mogą służyć stabilizowaniu warunków płynnościowych lub ograniczaniu napięć na rynku walutowym, jednak w całym analizowanym okresie NBP nie przeprowadzał żadnych tego typu operacji.

Interwencje walutowe, choć dopuszczalne w ramach strategii celu inflacyjnego, również nie były stosowane, gdyż kurs złotego nie generował zagrożeń dla stabilności makroekonomicznej. Jedyną interwencją była ta z grudnia 2020 roku, kiedy w warunkach pandemicznego pogorszenia koniunktury i jednoczesnego umacniania się złotego NBP dokonał zakupu walut obcych za złote. Działanie to miało na celu przeciwdziałanie presji na aprecjację krajowej waluty i wzmocnienie efektów prowadzonego wówczas silnego poluzowania polityki pieniężnej. Poza tym jednorazowym epizodem operacje walutowe nie odgrywały istotnej roli w polityce pieniężnej NBP w analizowanym okresie.

147:8589148193

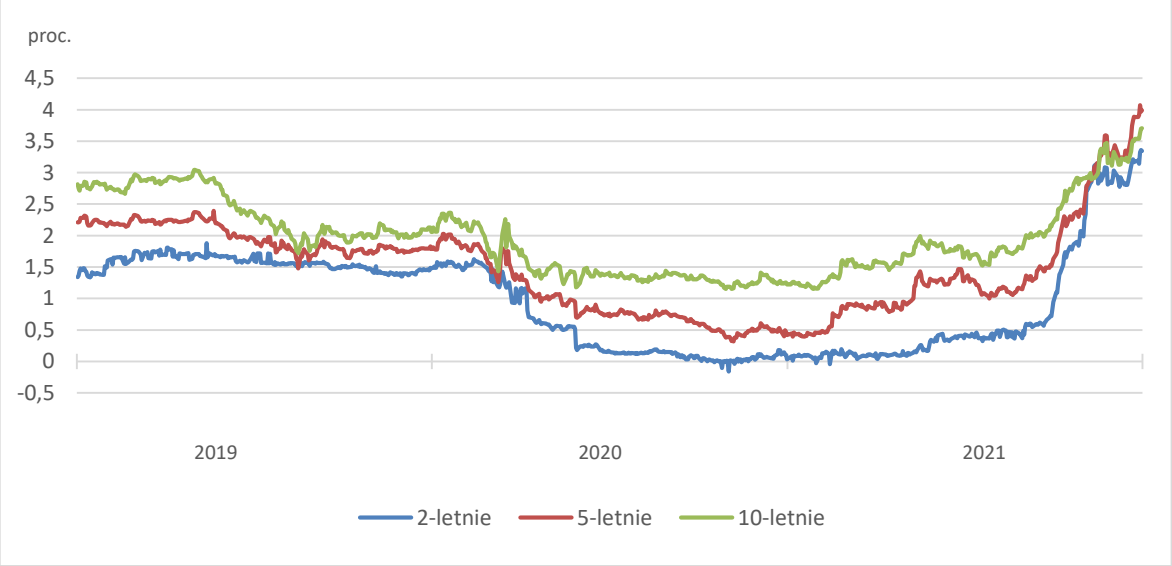
4.5 Reakcja rynków finansowych na działania NBP

Reakcja rynków finansowych stanowi wskaźnik oceny skuteczności działań Narodowego Banku Polskiego w okresie pandemii COVID-19. Decyzje dotyczące wysokości stóp procentowych, skupu aktywów, operacji płynnościowych oraz wykorzystania dostępnych instrumentów polityki pieniężnej oddziaływały nie tylko na warunki finansowe sektora bankowego, lecz także na zachowanie kursu walutowego, rentowności obligacji skarbowych, podaż pieniądza oraz dynamikę akcji kredytowej. Ich analiza obejmuje zmienność złotego, reakcję rynku długu, kształtowanie się agregatu M3 oraz zmiany w finansowaniu gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Pozwala ona uchwycić mechanizmy transmisji polityki pieniężnej oraz stopień, w jakim działania NBP stabilizowały warunki finansowe. W ujęciu 2019-2021 obserwowane tendencje odzwierciedlały zarówno bezpośredni wpływ decyzji banku centralnego, jak i interakcję z polityką fiskalną, sytuacją globalną oraz nastrojami podmiotów gospodarczych, dostarczając pełniejszego obrazu roli polityki pieniężnej w czasie kryzysu pandemicznego.

Rentowności obligacji skarbowych

W okresie poprzedzającym pandemię COVID-19 polskie obligacje skarbowe cechowały się stabilnością, wynikającą z dobrych fundamentów makroekonomicznych oraz niskiego ryzyka kraju. Rentowności 10-letnich obligacji pod koniec 2019 roku utrzymywały się w przedziale 1,9-2,2% (wykres 4.5). Na początku 2020 roku, mimo pogarszających się nastrojów inwestorów, rentowności pozostawały relatywnie stabilne, natomiast już w marcu spadły do 1,69%.

Wykres 4.5 Rentowności polskich obligacji skarbowych (2-, 5- i 10-letnich), 2019-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Investing.com

148:4530449291

Drugi kwartał 2020 roku przyniósł dalsze gwałtowne obniżenie rentowności w reakcji na spowolnienie gospodarcze i silne luzowanie polityki pieniężnej NBP, w tym program skupu aktywów. W czerwcu rentowność obligacji 2-letnich wyniosła 0,17%, a 10-letnich 1,39%. W trzecim kwartale spadki były kontynuowane, a rentowności osiągnęły historyczne minima, wspierane zarówno przez zerowe stopy w największych gospodarkach, jak i oczekiwania utrzymania bardzo łagodnej polityki pieniężnej w Polsce.

W końcówce 2020 roku rentowności nieznacznie wzrosły, choć pozostały rekordowo niskie. Nadal oddziaływały na nie niski poziom stóp procentowych NBP, aktywny skup obligacji oraz globalna akomodacja monetarna. Na początku 2021 roku rentowności zaczęły umiarkowanie rosnąć, szczególnie na krótkim końcu krzywej, co odzwierciedlało ożywienie gospodarcze, wzrost inflacji oraz pojawiające się oczekiwania dotyczące przyszłych podwyżek stóp procentowych. Czynnikiem ograniczającym wzrosty pozostawał jednak nadal niski poziom stóp procentowych i trwający skup papierów wartościowych.

W drugim kwartale 2021 roku wzrost rentowności przyspieszył, zgodnie z trendem globalnym, choć poziom „10-latek" pozostawał poniżej wieloletniej średniej. Najsilniejsze wzrosty nastąpiły w drugiej połowie roku, po rozpoczęciu przez NBP cyklu podwyżek stóp i wzroście oczekiwań rynku dotyczących dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Towarzyszyło temu umocnienie złotego oraz globalny wzrost rentowności w związku z wygaszaniem akomodacji przez największe banki centralne.

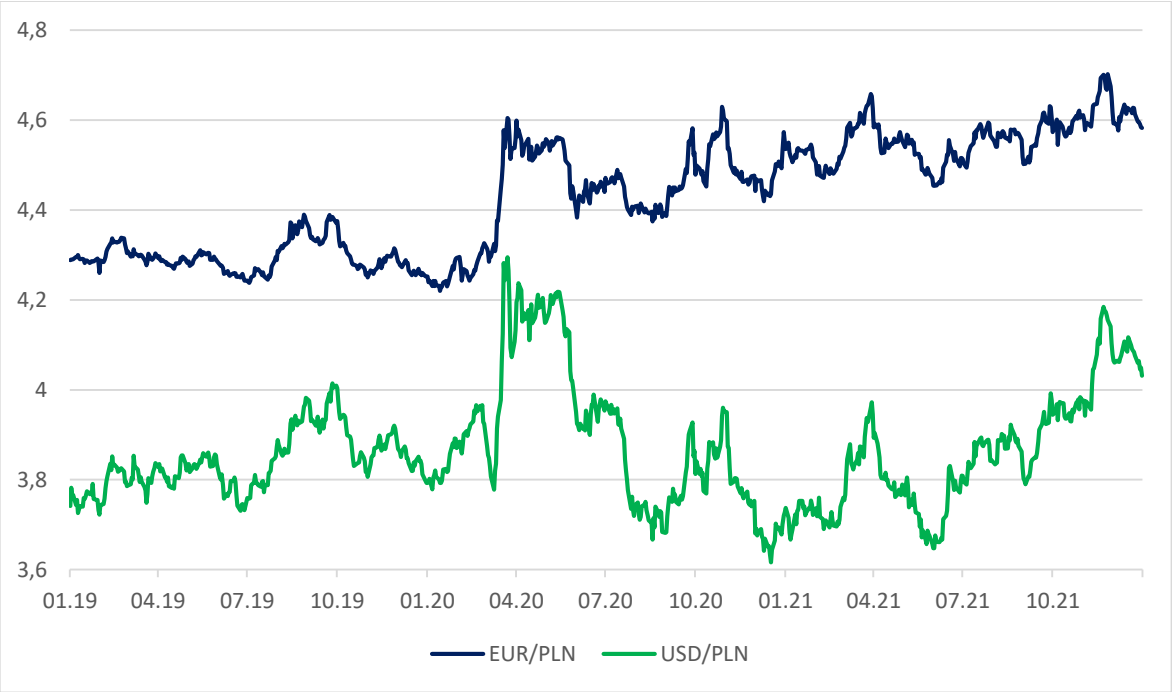
Lata 2020-2021 były więc okresem wyjątkowej zmienności. W 2020 roku rentowności spadły do najniższych poziomów w historii, natomiast w 2021 roku weszły w wyraźny trend wzrostowy, odzwierciedlający poprawę koniunktury, przyspieszenie inflacji i zmianę nastawienia polityki pieniężnej w kierunku zacieśnienia.

Kurs walutowy złotego

W latach 2020-2021 kurs złotego wobec euro i dolara pozostawał pod silnym wpływem globalnych nastrojów rynkowych oraz działań głównych banków centralnych, ale także krajowej polityki pieniężnej. W roku poprzedzającym złoty był stabilny, EUR/PLN utrzymywał się blisko 4,25-4,30, a USD/PLN w pobliżu 3,80-3,90 (wykres 4.6). Początek 2020 roku nie przyniósł większych zmian, jednak wraz z wybuchem pandemii w marcu nastąpiła gwałtowna, choć krótkotrwała deprecjacja. Kurs euro przebił 4,60, a dolar zbliżył się do 4,30.

149:1139826294

Wykres 4.6 Kurs euro i dolara amerykańskiego względem złotego, 2019-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Investing.com

W kolejnych miesiącach 2020 roku złoty stopniowo odrabiał straty, a w połowie roku w relacji do dolara powrócił w pobliże poziomów sprzed pandemii. Stabilizacja kursu wynikała przede wszystkim z poprawy globalnych nastrojów rynkowych oraz silnie akomodacyjnej polityki banków centralnych w gospodarkach rozwiniętych, podczas gdy luzowanie polityki pieniężnej NBP działało w kierunku ograniczania skali aprecjacji. Wahania kursu w połowie 2020 roku miały głównie charakter globalny, a aprecjacja pod koniec roku była dodatkowo hamowana interwencjami walutowymi NBP w grudniu.

W 2021 roku kurs złotego był determinowany przez jednoczesne oddziaływanie poprawiającej się sytuacji gospodarczej w kraju, rosnącej inflacji oraz globalnych zmian w polityce pieniężnej. W pierwszej połowie roku złoty pozostawał relatywnie stabilny, choć słabszy niż przed pandemią. Zdecydowanie większa zmienność pojawiła się w drugiej połowie 2021 roku, kiedy, podobnie jak wiele walut rynków wschodzących, złoty osłabił się wobec dolara w reakcji na oczekiwane zacieśnienie polityki Fed i pogorszenie salda rachunku bieżącego przy wysokich cenach importowanych surowców[244]. Równocześnie rozpoczęty w październiku cykl podwyżek stóp NBP działał stabilizująco, choć nie odwrócił w pełni trendu deprecjacyjnego. Rok 2021 zakończył się kursem ok. 4,58 za euro i niewiele powyżej 4,00 za dolara.

[244] Narodowy Bank Polski, *Raport o inflacji - listopad 2021 r.*, 2021, s. 45-46.

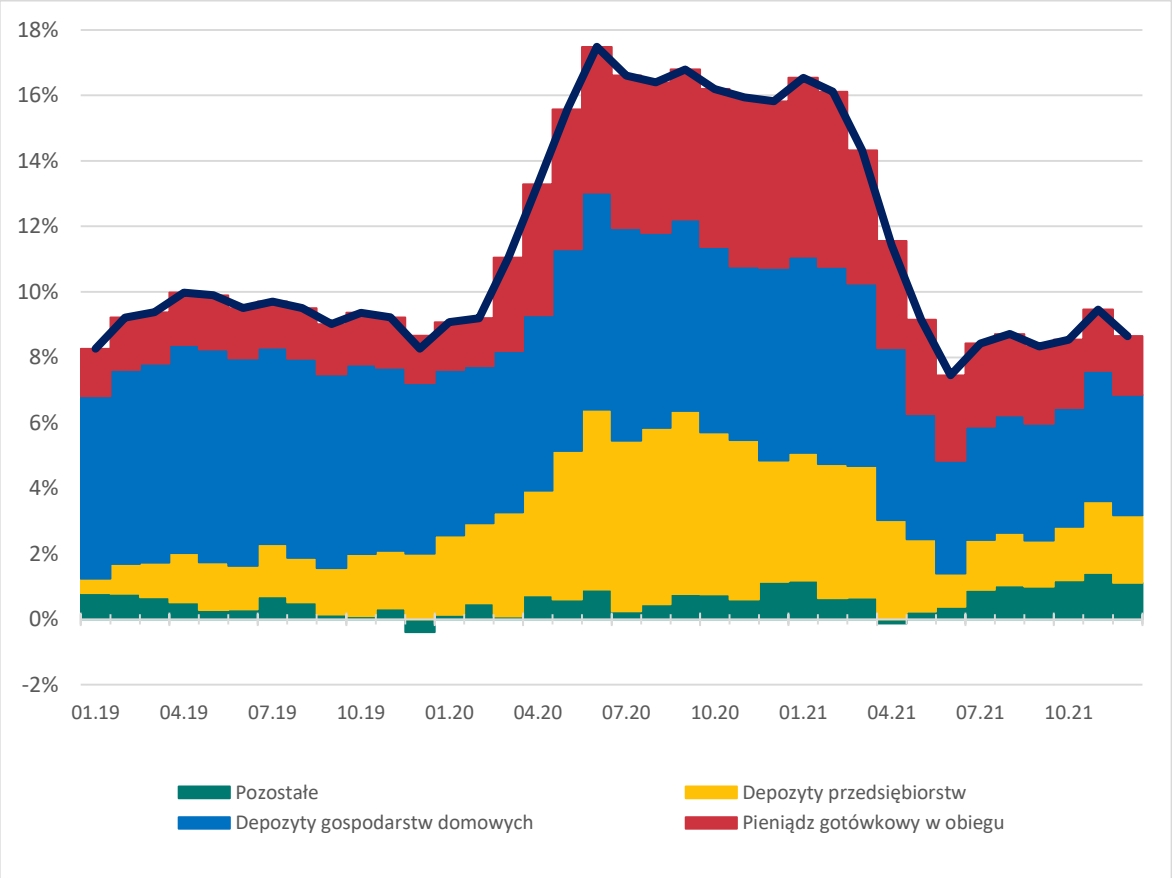
150:1071104141

Kurs złotego w latach 2020-2021 działał jako mechanizm absorpcji globalnych szoków, nie ulegając trwałej i nadmiernej deprecjacji. Jego zmienność odzwierciedlała przede wszystkim globalne warunki finansowe oraz zmiany w oczekiwaniach dotyczących stóp procentowych, a interwencje NBP i późniejsze zacieśnianie polityki pieniężnej ograniczały skalę wahań kursowych i stabilizowały warunki makroekonomiczne.

Agregat monetarny M3

W okresie poprzedzającym pandemię COVID-19 dynamika szerokiego pieniądza M3 utrzymywała się na stabilnym, umiarkowanie wysokim poziomie. W IV kwartale 2019 roku wyniosła ok. 9% r/r, a jej głównym źródłem były depozyty gospodarstw domowych, mające największy udział strukturalny w agregacie (wykres 4.7). Wzrost M3 odzwierciedlał wówczas dobrą koniunkturę gospodarczą, stabilność zatrudnienia oraz przewidywalną politykę monetarną NBP.

Wykres 4.7 Dynamika agregatu monetarnego M3 i wkład głównych komponentów w Polsce, 2019-2021 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/podaz-pieniadza-m3-i-czynniki-jego-kreacji/

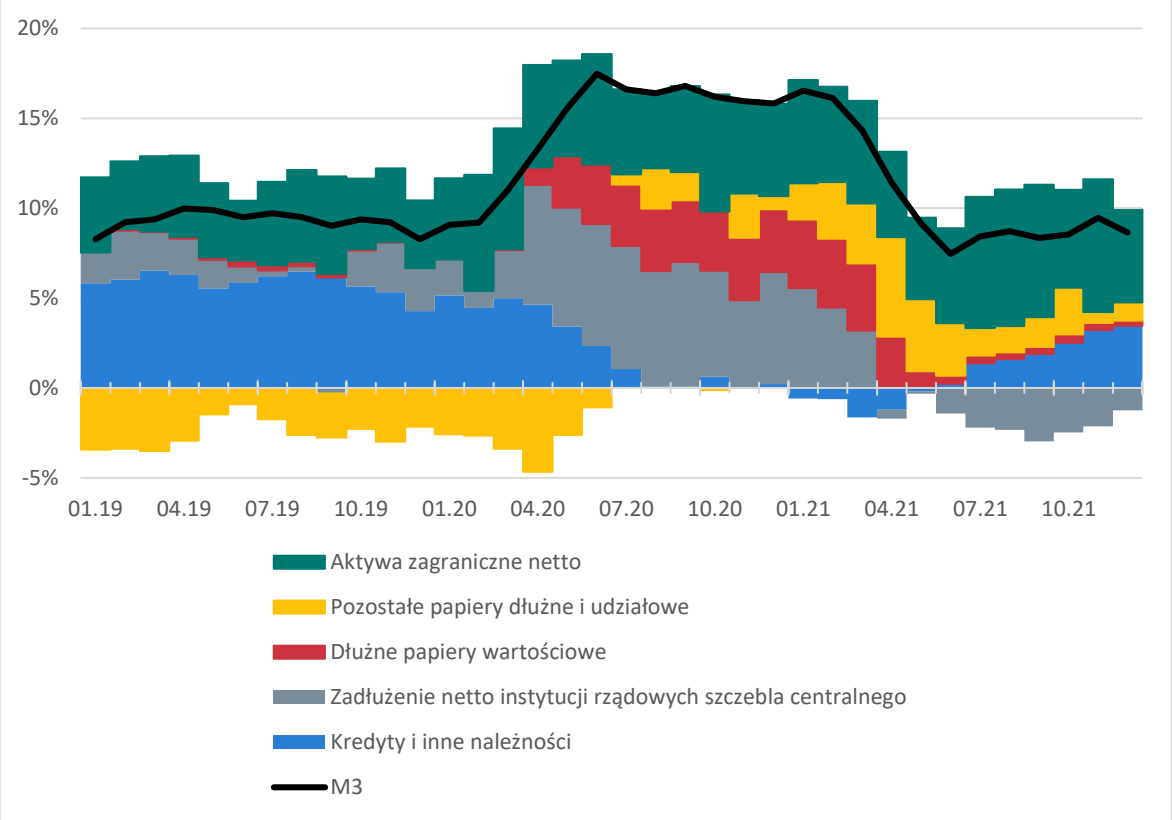
Kategoria Pozostałe obejmuje depozyty niemonetarnych instytucji finansowych i instytucji samorządowych, a także operacje z przyrzeczeniem odkupu pomiędzy bankami a sektorem niebankowym oraz emitowane przez banki dłużne papiery wartościowe o terminie zapadalności do 2 lat (włącznie).

151:1925529062

Wybuch pandemii i wprowadzenie restrykcji sanitarnych spowodowały gwałtowne przyspieszenie podaży pieniądza. W marcu i kwietniu 2020 roku nastąpił nadzwyczajny wzrost gotówki w obiegu będący efektem zwiększonych wypłat prewencyjnych w obawie przed ograniczonym dostępem do środków na rachunkach bankowych. Jednocześnie dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wyraźnie wzrosła, co wynikało m.in. z transferów fiskalnych realizowanych w ramach programów antykryzysowych. W efekcie roczna dynamika agregatu M3 osiągnęła w czerwcu 2020 roku poziom ok. 17,5% r/r, najwyższy od globalnego kryzysu finansowego.

W 2020 roku kluczowym czynnikiem kreacji pieniądza był wzrost zadłużenia netto sektora rządowego szczebla centralnego (wykres 4.8). Finansowanie tarcz antykryzysowych, realizowane bezpośrednio przez budżet państwa oraz za pośrednictwem instytucji publicznych, zwiększyło popyt władz publicznych na środki bankowe, podnosząc wartość zobowiązań sektora finansów publicznych wobec banków. Równolegle rosły aktywa zagraniczne netto sektora bankowego, co dodatkowo wzmacniało dynamikę M3.

Wykres 4.8 Dynamika głównych czynników kreacji pieniądza M3 w Polsce, 2019-2021 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/podaz-pieniadza-m3-i-czynniki-jego-kreacji/
Do Pozostałych instytucji finansowych zalicza się m.in. Polski Fundusz Rozwoju, fundusze emerytalno-rentowe, instytucje ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne.

152:4344333268

W pierwszej połowie 2021 roku tempo przyrostu podaży pieniądza zaczęło stopniowo słabnąć. Wpływała na to normalizacja zachowań płatniczych i spowolnienie wzrostu gotówki w obiegu, ograniczenie skali wsparcia fiskalnego oraz statystyczny efekt wysokiej bazy z 2020 roku. Dynamika depozytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych obniżyła się, częściowo z powodu stopniowego wydatkowania środków otrzymanych w ramach tarcz antykryzysowych. W rezultacie roczna dynamika M3 spadła w drugiej połowie 2021 roku do ok. 8-9% r/r, czyli poziomów zbliżonych do obserwowanych przed pandemią.

W latach 2020-2021 wzrost agregatu M3 był przede wszystkim wynikiem zwiększenia depozytów sektora niefinansowego, głównie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, oraz silnego przyrostu gotówki w obiegu, podczas gdy pozostałe jego składowe miały niewielkie znaczenie. Po stronie czynników kreacji pieniądza dominowało finansowanie potrzeb pożyczkowych sektora rządowego, wzrost aktywów zagranicznych netto oraz okresowo emisje dłużnych papierów wartościowych przez pozostałe instytucje finansowe, m.in. PFR. Dynamika M3 odzwierciedlała przebieg pandemicznego szoku, w 2020 roku była napędzana impulsami fiskalnymi i wzrostem popytu na gotówkę, natomiast w 2021 roku stopniowo wygasała wraz z odbudową aktywności gospodarczej. Stabilizacja pod koniec 2021 roku sugerowała powrót do bardziej równowagowych warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

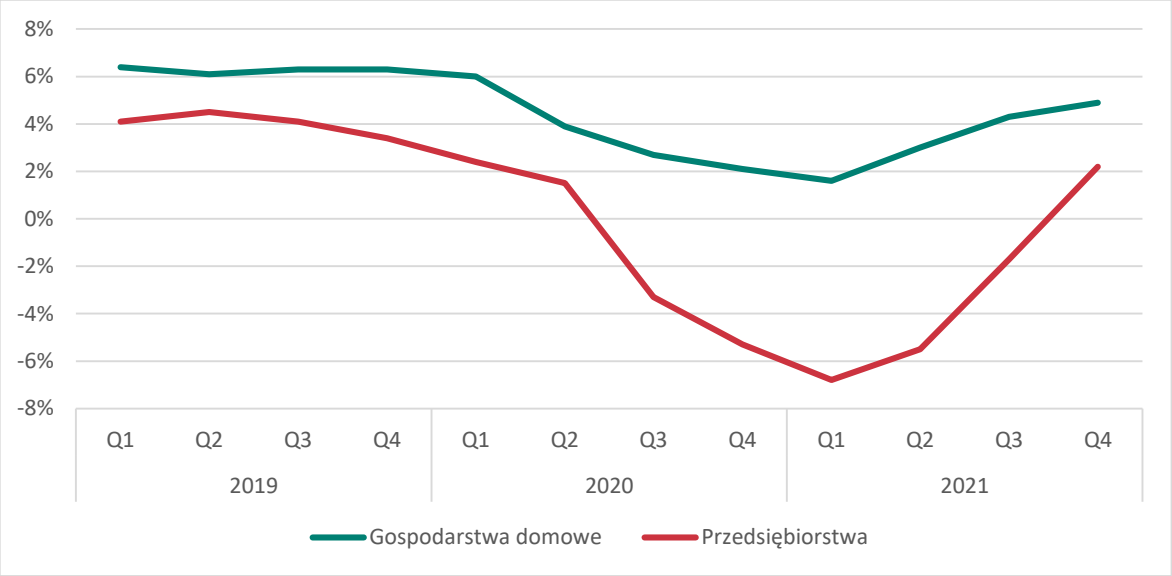
Dynamika kredytów bankowych

Przed wybuchem pandemii dynamika kredytów dla sektora niefinansowego pozostawała stabilna i odzwierciedlała dobrą sytuację gospodarczą. W czwartym kwartale 2019 roku kredyty dla gospodarstw domowych rosły o 6,3% r/r, głównie dzięki kredytom mieszkaniowym oraz wciąż relatywnie wysokiemu popytowi konsumpcyjnemu. Kredyty dla przedsiębiorstw zwiększały się o 3,4% r/r, choć tempo wzrostu stopniowo spadało na skutek ostrożniejszej polityki kredytowej banków i słabszej skłonności firm do inwestowania.

Pandemia COVID-19 doprowadziła do gwałtownego osłabienia akcji kredytowej. W drugim kwartale 2020 roku dynamika kredytów gospodarstw domowych spadła do 3,9% r/r (wykres 4.9), głównie z powodu spadku popytu na kredyty konsumpcyjne w warunkach wysokiej niepewności, przy względnej stabilności kredytów mieszkaniowych. Jednocześnie kredyty dla przedsiębiorstw wyhamowały do 1,5% r/r, a następnie weszły w fazę spadku, co było konsekwencją poprawy płynności firm dzięki programom pomocowym oraz ograniczenia inwestycji.

153:2727641067

Wykres 4.9 Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w Polsce, 2019-2021 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, https://nbp.pl/system-finansowy/sytuacja-na-rynku-kredytowym/

W II połowie 2020 roku proces ten pogłębił się, w czwartym kwartale dynamika kredytów gospodarstw domowych obniżyła się do 2,1% r/r, a kredyty przedsiębiorstw spadły o 5,3% r/r, przede wszystkim ze względu na silny spadek kredytów bieżących. Ograniczająco działały niepewność, słabe nastroje gospodarcze oraz częściowo zaostrzone warunki kredytowe.

Wraz z ożywieniem gospodarczym w 2021 roku dynamika kredytów zaczęła stopniowo odbudowywać się. Po przejściowym osłabieniu do 1,6% r/r w pierwszym kwartale, kredyty gospodarstw domowych przyspieszyły do 4,3% r/r w trzecim kwartale, czemu sprzyjał wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne po zniesieniu restrykcji sanitarnych. Dynamika kredytów przedsiębiorstw pozostawała jednak ujemna, choć skala spadku zmniejszała się, z -6,8% r/r w pierwszym kwartale do -1,7% r/r w trzecim kwartale.

Wyraźne ożywienie nastąpiło w czwartym kwartale 2021 roku. Kredyty gospodarstw domowych wzrosły o 4,9% r/r, przy utrzymującym się popycie na finansowanie mieszkaniowe, choć pojawiły się sygnały jego osłabienia związane ze wzrostem oprocentowania. Jednocześnie kredyty przedsiębiorstw zwiększyły się o 2,2% r/r, pierwszy raz od początku pandemii osiągając dodatnią dynamikę, głównie dzięki silnemu wzrostowi kredytów bieżących związanych z finansowaniem kapitału obrotowego. Kredyty inwestycyjne pozostawały natomiast w trendzie spadkowym (-2,3% r/r), co wskazywało na ostrożność inwestycyjną firm mimo poprawy koniunktury.

154:2449705255

Pandemia wywołała głębokie i asymetryczne załamanie akcji kredytowej, najsilniejsze w segmencie przedsiębiorstw, przy większej stabilności kredytów mieszkaniowych. W 2021 roku kredyt zaczynał odzyskiwać funkcję finansowania wzrostu, jednak tempo i struktura odbicia pozostawały silnie zależne od warunków makroekonomicznych, polityki kredytowej banków oraz działań stabilizacyjnych państwa i NBP.

Podsumowanie

Pandemia COVID-19 wymusiła na NBP zastosowanie zarówno standardowych, jak i niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej, co pozwoliło ustabilizować warunki płynnościowe, zahamować wzrost kosztu finansowania i ograniczyć skalę zaburzeń w sektorze bankowym. Działania te, od obniżek stóp procentowych, przez skup aktywów i dostrajające operacje repo, po wsparcie płynności przedsiębiorstw, przełożyły się na wyraźne zmiany na rynkach finansowych, w tym w kursie walutowym, rentownościach obligacji, podaży pieniądza i dynamice kredytów. Od połowy 2021 roku, wraz z narastającą presją inflacyjną, polityka pieniężna wkroczyła w fazę normalizacji. Pełna ocena adekwatności i skuteczności tych działań wymaga zestawienia ich z reakcją banków centralnych państw UE, co stanowi przedmiot ostatniego rozdziału.

155:4179568514

Rozdział 5. Działania polityki fiskalnej rządu

W latach 2020-2021 polityka fiskalna w Polsce uległa znaczącym przekształceniom w odpowiedzi na gwałtowne pogorszenie warunków gospodarczych oraz nowe ograniczenia instytucjonalne. Rząd wdrożył szereg działań legislacyjnych i budżetowych, których celem było ograniczenie skutków kryzysu oraz wsparcie płynności sektora przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i instytucji publicznych. Duży udział miały pakiety ustaw określane jako tarcza antykryzysowa i tarcza finansowa, stanowiące podstawę interwencji finansowych kierowanych do przedsiębiorstw, pracowników i jednostek sektora publicznego.

Pakiety pomocowe obejmowały dopłaty do wynagrodzeń, pożyczki i subwencje dla firm, ulgi oraz odroczenia w zakresie zobowiązań podatkowych, a także mechanizmy wsparcia osób tracących dochody. Równolegle zwiększono wydatki publiczne na ochronę zdrowia i system zabezpieczenia społecznego, co przełożyło się na wzrost deficytu i długu publicznego. Skala wyzwań wymagała jednak czasowego odejścia od obowiązujących ram fiskalnych.

W Unii Europejskiej aktywowano ogólną klauzulę wyjścia, pozwalającą państwom członkowskim na zawieszenie standardowych wymogów Paktu Stabilności i Wzrostu. Na poziomie krajowym wprowadzono analogiczne rozwiązanie, stosując art. 112d ustawy o finansach publicznych[245] okresowo odstąpiono od stabilizującej reguły wydatkowej[246] w związku z wystąpieniem stanu epidemii i równoczesnego pogorszenia warunków makroekonomicznych. Umożliwiło to skorzystanie z dodatkowych narzędzi fiskalnych, finansowanych zarówno z budżetu państwa, jak i funduszy pozabudżetowych.

Dostosowanie polityki fiskalnej do nadzwyczajnych okoliczności przejawiało się zmianą struktury wydatków publicznych, zwiększeniem skali interwencji państwa oraz rozszerzeniem zakresu instytucji zaangażowanych w realizację działań antykryzysowych. W analizowanym okresie budżet państwa był kilkakrotnie nowelizowany, a limity wydatków podnoszono m.in. w związku z wyłączeniem stabilizującej reguły wydatkowej.

[245] Ustawa o finansach publicznych (Dz.U. z 2021 r., poz. 305).

[246] Stabilizująca reguła wydatkowa (SRW) to mechanizm fiskalny określony w art. 112aa ustawy o finansach publicznych, który limituje tempo wzrostu wydatków publicznych w oparciu o średniookresową dynamikę PKB oraz inne wskaźniki makroekonomiczne. Zgodnie z art. 112d, reguła ta może zostać zawieszona w wyjątkowych okolicznościach, takich jak stan epidemii i pogorszenie sytuacji gospodarczej, co miało miejsce w latach 2020-2021.

156:3207722337

5.1 Dochody i wydatki budżetu państwa oraz środków europejskich w latach 2020-2021

Pierwotna ustawa budżetowa na rok 2020 [247] została uchwalona jeszcze przed pojawieniem się pierwszych przypadków zakażeń koronawirusem w Polsce i zakładała zrównoważenie dochodów i wydatków budżetu państwa, bez występowania deficytu. Obie strony budżetu ustalono na poziomie 435,34 mld zł. Jednak w wyniku gwałtownego rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19 od połowy marca 2020 roku, konieczne stało się dokonanie rewizji tych założeń. Wprowadzenie ograniczeń w funkcjonowaniu gospodarki oraz spadek aktywności ekonomicznej przełożyły się na niższe dochody budżetowe, przy jednoczesnym wzroście potrzeb wydatkowych wynikających z działań osłonowych podejmowanych przez rząd, ukierunkowanych na ochronę miejsc pracy, stabilność finansową oraz bezpieczeństwo zdrowotne obywateli i przedsiębiorstw. W obliczu zmieniających się uwarunkowań makroekonomicznych oraz konieczności dostosowania polityki fiskalnej do nowych realiów, podjęto decyzję o nowelizacji ustawy budżetowej, formalnie przyjętej w październiku 2020 roku[248]. W ramach nowelizacji zaktualizowano kluczowe parametry budżetowe, dopuszczając zwiększenie poziomu wydatków jako jeden z elementów działań stymulujących gospodarkę. Zgodnie z przyjętymi zmianami, dochody budżetu państwa na 2020 rok określono w wysokości 398,67 mld zł, wydatki rzędu 508,02 mld zł, a dopuszczalny deficyt na poziomie 109,35 mld zł (tabela 5.1).

Tabela 5.1 Wykonanie budżetu państwa w Polsce w 2020 roku

Pozycja	Znowelizowana ustawa budżetowa	Wykonanie	Odchylenie od planu	Poziom realizacji
	w tys. zł			%
Dochody	398.671.644	419.795.677	21.124.033	105,3
Wydatki	508.019.293	504.776.148	-3.243.145	99,4
Deficyt	109.347.649	84.980.471	-24.367.178	77,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

W 2020 roku proces gromadzenia dochodów budżetu państwa przebiegał w warunkach wyraźnego spowolnienia gospodarczego wywołanego pandemią COVID-19. Gospodarka znalazła się w recesji, realny spadek PKB wyniósł 2,0%, a jego nominalny wzrost wyhamował do 2,1% (wobec 7,6% w 2019 roku). Kluczowym czynnikiem wpływającym na kondycję finansów publicznych była ograniczona dynamika konsumpcji prywatnej.

[247] Ustawa budżetowa na rok 2020 z dnia 14 lutego 2020 r. (Dz.U. 2020 poz. 571).
[248] Ustawa z dnia 28 października 2020 r. o zmianie ustawy budżetowej na rok 2020 (Dz.U. 2020 poz. 1919).

157:9993035720

W ujęciu realnym odnotowano spadek o 3,1%, a nominalnym wzrost jedynie o 0,1%. Wpłynęło to na dochody z podatku VAT i akcyzy, które łącznie stanowią około dwie trzecie wpływów budżetowych. Konsumpcja była silnie ograniczona przez wprowadzone restrykcje sanitarne oraz spadek aktywności społeczno-gospodarczej. Na dochody budżetowe wpływały nie tylko czynniki makroekonomiczne, lecz także zmiany systemowe, takie jak ulga dla młodych i obniżenie stawki PIT. W zakresie CIT wprowadzono rozwiązania wspierające inwestycje i PPK. Podniesiono akcyzę na wyroby używkowe, a jednocześnie dwukrotnie obniżono stawki na paliwa. Kontynuowano też działania uszczelniające system VAT.

Pomimo niekorzystnych warunków gospodarczych, dochody budżetu państwa w 2020 roku wyniosły 419,80 mld zł, przekraczając plan o 21,12 mld zł, co odpowiada realizacji na poziomie 105,3%. Źródłem tego pozytywnego odchylenia była przede wszystkim lepsza niż zakładano realizacja dochodów podatkowych. Szczególnie istotne znaczenie miały wpływy z podatku od towarów i usług (VAT) oraz podatku akcyzowego, które łącznie odpowiadały za nieco ponad 60% całkowitych dochodów budżetowych.

Wydatki budżetu państwa w 2020 roku wyniosły 504,78 mld zł, co stanowiło 99,4% wartości przewidzianej w znowelizowanej ustawie budżetowej (508,02 mld zł). Były one zatem niższe od planu o 3,24 mld zł. Suma ta obejmowała również środki niewygasające z końcem roku budżetowego o wartości 11,64 mld zł, które na podstawie rozporządzenia[249] przesunięto do realizacji w roku 2021. Największe wzrosty wydatków odnotowano w takich obszarach jak: infrastruktura transportowa, modernizacja sił zbrojnych, ochrona zdrowia, bezpieczeństwo wewnętrzne, restrukturyzacja sektora górniczego, nauka, kultura, a także wsparcie systemu emerytalnego i funduszy celowych. Z kolei niższą niż planowana realizację wydatków zaobserwowano w zakresie bieżącego funkcjonowania jednostek budżetowych, dotacji i subwencji, a także współfinansowania projektów realizowanych z udziałem środków unijnych.

Deficyt budżetu państwa w 2020 roku wyniósł 84,98 mld zł, co oznacza, że był niższy od maksymalnego limitu określonego w znowelizowanej ustawie budżetowej (109,35 mld zł) o 24,37 mld zł, stanowiąc 77,7% wartości planowanej.

Ustawa budżetowa na rok 2021[250], uchwalona 20 stycznia 2021 roku, określiła dochody budżetu państwa na poziomie 404,48 mld zł, wydatki w wysokości 486,78 mld zł oraz

[249] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 28 grudnia 2020 r. w sprawie wydatków budżetu państwa, które w roku 2020 nie wygasają z upływem roku budżetowego (Dz.U. 2020, poz. 2422).
[250] Ustawa budżetowa na rok 2021 z dnia 20 stycznia 2021 r. (Dz.U. 2021, poz. 190).

158:7553265109

deficyt na poziomie nieprzekraczającym 82,30 mld zł. Projekt ustawy został opracowany w III kwartale 2020 roku, czyli w czasie trwającej pandemii COVID-19 i towarzyszącej jej niepewności gospodarczej i makroekonomicznej, co według Ministerstwa Finansów, istotnie utrudniało sporządzenie trafnych prognoz budżetowych. W uzasadnieniu do późniejszej nowelizacji ustawy wskazano, że dzięki wsparciu ze strony polityki fiskalnej wyniki gospodarki w drugiej połowie 2020 roku oraz w pierwszej połowie 2021 roku okazały się lepsze od pierwotnych założeń, co przełożyło się na wyższe dochody budżetowe, w szczególności z tytułu podatków, aukcji uprawnień do emisji CO_2, dywidend oraz zysku NBP. W efekcie, w dniu 1 października 2021 roku dokonano nowelizacji budżetu[251], podnosząc plan dochodów do 482,99 mld zł i wydatków do 523,49 mld zł oraz obniżając planowany deficyt do 40,51 mld zł (tabela 5.2). Zwiększone dochody zostały przeznaczone na zmniejszenie planowanego deficytu oraz na zwiększenie wydatków w takich obszarach jak wsparcie jednostek samorządu terytorialnego, inwestycje infrastrukturalne czy obrona narodowa.

Tabela 5.2 Wykonanie budżetu państwa w Polsce 2021 roku

Pozycja	Znowelizowana ustawa budżetowa	Wykonanie	Odchylenie od planu	Poziom realizacji
	w tys. zł			%
Dochody	482.985.154	494.843.463	11.858.309	102,5
Wydatki	523.492.865	521.216.817	-2.276.048	99,6
Deficyt	40.507.711	26.373.354	-14.134.357	65,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

W 2021 roku warunki makroekonomiczne sprzyjające gromadzeniu dochodów budżetowych uległy poprawie. Po wcześniejszym spadku, PKB wzrósł realnie o 6,9%, a nominalnie o 12,6%. Znaczące przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego pozytywnie wpłynęło na sytuację finansową podatników oraz odbudowę bazy podatkowej. Spożycie prywatne, kluczowe dla wpływów z podatków pośrednich, zwiększyło się w ujęciu realnym o 6,0%, a w ujęciu nominalnym o 11,7%. Poza korzystnym otoczeniem gospodarczym, na dochody budżetowe wpływały także zmiany podatkowe. W PIT przesunięto terminy zaliczek z końca 2020 na 2021 rok. W CIT rozszerzono katalog podatników, uregulowano struktury hybrydowe i podniesiono próg dla 9-procentowej stawki. W akcyzie utrzymano obniżki na paliwa przy wzroście opłaty paliwowej, a w VAT wdrożono pakiet e-commerce mający na celu uszczelnienie systemu w e-handlu. W efekcie dochody budżetu państwa

[251] Ustawa z dnia 1 października 2021 r. o zmianie ustawy budżetowej na rok 2021 (Dz.U. 2021, poz. 1900).

159:5806150565

w 2021 roku wyniosły 494,84 mld zł, przekraczając plan nowelizacji o 11,86 mld zł, co odpowiada 102,5% jego wartości.

Wydatki budżetu państwa wyniosły 521,22 mld zł, czyli 99,6% planu, niższe o 2,28 mld zł. Dodatkowe środki budżetowe skierowano głównie na wsparcie jednostek samorządu terytorialnego w ramach Programu Inwestycji Strategicznych „Polski Ład", inwestycje w infrastrukturę transportową, ze szczególnym uwzględnieniem kolei, oraz na obronę narodową, bezpieczeństwo publiczne, szkolnictwo wyższe, ochronę zdrowia, kulturę i restrukturyzację sektora węgla kamiennego. Zmodyfikowano również wysokość dotacji do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz ograniczono koszty obsługi długu Skarbu Państwa. Do roku kolejnego, na mocy rozporządzenia Rady Ministrów[252], przeniesiono środki niewygasające z końcem roku budżetowego o wartości 7,62 mld zł. Wydatki niezrealizowane zgodnie z planem dotyczyły przede wszystkim dotacji, bieżących kosztów działania administracji oraz środków na współfinansowanie projektów unijnych.

Deficyt budżetu państwa zamknął się w 2021 roku kwotą 26,37 mld zł, co oznacza, że stanowił 65,1% maksymalnego limitu ustalonego w znowelizowanej ustawie budżetowej, wynoszącego 40,51 mld zł.

Porównanie wyników budżetu państwa w latach 2020-2021 z rokiem 2019 (tabela 5.3), pozwala uchwycić skalę wpływu pandemii COVID-19 oraz działań naprawczych podejmowanych w okresie odbudowy gospodarczej.

Tabela 5.3 Dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa w Polsce, 2019-2021

	2019	2020	2021
Dochody (tys. zł)	400.535.255	419.795.677	494.843.463
Relacja do PKB (%)	17,5	18,1	18,9
Wydatki (tys. zł)	414.273.014	504.776.148	521.216.817
Relacja do PKB (%)	18,1	21,7	19,9
Deficyt (tys. zł)	13.737.759	84.980.471	26.373.354
Relacja do PKB (%)	0,6	3,7	1,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

W 2020 roku dochody budżetowe wyniosły 419,80 mld zł, co oznacza wzrost nominalny o 4,8% względem roku 2019, jednak w ujęciu realnym wzrost był znacznie niższy i wyniósł jedynie 1,4%. Mimo pandemicznej niepewności państwo zdołało utrzymać wzrost wpływów, a udział dochodów w PKB nieznacznie wzrósł z 17,5% do 18,1%. Równocześnie

[252] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 2021 r. w sprawie wydatków budżetu państwa, które w roku 2021 nie wygasają z upływem roku budżetowego (Dz.U. 2021, poz. 2407).

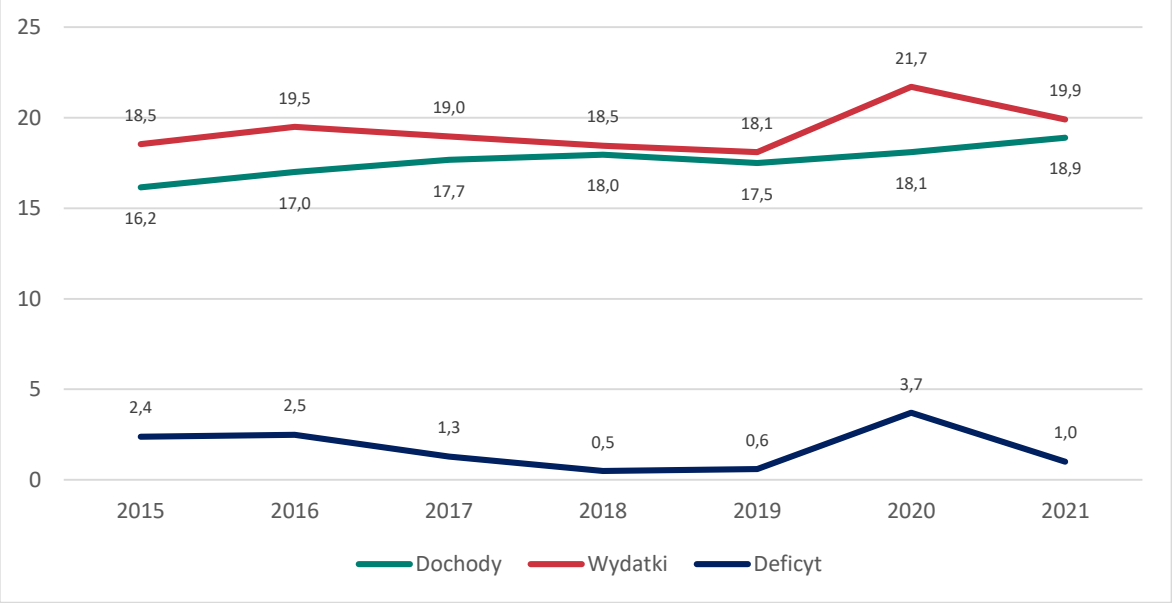
160:1329920603

jednak drastycznie zwiększyły się wydatki budżetowe, które osiągnęły poziom 504,78 mld zł, co stanowiło wzrost, aż o 21,8% względem roku wcześniejszego (realnie o 17,8%). Tak znaczny wzrost był związany z koniecznością finansowania programów wsparcia dla gospodarki i ochrony zdrowia. Udział wydatków w PKB wzrósł do 21,7%, co było najwyższym poziomem od 2015 roku. W konsekwencji deficyt budżetowy w 2020 roku osiągnął wartość 85 mld zł, czyli 3,7% PKB, co stanowi sześciokrotność deficytu z 2019 roku (13,74 mld zł, 0,6% PKB).

Rok 2021 przyniósł wyraźną poprawę sytuacji budżetowej. Dochody wzrosły do 494,84 mld zł, co oznacza silny wzrost zarówno w ujęciu nominalnym (o 17,9%), jak i realnym (o 12,2%) względem 2020 roku. Udział dochodów w PKB wzrósł do 18,9%. Wydatki natomiast zwiększyły się jedynie o 3,3% nominalnie, a w ujęciu realnym nawet spadły o 1,8%, osiągając wartość 521,22 mld zł, co stanowiło 19,9% PKB. Dzięki znacząco wyższym wpływom i ograniczeniu dynamiki wzrostu wydatków, deficyt budżetowy został ograniczony do poziomu 26,37 mld zł, czyli zaledwie 1% PKB.

W celu analizy roli państwa w gospodarce oraz porównania skali interwencji fiskalnej w dłuższym horyzoncie, na wykresie 5.1 przedstawiono relację dochodów, wydatków i deficytu budżetowego do PKB w latach 2015-2021.

Wykres 5.1 Dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa w Polsce, 2015-2021 (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

161:8478583281

W latach 2020-2021 wyraźnie widać wzrost znaczenia państwa w gospodarce w pierwszym roku pandemii, kiedy udział wydatków w PKB zwiększył się do 21,7%, a deficyt osiągnął poziom 3,7% PKB, kilkukrotnie wyższy niż przed kryzysem. W 2021 roku, wraz z odbudową aktywności gospodarczej, udział dochodów i wydatków w PKB ustabilizował się, a relacja deficytu spadła do 1,0% PKB, co wskazywało na stopniowe wygaszanie nadzwyczajnych działań fiskalnych.

Zgodnie z art. 110 ustawy o finansach publicznych[253] budżet państwa obok obejmuje również budżet środków europejskich. W nowelizacji budżetu na rok 2020 dochody tego segmentu zaplanowano na 72,94 mld zł, podczas gdy wykonanie wyniosło 79,04 mld zł (108,4% planu) (tabela 5.4). Wydatki oszacowano na 89,90 mld zł, natomiast zrealizowano 80,81 mld zł (89,9% planu). W efekcie pierwotnie prognozowany deficyt w wysokości 16,95 mld zł zmniejszył się do 1,77 mld zł.

Tabela 5.4 Realizacja budżetu środków europejskich w Polsce, 2019-2021 (tys. zł)

	Wykonanie 2019	Znowelizowana ustawa budżetowa 2020	Wykonanie 2020	Ustawa budżetowa 2021	Wykonanie 2021
Dochody	73.549.101	72.944.052	79.036.634	80.475.876	73.548.041
Wydatki	70.906.596	89.897.933	80.809.977	87.340.722	72.887.500
Wynik	2.642.505	-16.953.881	-1.773.343	-6.864.846	660.541

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

W 2021 roku dochody budżetu środków europejskich zaplanowano na 80,48 mld zł, lecz wykonanie sięgnęło 73,55 mld zł (91,4% planu). Wydatki określone na 87,34 mld zł zrealizowano w wysokości 72,89 mld zł (83,5% planu). Mimo planowanego deficytu na poziomie 6,86 mld zł rok zamknął się nadwyżką 0,66 mld zł, co wynikało z wolniejszej realizacji projektów unijnych oraz lepszej od założeń realizacji dochodów.

5.2 Wydatki nadzwyczajne i instrumenty antykryzysowe związane z COVID-19

W latach 2020-2021 konieczna stała się szeroka interwencja państwa, której celem było ograniczenie skutków pandemii oraz zapobieganie trwałym zaburzeniom w funkcjonowaniu gospodarki. W pierwszym roku kryzysu działania te miały charakter doraźny i stabilizacyjny, natomiast w 2021 roku były kontynuowane i dostosowywane do zmieniających się warunków. Szczególny nacisk położono na ochronę miejsc pracy,

[253] Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2009, poz. 1240).

162:8084022402

utrzymanie płynności przedsiębiorstw oraz wzmocnienie systemu ochrony zdrowia. Instrumenty wsparcia miały formę dynamicznie rozwijającego się pakietu polityki publicznej, odzwierciedlającego skalę wyzwań oraz rosnącą rolę państwa w zarządzaniu kryzysem.

Pakiet rozwiązań legislacyjnych i finansowych określany mianem tarczy antykryzysowej stanowił podstawowy instrument przeciwdziałania skutkom pandemii. Był on systematycznie rozszerzany i modyfikowany w zależności od potrzeb społeczno-gospodarczych, obejmując zarówno bezpośrednie transfery środków, jak i działania o charakterze ulgowym oraz regulacyjnym. Zastosowano trzy główne grupy instrumentów: po pierwsze, narzędzia fiskalne, takie jak dopłaty do wynagrodzeń, ulgi, zwolnienia i odroczenia podatkowe, po drugie, subwencje i pożyczki udzielane przez Polski Fundusz Rozwoju S.A. (PFR), po trzecie, finansowanie kredytowe i gwarancyjne koordynowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

Znacząca część interwencji została zrealizowana poza klasycznym budżetem państwa, przede wszystkim poprzez Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 oraz mechanizmy PFR. Konstrukcja ta zwiększała elastyczność państwa w prowadzeniu polityki stabilizacyjnej, umożliwiając szybkie uruchamianie środków i omijanie części ograniczeń wynikających z reguł fiskalnych. Jednocześnie nowelizacje ustaw budżetowych pozwalały na zwiększanie wydatków publicznych oraz wprowadzanie czasowych ulg podatkowych i ubezpieczeniowych.

W niniejszym podrozdziale przedstawiono strukturę, cele i skalę wykorzystania środków przeznaczonych na działania antykryzysowe w latach 2020-2021. Analiza została oparta na trzech głównych filarach finansowania:

- wydatkach budżetu państwa oraz budżetu środków europejskich, które wyniosły łącznie 23,2 mld zł w 2020 roku i 18,5 mld zł w 2021 roku,
- środkach Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, na poziomie 92,7 mld zł w 2020 roku i 50,7 mld zł w roku 2021,
- subwencjach i pożyczkach w ramach tarcz finansowych Polskiego Funduszu Rozwoju, które w latach 2020-2021 osiągnęły łączną wartość 73,2 mld zł.

Budżet państwa i budżet środków europejskich

Budżet państwa i budżet środków europejskich stanowiły jedno z podstawowych źródeł finansowania działań podjętych w odpowiedzi na pandemię COVID-19, obok Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz tarcz finansowych Polskiego Funduszu Rozwoju. W 2020 roku na przeciwdziałanie skutkom pandemii przeznaczono z budżetu państwa 15,656 mld

163:1591891278

zł, w tym 502 mln zł w formie wydatków niewygasających. W 2021 roku wartość ta wyniosła 15,206 mld zł, z czego 2,5 mln zł stanowiły środki przeniesione do realizacji na rok następny. Jednocześnie istotna część wydatków ujętych w budżecie państwa została przekazana do Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 w ramach wpłat dokonywanych pod koniec roku ze środków zablokowanych. W 2020 roku wartość tych transferów wyniosła 9,568 mld zł, co oznacza, że rzeczywiste wydatki budżetu państwa bez tej pozycji sięgnęły 5,639 mld zł. Analogicznie w 2021 roku przekazano do Funduszu 14,195 mld zł, a pozostałe wydatki budżetu państwa przeznaczone bezpośrednio na działania antykryzysowe wyniosły 1,011 mld zł.

Wydatki budżetu państwa koncentrowały się przede wszystkim na wzmocnieniu funkcjonowania systemu ochrony zdrowia oraz zapewnieniu podstawowych instrumentów bezpieczeństwa sanitarnego. Obejmowały one zakup środków ochrony osobistej i sprzętu, w tym maseczek, rękawic, płynów dezynfekcyjnych, sprzętu sanitarnego, komputerowego oraz medycznego, takiego jak respiratory, pompy infuzyjne i monitory. Znacząca część środków została skierowana do podmiotów medycznych i opiekuńczych: szpitali jednoimiennych i wojskowych, uczelni medycznych, domów pomocy społecznej czy zespołów wymazowych, gdzie finansowano doposażenie, wzmacnianie personelu oraz zabezpieczenia antycovidowe.

Jednym z obszarów wydatkowania były również inwestycje w infrastrukturę medyczną, w tym instalacje systemów tlenowych oraz adaptacje budynków, m.in. na potrzeby szpitali tymczasowych. Finansowano również zakup i dostarczanie produktów leczniczych oraz wyrobów medycznych, a także surowców niezbędnych do ich wytwarzania. W ramach działań informacyjnych i profilaktycznych realizowano kampanie edukacyjne, w tym kampanie promujące szczepienia oraz stosowanie środków ochronnych. Wsparciem objęto również osoby fizyczne, m.in. poprzez wypłaty zasiłków opiekuńczych i świadczeń związanych z kwarantanną, realizowanych przez Kasę Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego. Dodatkowe środki przeznaczono na organizację i utrzymanie miejsc kwarantanny zbiorowej oraz na działania związane z bezpieczeństwem transportowym, w tym wsparcie przewozów pasażerskich w transporcie kolejowym i program #LotdoDomu, umożliwiający powrót obywateli do kraju.

Z budżetu środków europejskich na przeciwdziałanie pandemii oraz realizację działań antykryzysowych w ramach programów Perspektywy Finansowej 2014-2020 przeznaczono 7,594 mld zł w 2020 roku oraz 3,330 mld zł w 2021 roku. Środki te finansowały przede wszystkim zadania realizowane w ramach programów operacyjnych przedstawionych

164:4005689855

w tabeli 5.5, obejmujących m.in. wsparcie ochrony zdrowia, rynku pracy, administracji publicznej oraz podmiotów gospodarczych dotkniętych skutkami pandemii.

Tabela 5.5 Wydatki z budżetu środków europejskich na przeciwdziałanie skutkom pandemii COVID-19, 2020-2021 (mln zł)

Program	2020	2021	Razem	Główne obszary wsparcia
Regionalne Programy Operacyjne	2.823	1.560	4.384	• wsparcie przedsiębiorstw (kapitał obrotowy, płynność MŚP), • wsparcie ochrony zdrowia (sprzęt, środki ochrony osobistej, adaptacja infrastruktury), • wsparcie instytucji opiekuńczych oraz dopłaty do wynagrodzeń.
Program Operacyjny Inteligentny Rozwój 2014-2020	2.322	1.482	3.804	• instrumenty płynnościowe i dotacje obrotowe dla MŚP, • projekty B+R i infrastruktura związana z COVID-19, • wsparcie innowacji (m.in. „Szybka ścieżka", kredyt technologiczny).
Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko 2014 - 2020	522	271	793	• wsparcie służby zdrowia (sprzęt, środki ochrony, infrastruktura), • finansowanie ambulansów i projektów MZ oraz ARM, • działania w sektorze transportu i służb ratowniczych.
Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój 2014-2020	382	14	396	• wsparcie instytucji opieki społecznej i pieczy zastępczej; • zapewnienie warunków do nauki zdalnej; • doposażenie i szkolenia kadr medycznych.
Program Operacyjny Polska Wschodnia 2014 - 2020	209	1	210	• wsparcie płynnościowe dla MŚP z regionu, • utrzymanie działalności gospodarczej w warunkach pandemii.
Program Operacyjny Polska Cyfrowa na lata 2014-2020	366	1	367	• edukacja zdalna (sprzęt, Internet, wsparcie JST), • projekty „Zdalna Szkoła" i „Zdalna Szkoła+".
Program Rozwoju Obszarów Wiejskich na lata 2014-2020	761	-	761	• wsparcie rolników oraz MŚP z obszarów wiejskich dotkniętych skutkami pandemii.
Pozostałe	208	-	208	• pozostałe interwencje o niskiej skali finansowej.
RAZEM	**7.594**	**3.330**	**10.923**	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

Fundusz Przeciwdziałania COVID-19

Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, utworzony w Banku Gospodarstwa Krajowego na mocy nowelizacji ustawy z 31 marca 2020 r. dotyczącej szczególnych rozwiązań w zakresie przeciwdziałania skutkom pandemii COVID-19 [254], stał się centralnym narzędziem finansowania działań państwa w warunkach pandemii. Jego plan finansowy na 2020 rok

[254] Ustawa z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 568, z późn. zm.).

165:3056497863

został zatwierdzony 29 maja 2020 r. przez Ministra Finansów oraz Prezesa Rady Ministrów, a podstawowymi źródłami zasilania były wpływy z emisji obligacji, środki przekazane z budżetu państwa, odsetki z inwestycji i rachunków bankowych oraz inne wpłaty od dysponentów. Wydatki Funduszu wyniosły 92,7 mld zł w 2020 roku oraz 48,7 mld zł w 2021 roku, co łącznie daje 141,4 mld zł[255]. Struktura tych wydatków odzwierciedlała szeroki zakres zadań kierowanych do różnych segmentów administracji rządowej, przy czym dominującą rolę pełnili dysponenci odpowiedzialni za pracę, zdrowie oraz zabezpieczenie społeczne (tabela 5.6).

Tabela 5.6 Wydatki z Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 według dysponentów w Polsce, 2020-2021 (mln zł)

Dysponenci	2020	2021	Razem
Minister właściwy ds. pracy	37.828	3.796	41.624
Minister właściwy ds. zdrowia	7.966	30.628	38.594
Prezes Zakładu Ubezpieczeń Zdrowotnych	28.300	-	28.300
Szef Kancelarii Prezesa Rady Ministrów	10.774	5.800	16.574
Minister właściwy ds. energii	3.185	500	3.685
Minister właściwy ds. budownictwa, planowania i zagospodarowania przestrzennego oraz mieszkalnictwa	-	3.443	3.443
Minister właściwy ds. turystyki	1.064	1.578	2.642
Minister właściwy ds. gospodarki	665	1.012	1.677
Minister właściwy ds. transportu	589	901	1.490
Minister właściwy ds. aktywów państwowych	1.126	107	1.234
Prezes Kasy Rolniczego Ubezpieczenia Społecznego	411	152	563
Minister właściwy ds. kultury i ochrony dziedzictwa narodowego	372	117	489
Minister właściwy ds. wewnętrznych	-	370	370
Minister właściwy ds. zabezpieczenia społecznego	189	94	284
Minister właściwy ds. informatyzacji	189	22	211
Minister właściwy ds. finansów publicznych	-	139	139
Minister właściwy ds. rolnictwa, rozwoju wsi i rynków rolnych	78	27	105
Minister właściwy ds. łączności	-	15	15
RAZEM	**92.735**	**48.701**	**141.437**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

[255] Kwoty wydatków ujęto w ujęciu kasowym per saldo, co oznacza, że obejmują one rzeczywiste wypłaty środków z Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 po uwzględnieniu zwrotów dokonanych przez dysponentów, także za lata wcześniejsze. Część przekazanych środków mogła zostać spożytkowana dopiero w kolejnym roku budżetowym. Warto również zaznaczyć, że niektóre jednostki realizujące zadania związane z przeciwdziałaniem COVID-19 mogły finansować je również ze środków własnych. Kwoty tu wskazane odnoszą się wyłącznie do wydatków pokrytych z Funduszu.

166:3061054825

Największym beneficjentem środków był minister właściwy ds. pracy, który przeznaczył je na utrzymanie miejsc pracy i wsparcie płynności przedsiębiorstw. Finansowano zarówno instrumenty Funduszu Pracy (dofinansowania wynagrodzeń, dotacje, pożyczki, świadczenia postojowe), jak i środki Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych związane z ochroną miejsc pracy w okresie przestoju lub obniżonego wymiaru czasu pracy.

Znacząca część wydatków została skierowana przez ministra właściwego ds. zdrowia na funkcjonowanie systemu ochrony zdrowia w warunkach kryzysowych. Obejmowało to m.in. finansowanie świadczeń opieki zdrowotnej udzielanych pacjentom chorym na COVID-19, testów diagnostycznych, dodatków dla pracowników medycznych, kosztów związanych z obsługą programu szczepień, a także zakup szczepionek i ich dystrybucję (5,17 mld zł). Finansowano również modernizację infrastruktury medycznej i tworzenie szpitali tymczasowych.

Środki przekazywane Zakładowi Ubezpieczeń Społecznych służyły kompensowaniu ubytków składkowych oraz finansowaniu dodatkowych świadczeń społecznych, takich jak zasiłki chorobowe i opiekuńcze. Część alokacji została skierowana na bieżącą stabilizację Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w związku z pogorszeniem sytuacji makroekonomicznej.

Dysponentem o istotnym udziale był również Szef Kancelarii Prezesa Rady Ministrów. Środki realizowano przede wszystkim poprzez Rządowy Fundusz Inwestycji Lokalnych (RFIL) [256], stanowiący instrument pobudzania inwestycji samorządowych w warunkach kryzysu. Dodatkowo finansowano działania o charakterze interwencyjnym i logistycznym, w tym projekty Agencji Rezerw Strategicznych, adaptację PGE Narodowego na szpital tymczasowy, a także programy edukacyjne, kampanie społeczne oraz działania zachęcające do szczepień.

Minister właściwy ds. energii kierował środki głównie na operacje Agencji Rezerw Materiałowych dotyczące tworzenia i utrzymywania rezerw strategicznych, zakup sprzętu medycznego oraz rozbudowę infrastruktury magazynowej. Część środków przeznaczono na zadania związane z dystrybucją szczepionek oraz funkcjonowaniem szpitali tymczasowych.

Pozostali dysponenci realizowali środki w ramach zadań odpowiadających ich właściwościom. Minister właściwy ds. budownictwa finansował dopłaty mieszkaniowe i inwestycje w ramach Rządowego Funduszu Rozwoju Mieszkalnictwa. Minister właściwy ds. turystyki odpowiadał za realizację Polskiego Bonu Turystycznego, działania

[256] Uchwała Nr 102 Rady Ministrów w sprawie wsparcia na realizację zadań inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego z dnia 23 lipca 2020 r. (M.P. z 2022 r. poz. 22)

167:4275141746

Turystycznego Funduszu Zwrotów oraz dodatkowe świadczenia postojowe dla branży turystycznej. Minister właściwy ds. gospodarki przeznaczał środki na wsparcie przedsiębiorstw poprzez dopłaty do oprocentowania kredytów, instrumenty ARP, działania promocyjne PAIH oraz programy realizowane przez Polski Fundusz Rozwoju. Minister właściwy ds. transportu finansował rekompensaty dla przewoźników kolejowych, wsparcie lotnisk i zadania PAŻP.

Środki trafiały również do sektora kultury, służb mundurowych, jednostek pomocy społecznej, administracji informatycznej oraz JST w związku z utraconymi dochodami. Finansowanie obejmowało m.in. wsparcie instytucji kultury, zakup sprzętu ochronnego dla służb, realizację programów dla seniorów, cyfryzację administracji i szkół, a także rekompensaty z tytułu opłaty targowej. W rolnictwie środki kierowano na rekompensaty składkowe i wsparcie miejscowych inicjatyw społecznych promujących szczepienia. Minister właściwy ds. łączności przeznaczył środki na utrzymanie zadań operatora wyznaczonego w okresie pandemii, którą była Poczta Polska.

Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 stał się w latach 2020-2021 centralnym instrumentem interwencji państwa w warunkach kryzysu pandemicznego, w znacznym stopniu przekształcając mechanizmy prowadzenia polityki fiskalnej w Polsce. Jego konstrukcja oparta na finansowaniu pozabudżetowym, elastycznych zasadach wydatkowania i szerokim katalogu dysponentów pozwoliła rządowi na szybkie uruchamianie środków, omijając ograniczenia wynikające z tradycyjnych procedur budżetowych oraz stabilizującej reguły wydatkowej. Fundusz pełnił zatem funkcję stabilizacyjną i antykryzysową, umożliwiając finansowanie zarówno działań osłonowych o dużej skali (ochrona miejsc pracy, wsparcie przedsiębiorstw), jak i zadań infrastrukturalnych, medycznych i społecznych wymagających natychmiastowej reakcji.

Dominujący udział w strukturze wydatków Funduszu miały resorty odpowiedzialne za rynek pracy, ochronę zdrowia oraz zabezpieczenie społeczne, co odzwierciedlało trzy główne kierunki polityki publicznej prowadzonej w warunkach pandemii: stabilizowanie zatrudnienia, wzmocnienie systemu zdrowotnego oraz kompensowanie strat dochodowych gospodarstw domowych. Jednocześnie FPC wzmacniał rolę Rady Ministrów jako podmiotu koordynującego działania kryzysowe, m.in. poprzez finansowanie inwestycji samorządowych, zadań logistycznych i programów wspierających kampanię szczepień.

Całkowita wartość wydatków Funduszu na poziomie ponad 141 mld zł w ciągu dwóch lat potwierdza, że stał się on jednym z najważniejszych narzędzi prowadzenia polityki fiskalnej w czasie pandemii, a jego wykorzystanie znacząco zwiększyło zakres interwencji

168:1938916692

państwa w gospodarce. Jednocześnie doświadczenia związane z funkcjonowaniem Funduszu otworzyły dyskusję o roli instrumentów pozabudżetowych w systemie finansów publicznych oraz o konsekwencjach ich stosowania dla przejrzystości i długofalowej stabilności fiskalnej.

Według raportu NIK, chociaż FPC był znaczącym instrumentem kryzysowej polityki fiskalnej, kontrola zwróciła uwagę na brak wystarczająco szczegółowej dokumentacji planowanych zadań oraz na używanie środków Funduszu do finansowania szerokiego spektrum działań nie zawsze bezpośrednio związanych z pandemią. Emisje obligacji przez FPC, choć formalnie wyłączone z sektora finansów publicznych, zwiększały dług w ujęciu unijnym, a ich wykup zaplanowano na lata 2024-2040, co może obciążyć przyszłe budżety państwa[257].

Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju

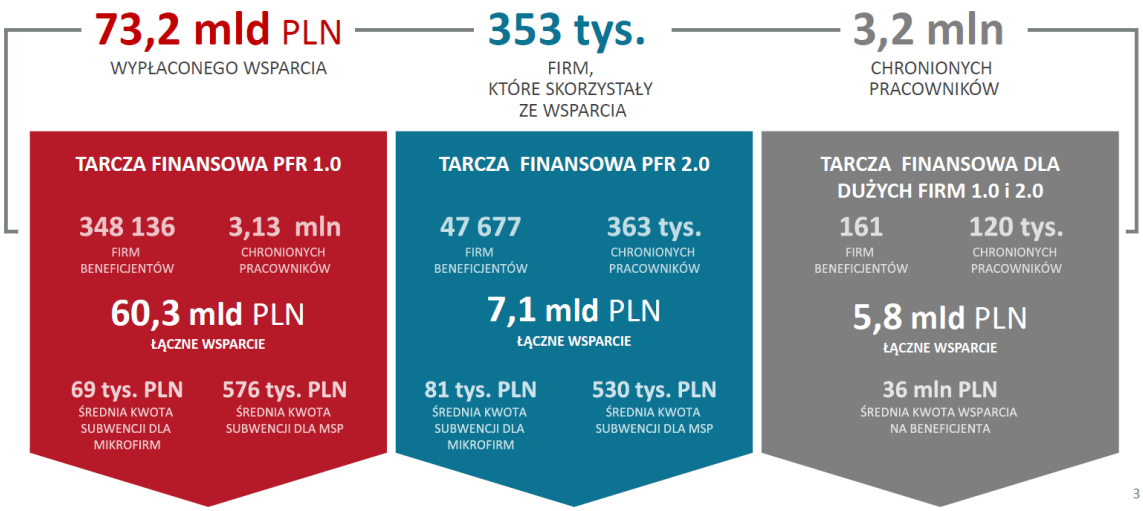
W ramach działań antykryzysowych państwa związanych z pandemią COVID-19 Rada Ministrów uruchomiła rządowe programy wsparcia finansowego dla przedsiębiorstw, których realizację, na podstawie art. 21a ustawy o systemie instytucji rozwoju[258], powierzono Polskiemu Funduszowi Rozwoju S.A. Konstrukcja tarcz finansowych opierała się na szerokim wachlarzu instrumentów, obejmującym pożyczki, gwarancje, poręczenia, wykup wierzytelności, obejmowanie lub nabywanie udziałów, akcji i obligacji, a także bezzwrotne subwencje finansowe.

Finansowanie tarcz opierało się na emisji obligacji przez PFR, które pozwoliły pozyskać środki w łącznej wysokości 73,9 mld zł (w tym 65,4 mld zł w 2020 roku oraz 8,5 mld zł w 2021 roku). Łączna kwota wypłaconego wsparcia wyniosła 73,22 mld zł, przy czym 60,3 mld zł wypłacono w ramach Tarczy PFR 1.0, 7,1 mld zł w ramach Tarczy PFR 2.0, a 5,8 mld zł w ramach programu dla dużych firm (schemat 5.1). Ze wsparcia skorzystało 353 tys. przedsiębiorstw, co pozwoliło na ochronę ok. 3,2 mln miejsc pracy. W ramach procesu rozliczeń subwencji umorzono 43,9 mld zł, natomiast 29,3 mld zł stanowiła część podlegająca zwrotowi. Koszty obsługi całego programu wyniosły 1,69 mld zł (1,69% jego wartości), a koszty odsetkowe związane z emisją obligacji sięgnęły 6,53 mld zł (8,8% wartości nominalnej emisji)[259].

[257] https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/fundusz-przeciwdzialania-covid-19.html
[258] Ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (Dz. U. z 2020 r. poz. 2011 z późn. zm.)
[259] Polski Fundusz Rozwoju, *Tarcza Finansowa PFR. Podsumowanie Programu. Skuteczna ochrona bezpieczeństwa ekonomicznego pracowników i przedsiębiorstw podczas pandemii*, 2022.

169:1099515660

Schemat 5.1 Struktura i skala wsparcia udzielonego w ramach Tarczy Finansowej PFR w latach 2020-2021



Źródło: Polski Fundusz Rozwoju, *Tarcza Finansowa PFR. Podsumowanie Programu. Skuteczna ochrona bezpieczeństwa ekonomicznego pracowników i przedsiębiorstw podczas pandemii*, 2022, s. 3.

Tarcza Finansowa PFR dla mikro-, małych i średnich firm została uruchomiona uchwałą nr 50/2020 Rady Ministrów z 27 kwietnia 2020 r., z łącznym limitem 75 mld zł, w tym 25 mld zł dla mikrofirm oraz 50 mld zł dla MŚP. Program opierał się na wypłacie subwencji finansowych uzależnionych od rzeczywistego spadku przychodów przedsiębiorstwa, przy czym możliwość umorzenia części lub całości wsparcia była związana z utrzymaniem działalności gospodarczej i poziomu zatrudnienia. Do końca 2021 roku wsparcie otrzymało ponad 348 tys. firm na łączną kwotę 60,3 mld zł. Najliczniej reprezentowane były przedsiębiorstwa z sektorów handlu, budownictwa oraz przetwórstwa przemysłowego.

Uzupełnieniem programu była Tarcza Finansowa 2.0 dla mikro-, małych i średnich firm, przyjęta uchwałą nr 2/2021 Rady Ministrów z 5 stycznia 2021 r. (z późn. zm.), której budżet wynosił 13 mld zł (w ramach limitu 75 mld zł) i obejmował branże szczególnie dotknięte obostrzeniami sanitarnymi, m.in. gastronomię, hotelarstwo i transport. Pomoc otrzymało ponad 47 tys. firm na kwotę ponad 7,1 mld zł.

Tarcza Finansowa PFR dla dużych firm, ustanowiona uchwałą nr 51/2020 Rady Ministrów z 27 kwietnia 2020 r. (z późn. zm.), obejmowała trzy kategorie wsparcia: finansowanie płynnościowe, finansowanie preferencyjne oraz finansowanie inwestycyjne z wykorzystaniem instrumentów kapitałowych. Łączna wartość programu została określona na 25 mld zł. Do końca 2021 roku zrealizowano wypłaty na kwotę 5,8 mld zł dla 161 dużych przedsiębiorstw.

170:5400431542

W ramach odrębnego programu przyjętego przez Radę Ministrów dniu 21 grudnia 2020 r. zrealizowano także Program wsparcia dla PLL LOT S.A. Obejmował on dokapitalizowanie spółki ze środków budżetu państwa w wysokości 1,126 mld zł oraz udzielenie pożyczki przez PFR w dwóch transzach na łączną kwotę 1,8 mld zł.

Tarcze Finansowe Polskiego Funduszu Rozwoju stanowiły jeden z najważniejszych elementów polityki fiskalnej w latach 2020-2021, nadając jej nowy, pozabudżetowy wymiar i znacząco zwiększając zdolność państwa do przeciwdziałania skutkom pandemii. Dzięki wykorzystaniu instrumentów dłużnych oraz operacyjnemu zarządzaniu przez wyspecjalizowaną instytucję rozwojową państwo mogło reagować na kryzys z niespotykaną wcześniej skalą i szybkością. Interwencja ta miała charakter stabilizacyjny i systemowy, chroniąc przedsiębiorstwa i miejsca pracy, a jednocześnie wspierając podmioty o strategicznym znaczeniu dla gospodarki. Tarcze PFR wyznaczyły tym samym nowy kierunek interwencji publicznej w warunkach kryzysowych, poszerzając przestrzeń polityki fiskalnej poza tradycyjne ramy budżetowe i podkreślając rosnącą rolę państwowych instytucji rozwojowych w zarządzaniu ryzykiem systemowym.

5.3 Polityka zadłużeniowa państwa w warunkach pandemii

Potrzeby pożyczkowe budżetu państwa wyznaczają zapotrzebowanie na środki finansowe niezbędne do sfinansowania deficytu budżetu państwa i budżetu środków europejskich oraz pozostałych rozchodów budżetu państwa w danym roku. Dzielą się one na potrzeby pożyczkowe netto, odzwierciedlające przyrost zadłużenia Skarbu Państwa z wyłączeniem refinansowania długu, oraz potrzeby pożyczkowe brutto, które obejmują także środki konieczne do spłaty zapadających zobowiązań[260].

Poprzedzający wybuch pandemii rok 2019 charakteryzował się nadwyżką potrzeb pożyczkowych netto na poziomie -180,2 mln zł, co oznaczało brak konieczności zaciągania nowego długu netto. Mimo deficytu budżetu państwa wynoszącego 13,7 mld zł, został on w całości pokryty z innych źródeł, m.in. wpływów z emisji skarbowych papierów wartościowych oraz operacji związanych z zarządzaniem płynnością (tabela 5.7). Przedpandemiczna stabilność finansów publicznych stworzyła więc pewien bufor, który ułatwił przeprowadzenie ekspansji fiskalnej w kolejnych latach.

[260]https://www.sejm.gov.pl/sejm10.nsf/BASLeksykon.xsp?id=DA8B28C6794D463AC1257A620034D28A&null=null

171:3118428213

Tabela 5.7 Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa i struktura ich finansowania w Polsce, (w mln zł)

Pozycja	2019	2020	2021
Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa	**-180**	**50.010**	**-7.997**
1. Deficyt budżetu państwa	13.738	84.981	26.373
2. Deficyt budżetu środków europejskich	-2.643	1.773	-661
3. Pozostałe składniki	-11.276	-36.744	-33.710
Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa	**-180**	**50.010**	**-7.997**
1. Finansowanie krajowe	16.381	79.543	-18.225
W tym SPW*	21.648	90.561	15.297
2. Finansowanie zagraniczne	-16.561	-29.533	10.228
W tym SPW*	-16.790	-7.942	-29.7967

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe
* Skarbowe Papiery Wartościowe

W latach 2020-2021 potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa znalazły się pod silnym wpływem kryzysu wywołanego pandemią COVID-19. Było to bezpośrednio związane z drastycznym zwiększeniem wydatków publicznych na działania ratunkowe i stabilizacyjne.

Deficyt budżetu państwa w 2020 roku osiągnął poziom niemal 85,0 mld zł, co przełożyło się na potrzeby pożyczkowe netto w wysokości 50,0 mld zł. Budżet środków europejskich zakończył rok deficytem 1,8 mld zł. Z kolei pozostałe składniki salda, obejmujące m.in. operacje finansowe i rozliczenia płynności, obniżyły ogólne potrzeby pożyczkowe o 36,7 mld zł, co częściowo złagodziło skalę finansowania dłużnego.

Finansowanie potrzeb pożyczkowych w 2020 roku opierało się głównie na rynku krajowym, z którego pozyskano 79,5 mld zł. Jednocześnie saldo finansowania zagranicznego było ujemne (-29,5 mld zł), ponieważ spłaty wcześniejszych zobowiązań przewyższyły nowo zaciągnięty dług. Kluczowym źródłem podaży kapitału były skarbowe papiery wartościowe emitowane na rynku krajowym, których emisja netto sięgnęła 90,6 mld zł, co stało się głównym filarem finansowania deficytu.

W 2021 roku potrzeby pożyczkowe netto przyjęły wartość ujemną (-8,0 mld zł), co oznaczało brak potrzeby zaciągania nowego długu netto i umożliwiło redukcję zadłużenia. Było to rezultatem niższego niż planowano deficytu budżetu państwa (26,4 mld zł), nadwyżki budżetu środków europejskich (0,7 mld zł) oraz ujemnych pozostałych składników salda, które zmniejszyły potrzeby pożyczkowe o 33,7 mld zł. Zmieniła się

172:6458434348

również struktura finansowania, saldo krajowe było ujemne (-18,2 mld zł), natomiast środki pozyskane z zagranicy osiągnęły wartość dodatnią (10,2 mld zł). Emisja skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym wyniosła 15,3 mld zł netto, co stanowiło powrót do bardziej umiarkowanej dynamiki zadłużenia.

Potrzeby pożyczkowe brutto, obejmujące zarówno finansowanie deficytu, jak i refinansowanie zapadającego długu, wyniosły 122,8 mld zł w 2019 roku, 182,3 mld zł w 2020 roku oraz 164,5 mld zł w 2021 roku. Wzrost w latach pandemii odzwierciedla konieczność finansowania zarówno nowych programów antykryzysowych, jak i rolowania istniejącego długu w warunkach podwyższonej niepewności gospodarczej. Zostały one pokryte z przychodów budżetu państwa, obejmujących nie tylko środki pozyskiwane na finansowanie deficytu i rozchodów, lecz także na zarządzanie płynnością oraz tworzenie rezerw finansowych. Przychody te wyniosły odpowiednio 302,1 mld zł, 417,1 mld zł i 423,8 mld zł, a ich głównym źródłem była emisja skarbowych papierów wartościowych (SPW), których wartość emisji wyniosła odpowiednio 137,96 mld zł, 201,6 mld zł oraz 135,0 mld zł (tabela 5.8).

Rozchody budżetu państwa, obejmujące przede wszystkim wykup zapadających skarbowych papierów wartościowych, spłaty kredytów krajowych i zagranicznych oraz inne płatności związane z obsługą zadłużenia, wyniosły 291,0 mld zł w 2019 roku, 330,3 mld zł w 2020 roku oraz 398,1 mld zł w 2021 roku, co odzwierciedla rosnący wolumen zapadających zobowiązań. Zdecydowaną większość tych wydatków stanowiły spłaty rynkowego długu Skarbu Państwa.

Tabela 5.8 Przychody i rozchody budżetu państwa w Polsce, 2019-2021 (mln zł)

Pozycja	2019	2020	2021
Przychody	**302.143**	**417.074**	**423.843**
w tym SPW*	137.961	201.627	135.039
Rozchody	**291.048**	**330.321**	**398.130**
W tym SPW*	133.103	119.007	149.539

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe
*Skarbowe Papiery Wartościowe

Analiza danych z lat 2019-2021 wskazuje, że pandemia COVID-19 spowodowała przesunięcia w polityce zadłużeniowej państwa. Rok 2020 był okresem silnej ekspansji długu, wymuszonej skokowym wzrostem wydatków publicznych. Natomiast rok 2021 przyniósł stabilizację i częściowy powrót do równowagi fiskalnej, co pozwoliło na zmniejszenie długu netto. Mimo bezprecedensowego wzrostu deficytu w 2020 roku, Polska

173:2020864305

utrzymała kontrolę nad poziomem zadłużenia dzięki elastycznemu korzystaniu z różnych źródeł finansowania (krajowych i zagranicznych) oraz stosowaniu szerokiego wachlarza instrumentów zarządzania płynnością. Polityka zadłużeniowa w okresie pandemii cechowała się zatem elastycznością, dywersyfikacją źródeł finansowania oraz zachowaniem stabilności makroekonomicznej. Pozwoliło to uniknąć ryzyka szoków płynnościowych i utrzymać płynne funkcjonowanie sektora finansów publicznych.

5.4 Państwowy dług publiczny i jego dynamika

W analizie zadłużenia sektora finansów publicznych w Polsce wyróżnić można cztery podstawowe miary długu: dług Skarbu Państwa (DSP), państwowy dług publiczny (PDP), kwota obliczana zgodnie z art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych oraz dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government debt*, EDP). Miary te różnią się zakresem instytucjonalnym oraz metodologią obliczeń, przez co każda z nich pełni odmienną funkcję w ocenie kondycji finansów publicznych oraz skutków polityki fiskalnej.

Dług Skarbu Państwa obejmuje zobowiązania zaciągane bezpośrednio przez państwo, głównie poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych oraz kredyty zagraniczne.

Państwowy dług publiczny ma szerszy zakres instytucjonalny, obejmując zobowiązania pozostałych jednostek sektora finansów publicznych (np. ZUS, funduszy celowych czy agencji wykonawczych), z wyłączeniem zobowiązań wzajemnych między tymi jednostkami. Jest to podstawowy wskaźnik stosowany w ocenie stanu finansów publicznych na gruncie krajowym.

Kwota obliczana zgodnie z art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych jest wariantem PDP, który koryguje wartość długu o dwa czynniki: przeliczenie zobowiązań walutowych po średnim kursie NBP oraz pomniejszenie ich o wysokość wolnych środków zgromadzonych na koniec roku budżetowego. Ten sposób liczenia długu odgrywa szczególną rolę przy ocenie przestrzegania stabilizującej reguły wydatkowej (SRW), co sprawia, że może on różnić się od klasycznego PDP, zwykle przyjmując niższą wartość.

Najszerszą kategorią zadłużenia jest dług sektora instytucji rządowych i samorządowych, tzw. dług EDP (ang. *Excessive Debt Procedure*), raportowany do Komisji Europejskiej. Obejmuje on nie tylko budżet państwa i JST, ale również instytucje funkcjonujące poza budżetem, takie jak Bank Gospodarstwa Krajowego czy Polski Fundusz Rozwoju, jeśli ich zadania są realizowane w ramach polityki publicznej państwa. W związku z tym EDP stanowi najbardziej kompletną i porównywalną międzynarodowo miarę zadłużenia

174:6809429421

publicznego, w szczególności w okresach stosowania niestandardowych instrumentów fiskalnych.

W kontekście polityki państwa prowadzonej w odpowiedzi na kryzys pandemiczny to właśnie dług EDP najpełniej odzwierciedla skalę interwencji publicznej. Znaczna część działań antykryzysowych w latach 2020-2021 była bowiem finansowana poza klasycznym budżetem państwa, przede wszystkim poprzez Fundusz Przeciwdziałania COVID-19, tarcze finansowe Polskiego Funduszu Rozwoju oraz mechanizmy realizowane przez BGK. Wydatki te nie zwiększały bezpośrednio deficytu budżetu państwa ani państwowego długu publicznego, ale zgodnie z metodologią ESA 2010 (*European System of Accounts*) zostały zaliczone do długu EDP, ponieważ ich realizacja była efektem decyzji rządu i miała charakter typowo fiskalny. Pandemia uwidoczniła tym samym rosnącą rolę państwa w zarządzaniu kryzysem gospodarczym oraz wzrost znaczenia instrumentów pozabudżetowych w polityce fiskalnej, co znalazło odzwierciedlenie w dynamice długu EDP.

W latach 2020-2021 odnotowano wyraźny wzrost zadłużenia publicznego zarówno w ujęciu nominalnym, jak i relacji do PKB, choć dynamika ta wyhamowała w 2021 roku wraz z odbudową gospodarczą. Dług Skarbu Państwa na koniec 2019 roku wynosił 973,3 mld zł (42,4% PKB) (tabela 5.9).

Tabela 5.9 Dług publiczny w Polsce według głównych kategorii, 2019-2021

Pozycja		2019	2020	2021
Dług Skarbu Państwa	mln zł	973.338	1.097.480	1.138.034
	Relacja do PKB %	42,4	46,9	43,2
Państwowy dług publiczny	mln zł	990.948	1.111.806	1.148.579
	Relacja do PKB %	43,2	47,5	43,7
Kwota obliczona na podstawie art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych	mln zł	957.420	1.033.990	1.053.238
	Relacja do PKB %	41,8	44,2	40,0
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych*	mln zł	1.045.646	1.336.558	1.410.500
	Relacja do PKB %	45,6	57,1	53,6

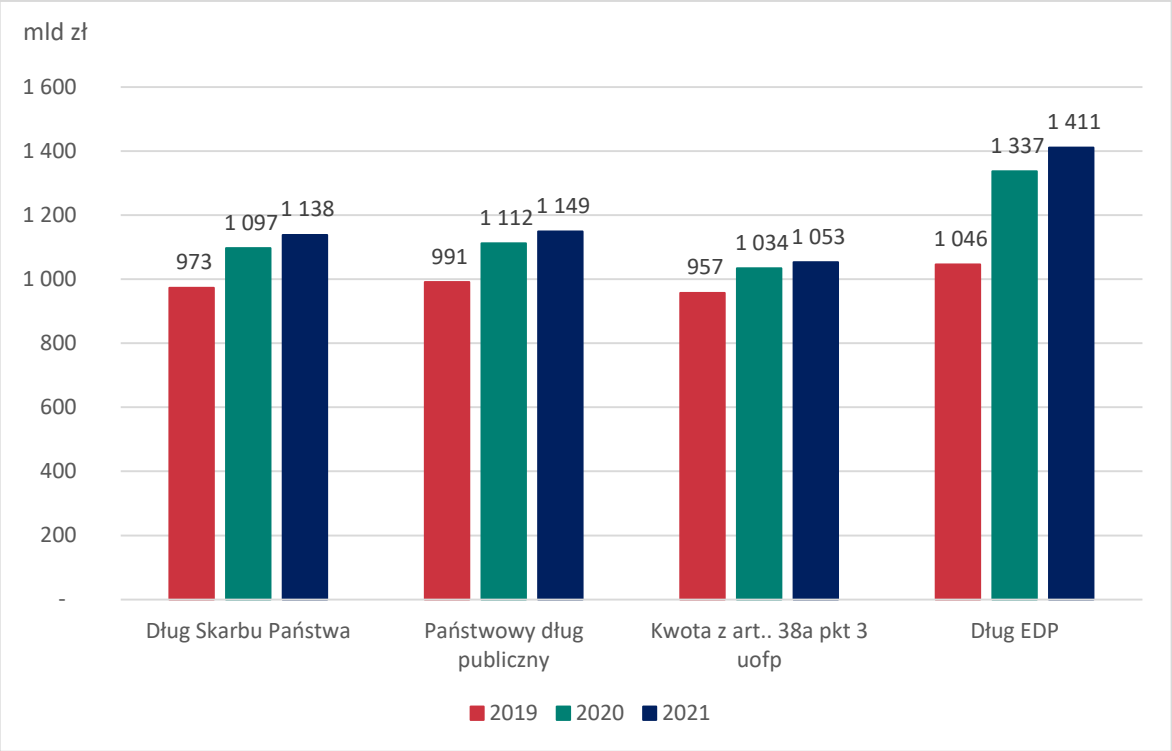
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

W 2020 roku, pod wpływem zwiększonych potrzeb pożyczkowych związanych z finansowaniem interwencji antykryzysowych, wzrósł on o 124,1 mld zł do poziomu 1.097,5 mld zł, osiągając relację do PKB na poziomie 46,9%. Wzrost ten wynikał m.in.

175:5785568158

z finansowania deficytu budżetu państwa (50,0 mld zł), zwiększenia środków na rachunkach budżetowych (32,0 mld zł) oraz emisji obligacji z ustaw pozabudżetowych (18,3 mld zł). W 2021 roku dług Skarbu Państwa wzrósł do 1.138,0 mld zł, jednak dzięki dynamicznemu wzrostowi nominalnego PKB relacja długu do PKB spadła do 43,2%.

Wykres 5.2 Dług publiczny w Polsce według głównych kategorii, 2019-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

Podobną tendencję zaobserwowano w przypadku państwowego długu publicznego. W 2019 roku wynosił on 990,9 mld zł (43,2% PKB), a w 2020 roku wzrósł do 1.111,8 mld zł, osiągając 47,5% PKB. W 2021 roku PDP wyniósł 1.148,6 mld zł, a relacja do PKB spadła do 43,7%, poziomu istotnie niższego niż konstytucyjny próg 60%. Należy podkreślić, że cały wzrost zadłużenia w 2020 roku był efektem działań interwencyjnych i miał charakter jednorazowy, co odróżnia go od długookresowych trendów fiskalnych.

Kwota obliczana na podstawie art. 38a pkt 3 ustawy o finansach publicznych, będąca podstawą oceny stabilizującej reguły wydatkowej, wzrosła z 957,4 mld zł w 2019 roku (41,8% PKB) do 1.034,0 mld zł w 2020 roku (44,2% PKB). W 2021 roku wyniosła 1.053,2 mld zł, a jej relacja do PKB obniżyła się do 40,0%. Wskaźnik ten w całym okresie pozostawał poniżej progów ostrożnościowych zarówno ustawowych (55%), jak

176:5494104264

i wynikających z SRW (48%), co świadczy o formalnej stabilności fiskalnej państwa pomimo nadzwyczajnych warunków gospodarczych.

Najbardziej znaczący wzrost odnotowano w przypadku długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, który w 2019 roku wynosił 1.045,6 mld zł (45,6% PKB), a w 2020 roku wzrósł do 1.336,6 mld zł, czyli 57,1% PKB. Wzrost ten odzwierciedlał przede wszystkim finansowanie pandemicznych działań antykryzysowych poza budżetem państwa, w tym zadłużenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (99,4 mld zł) oraz emisję obligacji PFR w ramach tarcz finansowych (65,4 mld zł). W 2021 roku dług EDP wzrósł do 1.410,5 mld zł, lecz dzięki odbudowie gospodarczej relacja do PKB spadła do 53,6%. Należy podkreślić, że nawet w okresie najbardziej intensywnych działań fiskalnych relacja długu EDP do PKB nie przekroczyła unijnego progu 60%, a więc Polska zachowała zgodność z kryteriami fiskalnymi UE.

W celu ukazania strukturalnych różnic między państwowym długiem publicznym, a długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych warto wskazać, które elementy, zwłaszcza związane z przeciwdziałaniem skutkom pandemii COVID-19, odpowiadały za największą część wzrostu zadłużenia sektora general government. W latach 2020-2021 kluczowe znaczenie miały dwa składniki: zadłużenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz zobowiązania wynikające z finansowania tarczy finansowej Polskiego Funduszu Rozwoju. W 2020 roku zwiększyły one dług EDP łącznie o ok. 165 mld zł, natomiast w 2021 roku o ok. 213 mld zł (tabela 5.10). Tym samym to właśnie instrumenty pozabudżetowe, formalnie niewidoczne w państwowym długu publicznym, odpowiadały za największą część pandemicznego wzrostu zadłużenia.

Tabela 5.10 Składniki różnicy między państwowym długiem publicznym, a długiem EDP w Polsce, 2019-2021 (mln zł)

Pozycja	2019	2020	2021
Państwowy dług publiczny	**990.948**	**1.111.806**	**1.148.573**
Zadłużenie Funduszu Przeciwdziałania COVID-19	0	99.449	138.827
Tarcza finansowa PFR	0	65.400	73.900
Pozostałe elementy zwiększające EDP (nie covidowe)	56.122	60.178	50.165
Dostosowanie z zakresu tytułów dłużnych	-1.424	-275	-971
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (EDP)	**1.045.646**	**1.336.558**	**1.410.494**

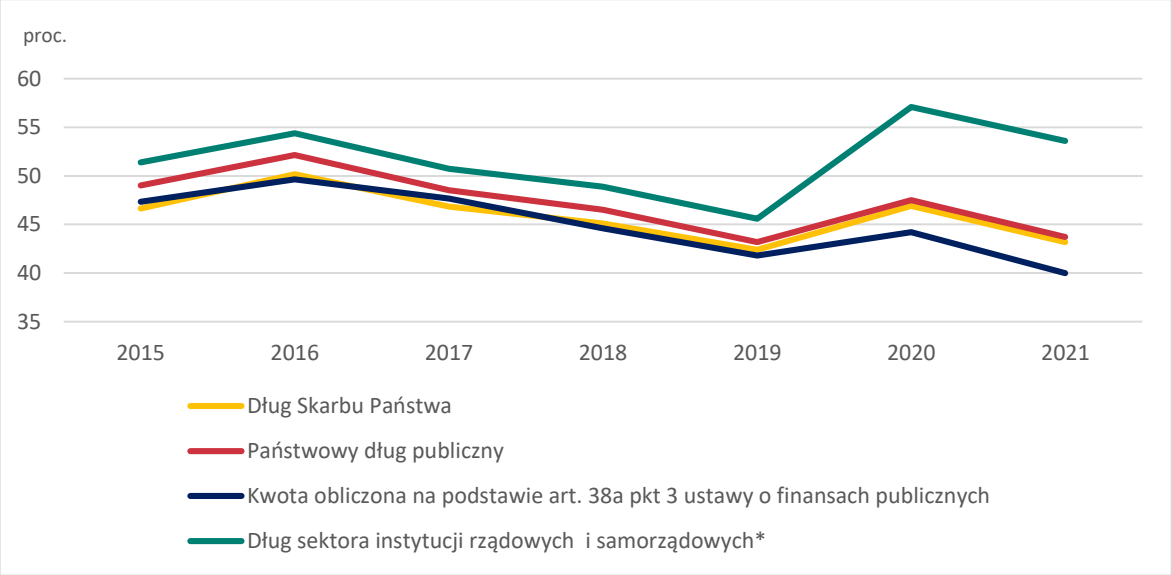
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

Analizując szerszy kontekst zadłużenia publicznego, warto wyjść poza ramy lat 2019-2021 i spojrzeć na relację długu do PKB w dłuższym horyzoncie (wykres 5.3). W perspektywie lat 2015-2021 widoczna staje się zarówno trwałość wcześniejszego trendu

177:3257971677

spadkowego, jak i skala odwrócenia tego trendu w wyniku pandemii COVID-19. W latach 2015-2021 wszystkie cztery kategorie zadłużenia sektora publicznego wykazywały zbliżone kierunki zmian, jednak o różnej skali. W okresie 2015-2019 obserwowano stopniowy spadek relacji długu do PKB, wynikający z dobrej koniunktury gospodarczej i rosnącej nominalnej wartości PKB. Dopiero pandemia COVID-19 w 2020 roku przyniosła gwałtowne odwrócenie tej tendencji. Wszystkie wskaźniki długu wyraźnie wzrosły, jednak najbardziej zwiększył się dług EDP, jako jedyny obejmujący pełny zakres pozabudżetowych działań antykryzysowych, który osiągnął 57,1% PKB. W 2021 roku wraz z odbudową gospodarki relacje długu do PKB zaczęły ponownie spadać, choć pozostały wyraźnie wyższe niż w latach przed pandemią.

Wykres 5.3 Dług publiczny w relacji do PKB w Polsce, 2015-2021 (% PKB)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MF, https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe

Podsumowanie

Dynamika zadłużenia publicznego w latach pandemii była w decydującej mierze kształtowana przez skalę i konstrukcję działań państwa ukierunkowanych na łagodzenie skutków kryzysu. Struktura i poziom długu pokazują wyraźnie, że w warunkach nadzwyczajnych państwo pełni funkcję głównego stabilizatora gospodarki, wykorzystując zarówno tradycyjne instrumenty budżetowe, jak i szeroki wachlarz narzędzi pozabudżetowych. Właśnie ta druga grupa, obejmująca przede wszystkim Fundusz Przeciwdziałania COVID-19 oraz tarcze finansowe PFR, miała największy wpływ na wzrost zadłużenia, ponieważ zgodnie z metodologią ESA 2010 była w całości ujmowana w długu

178:9146825925

EDP, mimo że formalnie nie powiększała państwowego długu publicznego. Mechanizm ten pozwolił na szybkie zwiększenie zdolności interwencyjnej państwa, przy jednoczesnym utrzymaniu relatywnie stabilnej relacji długu do PKB. Dlatego to właśnie dług sektora instytucji rządowych i samorządowych stanowi najbardziej adekwatną miarę rzeczywistych obciążeń fiskalnych związanych z działaniami antykryzysowymi i pozwala na pełniejszą ocenę wpływu polityki publicznej na finanse państwa w okresie pandemii.

179:1097322540

Rozdział 6. Polska na tle państw Unii Europejskiej

Dotychczasowa część pracy koncentrowała się na analizie uwarunkowań makroekonomicznych oraz reakcji polityki fiskalnej i monetarnej na pandemię COVID-19 w Polsce. Aby właściwie ocenić skalę, charakter i skuteczność tych działań, konieczne jest ich odniesienie do doświadczeń innych państw Unii Europejskiej. Porównanie to pozwala bowiem określić, w jakim stopniu polska odpowiedź na bezprecedensowy szok pandemiczny była elementem szerszego, wspólnego europejskiego schematu stabilizacji gospodarczej, a w jakich obszarach wynikała ze specyfiki krajowej i odmiennych uwarunkowań instytucjonalnych.

Zestawienie Polski z państwami UE ma również istotne znaczenie analityczne ze względu na wspólne ramy instytucjonalne funkcjonowania gospodarek, w tym jednolity rynek, wspólne regulacje fiskalne oraz, w części państw, wspólną politykę pieniężną. Dzięki temu możliwe jest porównanie działań podejmowanych w warunkach podobnych ograniczeń zewnętrznych, przy jednoczesnym zróżnicowaniu poziomu rozwoju gospodarczego, struktury gospodarki oraz zakresu autonomii polityki pieniężnej. Taka perspektywa umożliwia pełniejszą ocenę roli państwa w procesie stabilizacji gospodarczej oraz identyfikację czynników, które sprzyjały bądź ograniczały skuteczność interwencji w Polsce.

Dla zapewnienia porównywalności analiz zastosowano jednolitą logikę badawczą opartą na stałym zestawie wskaźników makroekonomicznych i fiskalnych. Odnoszą się one do tego samego horyzontu czasowego. Ocena reakcji polityki monetarnej i fiskalnej została przeprowadzona w oparciu o porównanie dynamiki podstawowych zmiennych, takich jak tempo wzrostu produktu krajowego brutto, poziom i struktura inflacji, sytuacja na rynku pracy, skala interwencji fiskalnej, zmiany deficytu i długu publicznego oraz kierunki działań banków centralnych w latach 2020-2021. Zastosowanie tego samego zestawu kategorii analitycznych wobec Polski i państw Unii Europejskiej pozwala na zachowanie spójności porównawczej oraz ograniczenie ryzyka arbitralnej selekcji danych.

Państwa Unii Europejskiej zostały przyjęte jako punkt odniesienia nie wyłącznie z uwagi na formalną integrację gospodarczą, lecz przede wszystkim ze względu na zbliżone ramy instytucjonalne prowadzenia polityki publicznej, wspólne reguły fiskalne obowiązujące przed pandemią oraz porównywalny charakter szoku epidemiologicznego w początkowej fazie kryzysu. Jednocześnie zróżnicowanie poziomu rozwoju gospodarczego, struktury gospodarki, dostępu do instrumentów polityki pieniężnej oraz zakresu przestrzeni fiskalnej

180:2079152542

umożliwia uchwycenie różnic w bilansie kosztów i korzyści wynikających z przyjętych strategii stabilizacyjnych. Takie ujęcie pozwala traktować doświadczenia państw UE jako funkcjonalne tło porównawcze, a nie jako bezpośredni wzorzec normatywny dla oceny działań podejmowanych w Polsce.

6.1 Skala i przebieg szoku pandemicznego w krajach UE

Pandemia COVID-19 wywołała w 2020 roku najgłębszy kryzys gospodarczy w Unii Europejskiej od II wojny światowej. Wprowadzone ograniczenia mobilności, przerwane łańcuchy dostaw i spadek aktywności w sektorach usług doprowadziły do gwałtownego załamania koniunktury, którego skala była jednak wyraźnie zróżnicowana między państwami członkowskimi. Zróżnicowanie to wynikało zarówno z odmiennych struktur gospodarczych, jak i z różnic w intensywności restrykcji sanitarnych oraz momentu ich wprowadzania. Polska, podobnie jak część gospodarek Europy Środkowo-Wschodniej, weszła w okres pandemii z wysoką dynamiką wzrostu, niskim bezrobociem oraz stabilną sytuacją fiskalną, co zwiększyło jej odporność na początkowy szok. Analiza poszczególnych komponentów PKB, handlu zagranicznego i rynku pracy pozwala ocenić skalę recesji oraz identyfikować czynniki odróżniające Polskę od średniej unijnej.

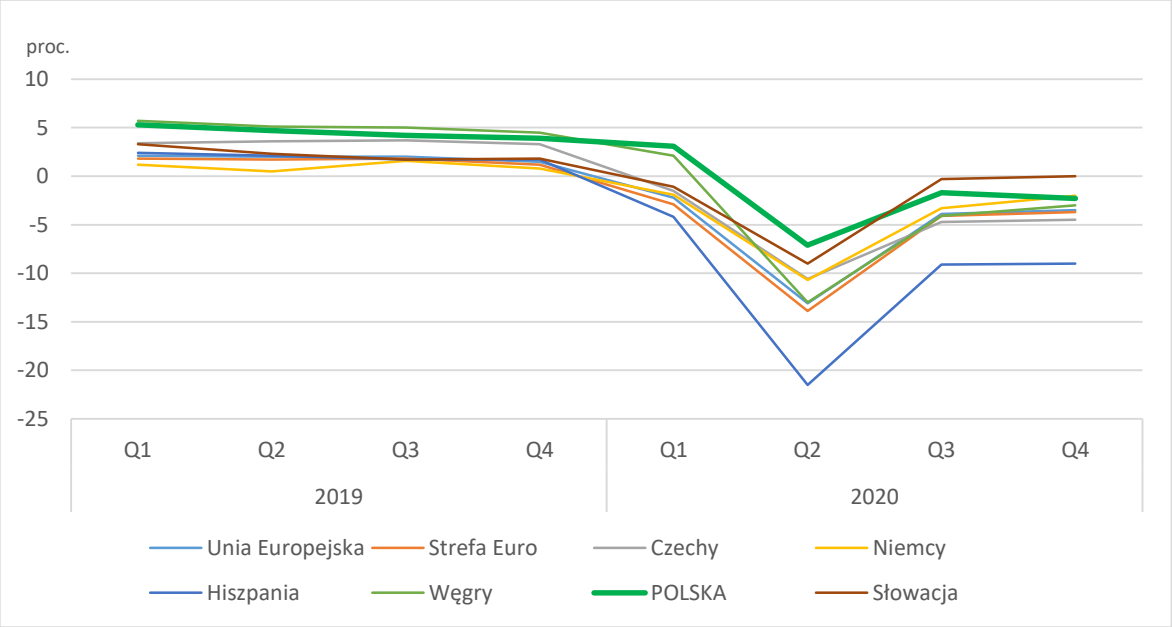
6.1.1 Szok gospodarczy w 2020 roku

PKB

Dane kwartalne Eurostatu wskazują, że Polska weszła w pandemię z jedną z najwyższych dynamik PKB w UE (wykres 6.1). W 2019 roku realne tempo wzrostu przekraczało 4,5% r/r, podczas gdy średnia unijna wynosiła około 2%, a w Niemczech jedynie 1%. W pierwszym kwartale 2020 roku Polska utrzymała jeszcze dodatni wzrost (3,1% r/r), podczas gdy w UE gospodarka kurczyła się już o 2,2%. Najgłębsze załamanie nastąpiło w drugim kwartale 2020 roku. PKB w UE spadł o 13,1%, w strefie euro o 13,9%, a w Polsce o 7,1%, co oznacza jeden z najpłytszych spadków w Unii. Relatywnie łagodny przebieg recesji wynikał m.in. z mniejszej roli turystyki, szybszej adaptacji firm do nowych warunków oraz ograniczonego zakresu restrykcji w pierwszej fali pandemii. W drugiej połowie roku w Polsce tempo odbudowy było szybsze niż w większości państw UE, co odzwierciedla płytsze spadki PKB w III i IV kwartale.

181:8331079589

Wykres 6.1 Dynamika realnego PKB (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020

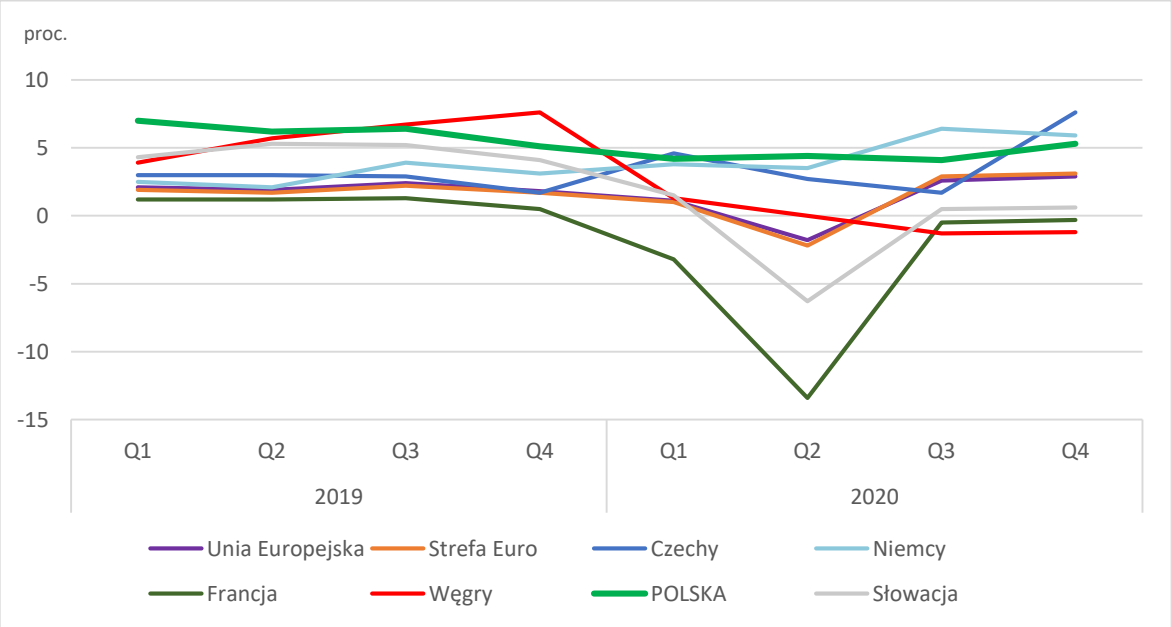


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18044002/

Wydatki rządowe

Wydatki publiczne pełniły w 2020 roku funkcję kluczowego stabilizatora koniunktury. W drugim kwartale 2020 roku konsumpcja publiczna w UE obniżyła się o 1,8% r/r, podczas gdy w Polsce wzrosła o 4,4% (wykres 6.2).

Wykres 6.2 Dynamika wydatków rządowych (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18057189/

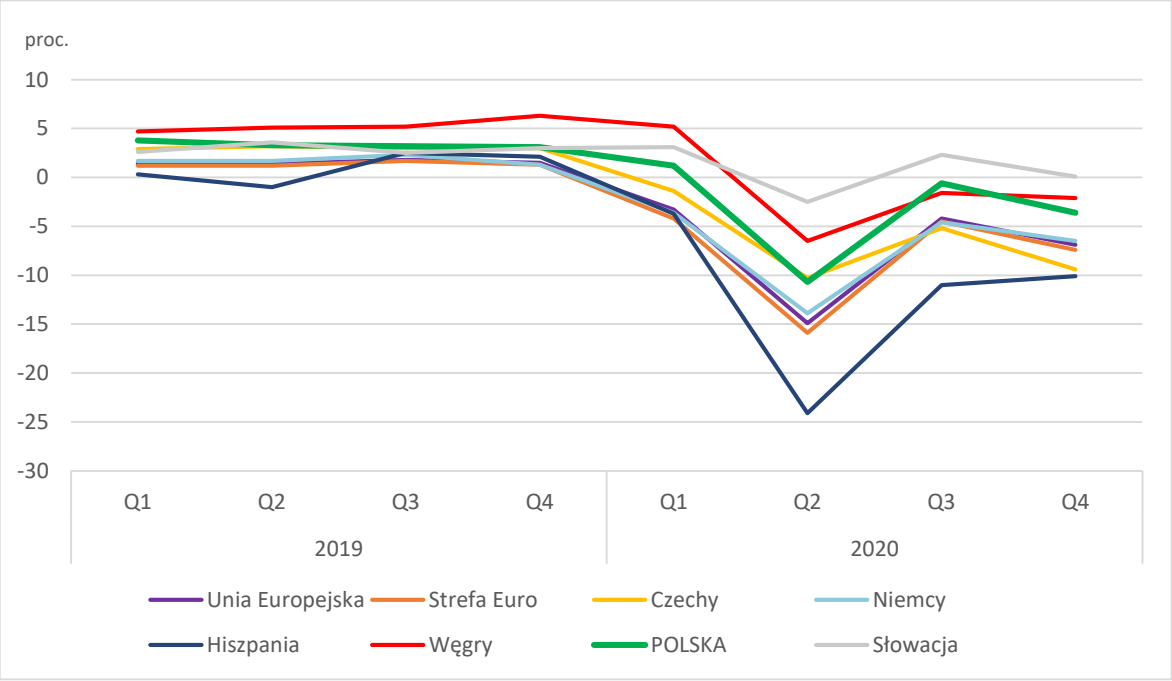
182:1120808971

Wyraźne zwiększenie wydatków rządowych odzwierciedlało wprowadzane programy antykryzysowe, które, w odróżnieniu od wielu państw UE, realizowane były szybko i w znacznym stopniu poza sektorem finansów publicznych w ujęciu ESA. Silny spadek wydatków rządowych we Francji i Słowacji podkreśla z kolei, że strukturalne różnice w sposobie finansowania polityki publicznej wpłynęły na jej czasową dynamikę.

Konsumpcja prywatna

Najbardziej wrażliwym komponentem PKB okazała się konsumpcja gospodarstw domowych (wykres 6.3). W drugim kwartale 2020 roku spadła ona o 14,9% w UE i 15,9% w strefie euro. W Polsce spadek był płytszy (-10,7%), lecz zdecydowanie głębszy niż w państwach regionu, na Słowacji wyniósł -2,5%, a na Węgrzech -6,5%. Najsilniejszy spadek obserwowano w Hiszpanii (-24,1%), co ilustruje, jak silnie lockdowny uderzyły w gospodarki o dużym znaczeniu turystyki i usług. Dane te potwierdzają, że mniejsza zależność Polski od sektorów dotkniętych restrykcjami zmniejszyła skalę spadku popytu konsumpcyjnego.

Wykres 6.3 Dynamika konsumpcji gospodarstw domowych (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



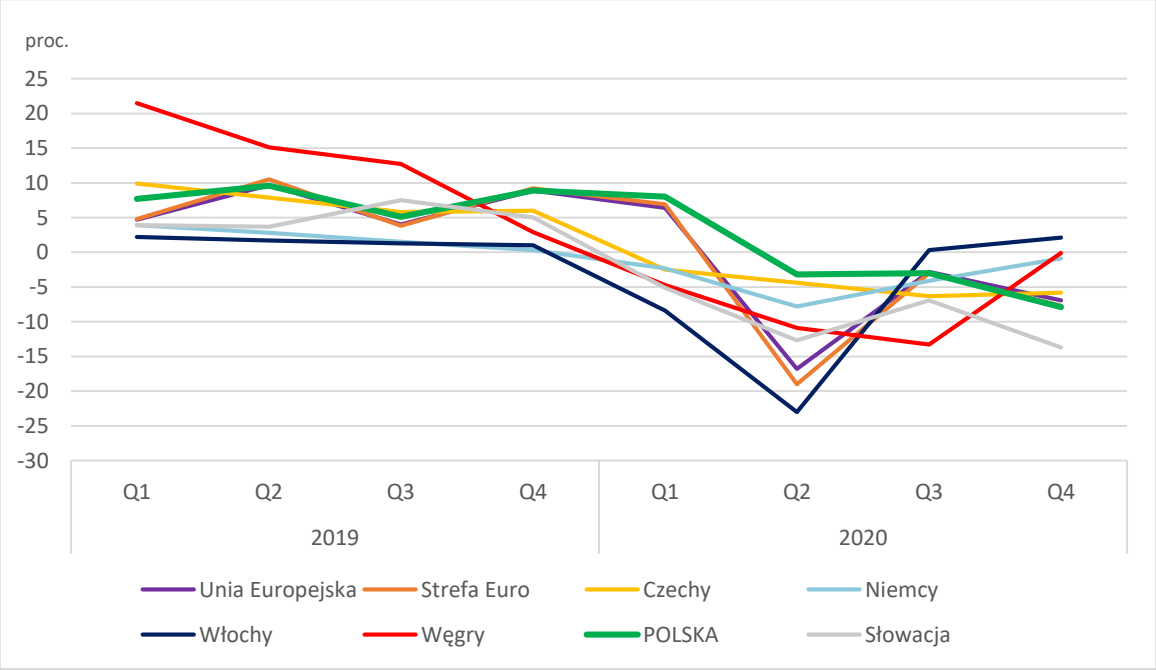
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18057189/

183:3981944895

Inwestycje

Nakłady brutto na środki trwałe również znacząco ucierpiały (wykres 6.4). W drugim kwartale 2020 roku inwestycje spadły w UE o 16,8%, a w strefie euro o 19%. W Polsce spadek był wyraźnie łagodniejszy (-3,2%), co mogło wskazywać na względnie silną pozycję finansową firm oraz na mniejszą skalę zamrożenia działalności w sektorach kapitałochłonnych. W końcowej części 2020 roku wiele państw odnotowało dynamiczne odbicie inwestycji, podczas gdy w Polsce proces ten przebiegał wolniej, co może odzwierciedlać ostrożność przedsiębiorstw oraz ograniczoną przewidywalność dalszego przebiegu pandemii.

Wykres 6.4 Dynamika nakładów brutto na środki trwałe (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18057189/

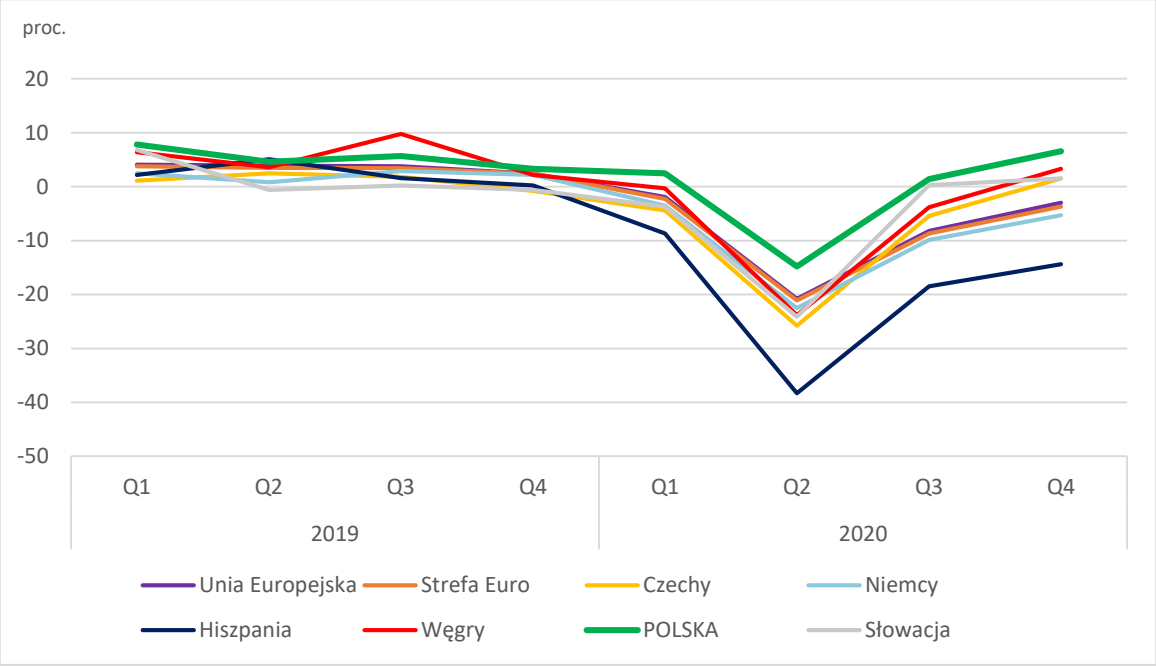
Handel zagraniczny

Załamanie handlu było jednym z najbardziej charakterystycznych skutków globalnych restrykcji. Eksport UE spadł w drugim kwartale o 20,8%, a import o 20,0% (wykresy 6.5 i 6.6). W Polsce spadki te były płytsze (eksport -14,8%, import -17,8%). Na koniec roku Polska odnotowała dodatnią dynamikę zarówno eksportu, jak i importu, co wyróżniało ją na tle większości państw UE. Stosunkowo szybki powrót polskiego eksportu do wzrostów

184:9293465541

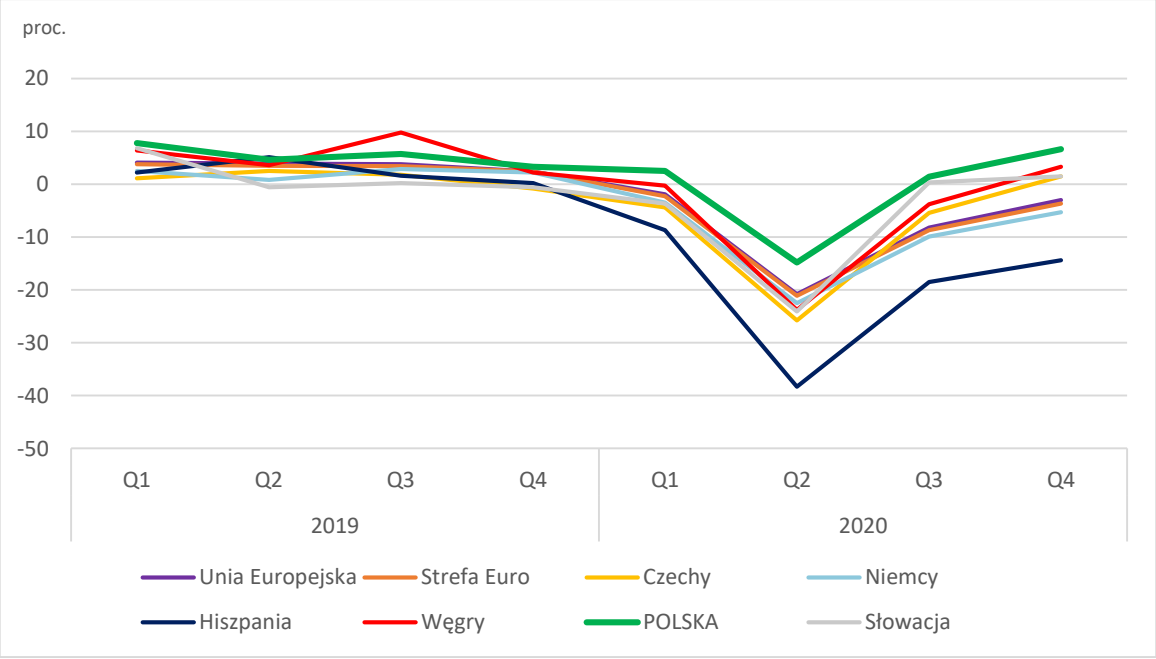
wiąże się m.in. z silną pozycją krajowego przemysłu, który okazał się jednym z głównych beneficjentów odbudowy handlu wewnątrzunijnego.

Wykres 6.5 Dynamika eksportu towarów i usług (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18057189/

Wykres 6.6 Dynamika importu towarów i usług (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



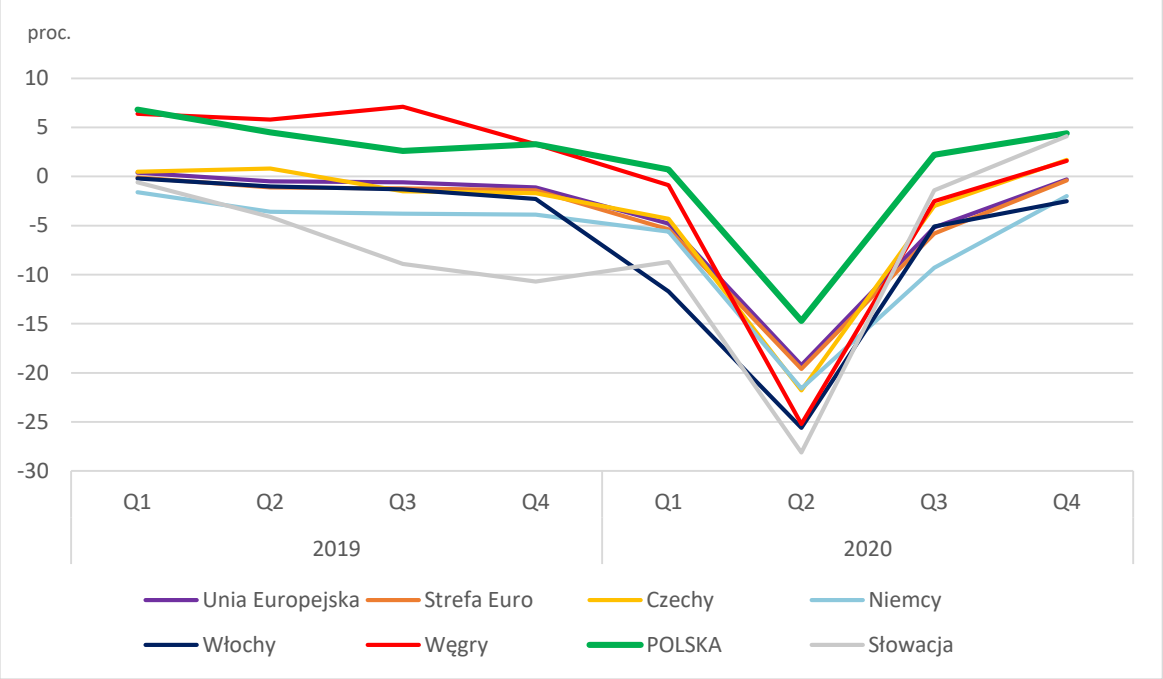
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp__custom_18057189/

185:1136421768

Produkcja przemysłowa

Ważnym miernikiem skali szoku wywołanego lockdownami była produkcja przemysłowa. W drugim kwartale 2020 roku spadła w UE o 19,2%, a w strefie euro o 19,6% (wykres 6.7). W Polsce spadek była płytszy (-14,7%), a odbudowa szybsza niż w większości państw europejskich. Już w trzecim kwartale produkcja wzrosła o 2,2%, osiągając 4,4% w czwartym kwartale. Wyraźne kontrasty widoczne w regionie (np. Czechy -21,8%, Słowacja -28,1%) wskazują, że gospodarki silnie zależne od m.in. przemysłu motoryzacyjnego były bardziej podatne na zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw. Struktura polskiego przemysłu, w większym stopniu oparta na sektorach mniej wrażliwych na globalne przestoje, zwiększyła odporność na szok.

Wykres 6.7 Dynamika produkcji przemysłowej (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sts_inpr_q__custom_17985617/

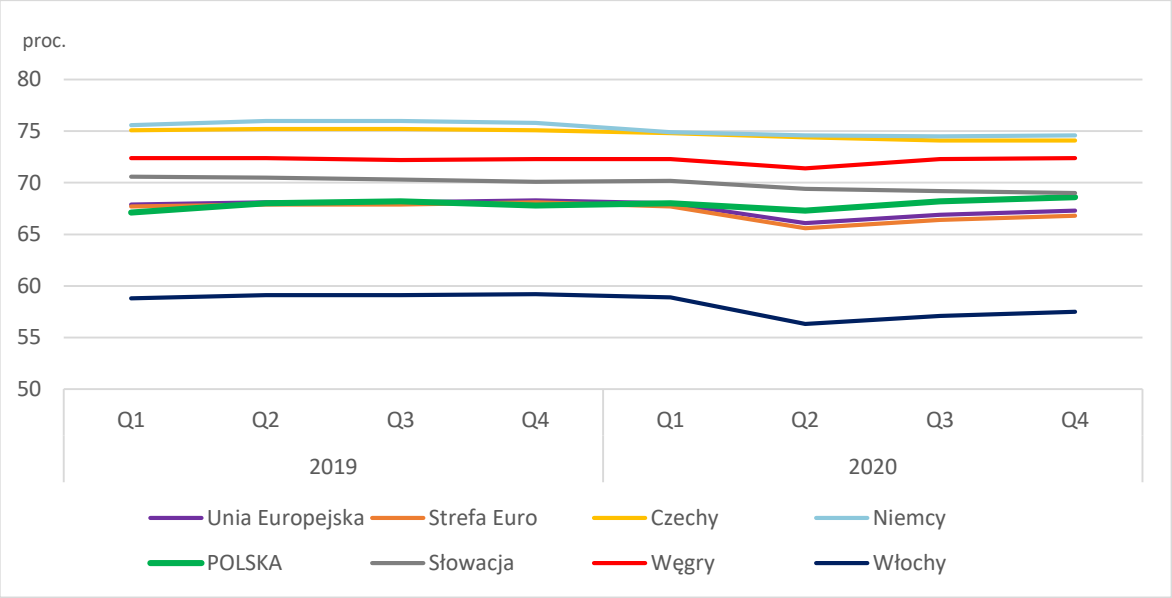
Rynek pracy

Zatrudnienie w UE spadło wyraźnie w drugim kwartale 2020 roku, o prawie 2 pkt proc., podczas gdy w Polsce obniżyło się zaledwie o 0,9 pkt proc. (wykres 6.8). Bezrobocie wzrosło jedynie o 0,2 pkt proc. w pierwszym półroczu roku do poziomu 3,2%, podczas gdy w UE przekroczyło 7,9% (wykres 6.9). Szczególnie silnie wzrosło ono w Hiszpanii, co podkreśla znaczenie struktury gospodarki i udziału sektorów dotkniętych lockdownami. Stabilność polskiego rynku pracy była w dużej mierze efektem wprowadzonych tarcz

186:8539259956

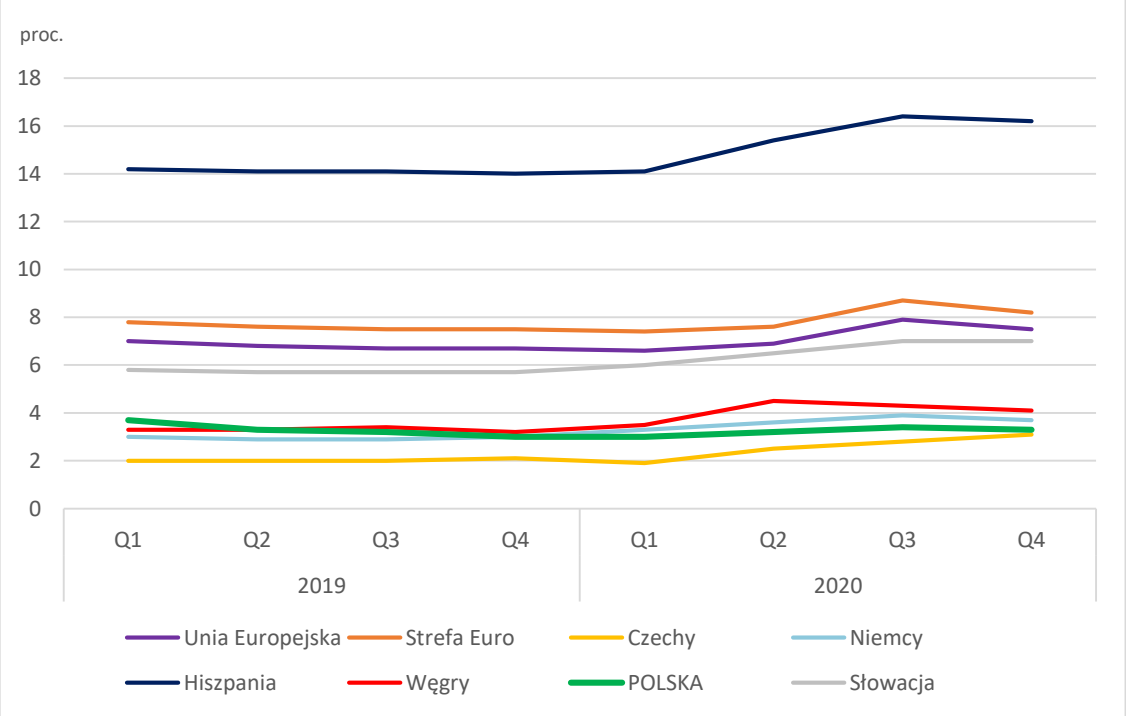
antykryzysowych, które subsydiowały wynagrodzenia i chroniły zatrudnienie. Polska weszła także w pandemię z historycznie niskim bezrobociem, co dodatkowo złagodziło skutki kryzysu.

Wykres 6.8 Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 lat w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (% populacji)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/lfsi_emp_q__custom_17896949/

Wykres 6.9 Stopa bezrobocia ogółem w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (% siły roboczej)



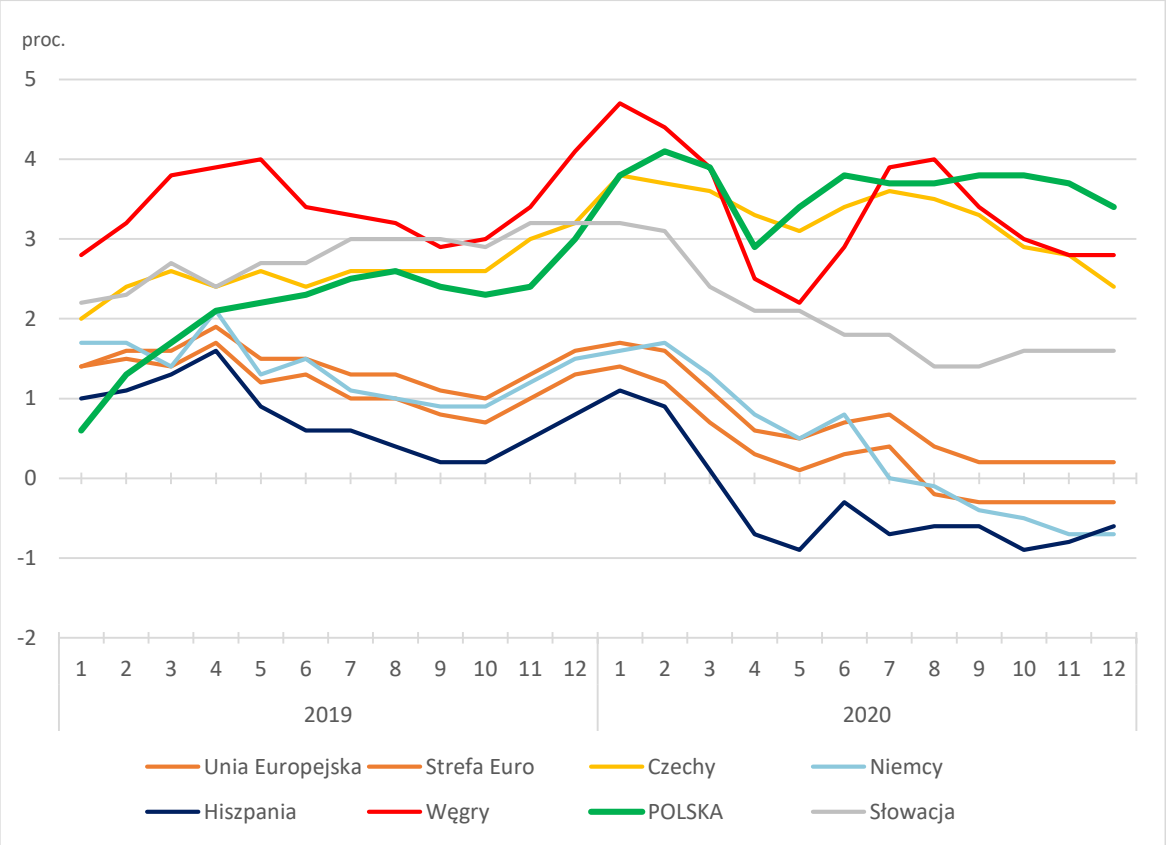
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_q__custom_17896698/

187:3856871573

Inflacja i ceny

W odróżnieniu od większości państw UE, które doświadczyły spadku inflacji do poziomów bliskich zera, Polska utrzymywała w 2020 roku relatywnie wysoką dynamikę cen (wykres 6.10). Czechy i Węgry również notowały stosunkowo wysokie odczyty, co pokazuje, że w regionie Europy Środkowo-Wschodniej presja cenowa była trwalsza niż w rdzeniu UE. Inflacja HICP w Polsce przekraczała 3%, a inflacja bazowa pozostawała najwyższa w UE (wykres 6.11), co wskazuje na trwałość presji cenowej i ograniczoną przestrzeń dla ekspansji monetarnej. Jednocześnie spadek cen producentów (PPI) był w Polsce płytszy niż w Niemczech i krajach regionu (wykres 6.12), co sugeruje, że zmniejszenie presji kosztowej nie przełożyło się w pełni na ceny konsumpcyjne.

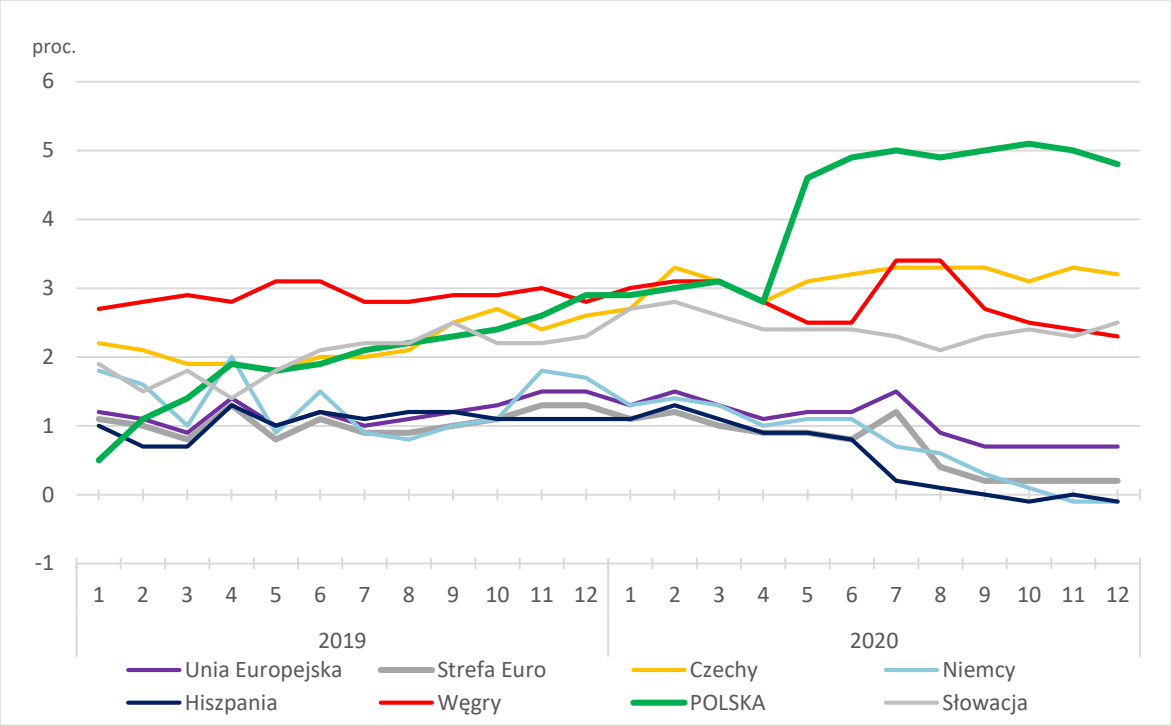
Wykres 6.10 Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_manr__custom_17896797/

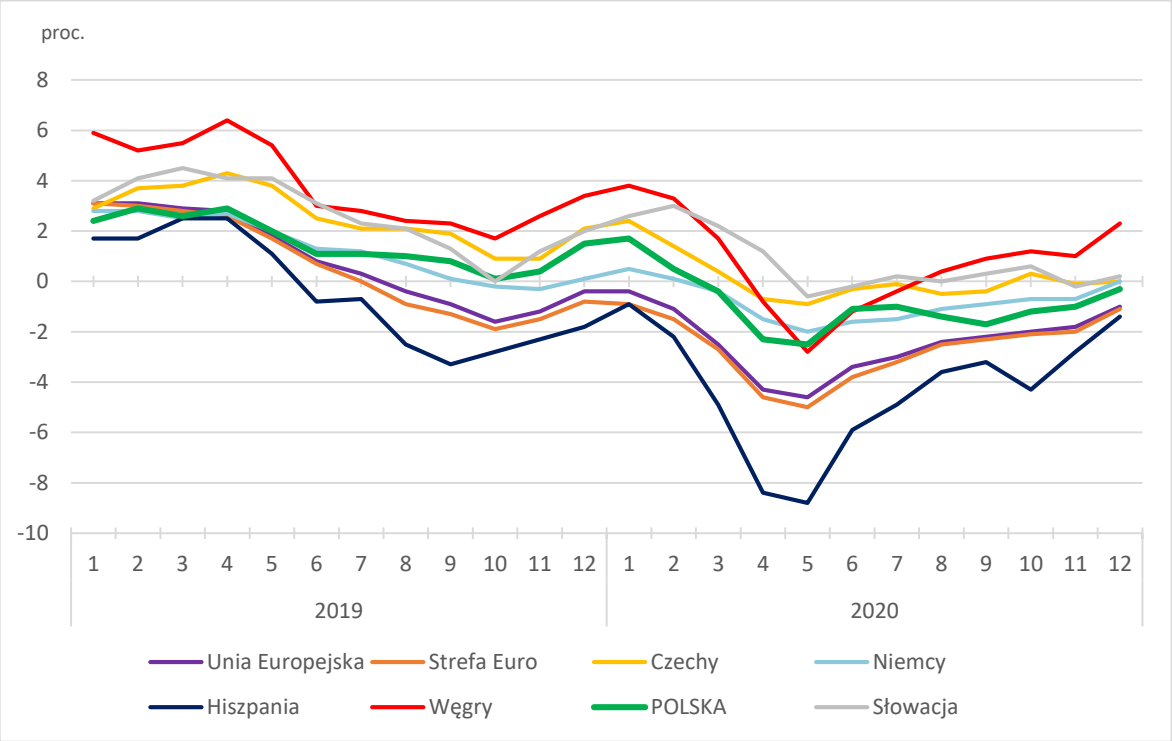
188:1035363233

Wykres 6.11 Inflacja bazowa HICP (bez energii i żywności) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_manr__custom_17975831/

Wykres 6.12 Ceny producentów (PPI, rynek krajowy) (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, (r/r)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/sts_inppd_m__custom_17985224/

Zróżnicowana skala i struktura szoku pandemicznego między państwami UE wyznaczyła ramy późniejszych działań stabilizacyjnych. W Polsce płytsza recesja, szybsze odrabianie strat w przemyśle oraz łagodny wzrost bezrobocia oznaczały, że potrzeby interwencji fiskalnej i monetarnej były inne niż w krajach dotkniętych głębszym załamaniem koniunktury. Stabilniejszy rynek pracy zmniejszał ryzyko trwałej utraty zatrudnienia i ograniczał skalę koniecznych transferów socjalnych, a odporność eksportu i przemysłu wspierała odbudowę aktywności bez potrzeby długotrwałych bodźców popytowych.

Jednocześnie utrzymująca się w Polsce presja inflacyjna odróżniała ją od większości państw UE, które doświadczały niskiej inflacji lub deflacji. Oznaczało to, że krajowa polityka pieniężna działała w bardziej wymagającym otoczeniu, w którym luzowanie mogło być postrzegane jako ograniczone przez ryzyko nasilenia presji cenowej. Odmienna była zatem zarówno skala obniżek stóp procentowych, jak i rola niestandardowych instrumentów, które w części gospodarek UE mogły być stosowane bardziej agresywnie.

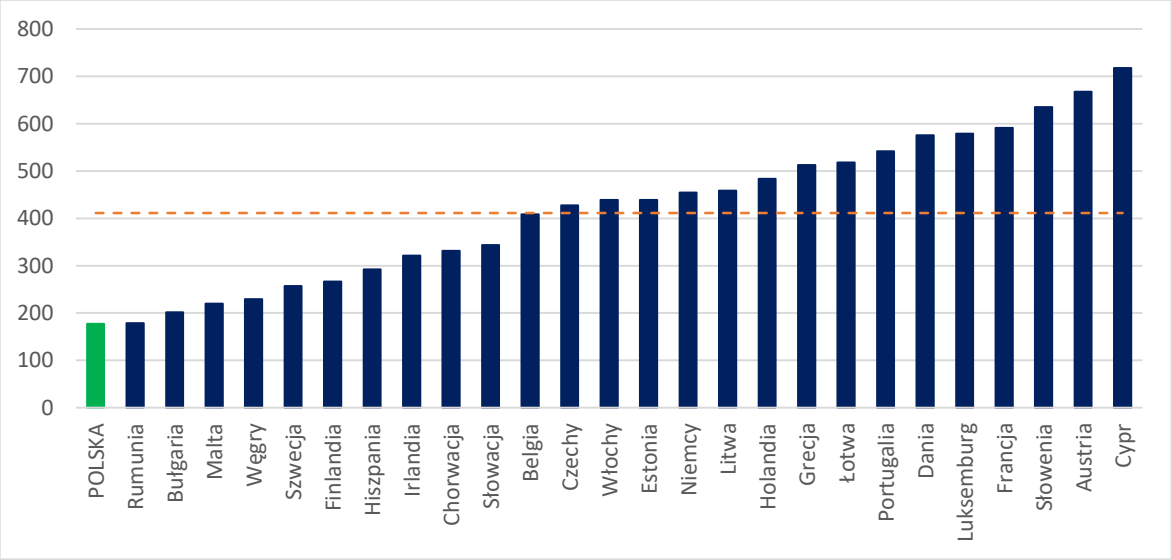
Zróżnicowanie tempa odbudowy gospodarczej w państwach UE wynikało w dużej mierze z odmiennych reakcji poszczególnych komponentów PKB, w szczególności inwestycji i konsumpcji. Kraje, w których spadki miały głębszy i bardziej strukturalny charakter, zmuszone były do dłuższego utrzymywania wsparcia fiskalnego. W Polsce relatywnie szybsze odbicie aktywności gospodarczej umożliwiło bardziej elastyczne dostosowanie polityki fiskalnej w kolejnych latach.

6.1.2 Uwarunkowania epidemiologiczne

Według danych Światowej Organizacji Zdrowia (WHO), na dzień 30 czerwca 2023 roku na świecie odnotowano około 767 mln potwierdzonych przypadków zakażenia wirusem SARS-CoV-2, z czego blisko 24% przypadło na państwa Unii Europejskiej. Wykres 6.13 przedstawia liczbę potwierdzonych przypadków COVID-19 w przeliczeniu na tysiąc mieszkańców w poszczególnych krajach UE. Polska, z wynikiem 177 przypadków na 1000 mieszkańców, odnotowała najniższy wskaźnik w całej Unii, wyraźnie odbiegający od średniej unijnej wynoszącej 412 przypadków. Najwyższe wskaźniki zakażeń zanotowano na Cyprze, w Austrii oraz w Słowenii, gdzie liczba potwierdzonych przypadków przekraczała 600 na 1000 mieszkańców, a więc istotnie przewyższała średnią dla UE. W ujęciu bezwzględnym największą liczbę potwierdzonych przypadków COVID-19 (stan na 30.06.2023 r.) odnotowano we Francji (ok. 39 mln), w Niemczech (ok. 38,5 mln) oraz we Włoszech (ok. 26 mln), co było konsekwencją zarówno wielkości populacji, jak i skali testowania oraz raportowania.

190:1181929594

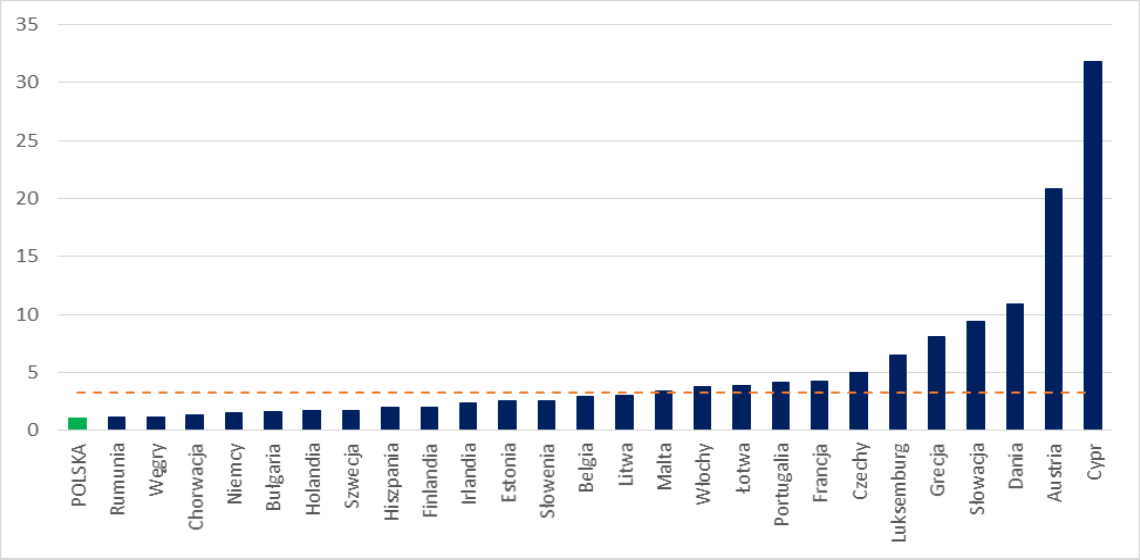
Wykres 6.13 Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 na 1 tys. mieszkańców w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WHO, https://data.who.int/dashboards/covid19/data

Należy podkreślić, że liczba potwierdzonych przypadków zakażeń pozostaje silnie uzależniona od intensywności testowania. Wykres 6.14 prezentuje skumulowaną liczbę wykonanych testów na jednego mieszkańca w państwach UE. Dane wskazują, że najwyższy poziom testowania osiągnęły Cypr, Austria oraz Dania, gdzie liczba testów przekraczała 10 na jednego mieszkańca. Polska wyróżniała się najniższą intensywnością testowania w całej Unii, osiągając poziom zaledwie około jednego testu na mieszkańca. Podobnie niskie wskaźniki obserwowano w Rumunii oraz na Węgrzech.

Wykres 6.14 Liczba przeprowadzonych testów COVID-19 na 1 mieszkańca w krajach Unii Europejskiej (stan na 16.06.2022)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WHO, https://data.who.int/dashboards/covid19/data

191:5161175100

Dla porównania średnia unijna wynosiła około 3,3 testu na mieszkańca. Tak znaczne różnice w intensywności testowania istotnie ograniczają porównywalność danych dotyczących liczby zakażeń pomiędzy krajami i sugerują, że niski odsetek potwierdzonych przypadków w Polsce może w istotnym stopniu odzwierciedlać niedoszacowanie faktycznej skali transmisji wirusa.

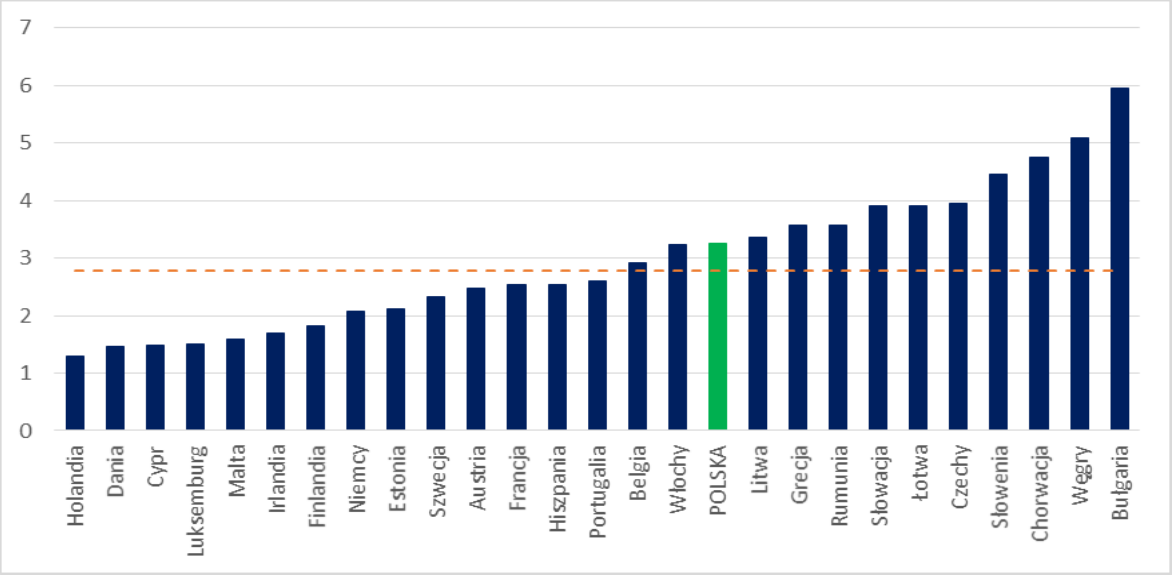
Znaczenie strategii testowania dla przebiegu pandemii oraz jej skutków gospodarczych podkreślają m.in. Eichenbaum i współautorzy[261], którzy przeprowadzili analizuję wpływu testów i kwarantanny w warunkach niepewności co do stanu zdrowia jednostek. Autorzy wskazują, że same testy, jeśli nie są powiązane z odpowiednimi mechanizmami izolacji, mogą paradoksalnie prowadzić do pogorszenia sytuacji epidemicznej, gdyż osoby z pozytywnym wynikiem testu, czując się bezpieczniej, ograniczają zachowania ostrożności. Z kolei strategia łącząca testowanie z izolacją zakażonych, określana jako „inteligentne powstrzymywanie" (ang. *smart containment*), pozwala ograniczyć transmisję wirusa przy relatywnie mniejszych kosztach ekonomicznych. Takie podejście zmniejsza konflikt pomiędzy ochroną zdrowia publicznego, a utrzymaniem aktywności gospodarczej, co ma szczególne znaczenie w warunkach czasowej odporności po przechorowaniu. W ujęciu makroekonomicznym wydatki na testowanie i skuteczne systemy izolacji mogą przyczyniać się do ograniczenia skali recesji, m.in. poprzez łagodzenie spadków konsumpcji i stabilizację rynku pracy.

Wykres 6.15 przedstawia śmiertelność z powodu COVID-19 w przeliczeniu na tysiąc mieszkańców w państwach UE (stan na 30.06.2023 r.). Średnia unijna wynosiła 2,8 zgonu na 1000 mieszkańców. Polska, z wartością około 3 zgonów na 1000 mieszkańców, plasowała się powyżej średniej UE, zajmując miejsce w górnej części rankingu. Najwyższe wskaźniki śmiertelności odnotowano w Bułgarii, na Węgrzech oraz w Chorwacji, natomiast najniższe w krajach takich jak Holandia, Dania czy Cypr. Relatywnie wysoka śmiertelność w Polsce, mimo niskiej liczby potwierdzonych zakażeń, wskazuje na znaczną skalę nieujawnionej transmisji wirusa oraz ograniczenia systemu ochrony zdrowia w okresach największego obciążenia.

[261] M. Eichenbaum, S. Rebelo, M. Trabandt, *The macroeconomics of testing and quarantining*, NBER Working Papers 27104, National Bureau of Economic Research, Inc., 2020.

192:1079730713

Wykres 6.15 Śmiertelność z powodu COVID-19 na 1 tys. mieszkańców w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023)

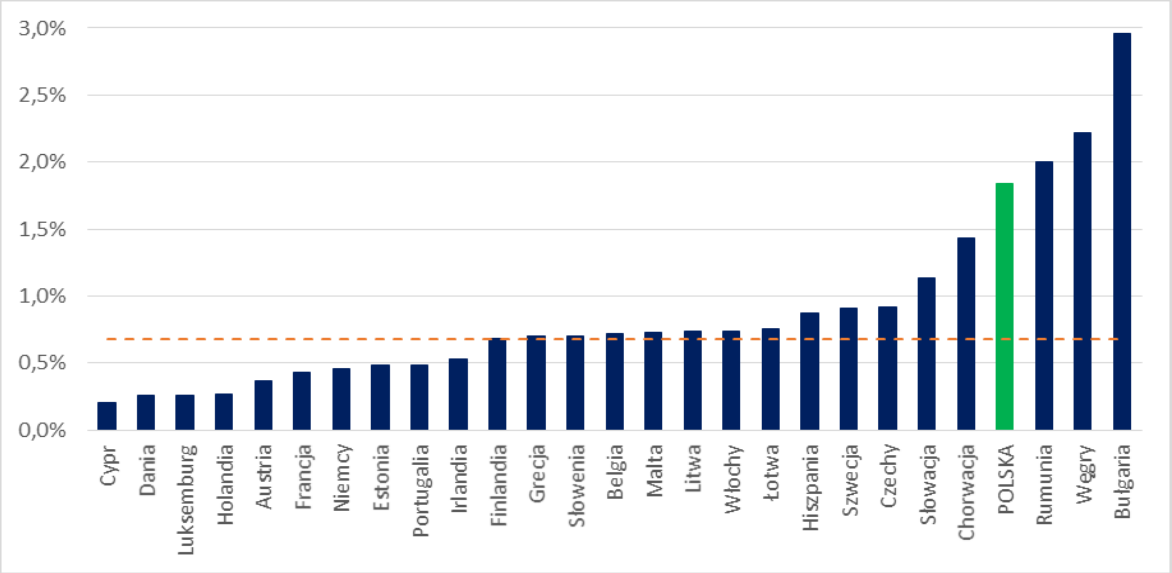


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WHO, https://data.who.int/dashboards/covid19/data

Uzupełnieniem tej analizy jest wskaźnik CFR (ang. *case fatality rate*), obrazujący odsetek zgonów wśród osób zakażonych COVID-19 (wykres 6.16). Polska, z wynikiem 1,8%, znalazła się wśród krajów o najwyższym CFR w UE, znacznie powyżej średniej unijnej wynoszącej około 0,7%. Wyższe wartości odnotowano jedynie w Bułgarii, na Węgrzech oraz w Rumunii, gdzie CFR przekraczał 2%. Z kolei najniższe wskaźniki, poniżej 0,3%, występowały w krajach charakteryzujących się wysoką intensywnością testowania i dobrze rozwiniętymi systemami opieki zdrowotnej, takich jak Cypr, Dania czy Luksemburg. Wysoki poziom CFR w Polsce należy interpretować ostrożnie, gdyż jest on pochodną zarówno niedostatecznego testowania (zawyżającego mianownik), jak i ograniczonej dostępności świadczeń zdrowotnych w okresach szczytowych fal pandemii.

193:1188402920

Wykres 6.16 Śmiertelność wśród chorych na COVID-19 w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych WHO, https://data.who.int/dashboards/covid19/data

Dane epidemiologiczne ukazują zróżnicowanie przebiegu pandemii COVID-19 w państwach Unii Europejskiej, wynikające z odmiennych strategii testowania, różnic w wydolności systemów ochrony zdrowia oraz sposobów zarządzania kryzysem. Polska wyróżnia się najniższą liczbą potwierdzonych zakażeń w przeliczeniu na mieszkańca, co w świetle bardzo niskiej intensywności testowania należy interpretować raczej jako istotne niedoszacowanie faktycznej skali transmisji wirusa. Jednocześnie relatywnie wysoka śmiertelność, zarówno w ujęciu bezwzględnym, jak i poprzez wskaźnik CFR, wskazuje na znaczące obciążenie systemu zdrowia w okresach kulminacji pandemii. Uwarunkowania te miały istotne znaczenie nie tylko dla zdrowia publicznego, lecz również dla gospodarki, wpływając na skalę i czas trwania restrykcji oraz na koszty ekonomiczne ponoszone przez państwo i sektor prywatny.

6.1.3 Konsekwencje szoku pandemicznego dla polityki gospodarczej

Zróżnicowanie skali i przebiegu szoku pandemicznego pomiędzy państwami Unii Europejskiej miało bezpośrednie przełożenie na charakter i intensywność prowadzonej polityki. Głębokość recesji, tempo załamania aktywności oraz struktura sektorowa gospodarek determinowały wielkość interwencji stabilizacyjnych, ich czas trwania oraz zakres instrumentów. W rezultacie reakcje fiskalne i monetarne w państwach UE przyjęły w wysokim stopniu charakter asymetryczny, odzwierciedlając różnice w uwarunkowaniach krajowych.

194:6658316442

W gospodarkach dotkniętych głębokim i długotrwałym spadkiem aktywności, szczególnie tam, gdzie pandemia uderzyła w sektory usługowe i turystyczne, konieczne było wdrożenie szeroko zakrojonych działań osłonowych o charakterze popytowym i dochodowym. W krajach o relatywnie płytszej recesji oraz większej odporności sektora przemysłowego zakres interwencji mógł być bardziej selektywny i skoncentrowany na utrzymaniu płynności przedsiębiorstw oraz stabilizacji rynku pracy. Do tej grupy należała Polska, gdzie płytszy spadek PKB oraz relatywnie szybkie odbicie produkcji przemysłowej ograniczały potrzebę długotrwałych, masowych transferów dochodowych, sprzyjając zastosowaniu instrumentów o charakterze ukierunkowanym. Oznaczało to różnice w konstrukcji pakietów fiskalnych oraz w tempie ich wygaszania wraz z poprawą koniunktury.

Ważnym czynnikiem różnicującym reakcje państw UE były również uwarunkowania epidemiologiczne. Kraje charakteryzujące się wysoką intensywnością testowania i skuteczną kontrolą transmisji wirusa mogły szybciej znosić restrykcje, co ograniczało skalę strat gospodarczych i skracało okres koniecznego wsparcia. Z kolei państwa, w których rzeczywista skala zakażeń była trudniejsza do oszacowania, a system ochrony zdrowia podlegał silnym przeciążeniom, zmuszone były do dłuższego utrzymywania ograniczeń oraz rozbudowanych instrumentów osłonowych. W przypadku Polski relatywnie niski poziom testowania oraz wysoka śmiertelność sugerowały, że presja epidemiologiczna mogła być większa, niż wynikało to z oficjalnych danych o liczbie zakażeń, co sprzyjało utrzymywaniu działań osłonowych mimo stosunkowo łagodniejszego spadku aktywności gospodarczej. W takich warunkach polityka gospodarcza pełniła nie tylko funkcję stabilizacyjną, lecz także kompensacyjną, łagodząc skutki przedłużającej się niepewności.

Różnice w przebiegu pandemii niosły za sobą konsekwencje także dla polityki pieniężnej. W większości państw UE szok pandemiczny miał charakter silnie deflacyjny, co umożliwiało agresywne luzowanie warunków monetarnych i stosowanie niestandardowych instrumentów bez istotnych obaw o wzrost presji cenowej. Polska należała do węższej grupy krajów, w których presja inflacyjna utrzymywała się na relatywnie podwyższonym poziomie także w okresie recesji, co ograniczało przestrzeń dla prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej. W takich warunkach działania banku centralnego musiały uwzględniać nie tylko potrzebę stabilizacji koniunktury, lecz również ryzyko utrwalenia presji cenowej, co prowadziło do odmiennych proporcji między obniżkami stóp procentowych a wykorzystaniem niestandardowych instrumentów polityki pieniężnej.

195:6509783352

W konsekwencji obserwowane różnice w skali szoku gospodarczego i epidemiologicznego stanowiły kluczowe tło dla działań stabilizacyjnych podejmowanych w latach 2020-2021. W przypadku Polski oznaczało to funkcjonowanie polityki fiskalnej i monetarnej w warunkach jednoczesnej relatywnej odporności realnej sfery gospodarki oraz podwyższonego ryzyka inflacyjnego, co odróżniało ją od większości państw UE. Zrozumienie tych uwarunkowań jest niezbędne dla właściwej oceny skuteczności krajowych działań stabilizacyjnych, które w kolejnych podrozdziałach zostaną poddane szczegółowej analizie w ujęciu porównawczym.

6.2 Reakcja polityki monetarnej w państwach UE w latach 2020-2021

Polityka monetarna w okresie pandemii COVID-19 przyczyniła się do stabilizacji gospodarek państw Unii Europejskiej, uzupełniając działania fiskalne i przeciwdziałając ryzyku destabilizacji rynków finansowych. Szok pandemiczny miał jednocześnie wymiar popytowy i podażowy: gwałtowne ograniczenie mobilności i aktywności usług obniżało popyt, a zakłócenia podaży oraz zerwane łańcuchy dostaw podnosiły koszty wytwarzania i zwiększały niepewność. W takich warunkach banki centralne stanęły przed koniecznością szybkiej reakcji, której podstawowym celem było utrzymanie płynności, stabilności systemu finansowego oraz drożności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W ujęciu porównawczym istotne znaczenie miały różnice instytucjonalne, Europejski Bank Centralny działał w ramach unii walutowej, podejmując działania obejmujące cały obszar strefy euro. Natomiast Narodowy Bank Polski prowadził autonomiczną politykę pieniężną w gospodarce o własnej walucie i odmiennym otoczeniu inflacyjnym.

6.2.1 Instrumenty i skala reakcji banków centralnych

Reakcja EBC w latach 2020-2021 opierała się na połączeniu utrzymania bardzo niskich stóp procentowych z szerokim wykorzystaniem instrumentów niekonwencjonalnych. Punktem wyjścia była kontynuacja programu skupu aktywów APP (*Asset Purchase Programme*), funkcjonującego jeszcze przed pandemią. W marcu 2020 roku EBC zwiększył tempo zakupów z 20 do 140 mld EUR oraz uruchomił nadzwyczajny program PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) o pierwotnej wartości 750 mld euro, później wielokrotnie rozszerzany, aż do łącznej wartości 1,85 bln euro. Istotne z perspektywy stabilności strefy euro było to, że PEPP umożliwiał elastyczne zakupy aktywów w czasie i pomiędzy jurysdykcjami. Pozwalało to ograniczać napięcia na rynkach długu poszczególnych państw i stabilizować warunki finansowania w skali całej unii walutowej,

196:1972791549

co stanowiło istotną zmianę w polityce EBC po doświadczeniach z kryzysu z 2012 roku[262]. Do końca 2021 roku w ramach APP skupiono aktywa o wartości ok. 3,1 bln euro, natomiast w ramach PEPP ok. 1,7 bln euro, głównie obligacji rządowych[263]. Skala zakupów w ramach APP i PEPP osiągnęła poziomy bezprecedensowe w historii EBC, wzmacniając kanał portfelowy i kanał oczekiwań oraz stabilizując krzywe dochodowości.

Drugim filarem reakcji EBC były operacje refinansujące i instrumenty płynnościowe skierowane do sektora bankowego, w szczególności ukierunkowane długoterminowe operacje refinansujące TLTRO III (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*). W warunkach gwałtownego wzrostu niepewności i ryzyka kredytowego instrument ten wspierał utrzymanie akcji kredytowej, gdyż zapewniał bankom dostęp do bardzo taniego finansowania pod warunkiem podtrzymania lub zwiększania podaży kredytu dla sektora prywatnego (z wyłączeniem części kredytów mieszkaniowych). W określonych warunkach oprocentowanie mogło zostać obniżone nawet do poziomu poniżej stopy depozytowej, co w praktyce oznaczało możliwość pozyskania środków przy koszcie ujemnym i stanowiło silny bodziec do utrzymywania podaży kredytu. Równolegle rozszerzono operacje LTRO (*Longer-Term Refinancing Operations*), których celem była stabilizacja rynku pieniężnego i ograniczenie ryzyka napięć płynnościowych w sektorze bankowym. W kwietniu 2020 roku uruchomiono także program PELTRO (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*), czyli nadzwyczajny pakiet operacji refinansujących o charakterze kryzysowym, stanowiący uzupełnienie istniejących instrumentów i zaprojektowany z myślą o utrzymaniu korzystnych warunków finansowania w okresie pandemii.

Trzecim wymiarem reakcji EBC były działania o charakterze międzynarodowym oraz nadzorczo-regulacyjnym, ukierunkowane na ograniczenie ryzyka napięć płynnościowych i wtórnej destabilizacji systemu finansowego. EBC reaktywował i rozszerzył sieć instrumentów zapewniających dostęp do płynności w euro (linie swapowe i operacje repo) z bankami centralnymi spoza strefy euro, w tym z Europy Środkowo-Wschodniej. Choć skala ich wykorzystania była ograniczona, sama dostępność tych mechanizmów działała stabilizująco, zmniejszając ryzyko, że przejściowe niedobory finansowania w euro przerodzą się w szersze zaburzenia rynkowe. Równolegle EBC uelastycznił warunki operacji refinansowych poprzez złagodzenie wymogów dotyczących zabezpieczeń oraz, jako organ nadzorczy, czasowo poluzował wybrane wymogi kapitałowe i płynnościowe

[262] P. De Grauwe, *Towards a New Euro Crisis?*, Intereconomics 57, 273-277, 2022, s. 275-276
[263] European Central Bank, *Pandemic Emergency Purchasing Programme (PEPP)*, 2022. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html

197:8591643860

wobec banków. Działania te zwiększały zdolność sektora bankowego do absorpcji strat i podtrzymania akcji kredytowej w warunkach kryzysu[264]. W literaturze podkreśla się ponadto, że tak szeroko zakrojona interwencja EBC mogła wzmacniać międzynarodową pozycję euro, akcentując rolę banku centralnego jako dostawcy płynności i „pożyczkodawcy ostatniej instancji" w wymiarze ponadnarodowym[265].

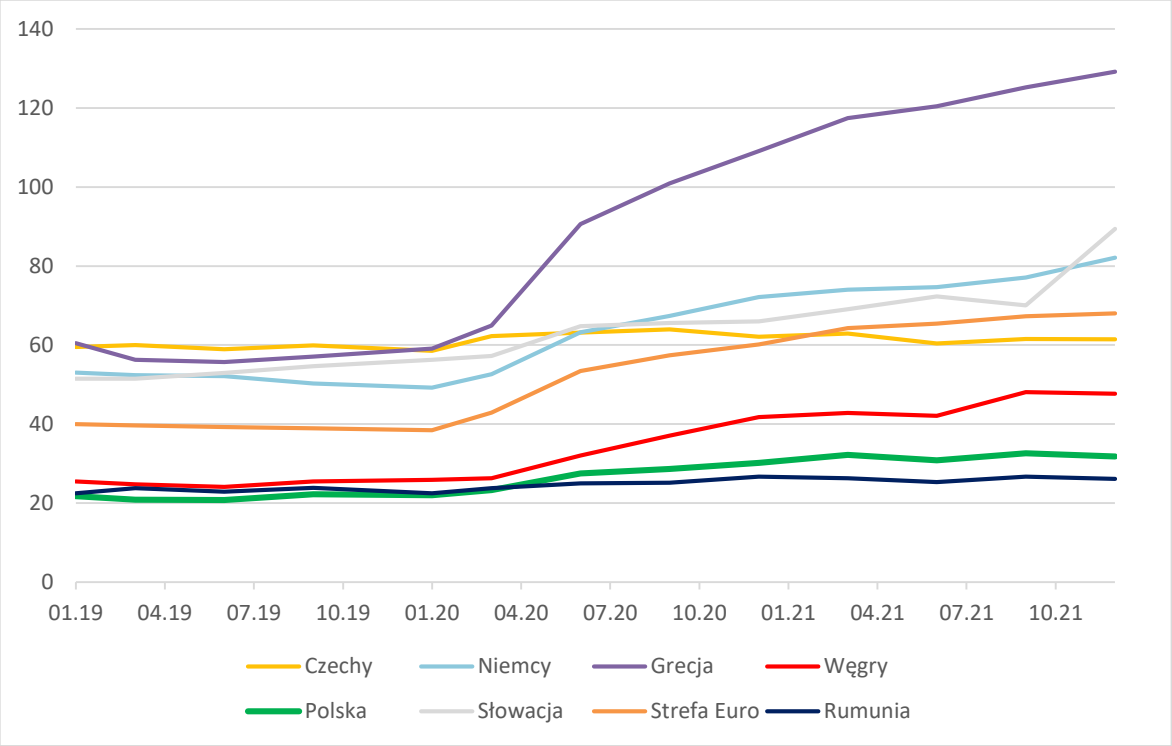
Na tle działań EBC reakcja Narodowego Banku Polskiego miała z natury bardziej krajowy charakter, co wynikało zarówno z roli instytucjonalnej, jak i z faktu, że złoty nie pełni funkcji waluty międzynarodowej porównywalnej z euro. Nie zmienia to jednak faktu, że w polskich warunkach zastosowany zestaw narzędzi był bezprecedensowy i obejmował, obok obniżek stóp procentowych, także operacje płynnościowe, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz program skupu obligacji skarbowych i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa na rynku wtórnym. Skup aktywów pełnił przy tym podwójną rolę, po pierwsze wspierał obniżenie kosztu finansowania w długim terminie, a po drugie stabilizował rynek długu i sprawiał, że obniżki stóp procentowych silniej przekładały się na rentowności długoterminowe, ograniczając ryzyko ich wzrostu w okresach nasilonej niepewności. W warunkach ograniczonej skuteczności tradycyjnych narzędzi, zwłaszcza przy bardzo niskich stopach procentowych, działania NBP odzwierciedlały rosnącą rolę instrumentów bilansowych i płynnościowych, podkreślaną w analizach dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej[266].

Empirycznym syntetycznym miernikiem skali luzowania ilościowego i działań płynnościowych jest zmiana sumy bilansowej banku centralnego w relacji do PKB. W Polsce suma bilansowa banku centralnego wzrosła w czasie pandemii z 22% PKB na początku 2020 roku do ok. 32% PKB pod koniec 2021 roku, co, mimo znacznego przyrostu, na tle wybranych państw Unii Europejskiej można uznać za relatywnie umiarkowaną ekspansję bilansową (Wykres 6.17).

[264] H. Herr, Z.M. Nettekoven, Macroeconomic effects of the Covid-19 Pandemic in Germany and the European Monetary Union and economic policy reactions, Working Paper, No. 185/2022, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2022, s. 25-26.
[265] Ch. Grynberg, M. Habib, *A EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro*, The international role of the euro, June 2021 - Special features, 2021.
[266] D. Clichici, *Unconventional Monetary Measures During the COVID-19 Pandemic: A Case Study for Central and Eastern European Countries*, Studia Universitatis Babeș-Bolyai Oeconomica, Sciendo, vol. 68(2), s. 17-33, 2023.

198:1020554560

Wykres 6.17 Suma bilansowa banku centralnego Polski i wybranych krajów UE, 2019-2021 (% PKB)



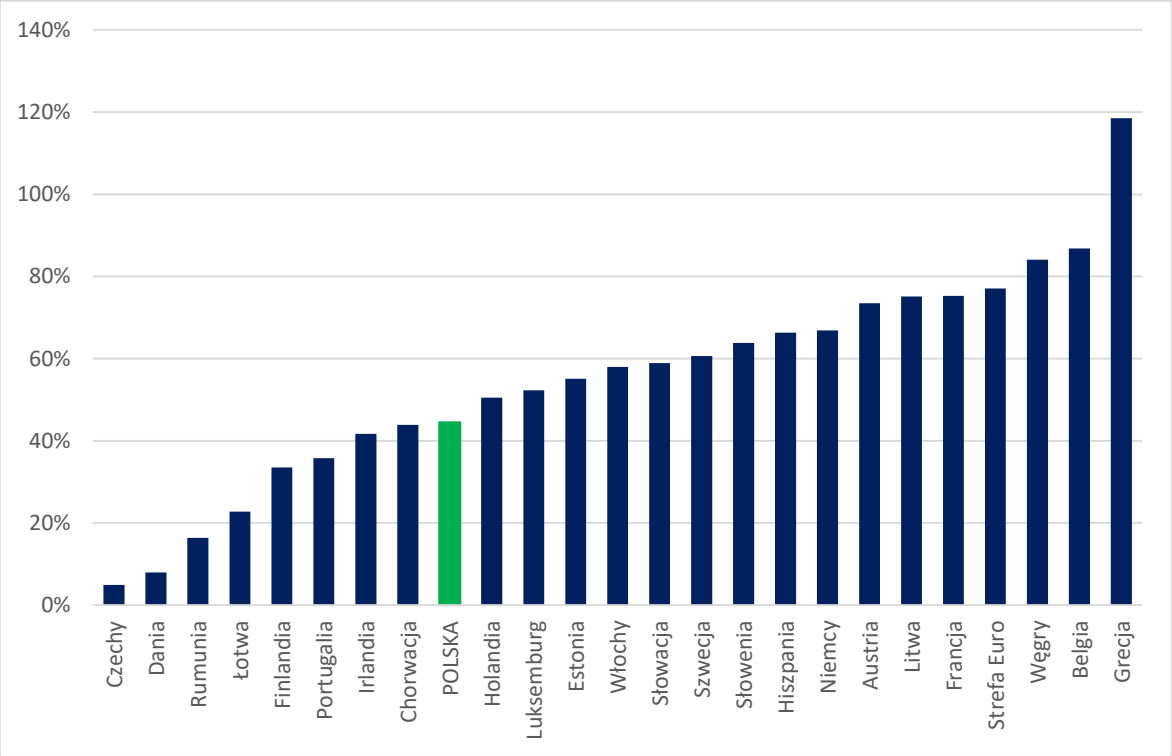
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BIS, https://data.bis.org/topics/CBTA/data

W ujęciu porównawczym skala ekspansji bilansowej była w strefie euro wyraźnie większa, a suma bilansowa Eurosystemu (EBC) wzrosła do ok. 68% PKB na koniec 2021 roku (o blisko 30 pkt proc.), co odzwierciedlało szerokie wykorzystanie programów skupu aktywów i operacji refinansujących, w tym programy APP/PEPP oraz specyfikę unii walutowej, w której stabilizacja warunków finansowych obejmuje równocześnie wiele jurysdykcji fiskalnych. W regionie Europy Środkowo-Wschodniej strategie były bardziej zróżnicowane, część banków centralnych zwiększała bilanse silniej (np. Węgry), podczas gdy w innych krajach skala ekspansji była ograniczona (np. Czechy), co wynikało z odmiennych punktów wyjścia i wcześniejszych działań, w tym interwencji walutowych. Szczególnym przypadkiem była Słowacja, gdzie wysoki wzrost relacji bilansu do PKB był konsekwencją przynależności do strefy euro i bezpośredniego oddziaływania polityki EBC. Różnice te dobrze uwidacznia porównanie procentowego wzrostu bilansów między początkiem 2020 roku, a końcem 2021 roku, gdzie Polska lokuje się w pobliżu środka rozkładu, powyżej krajów o bardzo ograniczonej ekspansji, lecz poniżej państw o najbardziej intensywnym wzroście bilansów (wykres 6.18). Można zatem stwierdzić, że NBP prowadził politykę ekspansywną i niekonwencjonalną w wymiarze krajowym, ale

199:7414132924

skala ekspansji bilansowej była bardziej umiarkowana niż w części gospodarek UE oraz w strefie euro, co należy interpretować w kontekście odmiennego otoczenia inflacyjnego i innych ograniczeń instytucjonalnych.

Wykres 6.18 Zmiana procentowa sumy bilansowej banków centralnych między początkiem 2020 roku, a końcem 2021 roku (%, relacja do PKB)



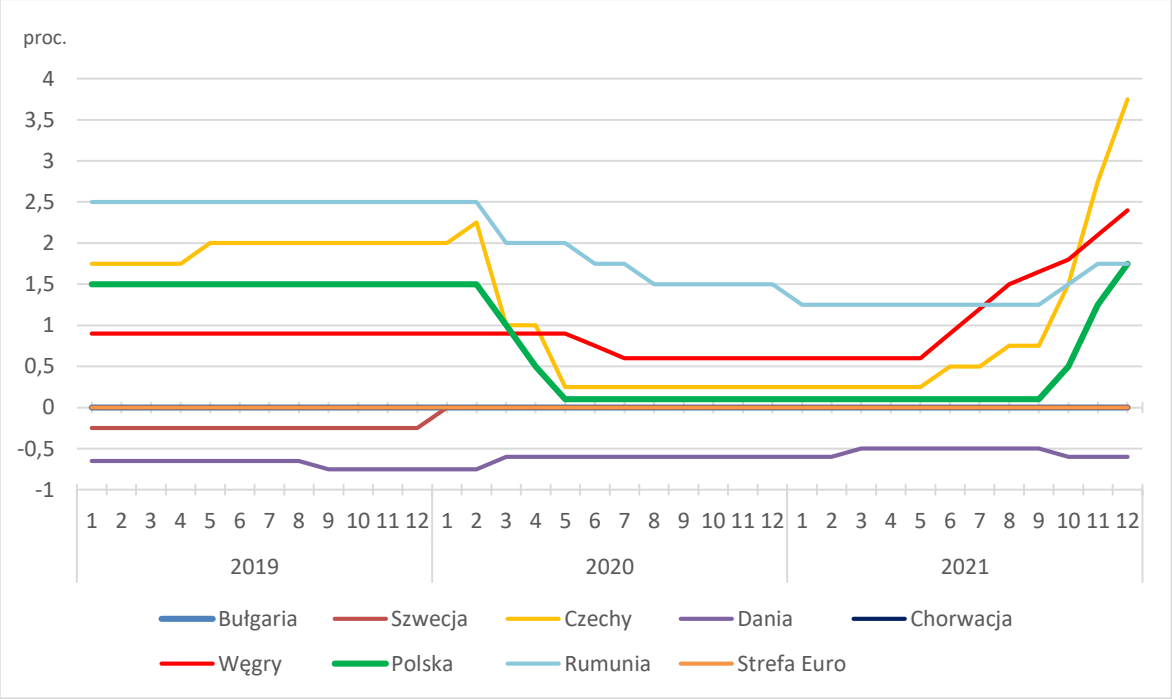
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BIS, https://data.bis.org/topics/CBTA/data

Z punktu widzenia tradycyjnych instrumentów polityki pieniężnej zasadniczą rolę odgrywały zmiany stóp procentowych, przy czym przestrzeń do luzowania była w UE silnie zróżnicowana. EBC kontynuował politykę zerowych stóp procentowych, prowadzoną od 2016 roku. Podobnie w Bułgarii stopy pozostawały na poziomie 0, a w Danii, już przed pandemią były ujemne (-0,65/-0,75), co oznaczało ograniczone pole do dalszych klasycznych obniżek i przesuwało ciężar reakcji na instrumenty niestandardowe oraz płynnościowe. W Polsce NBP obniżył stopę referencyjną w 2020 roku z 1,5 do 0,1 i utrzymywał ją na tym poziomie do jesieni 2021 roku, kiedy rozpoczął cykl podwyżek, podnosząc stopę do 0,5 w październiku, 1,25 w listopadzie i 1,75 w grudniu 2021 roku (wykres 6.19). Na tle regionu istotnym punktem odniesienia są Czechy, które weszły w pandemię ze stopą 2,0 i obniżyły ją do 0,25 już w pierwszej połowie 2020 roku, a następnie w 2021 roku przeszły do zdecydowanego zacieśnienia, kończąc rok na poziomie 3,75. Na

200:1155578147

Węgrzech początkowa reakcja była bardziej ostrożna, stopa pozostawała na poziomie 0,9, a dopiero później została obniżona i w 2021 roku podniesiona do poziomu 2,4. W Rumunii, przy wysokim punkcie startowym (2,5), obniżki w 2020 roku sprowadziły stopę do 1,5, a w 2021 roku rozpoczęto umiarkowane podwyżki do 1,75. Z kolei Szwecja weszła w okres pandemii z ujemną stopą (-0,25), ale już na przełomie 2019/2020 roku podniosła ją do 0 i utrzymywała stabilnie w latach 2020-2021.

Wykres 6.19 Nominalne stopy procentowe w Polsce, strefie euro i pozostałych krajach UE, 2019-2021 (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych BIS, https://data.bis.org/topics/CBPOL/data/

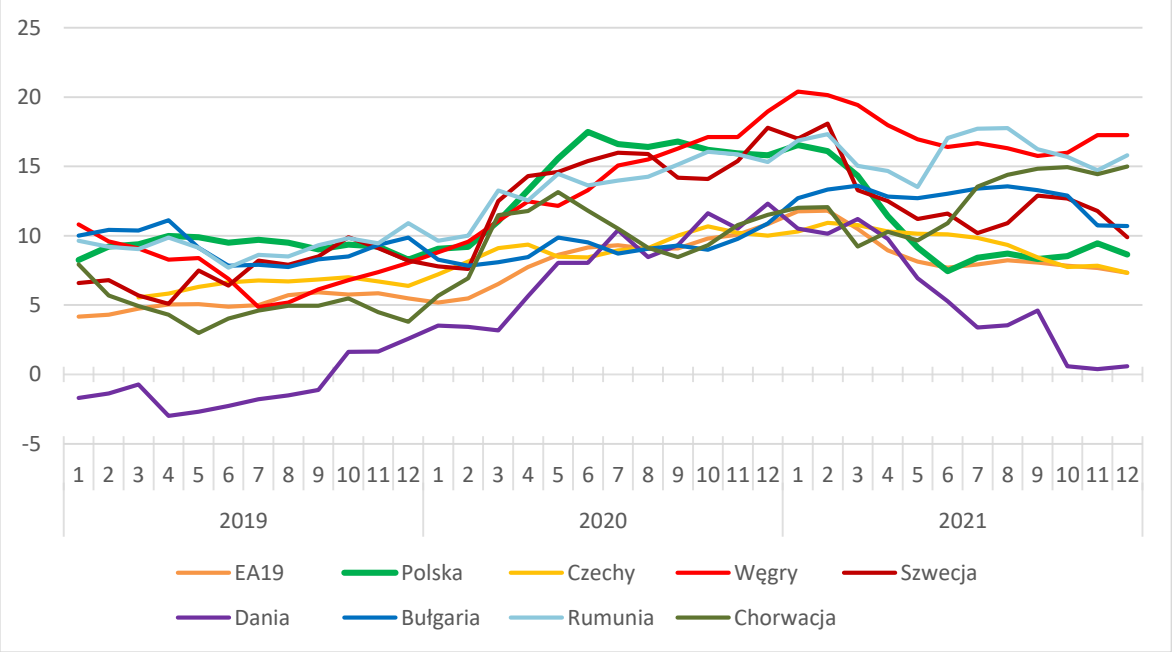
W sensie analitycznym dane te pokazują, że zróżnicowanie ścieżek stóp w UE wynikało nie tylko z odmiennych decyzji bieżących, lecz także z różnego „punktu startu". Część państw spoza strefy euro, które dysponowały dodatnimi stopami na początku 2020 roku (m.in. Polska, Czechy, Rumunia), mogła w pierwszej fazie pandemii zastosować klasyczne luzowanie, natomiast gospodarki funkcjonujące przy stopach zerowych lub ujemnych (strefa euro, Dania) w większym stopniu opierały reakcję na narzędziach niestandardowych. Jednocześnie warunki prowadzenia polityki pieniężnej w Polsce i w strefie euro były odmienne, w wielu krajach UE szok pandemiczny miał w 2020 roku silny komponent dezinflacyjny, co zwiększało przestrzeń dla luzowania, natomiast w Polsce presja inflacyjna utrzymywała się relatywnie wysoko już w trakcie recesji. W konsekwencji równowaga

201:5750290271

między stabilizacją koniunktury, a kontrolą inflacji była w Polsce trudniejsza do utrzymania, co sprzyjało wcześniejszej zmianie oczekiwań co do kierunku polityki pieniężnej w 2021 roku niż w strefie euro.

W sferze pieniężnej użytecznym wskaźnikiem jest dynamika agregatu M3, która odzwierciedla jednocześnie procesy kreacji pieniądza w sektorze bankowym oraz popyt na pieniądz w warunkach niepewności. W pierwszej fazie pandemii nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu M3 w całej UE, jednak jego skala była zróżnicowana (wykres 6.20).

Wykres 6.20 Dynamika podaży pieniądza M3 w Polsce, strefie euro i pozostałych krajach UE, 2019-2021 (r/r, %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FRED, https://fred.stlouisfed.org

W strefie euro dynamika M3 wzrosła z ok. 5-6% r/r pod koniec 2019 roku do ok. 9-11% w drugiej połowie 2020 roku, osiągając lokalne maksimum ok. 11,8% na początku 2021 roku, po czym stopniowo obniżała się do 7,3% w grudniu 2021 roku. W Polsce przyspieszenie było wyraźnie silniejsze. Dynamika M3 wzrosła z poziomów ok. 8-10% w 2019 roku do dwucyfrowych wartości wiosną 2020 roku, osiągając maksimum ok. 17,5% r/r w czerwcu 2020 roku. W 2021 roku nastąpiło jednak szybkie wyhamowanie, do ok. 7-9% w połowie roku i ok. 8,6% w grudniu, co zbliżało Polskę do ścieżki obserwowanej w strefie euro. Na tle regionu Polska plasowała się powyżej strefy euro w szczytowej fazie ekspansji, ale poniżej państw o bardziej trwałej, wysokiej dynamice podaży pieniądza, takich jak Węgry czy Rumunia. Taki profil wskazuje, że wzrost M3 w Polsce w 2020 roku

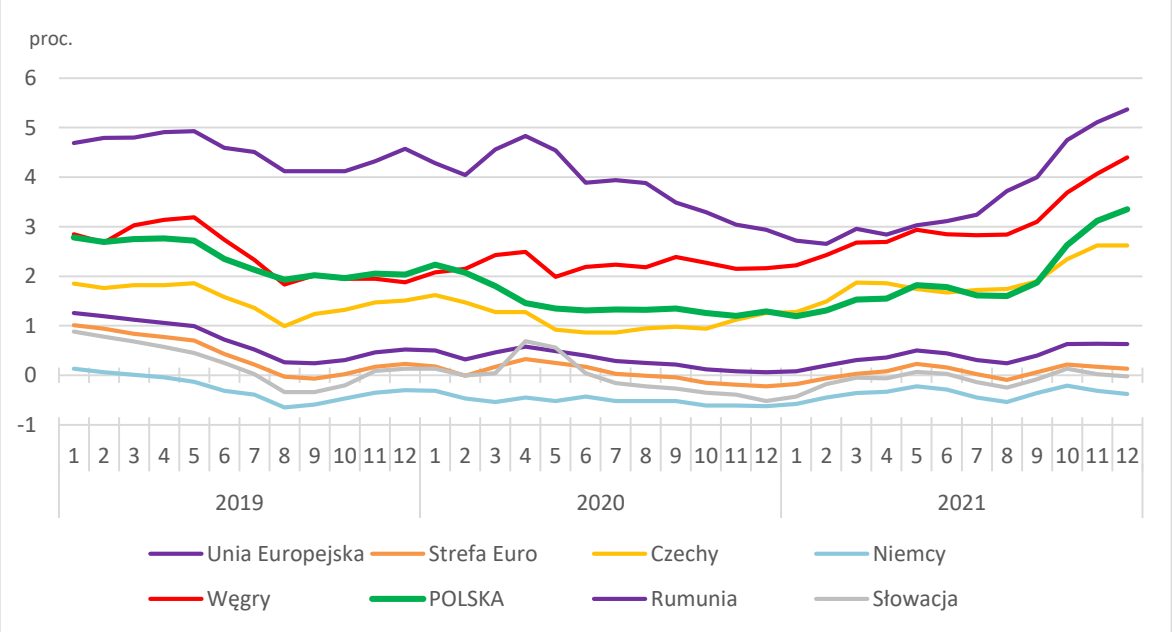
202:4419344423

był w dużej mierze efektem jednoczesnego wzrostu preferencji płynności oraz impulsów polityki pieniężnej i fiskalnej (m.in. wzrost depozytów i akumulacja środków na rachunkach), natomiast spowolnienie w 2021 roku sugeruje stopniową normalizację zachowań podmiotów i wygaszanie części czynników nadzwyczajnych, co ma znaczenie dla oceny siły i trwałości transmisji polityki pieniężnej w porównaniu z innymi państwami UE.

6.2.2 Transmisja i reakcja rynków finansowych

Jednym z głównych kanałów transmisji polityki pieniężnej jest rynek długu skarbowego, w szczególności rentowności obligacji długoterminowych, które oddziałują na koszt finansowania sektora publicznego i prywatnego. W latach 2019-2021 rentowności 10-letnich obligacji w UE wykazywały silne zróżnicowanie (wykres 6.21). W rdzeniu strefy euro, zwłaszcza w Niemczech, rentowności pozostawały na poziomach bardzo niskich lub ujemnych, co było konsekwencją zarówno popytu na aktywa bezpieczne, jak i długotrwałej polityki skupu aktywów prowadzonej przez EBC. W krajach spoza strefy euro, w tym w Polsce, Czechach, na Węgrzech czy w Rumunii, rentowności były wyraźnie wyższe, odzwierciedlając premię za ryzyko walutowe oraz odmienną ocenę ryzyka makroekonomicznego.

Wykres 6.21 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/irt_lt_mcby_m__custom_17930511/

203:5996984913

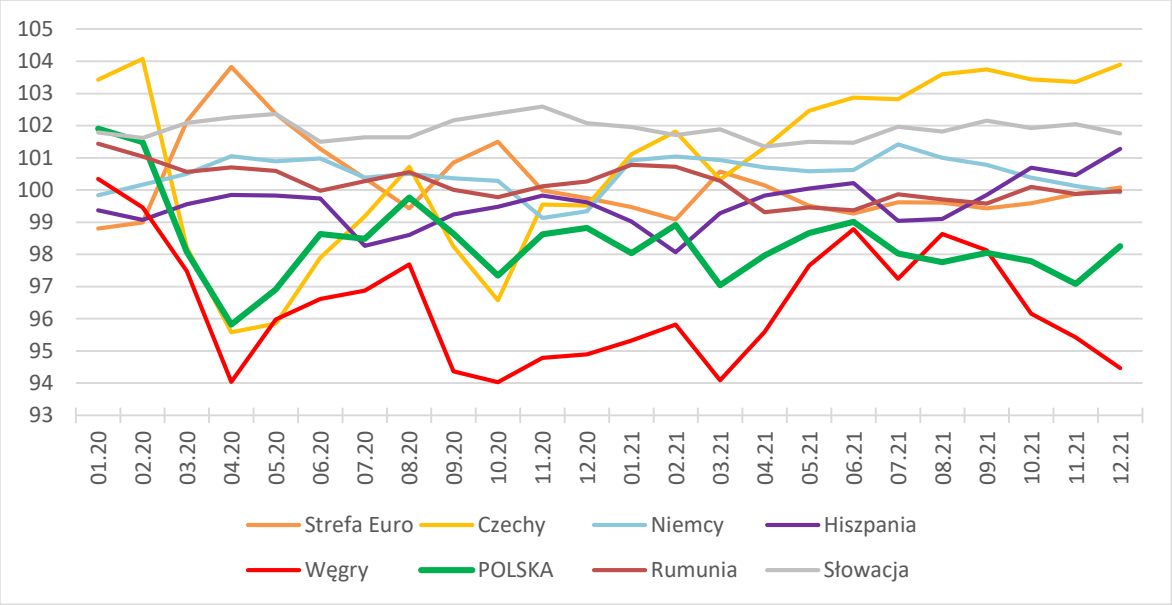
W polskim przypadku widoczne było obniżenie rentowności w 2020 roku, spójne z obniżkami stóp procentowych i rozpoczęciem skupu aktywów, a następnie wyraźny wzrost rentowności w 2021 roku. Tę zmianę należy wiązać nie tylko z poprawą koniunktury, lecz także z narastaniem oczekiwań inflacyjnych oraz wzrostem niepewności co do przyszłej ścieżki polityki pieniężnej. W ujęciu porównawczym szczególnie ważne jest rozróżnienie między sytuacją strefy euro, gdzie skala skupu aktywów była bardzo duża i sprzyjała stabilizacji spreadów, a gospodarkami spoza euro, gdzie mechanizm transmisji obejmuje dodatkowo kanał kursowy i premię za ryzyko[267].

Dla państw spoza strefy euro istotnym kanałem transmisji jest kurs walutowy oraz realny efektywny kurs walutowy (REER), który ujmuje relacje z koszykiem walut partnerów handlowych, skorygowane o różnice cenowe. Z perspektywy polityki pieniężnej REER pozwala ocenić, czy luzowanie monetarne wiązało się z realną deprecjacją wspierającą konkurencyjność, czy też kurs pozostawał relatywnie stabilny. W Polsce w pierwszej fazie szoku widoczna była realna deprecjacja, szczególnie wiosną 2020 roku, a następnie stopniowy powrót REER w okolice poziomu bazowego i względna stabilizacja w drugiej połowie 2020 roku oraz w 2021 roku (wykres 6.22). Taki przebieg jest spójny z mechanizmem „ucieczki do bezpieczeństwa" i wzrostu premii za ryzyko w początkowej fazie pandemii, a następnie z normalizacją warunków finansowych oraz odbudową aktywności gospodarczej. Na tle regionu polska ścieżka REER miała bardziej przejściowy charakter niż na Węgrzech, gdzie wskaźnik pozostawał wyraźnie poniżej poziomu bazowego także w 2021 roku, co sugeruje trwalszą realną deprecjację. W Czechach natomiast po silnej zmienności w pierwszych miesiącach pandemii REER częściej kształtował się powyżej poziomu początkowego, wskazując na relatywnie silniejsze tendencje do realnej aprecjacji niż w Polsce. W strefie euro (w tym w Niemczech i Hiszpanii) zmienność była mniejsza, a REER oscylował blisko poziomu bazowego, co wynika z ograniczonej roli kanału kursowego w unii walutowej i większego znaczenia różnic inflacyjnych.

[267] R. Goel, S. Malik, *What Is Driving the Rise in Advanced Economy Bond Yields?*, Global Financial Stability Notes 2021, 003, 2021. https://doi.org/10.5089/9781513588803.065

204:3247989450

Wykres 6.22 Realny efektywny kurs walutowy (REER) w Polsce, strefie euro i wybranych krajach UE, 2019-2021 (01.01.2020 = 100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/ert_eff_ic_m__custom_17940340/

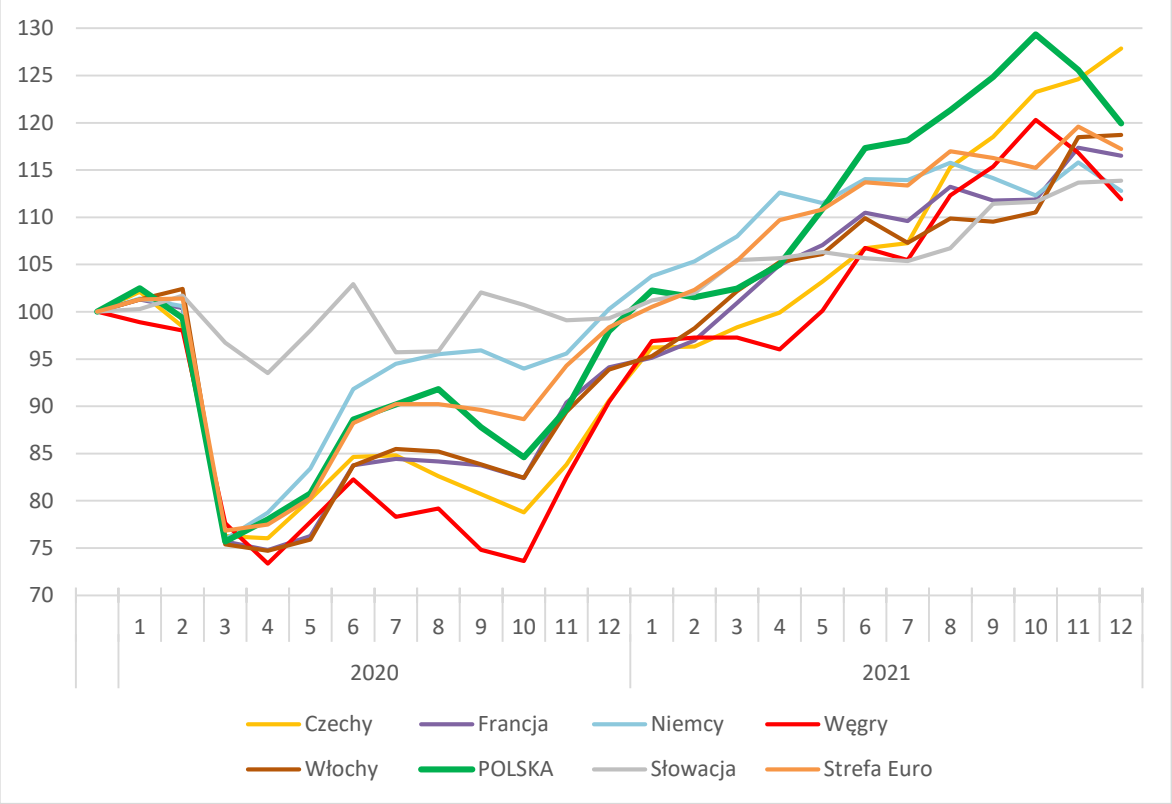
W sensie analitycznym kanał kursowy jest szczególnie ważny, ponieważ odróżnia transmisję polityki pieniężnej w Polsce od strefy euro. Krajowa polityka pieniężna oddziałuje nie tylko przez stopy i oczekiwania, lecz również przez wycenę waluty, co może wzmacniać impuls stabilizacyjny w krótkim okresie, ale jednocześnie tworzyć koszt w postaci silniejszego przenoszenia cen importu na inflację. W polskich danych stabilizacja REER po początkowej deprecjacji sugeruje, że kanał kursowy miał znaczenie głównie w fazie szoku i wczesnego dostosowania, natomiast w 2021 roku coraz większą rolę w kształtowaniu warunków monetarnych odgrywały czynniki krajowe, w tym różnice inflacyjne i zmiana oczekiwań co do przyszłej ścieżki stóp procentowych.

Reakcja rynku akcji stanowi użyteczny wskaźnik nastrojów inwestorów oraz oczekiwań co do przyszłych zysków przedsiębiorstw, a w warunkach pandemii była także wrażliwa na skalę i wiarygodność interwencji stabilizacyjnych banków centralnych. W pierwszej fazie szoku, tj. w marcu-kwietniu 2020 roku, we wszystkich analizowanych gospodarkach doszło do gwałtownej korekty wycen (wykres 6.23). Przy indeksie początek 2020 = 100 spadek w Polsce był porównywalny ze strefą euro i głównymi gospodarkami zachodnimi. W marcu 2020 roku wskaźnik obniżył się do ok. 75,7, podczas gdy strefa euro spadła do 76,9, a Niemcy i Francja do ok. 76. W kolejnych miesiącach następowała stopniowa odbudowa, przy czym do końca 2020 roku większość rynków nie wróciła jeszcze w pełni do poziomu

205:7893096144

bazowego. W Polsce indeks wyniósł 97,9 w grudniu 2020 roku, podobnie jak w strefie euro (98,4), podczas gdy w Niemczech osiągnął już ok. 100,3, co sugeruje szybszą normalizację wycen w rdzeniu UE. W 2021 roku nastąpiło wyraźne umocnienie trendu wzrostowego, czemu sprzyjały utrzymanie bardzo łagodnych warunków monetarnych, wysoka płynność globalna oraz poprawa perspektyw gospodarczych wraz z odmrażaniem aktywności. Polska należała w tym okresie do rynków o relatywnie silnym odbiciu, osiągając maksimum w październiku (129,3), wyraźnie powyżej strefy euro (ok. 119,6) oraz Niemiec i Francji (ok. 117). Pod koniec roku pojawiła się korekta do 119,9 w grudniu, zbieżna z narastaniem presji inflacyjnej i zmianą oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych.

Wykres 6.23 Indeksy cen akcji w Polsce, strefie euro i wybranych krajach UE, 2020-2021 (01.01.2020=100)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD, https://www.oecd.org/en/data/indicators/share-prices.html

Rynek akcji warto traktować jednak jako wskaźnik pomocniczy. Silnie reaguje on na globalny sentyment i czynniki poza monetarne, a różnice między państwami wynikają również ze struktury indeksów (udziału sektorów wrażliwych na pandemię lub na stopy procentowe). Dla Polski istotne pozostaje jednak to, że pierwsza fala interwencji monetarnych, zwłaszcza szybkie obniżki stóp i uruchomienie skupu aktywów, mogła

206:9405052527

ograniczać napięcia rynkowe i stabilizować warunki finansowania, wspierając proces odbudowy wycen po gwałtownej korekcie z wiosny 2020 roku.

6.2.3 Ocena skuteczności działań

Z perspektywy oceny skuteczności polityki pieniężnej w latach 2020-2021 kluczowe jest rozróżnienie dwóch faz. W pierwszej fazie, przypadającej na 2020 rok, dominowała logika stabilizacji kryzysowej, a priorytetem było zapewnienie płynności, uniknięcie gwałtownego wzrostu kosztu finansowania oraz utrzymanie drożności kanałów kredytowych. Analizy empiryczne potwierdzają, że w pierwszej fazie pandemii kluczowe znaczenie miały przede wszystkim szybkie decyzje banków centralnych oraz ich efekt stabilizacyjny na rynkach finansowych. Grabowski, Janus i Stawasz-Grabowska[268] wskazują, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej interwencje monetarne, obejmujące obniżki stóp procentowych oraz uruchomienie programów skupu aktywów, istotnie ograniczyły napięcia na rynkach obligacji i akcji. W przypadku Polski decyzje z marca 2020 roku miały przełożyć się na spadek współzależności między rynkiem długu i akcji, co można interpretować jako ograniczenie skali ucieczki kapitału do bezpiecznych aktywów i stabilizację warunków finansowych. Wnioski te są spójne z badaniami dla strefy euro, które podkreślają znaczenie efektu ogłoszeń i komunikacji banku centralnego[269] oraz wpływ działań EBC na rynek długu skarbowego[270]. Jednocześnie badania dla EWŚ i strefy euro wskazują na malejącą skuteczność kolejnych interwencji, najsilniejsze efekty stabilizacyjne przynosiły pierwsze decyzje, a ich oddziaływanie w późniejszym okresie stopniowo słabło, co dobrze koresponduje z podziałem na fazę stabilizacji kryzysowej w 2020 roku i fazę narastających napięć inflacyjnych w 2021 roku.

W drugiej fazie, w 2021 roku, doszło do przesunięcia wyzwań. Odbudowie aktywności zaczęła towarzyszyć narastająca presja inflacyjna, a większą rolę w kształtowaniu cen odgrywały szoki podażowe, w tym wzrost cen energii, kosztów transportu oraz niedobory komponentów. W takich warunkach banki centralne stają przed klasycznym dylematem stabilizacyjnym, ponieważ zacieśnienie polityki pieniężnej ogranicza inflację, lecz może

---

[268] W. Grabowski, J. Janus, E. Stawasz-Grabowska, *The influence of monetary policy response to the Covid-19 crisis on dynamic connectedness across financial markets in Central and Eastern Europe*, Entrepreneurial Business and Economics Review, 11(1), 7-28, 2023. https://doi.org/10.15678/EBER.2023.110101

[269] Moessner R., de Haan J., *Effects of monetary policy announcements on term premia in the euro area during the COVID-19 pandemic*, Finance Research Letters, 44, 102055, 2021. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102055

[270] Afonso A., Jalles J.T., Kazemi M., *The effects of macroeconomic, fiscal and monetary policy announcements on sovereign bond spreads*, International Review of Law and Economics, 63, 105924, 2020. https://doi.org/10.1016/j.irle.2020.105924

207:1104916793

osłabiać wzrost gospodarczy, natomiast utrzymanie bardzo łagodnych warunków finansowych sprzyja utrwaleniu presji cenowej. Jak wskazuje De Grauwe[271], w 2021 roku dylemat ten przybierał w wielu gospodarkach formę zbliżoną do scenariusza stagflacyjnego, w którym szoki podażowe podbijają inflację przy jednoczesnym ryzyku osłabienia realnej aktywności. W takim otoczeniu zacieśnianie polityki pieniężnej ogranicza dynamikę cen, lecz zwiększa prawdopodobieństwo spowolnienia, natomiast utrzymanie akomodacji może sprzyjać utrwaleniu inflacji. Różnice między strefą euro, a Polską były w tym zakresie szczególnie istotne. EBC utrzymywał łagodne nastawienie polityki pieniężnej dłużej, podczas gdy w Polsce wcześniejsze narastanie presji inflacyjnej oraz zmiana oczekiwań rynkowych sprzyjały szybszemu przejściu do cyklu podwyżek stóp.

W literaturze podkreśla się, że polityka pieniężna EBC w czasie pandemii miała ograniczone, lecz istotne znaczenie stabilizacyjne. Jak wskazują Benigno i współautorzy[272], programy skupu aktywów (APP, PEPP) oraz wsparcie płynności dla sektora bankowego zapobiegły załamaniu warunków finansowania i umożliwiły krajom strefy euro prowadzenie ekspansywnej polityki fiskalnej mimo ograniczonej przestrzeni budżetowej. Skuteczność polityki pieniężnej polegała zatem przede wszystkim na stabilizacji otoczenia finansowego i ograniczeniu ryzyka fragmentacji rynków, a nie na bezpośrednim pobudzaniu aktywności realnej. Autorzy podkreślają jednocześnie, że ekspansja monetarna miała charakter nadzwyczajny i tymczasowy, a jej długookresowe efekty zależą od właściwej koordynacji z polityką fiskalną. Brak spójnego „policy mix" mógłby w takim ujęciu prowadzić do osłabienia trwałości efektów stabilizacyjnych oraz narastania niekorzystnych nierównowag makroekonomicznych.

W tym sensie działania banków centralnych w czasie pandemii można interpretować nie jako samodzielny impuls wzrostowy, lecz jako element szerszego układu stabilizacyjnego, którego celem było stworzenie swoistego „korytarza stabilności" dla polityki fiskalnej oraz funkcjonowania sektora realnego. Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach kryzysowych polegała przede wszystkim na ograniczaniu skrajnych scenariuszy, takich jak gwałtownego wzrostu kosztów finansowania, kryzysu płynności czy fragmentacji rynków finansowych, a nie na bezpośrednim pobudzaniu popytu. Tak rozumiana rola polityki pieniężnej wzmacnia znaczenie jej koordynacji z polityką fiskalną, której działania mogły

[271] P. De Grauwe, *Towards a New Euro Crisis?,* Intereconomics 57, 273-277, 2022, s. 276.
[272] P. Benigno, P. Canofari, G. Di Bartolomeo, M. Messori, *The European Monetary Policy Responses During the Pandemic Crisis,* Open Econ Rev 33, 657-675, 2022.

208:5124908577

przynosić efekty stabilizacyjne jedynie w warunkach względnie stabilnego otoczenia finansowego.

Podsumowując, porównanie polityki monetarnej Polski i państw UE w latach 2020-2021 wskazuje na wspólny wzorzec reakcji w pierwszej fazie pandemii, obejmujący szybkie luzowanie warunków monetarnych, silne działania płynnościowe oraz istotną rolę instrumentów bilansowych. Jednocześnie skala i tempo ekspansji bilansowej pozostawały zróżnicowane, co wynikało zarówno z odmiennych ram instytucjonalnych, jak i z różnic w warunkach makroekonomicznych, szczególnie w obszarze inflacji i premii za ryzyko walutowe. Polska, jako gospodarka spoza strefy euro, prowadziła politykę monetarną w otoczeniu, w którym kanał kursowy i oczekiwania inflacyjne odgrywały relatywnie większą rolę, co w 2021 roku sprzyjało wcześniejszej zmianie nastawienia polityki pieniężnej. Te wnioski stanowią punkt wyjścia do dalszej oceny, czy i w jakim stopniu reakcja NBP była adekwatna względem skali szoku oraz jak na tle UE kształtowały się efekty stabilizacyjne prowadzonej polityki monetarnej.

209:6632076574

6.3 Reakcja polityki fiskalnej w państwach UE w latach 2020-2021

W odpowiedzi na wybuch pandemii rządy krajowe uruchomiły szeroki zestaw nadzwyczajnych instrumentów fiskalnych (ang. *emergency measures*), których celem było jednoczesne wzmocnienie systemów ochrony zdrowia oraz ograniczenie gospodarczych konsekwencji lockdownów, w szczególności poprzez rekompensatę utraconych dochodów i utrzymanie płynności sektora prywatnego. Skala i koncentracja czasowa tych działań, największa w pierwszej fazie kryzysu, nie miały precedensu w dotychczasowej historii Unii Europejskiej.

W pierwszej fazie pandemii to właśnie polityka fiskalna stała się podstawowym narzędziem łagodzenia jej skutków gospodarczych. Państwa Unii Europejskiej uruchomiły szeroki wachlarz działań, obejmujących zarówno instrumenty oddziałujące bezpośrednio na budżet, jak i rozwiązania płynnościowe, które nie prowadziły do natychmiastowego pogorszenia salda finansów publicznych. Ponieważ gospodarki europejskie zostały dotknięte szokiem pandemicznym za pośrednictwem podobnych kanałów, reakcje fiskalne miały w dużej mierze zbliżony charakter pod względem stosowanych instrumentów. Pakiety antykryzysowe koncentrowały się na wsparciu przedsiębiorstw oraz ochronie zatrudnienia w sektorach objętych restrykcjami sanitarnymi, a ich istotnym uzupełnieniem były środki płynnościowe, takie jak odroczenia zobowiązań podatkowych, gwarancje państwowe oraz preferencyjne kredyty. Instrumenty te miały na celu ograniczenie problemów z wypłacalnością firm w warunkach gwałtownego spadku aktywności gospodarczej i przerwania łańcuchów dostaw.

Polityka fiskalna była w tym kontekście szczególnie adekwatnym narzędziem reakcji, ponieważ umożliwiała selektywne i ukierunkowane oddziaływanie tam, gdzie skala negatywnych skutków była największa. Po pierwsze, pozwalała na szybkie zwiększenie nakładów na system ochrony zdrowia, co stanowiło warunek konieczny dla ograniczenia bezpośrednich skutków pandemii i stworzenia podstaw do stabilizacji aktywności gospodarczej. Po drugie, wspierała popyt wewnętrzny oraz zapewniała transfery do gospodarstw domowych i przedsiębiorstw znajdujących się w szczególnie trudnej sytuacji finansowej. W ujęciu ogólnym gospodarki strefy euro korzystały zarówno z działania automatycznych stabilizatorów fiskalnych, jak i z szeroko zakrojonych środków dyskrecjonalnych. O ile stabilizatory te skutecznie amortyzowały początkowy wstrząs, o tyle dopiero nadzwyczajne interwencje umożliwiły złagodzenie skutków kryzysu o wyjątkowym charakterze, w którym jednocześnie doszło do silnych zaburzeń po stronie popytowej i podażowej. W tym kontekście kluczowego znaczenia nabierają instytucjonalne ramy,

210:9466744340

w jakich prowadzona była polityka fiskalna w Unii Europejskiej, determinujące zarówno skalę, jak i formę zastosowanych interwencji.

6.3.1 Ramy instytucjonalne reakcji fiskalnej w Unii Europejskiej

Rok 2020 przyniósł wdrożenie bezprecedensowo szerokiego zestawu dyskrecjonalnych instrumentów fiskalnych, możliwego dzięki czasowym dostosowaniom instytucjonalnych ram prowadzenia polityki budżetowej w Unii Europejskiej. Skala oraz zakres reakcji były niespotykane w dotychczasowej historii integracji europejskiej, co wynikało ze specyfiki pandemii COVID-19 oraz jej wielowymiarowych konsekwencji gospodarczych i społecznych. Działania podejmowane przez państwa członkowskie można ująć w dwóch zasadniczych kategoriach: środków budżetowych, wywierających bezpośredni i natychmiastowy wpływ na saldo sektora finansów publicznych, oraz środków płynnościowych, które nie obciążały budżetów w momencie wdrożenia, lecz wiązały się z powstaniem zobowiązań warunkowych mogących oddziaływać na sytuację fiskalną w dłuższym horyzoncie. Obie grupy instrumentów obejmowały zarówno stronę wydatkową, jak i dochodową budżetów państwowych, co czyniło reakcję fiskalną w Unii Europejskiej wyjątkowo kompleksową.

W tym kontekście kluczowym elementem reakcji na kryzys pandemiczny, uzupełniającym krajowe pakiety antykryzysowe, były instrumenty wsparcia uruchomione bezpośrednio na poziomie Unii Europejskiej. W marcu 2020 roku Rada do Spraw Gospodarczych i Finansowych (ECOFIN) zdecydowała o zastosowaniu, po raz pierwszy, tzw. ogólnej klauzuli wyjścia (ang. *general escape clause)* wprowadzonej do ram Paktu Stabilności i Wzrostu w 2011 roku w ramach reformy znanej jako „Six-Pack" i przewidzianej na wypadek poważnego spowolnienia gospodarczego w całej Unii lub strefie euro. Mechanizm ten umożliwił państwom członkowskim czasowe odstąpienie od obowiązujących reguł fiskalnych, w tym od ścieżek dostosowawczych do średniookresowego celu budżetowego (MTO)[273]. Zastosowanie klauzuli pozwoliło rządom krajów UE prowadzić działania wykraczające poza standardowe limity deficytu i długu publicznego bez formalnego naruszenia wspólnotowych ram budżetowych. W praktyce zastosowanie klauzuli stało się fundamentem europejskiej strategii zarządzania kryzysowego, pozwalając rządom, w tym także w Polsce, na prowadzenie ekspansywnej polityki fiskalnej adekwatnej do skali wyzwań.

[273] European Commission, *Communication from the Commission to the Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact*, COM(2020) 123 final, Bruksela, 20 march 2020 r.

211:3349822036

W kwietniu 2020 roku uzgodniono dodatkowo pakiet wsparcia o wartości 540 mld EUR (ok. 4% PKB Unii Europejskiej), obejmujący m.in. kredyty z Europejskiego Mechanizmu Stabilności (ESM) przeznaczone na finansowanie wydatków zdrowotnych oraz fundusz gwarancyjny Europejskiego Banku Inwestycyjnego dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw[274]. Szczególne znaczenie miały jednak dwa programy: SURE (*Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) oraz NGEU (*NextGenerationEU*).

Program SURE, ustanowiony w maju 2020 roku, miał charakter tymczasowego mechanizmu stabilizacyjnego o wartości do 100 mld EUR[275], finansowanego poprzez emisję obligacji przez Komisję Europejską i zabezpieczonego gwarancjami państw członkowskich. Środki przekazywane były w formie preferencyjnych pożyczek i przeznaczane głównie na finansowanie instrumentów ochrony zatrudnienia, takich jak subsydia płacowe, dopłaty do skróconego czasu pracy czy zasiłki opiekuńcze. Celem programu było ograniczenie wzrostu bezrobocia oraz redukcja społecznych kosztów kryzysu. Polska skorzystała z tego instrumentu w kwocie 11,236 mld EUR, co pozwoliło wzmocnić krajowe działania stabilizacyjne na rynku pracy w warunkach pandemii[276].

Znacznie szerszy zakres oraz dłuższy horyzont czasowy miał program NextGenerationEU (NGEU), przyjęty w lipcu 2020 roku i zaplanowany na lata 2021-2026. Jego łączna wartość wyniosła 806,9 mld EUR, z czego 338 mld stanowiły bezzwrotne dotacje i 385,8 mld pożyczki. Najważniejszym komponentem NGEU stał się Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (*Recovery and Resilience Facility*, RRF)[277], finansujący krajowe plany odbudowy i modernizacji gospodarek. Program ten łączył cele krótkookresowe, związane z łagodzeniem skutków pandemii, z długookresowymi priorytetami transformacji ekologicznej i cyfrowej oraz wzmacniania odporności instytucjonalnej gospodarek i pobudzania inwestycji prorozwojowych[278]. Z perspektywy systemowej uruchomienie programu NextGenerationEU miało znaczenie przełomowe, gdyż po raz pierwszy w historii Unia Europejska zdecydowała się na emisję wspólnotowego długu na tak dużą skalę, w formie obligacji gwarantowanych solidarnie przez wszystkie państwa

[274] D. R. Cameron, *European Council approves Eurogroup's €540 billion package, agrees to establish recovery fund*, Yale, 2020.
[275] Program SURE zakończył się 31 grudnia 2022 r., a jego łączna wartość wyniosła 98,4 mld EUR, w pełni rozdysponowanych pomiędzy 19 państw członkowskich.
[276] European Commission, *Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672*, 2023.
[277] Instrument na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności wszedł w życie 19 lutego 2021 roku (Rozporządzenie UE 2021/241).
[278] European Commission, *Recovery Plan for Europe*, 2021, URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_en#documents.

212:3425252680

członkowskie. Rozwiązanie to stanowiło krok w kierunku pogłębienia integracji fiskalnej oraz wzmocnienia elementów unii budżetowej, poprzez przyznanie instytucjom unijnym zdolności do finansowania wydatków ze wspólnego zadłużenia. Jednocześnie emisja długu unijnego przyczyniła się do wzmocnienia roli euro jako bezpiecznego aktywa na rynkach międzynarodowych. W średnim okresie, przy sprawnej absorpcji środków z Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności, dodatkowe wydatki inwestycyjne miały, zgodnie z oceną Komisji Europejskiej[279], generować impuls fiskalny, który nie powinien prowadzić do proporcjonalnego wzrostu deficytu ani relacji długu publicznego do PKB w poszczególnych państwach członkowskich

W latach 2020-2021 faktyczny wpływ programu NGEU na sytuację gospodarczą państw członkowskich pozostawał jednak ograniczony. Proces przygotowania i zatwierdzania krajowych planów odbudowy (KPO) był czasochłonny, a realne uruchamianie środków nastąpiło dopiero w drugiej połowie 2021 roku. W przypadku Polski oznaczało to, że zasadniczy ciężar działań antykryzysowych spoczywał na instrumentach krajowych, w szczególności na tarczach finansowych realizowanych przez PFR i BGK, podczas gdy środki unijne zaczęły odgrywać większą rolę dopiero w kolejnych latach.

Przyjęte na poziomie Unii Europejskiej rozwiązania instytucjonalne były spójne z dominującą wówczas interpretacją roli polityki fiskalnej w warunkach kryzysowych. Już na wczesnym etapie pandemii podkreślano, że w warunkach głębokiego kryzysu gospodarczego priorytetem powinno być ograniczenie trwałych strat ekonomicznych, a nie ścisłe przestrzeganie reguł budżetowych. Jak wskazywał Stone[280], w środowisku zerowych stóp procentowych i ograniczonej przestrzeni dla polityki pieniężnej to właśnie polityka fiskalna powinna przejąć wiodącą rolę stabilizacyjną. Kluczowe znaczenie miały szybkie i dobrze zaprojektowane interwencje, w tym automatyczne stabilizatory, niewymagające długotrwałych procedur decyzyjnych. Przejściowy wzrost zadłużenia publicznego nie był w tym ujęciu postrzegany jako zagrożenie dla stabilności fiskalnej, o ile sprzyjał ograniczeniu kosztów społecznych i wspierał proces odbudowy gospodarczej. Aktywacja ogólnej klauzuli wyjścia oraz zmiana charakteru zaleceń fiskalnych wpisywały się tym samym w szerszy konsensus ekonomiczny, akcentujący elastyczność i skuteczność polityki fiskalnej.

[279] European Commission, *Communication from the Commission to the Council: One year since the outbreak of COVID-19: fiscal policy response* (COM/2021/105), 2021, s. 12.
[280] C. Stone, *Fiscal Stimulus Needed to Fight Recessions*, Center on Budget and Policy Priorities, 2020.

213:6235236008

W lipcu 2020 roku Rada Unii Europejskiej zaleciła[281], aby w latach 2020-2021 państwa członkowskie podejmowały wszelkie niezbędne działania służące przeciwdziałaniu skutkom pandemii, a następnie wspieraniu odbudowy gospodarczej. Jednocześnie podkreślono konieczność stopniowego ukierunkowania polityk fiskalnych na osiągnięcie ostrożnej pozycji budżetowej w średnim okresie oraz zapewnienie długoterminowej zdolności do obsługi długu, przy równoczesnym zwiększaniu nakładów inwestycyjnych.

Empirycznym potwierdzeniem zmiany charakteru polityki fiskalnej w Europie są wyniki analizy Bökemeier i Wolskiego [282] opartej na danych AMECO dla 27 państw Unii Europejskiej w latach 2000-2021. Autorzy wskazują, że pandemia COVID-19 doprowadziła do bezprecedensowego odejścia od reakcji procyklicznych i a-cyklicznych na rzecz zdecydowanie antycyklicznej polityki fiskalnej w latach 2020-2021. Zjawisko to było widoczne zarówno w grupie „starych", jak i „nowych" państw członkowskich, przy czym w tej drugiej skala zmiany była nawet większa. Wyniki te potwierdzają, że czasowe zawieszenie reguł fiskalnych umożliwiło prowadzenie polityki adekwatnej do skali kryzysu, a doświadczenia z okresu pandemii powinny stanowić istotny punkt odniesienia w debacie nad przyszłymi reformami unijnych ram fiskalnych.

6.3.2 Skala i struktura krajowych interwencji fiskalnych

Skala i struktura krajowych interwencji fiskalnych w odpowiedzi na kryzys COVID-19 różniły się pomiędzy państwami Unii Europejskiej, zarówno pod względem intensywności wsparcia, jak i doboru zastosowanych instrumentów. Ocena tych różnic wymaga jednoczesnego uwzględnienia działań mających bezpośredni wpływ na saldo finansów publicznych oraz instrumentów o charakterze płynnościowym, których skutki fiskalne ujawniają się w dłuższym horyzoncie

W tym kontekście wykres 6.24 ilustruje skalę dyskrecjonalnej pomocy fiskalnej udzielonej w odpowiedzi na kryzys COVID-19 w relacji do PKB w państwach Unii Europejskiej do października 2021 roku, wyrażoną jako odsetek PKB z 2020 roku. Po tym okresie niemal nie wprowadzano nowych programów wsparcia, co nie oznaczało zakończenia interwencji, lecz przejście do fazy realizacji wcześniej uruchomionych instrumentów, których horyzont czasowy obejmował kilka kolejnych lat. Analiza wyróżnia

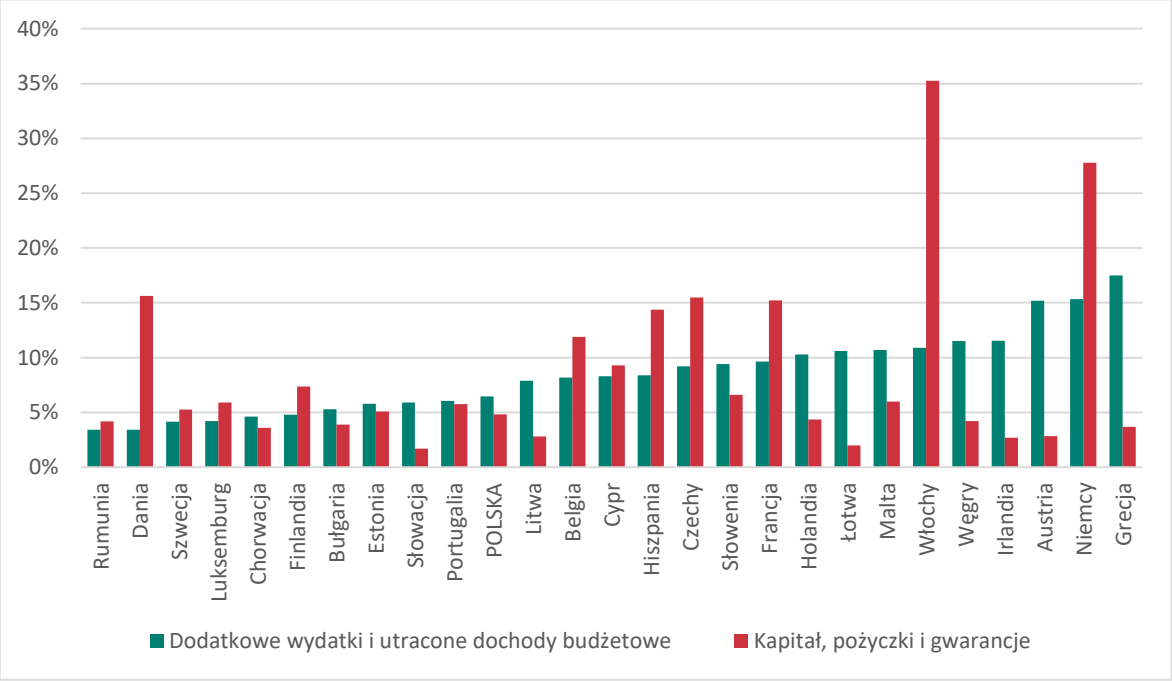
[281] Zalecenia Rady Unii Europejskiej z dnia 20 lipca 2020 r. (od 2020/C 282/01 do 2020/C 282/27), Dz.U. C 282 z 26.8.2020, s. 1.
[282] B. Bökemeier, M. Wolski, *This time is different: Fiscal response to the COVID-19 pandemic among EU countries*, Working Papers in Economics and Management, No. 01-2022, Bielefeld University, Faculty of Business Administration and Economics, Bielefeld, 2022.

214:1147145047

dwa główne komponenty wsparcia: dodatkowe wydatki i utracone dochody budżetowe (ang. *additional spending and forgone revenue*) oraz instrumenty o charakterze płynnościowym, obejmujące kapitał, pożyczki i gwarancje publiczne (ang. *equity, loans and guarantees*).

Pierwsza kategoria obejmowała działania mające bezpośredni wpływ na saldo sektora finansów publicznych, takie jak zwiększone nakłady na ochronę zdrowia, dopłaty do wynagrodzeń, transfery dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, a także czasowe ulgi i zawieszenia zobowiązań podatkowych lub składek na ubezpieczenia społeczne. Druga kategoria dotyczyła instrumentów o charakterze płynnościowym lub warunkowym, w tym gwarancji kredytowych, pożyczek publicznych i inwestycji kapitałowych, których wpływ na budżet uzależniony był od materializacji ryzyka w przyszłości, na przykład niewypłacalności beneficjentów.

Wykres 6.24 Dyskrecjonalna reakcja fiskalna na kryzys COVID-19 w krajach Unii Europejskiej w latach 2020-październik 2021 (w % PKB z 2020 r.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: International Monetary Fund, Fiscal Monitor Database, Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, 2021

Z danych Międzynarodowy Fundusz Walutowy wynika, że w odpowiedzi na kryzys COVID-19 dominującą formą wsparcia fiskalnego w państwach Unii Europejskiej były gwarancje i pożyczki publiczne oraz odroczenia płatności podatkowych, ukierunkowane na utrzymanie płynności sektora prywatnego. Jednocześnie skala i struktura interwencji różniły się znacząco między państwami członkowskimi. Włochy, Niemcy i Dania przeznaczyły

215:8933351645

wyjątkowo wysoki odsetek PKB na działania płynnościowe (odpowiednio 35%, 28% i 16%), podczas gdy Grecja, Austria czy Irlandia koncentrowały się w większym stopniu na bezpośrednich działaniach budżetowych. W wielu krajach, takich jak Hiszpania, Francja czy Czechy, zastosowano jednoczesne wykorzystanie obu komponentów, starając się równoważyć krótkookresową stabilizację z długoterminowym wsparciem płynnościowym.

W przypadku Polski, według szacunków MFW na październik 2021 roku, działania budżetowe w latach 2020-2021 wyniosły około 6,5% PKB, natomiast działania pozabudżetowe 4,8% PKB, co łącznie oznaczało wsparcie przekraczające 11% PKB. W ramach działań budżetowych około 0,6% PKB przeznaczono na sektor ochrony zdrowia, obejmując m.in. wsparcie opieki nad pacjentami, rozwój telemedycyny i cyfryzację oraz modernizację infrastruktury medycznej. Pozostała część środków (ok. 5,8% PKB) obejmowała dodatkowe wydatki oraz utracone dochody budżetowe poza sektorem zdrowia o wartościach odpowiednio 114,8 mld zł oraz 20,7 mld zł.

Istotną część wydatków stanowiły dopłaty do wynagrodzeń pracowników przedsiębiorstw dotkniętych kryzysem (do 40% przeciętnego wynagrodzenia), zasiłki opiekuńcze dla rodziców w związku z zamknięciem placówek edukacyjnych oraz świadczenia dla osób samozatrudnionych. Ważnym elementem były również środki związane z bezzwrotną częścią pożyczek płynnościowych udzielanych przez Polski Fundusz Rozwoju, które, zgodnie z zasadami klasyfikacji fiskalnej, zostały ujęte jako wydatki budżetowe. Obejmowały one m.in. umorzenia zobowiązań dla sektora MŚP oraz przedłużanie instrumentów takich jak pożyczki płynnościowe, gwarancje kredytowe i dopłaty do wynagrodzeń.

Po stronie utraconych dochodów budżetowych dominowało czasowe przejęcie przez państwo obowiązku opłacania składek na ubezpieczenia społeczne, w całości lub części, w zależności od wielkości i sytuacji przedsiębiorstw. Dodatkowo odstąpienie od poboru podatku dochodowego od wartości dotacji powiązanych z pożyczkami płynnościowymi zwiększyło efektywny poziom wsparcia fiskalnego dla sektora przedsiębiorstw.

Działania pozabudżetowe, realizowane głównie przez Polski Fundusz Rozwoju oraz Bank Gospodarstwa Krajowego, koncentrowały się na instrumentach płynnościowych. Centralnym elementem była Tarcza Finansowa PFR, obejmująca pożyczki, subwencje i mechanizmy gwarancyjne. Uzupełnieniem były gwarancje kredytowe i mikropożyczki, których celem było ułatwienie dostępu do finansowania, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw. Instrumenty te stanowiły istotny komponent wsparcia antykryzysowego, komplementarny wobec działań budżetowych.

216:7968035011

Na tle innych państw członkowskich Unii Europejskiej Polska charakteryzowała się umiarkowanym poziomem bezpośrednich wydatków fiskalnych przy wyraźnym nacisku na działania pozabudżetowe i płynnościowe. Zróżnicowanie podejść do wsparcia fiskalnego odzwierciedlało nie tylko dostępność zasobów budżetowych, lecz także priorytety polityczne, ramy prawne oraz zdolności instytucjonalne w zakresie zarządzania kryzysowego. Kraje dysponujące większą przestrzenią fiskalną częściej wykorzystywały mechanizmy pozabudżetowe (np. fundusze gwarancyjne), podczas gdy państwa o bardziej ograniczonym potencjale koncentrowały się na działaniach o mniejszym zasięgu nominalnym.

Zgodnie z analizami OECD [283] państwa UE stosowały zróżnicowane kombinacje instrumentów fiskalnych, przy czym dominującym trendem było łączenie bezpośrednich wydatków z instrumentami płynnościowymi i działaniami podatkowymi. Reakcje te w dużej mierze spełniały klasyczną zasadę skutecznego projektowania bodźców fiskalnych, zakładającą ich odpowiednie ukierunkowanie (ang. *targeted*), tymczasowość (ang. *temporary*) oraz terminowość (ang. *timely*), czyli zasadę 3T.

W ujęciu operacyjnym wiele państw Unii Europejskiej w pierwszej fazie pandemii sięgało po instrumenty o relatywnie szybkim wdrożeniu i wysokiej zdolności stabilizacyjnej. Po stronie dochodowej dominowały odroczenia płatności PIT i CIT oraz składek na ubezpieczenia społeczne, a w części krajów uzupełniano je czasowymi zwolnieniami podatkowymi lub ulgami inwestycyjnymi. Po stronie wydatkowej powszechne były dopłaty do wynagrodzeń pracowników i samozatrudnionych, a także programy kierowane do sektorów szczególnie dotkniętych restrykcjami sanitarnymi, takich jak turystyka, transport czy usługi rekreacyjne. Jednocześnie w obszarze ochrony dochodów gospodarstw domowych stosowano rozszerzenia świadczeń socjalnych, w tym zasiłków dla bezrobotnych i opiekuńczych, oraz doraźne transfery pieniężne, mające ograniczać wzrost ubóstwa i spadek konsumpcji.

Na tym tle Polska, choć również uruchomiła pakiety wsparcia, w większym stopniu koncentrowała się na instrumentach podatkowych i administracyjnych oraz na wsparciu płynnościowym przedsiębiorstw. Obejmowało to m.in. czasowe zwolnienia ze składek na ubezpieczenia społeczne, rozwiązania ułatwiające rozliczenia podatkowe oraz instrumenty ograniczające ryzyko utraty płynności w sektorze prywatnym. Kluczowym elementem wsparcia była także Tarcza Finansowa Polskiego Funduszu Rozwoju, zapewniająca

[283] OECD, *Tax Policy Reforms 2021: Special Edition on Tax Policy during the COVID-19 Pandemic*, OECD Publishing, Paris, 2021.

217:4570484130

przedsiębiorstwom pomoc płynnościową w postaci subwencji o częściowo bezzwrotnym charakterze, choć formalnie ujmowana poza centralnym budżetem państwa. W porównaniu z wieloma państwami UE Polska w mniejszym stopniu wykorzystywała klasyczne transfery fiskalne i bezpośrednie subsydia o charakterze popytowym, co ograniczało krótkookresowy wpływ na deficyt, ale mogło jednocześnie osłabiać siłę oddziaływania stymulacyjnego w fazie odmrażania gospodarki. Różnice te pokazują, że ocena polityki fiskalnej w okresie pandemii powinna uwzględniać nie tylko skalę wsparcia, lecz także jego strukturę, tempo wdrażania oraz stopień ukierunkowania.

Ocena skali interwencji wymaga jednak uwzględnienia nie tylko ich wartości nominalnej, lecz także sposobu projektowania zastosowanych instrumentów. W tym kontekście cennym punktem odniesienia dla analizy jakościowej interwencji fiskalnych jest propozycja klasyfikacyjna zaprezentowana przez Pappę, Ramos i Vellę[284], oparta na bazie danych obejmującej państwa Unii Europejskiej. Autorzy wyróżniają siedem kategorii wydatków fiskalnych, obejmujących: 1) wsparcie dla MŚP oraz wybranych sektorów, (2) środki ukierunkowane na transformację gospodarki, (3) wydatki pandemiczne (głównie na opiekę zdrowotną), (4) transfery do gospodarstw domowych, (5) zasiłki dla bezrobotnych i środki na utrzymanie zatrudnienia, (6) pomoc uniwersalną (np. odroczenia podatkowe) oraz (7) pozostałe wydatki rządowe związane z COVID-19. Choć Polska została wyłączona z części empirycznej ze względu na niekompletność danych kwartalnych, klasyfikacja ta pozostaje użyteczna w porównaniach strukturalnych, pozwalając osadzić polskie instrumenty na tle dominujących schematów reakcji w UE. Wnioski autorów wskazują, że najwyższą skuteczność w zakresie ograniczania trwałych strat gospodarczych wykazywały zasiłki dla bezrobotnych oraz instrumenty utrzymania zatrudnienia, cechujące się relatywnie wysokimi mnożnikami oraz ograniczoną presją inflacyjną. Wysoko oceniono również bezpośrednie wydatki pandemiczne, choć ich oddziaływanie miało bardziej pośredni charakter. Z kolei wsparcie dla MŚP, mimo że było najczęściej stosowaną kategorią w krajach UE, charakteryzowało się przeciętnie ograniczoną precyzją i efektywnością alokacyjną, natomiast instrumenty uniwersalne wykazywały niższą skuteczność gospodarczą i większe ryzyko oddziaływań inflacyjnych. Podobne wnioski płyną z badań Gourinchasa i współautorów[285], którzy analizując 27 gospodarek pokazali, że polityka fiskalna w czasie pandemii skutecznie obniżyła falę bankructw MŚP i chroniła zatrudnienie, choć często była

[284] E. Pappa, A. Ramos, E. Vella, *Which Crisis Support Fiscal Measures Worked During the Covid-19 Shock in Europe?*. SERIEs 15, 327-348, 2024.
[285] P.O. Gourinchas, S. Kalemli-Özcan, V. Penciakova, N. Sander, *Fiscal Policy in the Age of COVID: Does it 'Get in all of the Cracks?'*, NBER Working Paper No. 29293, 2021.

218:2432513401

szeroko zakrojona i nieprecyzyjnie ukierunkowana. Na tym tle struktura polskich działań, skoncentrowana na ochronie miejsc pracy oraz utrzymaniu płynności przedsiębiorstw, może być interpretowana jako relatywnie selektywna i zgodna z logiką instrumentów o wyższej skuteczności, szczególnie w początkowej fazie kryzysu.

Uzupełnieniem tej oceny są wyniki badań Deb i współautorów[286], którzy przeanalizowali 52 państwa, w tym Polskę i 20 innych członków UE. Autorzy wykazali, że skuteczność instrumentów fiskalnych była zróżnicowana w zależności od fazy kryzysu. Środki ratunkowe (działania *below-the-line*, jak pożyczki, gwarancje czy dokapitalizowanie) były szczególnie efektywne w okresach lockdownów i ograniczeń podażowych. Natomiast klasyczne środki wspierające popyt (*above-the-line*), takie jak transfery dochodowe czy obniżki podatków, lepiej działały w fazie odmrażania gospodarki. Efektywność interwencji była ponadto wyższa w krajach o niskim poziomie długu publicznego i stabilnych fundamentach makroekonomicznych. W tym kontekście struktura polskich działań była adekwatna w początkowej fazie kryzysu, choć relatywnie mniej skuteczna w stymulowaniu popytu konsumpcyjnego w późniejszym okresie.

6.3.3 Przestrzeń fiskalna oraz konsekwencje dla deficytu i długu

Pomimo widocznych podobieństw w strukturze stosowanych instrumentów, reakcje fiskalne państw Unii Europejskiej różniły się pod względem skali. Zróżnicowanie to nie wynikało wyłącznie z odmiennych strategii walki z pandemią czy tempa rozprzestrzeniania się wirusa, lecz w dużej mierze z dostępnej przestrzeni fiskalnej, rozumianej jako zdolność państwa do zwiększenia wydatków publicznych lub ograniczenia dochodów bez trwałego naruszenia stabilności finansów publicznych. W praktyce to właśnie poziom zadłużenia, struktura dochodów oraz wiarygodność fiskalna sprzed pandemii w znacznym stopniu wyznaczały granice możliwej dyskrecjonalnej reakcji rządów na szok pandemiczny, często w większym stopniu niż same potrzeby wynikające z sytuacji epidemiologicznej.

Podobne wnioski płyną z analiz dotyczących samej strefy euro. Jak wskazuje Karamanoli[287], reakcje fiskalne krajów należących do unii walutowej charakteryzowały się znacznym zróżnicowaniem, wynikającym przede wszystkim z dostępnej przestrzeni fiskalnej oraz uwarunkowań instytucjonalnych. Gospodarki o silniejszych fundamentach, takie jak Niemcy czy Francja, mogły pozwolić sobie na pakiety stymulacyjne sięgające

[286] P. Deb, D. Furceri, J.D. Ostry, N. Tawk, N. Yang, *The Effects of Fiscal Measures During COVID-19*, IMF Working Paper No. 2021/262, 2021.
[287] M. Karamanoli, *Fiscal response in COVID-19 crisis - case of the Eurozone*, Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia, 23(3), 5-18, 2024.

219:1038231575

kilkunastu procent PKB, podczas gdy państwa o słabszej pozycji fiskalnej reagowały ostrożniej. Niezależnie jednak od skali interwencji, w całej strefie euro priorytetem pozostawało wsparcie przedsiębiorstw i ochrona miejsc pracy, a dopiero w dalszej kolejności bezpośrednie wzmacnianie systemów ochrony zdrowia. Oznacza to, że fundamentem działań fiskalnych było zapobieganie efektowi domina związanemu z masowymi upadłościami firm i wzrostem bezrobocia, co było spójne zarówno z reakcją Polski, jak i większości państw UE.

Analiza czynników kształtujących reakcję polityki gospodarczej wskazuje, że różnice między Polską a krajami strefy euro miały charakter nie tylko koniunkturalny, lecz również strukturalny. Jak zauważają Benmelech i Tzur-Ilan [288], kluczowym czynnikiem determinującym skalę interwencji fiskalnej była wiarygodność kredytowa państw, mierzona m.in. ratingami. Kraje o najwyższej ocenie kredytowej mogły pozwolić sobie na znacznie większe pakiety wsparcia fiskalnego, podczas gdy Polska, mimo relatywnie niskiego poziomu długu publicznego, dysponowała mniejszą przestrzenią fiskalną niż największe gospodarki strefy euro. Ograniczenia te miały charakter systemowy i wpływały na konstrukcję całego policy mix, determinując zarówno skalę, jak i strukturę podejmowanych działań stabilizacyjnych.

Zróżnicowana dostępność przestrzeni fiskalnej znalazła bezpośrednie odzwierciedlenie w skali i intensywności interwencji fiskalnych, a w konsekwencji w wynikach finansów publicznych państw członkowskich. W okresie pandemii finanse publiczne znalazły się pod nadzwyczajną presją, wynikającą jednocześnie z gwałtownego spadku dochodów budżetowych oraz konieczności pilnego uruchomienia dodatkowych wydatków. W efekcie nastąpił silny wzrost deficytów i długu publicznego, co znalazło bezpośrednie odzwierciedlenie w danych makroekonomicznych. Podczas gdy w 2019 roku średni deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w Unii Europejskiej wynosił -0,5% PKB, to w 2020 roku wzrósł do -6,7% PKB (tabela 6.1). W 2021 roku, wraz ze stopniowym ożywieniem gospodarczym, średni deficyt obniżył się do -4,6% PKB, co wskazuje, że znaczna część ekspansji fiskalnej miała charakter przejściowy, a finanse publiczne zaczęły stopniowo powracać na ścieżkę konsolidacji.

Jednocześnie połączenie spadku PKB w 2020 roku oraz wzrostu potrzeb pożyczkowych doprowadziło do wyraźnego wzrostu relacji długu publicznego do PKB w Unii Europejskiej, z poziomu 77,4% w 2019 roku do 89,5% w 2020 roku. W 2021 roku zadłużenie obniżyło

[288] E. Benmelech, N. Tzur-Ilan, *The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the Covid-19 Crisis*, NBER Working Paper 27461, National Bureau of Economic Research, 2020.

220:1265665705

się do 86,8% PKB, co było efektem odbicia gospodarczego oraz ograniczenia deficytów w drugim roku pandemii. Mimo tej poprawy średni poziom zadłużenia pozostawał istotnie powyżej referencyjnego progu 60% PKB określonego w Traktacie z Maastricht, a sytuacja fiskalna wielu państw członkowskich pozostawała napięta.

Na tym tle sytuacja fiskalna Polski przed pandemią charakteryzowała się relatywnie korzystnym punktem wyjścia. W 2019 roku deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wynosił -0,7% PKB, a dług publiczny 45,2% PKB, co wskazywało na umiarkowaną nierównowagę fiskalną i stosunkowo bezpieczny poziom zadłużenia. W 2020 roku, w reakcji na kryzys pandemiczny, deficyt pogłębił się do -6,9% PKB, by już w 2021 roku obniżyć się do -1,7% PKB. Oznaczało to jedną z szybszych korekt fiskalnych w Unii Europejskiej i sugerowało celowe ograniczanie skali ekspansji fiskalnej w drugim roku pandemii, w warunkach poprawy koniunktury i wzrostu dochodów publicznych.

Również dynamika długu publicznego wskazuje na relatywnie umiarkowane wykorzystanie przestrzeni fiskalnej. Zadłużenie wzrosło do 56,6% PKB w 2020 roku, a następnie spadło do 53,0% PKB w 2021 roku, pozostając przez cały okres poniżej referencyjnego progu 60% PKB. Dla porównania, w wielu państwach południowej Europy poziom długu przekraczał 100% PKB, a w sześciu krajach, Grecji, Włoszech, Portugalii, Hiszpanii, Francji i Belgii, osiągnął wartości rodzące długookresowe wyzwania dla stabilności fiskalnej. Na tle Unii Europejskiej wzrost długu publicznego Polski w latach 2020-2021 (wykres 6.25) mieścił się w dolnej połowie rozkładu, co potwierdza relatywnie zachowawczą strategię fiskalną.

Analiza salda i poziomu długu sektora instytucji rządowych i samorządowych pozwala stwierdzić, że Polska w stosunkowo zrównoważony sposób wykorzystała dostępną przestrzeń fiskalną. Z jednej strony wdrożono szeroki pakiet wsparcia antykryzysowego, co znalazło odzwierciedlenie w wysokim deficycie w 2020 roku, z drugiej zaś utrzymano stabilność finansów publicznych, nie przekraczając ani konstytucyjnych, ani unijnych progów zadłużenia. Przyjęta strategia, umiarkowana pod względem skali, lecz elastyczna w czasie, wpisywała się w dążenie do równoważenia krótkookresowej stabilizacji gospodarczej z długofalową wiarygodnością fiskalną.

Jak zauważa Wildowicz-Szumarska[289], skutki pandemii COVID-19 szczególnie silnie dotknęły gospodarki silnie powiązane z handlem międzynarodowym oraz sektorem usług wymagających bezpośredniego kontaktu z klientem. Taka struktura gospodarki zwiększała

[289] A. Wildowicz-Szumarska, *Wyzwania polityki fiskalnej dla państw Unii Europejskiej w dobie pandemii COVID-19*, Studia BAS, 3(67), 2021, s. 128.

221:3502030860

podatność na jednoczesne zaburzenia popytowe i podażowe, co skłaniało rządy do szybkiego uruchamiania dodatkowych pakietów fiskalnych, często w warunkach wysokiej niepewności co do długości trwania pandemii i skuteczności działań ochronnych. Wzrost zadłużenia publicznego w latach 2020-2021 był zatem zjawiskiem powszechnym w Unii Europejskiej, choć jego długofalowe konsekwencje różniły się istotnie w zależności od punktu wyjścia poszczególnych państw oraz przyjętej strategii fiskalnej.

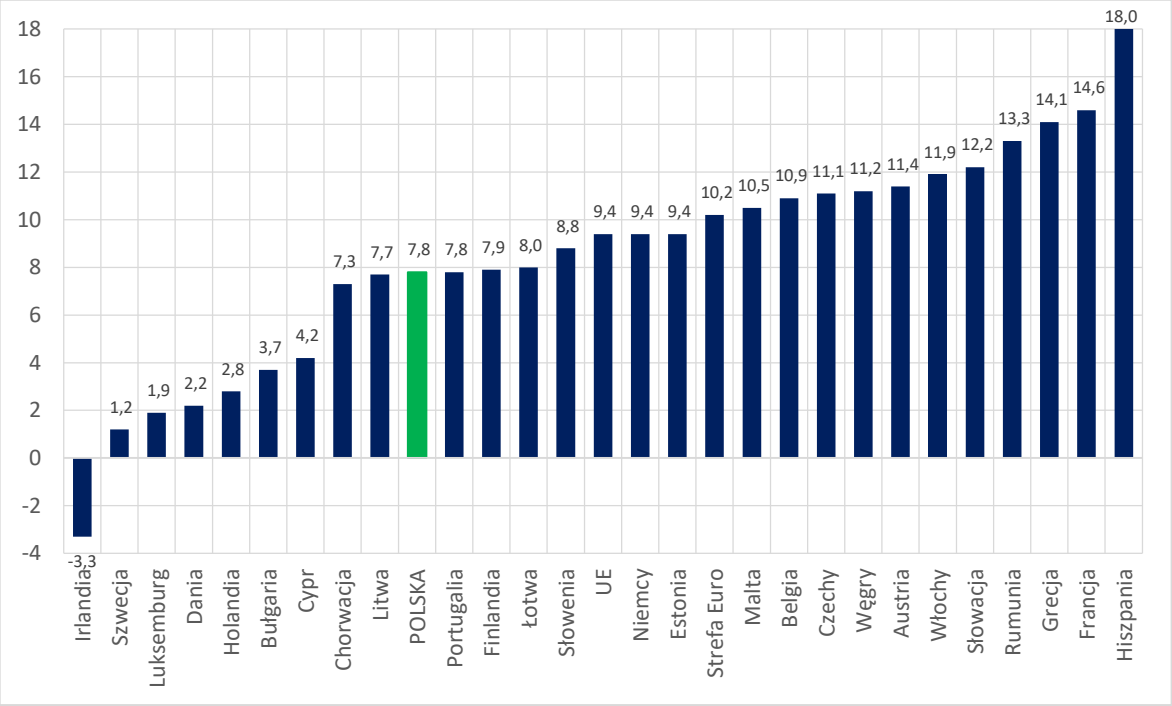
Tabela 6.1 Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz poziom długu publicznego w krajach Unii Europejskiej, 2019-2021 (% PKB)

Państwo/Organizacja	Nadwyżka/deficyt budżetowy			Dług publiczny		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Austria	0,5	-8,2	-5,7	71	83,2	82,4
Belgia	-2,0	-9,0	-5,4	97,6	111,2	108,5
Bułgaria	2,2	-3,8	-4,0	20,1	24,4	23,8
Chorwacja	0,2	-7,2	-2,6	70,9	86,5	78,2
Cypr	1,0	-5,6	-1,6	92,3	113,6	96,5
Czechy	0,3	-5,6	-5,0	29,6	36,9	40,7
Dania	4,3	0,4	4,1	38,3	46,3	40,5
Estonia	-0,1	-5,4	-2,6	9,0	19,1	18,4
Finlandia	-0,9	-5,5	-2,7	65,3	75,3	73,2
Francja	-2,4	-8,9	-6,6	98,2	114,9	112,8
Grecja	0,8	-9,6	-7,1	183,2	209,4	197,3
Hiszpania	-3,1	-9,9	-6,7	97,7	119,3	115,7
Holandia	1,8	-3,6	-2,2	47,7	53,4	50,5
Irlandia	0,4	-4,9	-1,4	55,9	57,0	52,6
Litwa	0,4	-6,4	-1,2	35,6	45,9	43,3
Luksemburg	2,7	-3,1	1,0	22,3	24,5	24,2
Łotwa	-0,2	-4,1	-7,2	37,9	44,0	45,9
Malta	0,7	-8,7	-7,0	39,3	48,8	49,8
Niemcy	1,3	-4,4	-3,2	58,7	68,1	68,1
POLSKA	-0,7	-6,9	-1,7	45,2	56,6	53,0
Portugalia	0,1	-5,8	-2,8	116,1	134,1	123,9
Rumunia	-4,3	-9,2	-7,1	35,0	46,6	48,3
Słowacja	-1,2	-5,3	-5,1	48,0	58,4	60,2
Słowenia	0,7	-7,7	-4,6	66,0	80,2	74,8
Szwecja	0,4	-3,2	-0,2	35,7	40,4	36,9
Węgry	-2,0	-7,5	-7,1	65,0	78,7	76,2
Włochy	-1,5	-9,4	-8,9	133,9	154,4	145,8
Strefa Euro	-0,5	-7,0	-5,1	83,7	96,6	93,9
Unia Europejska	-0,5	-6,7	-4,6	77,4	89,5	86,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_17154329/

222:2179445955

Wykres 6.25 Zmiana poziomu długu publicznego (% PKB) w krajach Unii Europejskiej, 2020-2021 (pkt proc.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_17154329/

W warunkach pandemii COVID-19 klasyczne miary oceny polityki fiskalnej, w szczególności saldo strukturalne, obarczone były istotną niepewnością estymacyjną, wynikającą z trudności w ocenie luki popytowej oraz skali jednorazowych transferów. Z tego względu do oceny krótkoterminowego wpływu krajowej polityki fiskalnej na gospodarkę zastosowano wskaźnik zmiany salda pierwotnego sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB. Miara ta pozwala uchwycić łączny efekt działań dyskrecjonalnych oraz automatycznych stabilizatorów fiskalnych, a tym samym lepiej oddaje faktyczną skalę wsparcia uruchomionego w odpowiedzi na szok pandemiczny w latach 2020-2021, będąc jednocześnie powszechnie wykorzystywanym narzędziem w analizach instytucjonalnych[290].

W 2020 roku we wszystkich państwach członkowskich nastąpiło gwałtowne pogorszenie salda pierwotnego, będące konsekwencją spadku dochodów publicznych oraz uruchomienia nadzwyczajnych wydatków antykryzysowych (tabela 6.2). W kolejnym roku większości krajów nastąpiła już jednak częściowa poprawa salda, co sugeruje przejściowy charakter znacznej części interwencji fiskalnych. Jednocześnie widoczne są istotne różnice między

[290] J. Giżyński, *The impact of the COVID-19 crisis on the fiscal positions in the euro area countries*, Economics and Law, Vol. 23, no. 1 2024, s. 70.

223:7400060233

państwami pod względem skali pogorszenia i tempa poprawy, odzwierciedlające zróżnicowaną przestrzeń fiskalną i odmienne strategie reakcji na kryzys.

Na tle średnich dla Unii Europejskiej i strefy euro reakcja fiskalna Polski miała umiarkowany charakter. W 2020 roku saldo pierwotne w Polsce pogorszyło się do -5,6% PKB, co było wartością zbliżoną do średniej dla strefy euro (-5,5% PKB) i nieco gorszą niż średnia dla UE (-5,3% PKB). W 2021 roku Polska odnotowała natomiast wyraźną poprawę do -0,6% PKB, co oznaczało znacznie szybsze wycofywanie się z ekspansji fiskalnej niż w strefie euro (-3,7% PKB) i w UE ogółem (-3,2% PKB). Wskazuje to na przejściowy charakter znacznej części polskich działań fiskalnych oraz relatywnie ostrożne wykorzystanie dostępnej przestrzeni fiskalnej w warunkach ożywienia gospodarczego.

Tabela 6.2 Saldo pierwotne instytucji rządowych i samorządowych w krajach Unii Europejskiej, 2019-2021 (% PKB)

Państwo/Organizacja	2019	2020	2021
Austria	1,9	-6,8	-4,6
Belgia	0,0	-7,0	-3,7
Bułgaria	2,8	-3,3	-3,5
Chorwacja	2,4	-5,2	-1,1
Cypr	3,2	-3,6	0,1
Czechy	1,0	-4,9	-4,3
Dania	5,0	0,9	4,6
Estonia	-0,1	-5,3	-2,5
Finlandia	0,0	-4,8	-2,2
Francja	-0,9	-7,6	-5,2
Grecja	3,8	-6,6	-4,6
Hiszpania	-0,8	-7,7	-4,6
Holandia	2,6	-2,9	-1,7
Irlandia	1,7	-3,9	-0,7
Litwa	1,3	-5,7	-0,7
Luksemburg	3,0	-2,9	1,1
Łotwa	0,6	-3,4	-6,7
Malta	2,0	-7,5	-6,0
Niemcy	2,1	-3,8	-2,6
POLSKA	0,7	-5,6	-0,6
Portugalia	3,0	-3,0	-0,4
Rumunia	-3,3	-8,0	-5,8
Słowacja	0,0	-4,1	-4,0
Słowenia	2,3	-6,1	-3,4
Szwecja	0,8	-2,9	0,0
Węgry	0,2	-5,2	-4,9
Włochy	1,8	-6,0	-5,5
Strefa Euro	1,1	-5,5	-3,7
Unia Europejska	1,0	-5,3	-3,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat,
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_17154329/
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_17303167/

224:6061191307

Porównanie działań fiskalnych Polski i pozostałych państw Unii Europejskiej potwierdza, że reakcja na kryzys pandemiczny miała charakter nadzwyczajny i opierała się na gwałtownym zwiększeniu wydatków publicznych oraz czasowym zawieszeniu reguł fiskalnych. W Polsce, podobnie jak w innych krajach, dominowały instrumenty osłonowe dla rynku pracy oraz wsparcie płynności przedsiębiorstw, przy czym programy takie jak Tarcza Finansowa PFR czy dopłaty do wynagrodzeń charakteryzowały się relatywnie wysokim stopniem ukierunkowania. Na poziomie unijnym kluczową rolę odegrały programy SURE oraz NextGenerationEU, które nadały reakcji fiskalnej wymiar wspólnotowy, jednak w krótkim okresie zasadnicze znaczenie miały działania podejmowane na poziomie krajowym. W przypadku Polski to one w decydującym stopniu przyczyniły się do relatywnie płytkiego charakteru recesji w 2020 roku oraz ograniczenia wzrostu bezrobocia, podczas gdy instrumenty unijne miały przede wszystkim znaczenie uzupełniające i rozwojowe w dłuższym horyzoncie.

Analiza reakcji fiskalnych ujawnia jednak, że ich skuteczność była w znacznym stopniu determinowana szerszym kontekstem instytucjonalnym funkcjonowania Unii Europejskiej. Pandemia COVID-19 szczególnie wyraźnie uwidoczniła strukturalną asymetrię Unii Europejskiej, polegającą na współistnieniu scentralizowanej polityki monetarnej i zdecentralizowanej polityki fiskalnej. Europejski Bank Centralny podjął zdecydowane działania stabilizacyjne, uruchamiając szerokie programy płynnościowe i skup aktywów, w tym program PEPP, co pozwoliło ustabilizować rynki finansowe i ograniczyć ryzyko fragmentacji strefy euro. Jednocześnie realne wsparcie dla gospodarek, obejmujące finansowanie ochrony zdrowia, subsydia dla przedsiębiorstw oraz ochronę miejsc pracy, pozostawało w gestii rządów krajowych. W tym kontekście pojawiły się propozycje wprowadzenia wspólnych instrumentów dłużnych, określanych mianem koronabonów, które miały wzmocnić mechanizmy solidarnościowe i ułatwić dostęp do finansowania państwom o ograniczonej przestrzeni fiskalnej[291]. Polska, pozostając poza strefą euro, prowadziła działania niezależnie, opierając się na własnych instrumentach fiskalnych i tarczach antykryzysowych. Porównanie tych podejść wskazuje, że brak trwałej wspólnej polityki fiskalnej ograniczał spójność reakcji antykryzysowej w UE, podczas gdy samodzielność decyzyjna Polski sprzyjała szybszemu reagowaniu, lecz wiązała się z pełnym obciążeniem krajowych finansów publicznych.

[291] I. Jankovic, S. Popovic, V. Lukic, *EU monetary and fiscal policy responses to the COVID-19 crisis*, Economics of Enterprise, vol. 69 (5-6), p. 333-344, 2021, s. 343.

225:2802897654

6.4 Efekty gospodarcze pandemii COVID-19 w państwach UE w latach 2020-2021

Ocena efektów gospodarczych pandemii COVID-19 w państwach Unii Europejskiej w latach 2020-2021 wymaga spojrzenia wykraczającego poza krótkookresowe wahania koniunktury i dynamikę poszczególnych faz kryzysu. Dwa lata pandemii stanowiły bowiem nie tylko test odporności gospodarek, lecz także sprawdzian zdolności państw do prowadzenia skutecznej polityki stabilizacyjnej w warunkach skrajnej niepewności, ograniczeń instytucjonalnych oraz silnych napięć społecznych. W tym sensie obserwowane na koniec 2021 roku zróżnicowanie wyników makroekonomicznych nie jest wyłącznie rezultatem przebiegu samego szoku pandemicznego, lecz w istotnym stopniu odzwierciedla odmienne modele interwencji państwa oraz priorytety polityki gospodarczej przyjęte w poszczególnych krajach.

Choć w 2021 roku większość państw UE odnotowała wyraźne odbicie realnej aktywności gospodarczej, jego charakter i trwałość były silnie zróżnicowane. W części gospodarek, zwłaszcza w strefie euro, proces odbudowy przebiegał wolniej i w większym stopniu zależał od wsparcia polityki publicznej, podczas gdy w wielu krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, powrót do wzrostu miał bardziej dynamiczny charakter. Jednocześnie szybka odbudowa realnej aktywności w tej grupie państw wiązała się z narastaniem napięć nominalnych, w szczególności presji inflacyjnej, co uwidacznia fundamentalny dylemat polityki gospodarczej: relację między tempem stabilizacji realnej, a kosztami w postaci utraty stabilności cen i wzrostu nierównowag makroekonomicznych.

W przeciwieństwie do wcześniejszych podrozdziałów, koncentrujących się na przebiegu szoku pandemicznego oraz instrumentach reakcji polityki monetarnej i fiskalnej, niniejszy podrozdział przyjmuje perspektywę bilansową. Punkt odniesienia stanowi stan gospodarek na koniec 2021 roku, traktowany jako skumulowany efekt dwóch lat kryzysu oraz działań podejmowanych przez państwa na poziomie krajowym i unijnym. Takie ujęcie pozwala nie tylko porównać skalę odbudowy realnej aktywności gospodarczej, lecz także ocenić jej społeczne i nominalne koszty, w tym stabilność rynku pracy, zmiany realnej siły nabywczej dochodów z pracy oraz trwałe konsekwencje fiskalne.

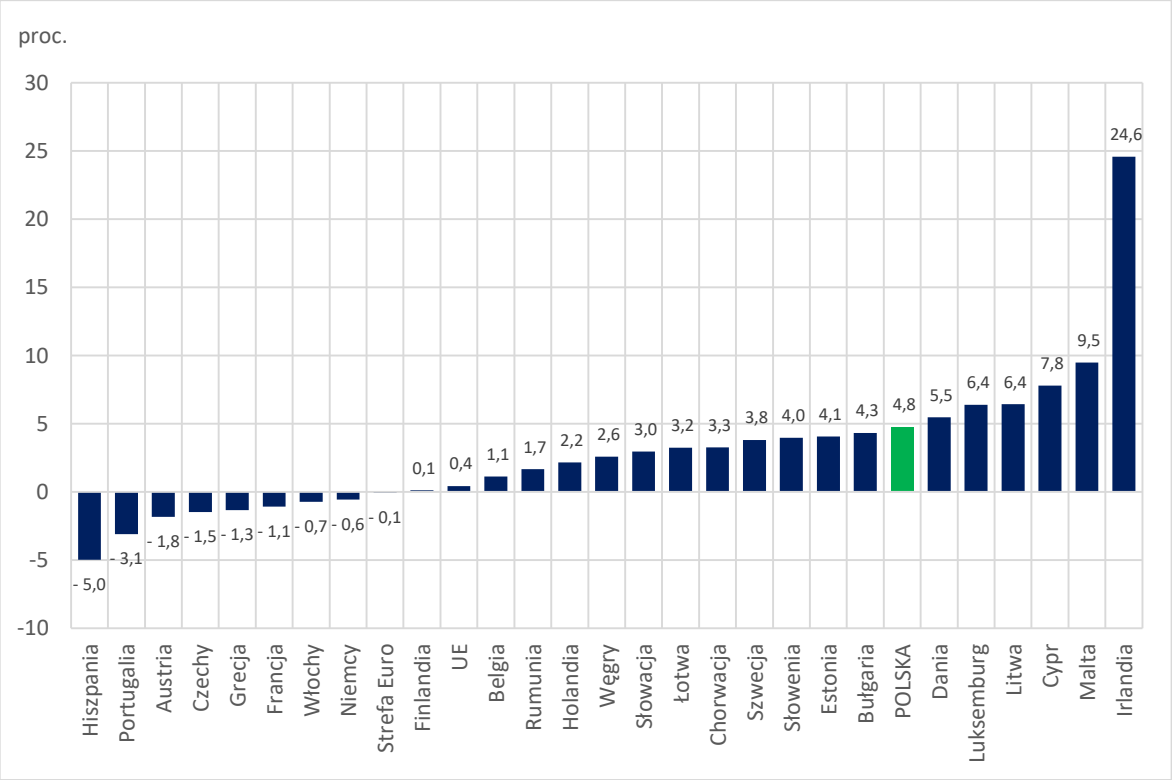
Tak, jak w poprzednich podrozdziałach szczególna uwaga została poświęcona pozycji Polski na tle Unii Europejskiej, strefy euro, państw Europy Środkowo-Wschodniej oraz Niemiec jako największej gospodarki wspólnoty. Takie zestawienie umożliwia identyfikację specyfiki krajowego modelu reakcji antykryzysowej oraz pozwala odpowiedzieć na pytanie, w jakim stopniu relatywnie korzystne wyniki realne osiągnięte w Polsce były efektem

226:6227485804

skutecznej interwencji państwa, a w jakim stopniu wiązały się z narastającymi napięciami, które ograniczały przestrzeń dla dalszej stabilizacji makroekonomicznej w kolejnych latach.

W zakresie realnej aktywności gospodarczej skumulowane dane za lata 2020-2021 wskazują na silne i trwałe zróżnicowanie efektów pandemii pomiędzy państwami Unii Europejskiej. Dla całej UE skumulowany wzrost realnego PKB wyniósł jedynie 0,4%, natomiast w strefie euro gospodarka na koniec 2021 roku pozostawała praktycznie na poziomie sprzed pandemii (-0,1%) (wykres 6.26). Oznacza to, że pomimo silnego odbicia w 2021 roku, przeciętnie nie doszło do wyraźnego przekroczenia przedpandemicznej ścieżki wzrostu, a proces odbudowy miał w znacznej mierze charakter kompensacyjny, a nie rozwojowy. Szczególnie widoczne zróżnicowanie efektów pandemii dotyczy największych gospodarek UE oraz państw Europy Południowej. Niemcy, mimo skali zastosowanych instrumentów fiskalnych i monetarnych, odnotowały w latach 2020-2021 skumulowany spadek realnego PKB o 0,6%, co oznacza, że na koniec 2021 roku gospodarka ta nie powróciła do poziomu aktywności sprzed pandemii.

Wykres 6.26 Skumulowana zmiana realnego PKB w latach 2020-2021 w krajach UE



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp__custom_78848

227:1087181296

Na tym tle wyraźnie odmiennie prezentuje się Europa Środkowo-Wschodnia, gdzie w większości państw skumulowana zmiana realnego PKB w latach 2020-2021 była dodatnia. Słowacja i Węgry osiągnęły odpowiednio 3,0% i 2,6%, kraje bałtyckie, Litwa, Łotwa i Estonia, odnotowały wzrost w przedziale od 3,2% do 4,1%, a Czechy jako jedyne ze spadkiem na poziomie -1,5%. Polska, z wynikiem 4,8%, uplasowała się wyraźnie powyżej średniej unijnej oraz strefy euro, a także powyżej największych gospodarek Europy Zachodniej, co oznacza, że nie tylko odrobiła straty pandemiczne, lecz osiągnęła także wyraźny wzrost netto względem okresu sprzed pandemii.

Analiza struktury skumulowanej zmiany realnego PKB pozwala uchwycić wspólne cechy modeli odbudowy aktywności gospodarczej w poszczególnych grupach państw Unii Europejskiej (wykres 6.27). Niezależnie od różnic w skali wzrostu, jednym z najbardziej uniwersalnych elementów był dodatni wkład spożycia publicznego, widoczna we wszystkich gospodarkach UE. Wskazuje to na kluczową rolę państwa jako stabilizatora popytu w warunkach pandemii, zarówno poprzez zwiększone wydatki publiczne, jak i mechanizmy osłonowe chroniące dochody gospodarstw domowych oraz funkcjonowanie sektora publicznego.

Jednocześnie struktura popytu prywatnego wyraźnie różnicowała państwa członkowskie. W większości gospodarek Europy Zachodniej oraz Południowej konsumpcja prywatna miała ujemny wkład do skumulowanej zmiany PKB, co odzwierciedlało utrzymującą się niepewność, ostrożność gospodarstw domowych oraz silne ograniczenia w sektorach usługowych szczególnie dotkniętych restrykcjami sanitarnymi. W tych krajach odbudowa aktywności miała w większym stopniu charakter administracyjnie podtrzymywany, a nie popytowo samonapędzający się.

Odmienny obraz wyłania się w państwach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w krajach bałtyckich, gdzie konsumpcja prywatna w większości przypadków wniosła dodatni wkład do wzrostu PKB. Wskazuje to, że polityka stabilizacyjna w tej grupie państw skuteczniej przełożyła się na utrzymanie lub szybkie odbudowanie popytu gospodarstw domowych, co sprzyjało szybszemu powrotowi aktywności gospodarczej. Polska wpisuje się w ten schemat jako przykład gospodarki, w której zarówno konsumpcja publiczna, jak i prywatna stanowiły istotne źródła wzrostu.

W ujęciu przekrojowym relatywnie słabym elementem odbudowy pozostawały inwestycje prywatne. Nakłady brutto na środki trwałe w wielu państwach miały niewielki lub ujemny wkład do skumulowanej zmiany PKB, co potwierdza, że w warunkach podwyższonej niepewności oraz niestabilnych perspektyw popytowych sektor prywatny

228:5220877549

ograniczał decyzje inwestycyjne. Wyjątki w tej grupie nie zmieniają ogólnego obrazu, w którym inwestycje nie pełniły roli głównego motoru odbudowy po pandemii.

Charakterystycznym i szeroko obserwowanym zjawiskiem był natomiast dodatni wkład przyrostu zapasów, szczególnie widoczny w państwach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w części mniejszych gospodarek UE. Wskazuje to, że znaczna część wzrostu aktywności miała charakter przejściowy i była związana z odbudową stanów magazynowych po załamaniu produkcji i handlu w 2020 roku, a także z próbami zabezpieczenia się przedsiębiorstw przed zakłóceniami w łańcuchach dostaw.

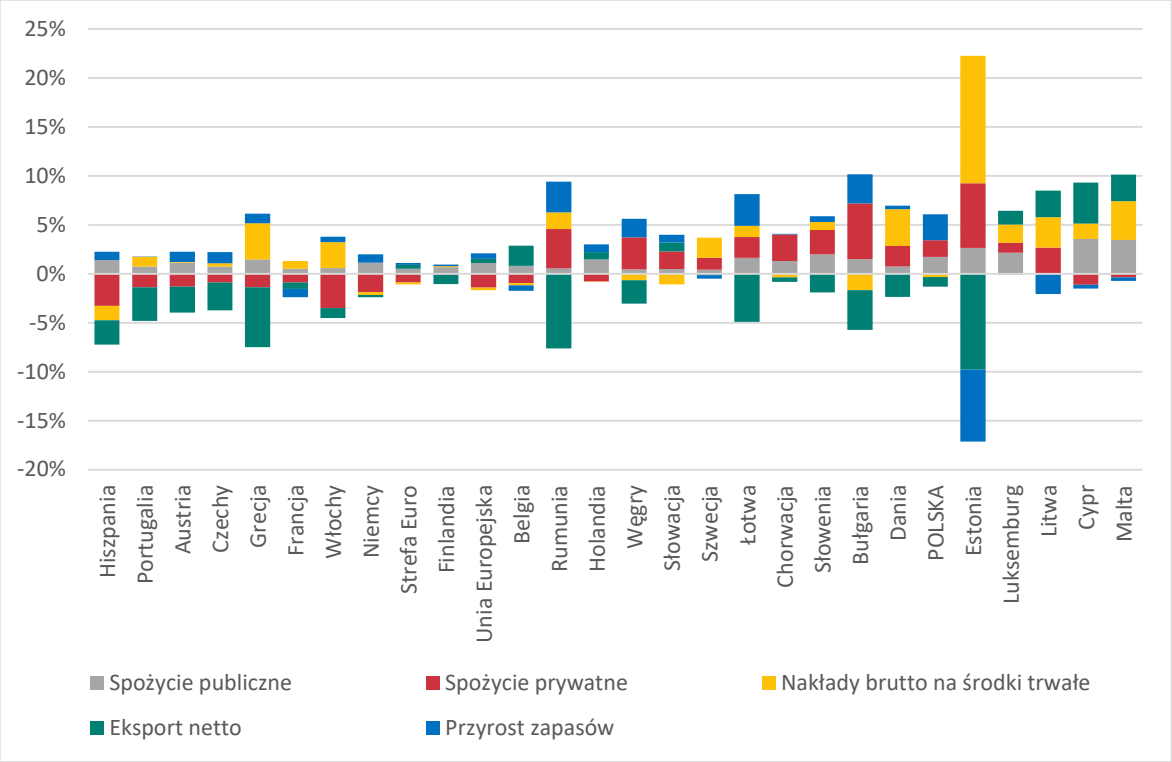
W większości państw UE ujemny pozostawał natomiast wkład eksportu netto, co odzwierciedlało asymetrię tempa odbudowy handlu międzynarodowego oraz silne zaburzenia po stronie podaży. W rezultacie zewnętrzne komponenty popytu w ograniczonym stopniu wspierały wzrost, a w części gospodarek wręcz go obniżały, wzmacniając znaczenie popytu krajowego jako głównego źródła odbudowy.

W Polsce skumulowany wzrost realnego PKB o 4,8% był wspierany zarówno przez konsumpcję publiczną (+1,7 pkt proc.), jak i konsumpcję prywatną (+1,7 pkt proc.), przy istotnym dodatnim wkładzie przyrostu zapasów (+2,7 pkt proc.). Jednocześnie wkład inwestycji pozostawał nieznacznie ujemny (-0,3 pkt proc.), a eksport netto obniżał wzrost o 1,0 pkt proc. Taka struktura wskazuje, że odbudowa realnej aktywności w Polsce była w dużej mierze napędzana popytem wewnętrznym, stabilizowanym przez działania państwa ukierunkowane na ochronę dochodów i konsumpcji gospodarstw domowych, przy relatywnie słabszym udziale komponentów zewnętrznych.

Z perspektywy porównawczej można zatem wyróżnić dwa dominujące modele powrotu do wzrostu po pandemii. W państwach Europy Zachodniej i Południowej odbudowa miała w dużej mierze charakter defensywny, oparty na stabilizacji poprzez wydatki publiczne, przy słabym zaangażowaniu sektora prywatnego. Z kolei w Polsce oraz w znacznej części Europy Środkowo-Wschodniej i krajów bałtyckich wzrost był bardziej popytowy, z istotnym udziałem konsumpcji prywatnej i krótkookresowych czynników takich jak akumulacja zapasów. Taki model sprzyjał szybszemu odrobieniu strat realnych, lecz jednocześnie zwiększał ryzyko narastania napięć nominalnych i fiskalnych, które ujawniają się w kolejnych wymiarach analizy.

229:2941040190

Wykres 6.27 Struktura skumulowanej zmiany realnego PKB w latach 2020-2021 w krajach UE według struktury popytu



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp__custom_19511722/

Relatywnie szybka odbudowa realnej aktywności gospodarczej, obserwowana w części państw Unii Europejskiej, w szczególności w Europie Środkowo-Wschodniej, nie była neutralna z punktu widzenia stabilności cen. Towarzyszyła jej wyraźnie wyższa presja inflacyjna niż w pozostałych krajach UE. W latach 2020-2021 skumulowana inflacja HICP dla całej Unii Europejskiej wyniosła 3,6%, natomiast w strefie euro była zauważalnie niższa i ukształtowała się na poziomie 2,9% (wykres 6.28). W praktyce oznaczało to, że większość państw strefy euro wchodziła w rok 2022 z ograniczonym wzrostem cen.

W większości państw Europy Zachodniej i Południowej inflacja w analizowanym okresie pozostawała umiarkowana, a w części krajów nawet bardzo niska. Dotyczyło to m.in. Grecji, Portugalii, Włoch czy Hiszpanii, gdzie skumulowany wzrost cen nie przekraczał 2-3%, a w przypadku Grecji był wręcz ujemny. Odmiennie prezentowało się to w państwach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie presja inflacyjna była wyraźnie silniejsza i miała charakter regionalny. W Polsce skumulowana inflacja HICP w latach 2020-2021 osiągnęła 9,1%, co było najwyższą wartość w całej Unii Europejskiej i ponad 2,5-krotnie przekraczało średnią unijną. Zbliżone, choć nieco niższe, wartości odnotowano również na Węgrzech (8,8%), w Czechach (6,7%) oraz w Rumunii (6,5%). Oznacza to, że w regionie Europy

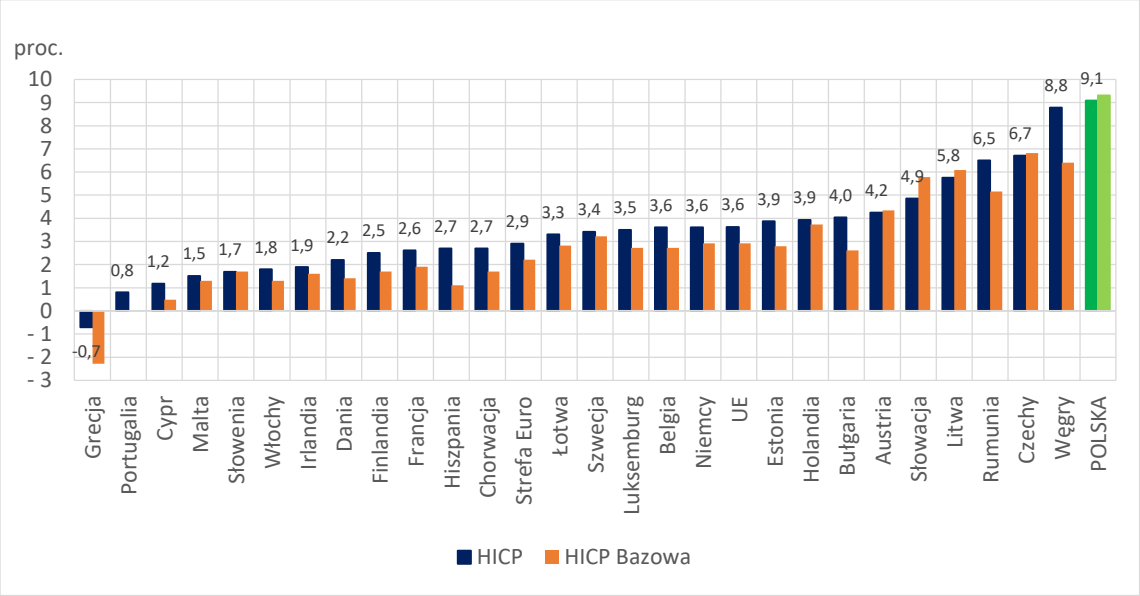
230:1040915672

Środkowo-Wschodniej odbudowa aktywności gospodarczej przebiegała przy znacznie większej presji inflacyjnej niż w strefie euro.

Charakter presji cenowej można lepiej ocenić poprzez porównanie inflacji ogółem z inflacją bazową. W Unii Europejskiej i strefie euro skumulowana inflacja bazowa w latach 2020-2021 wyniosła odpowiednio 2,9% i 2,2%, co sugeruje, że znaczna część wzrostu cen była związana z czynnikami zewnętrznymi, w tym z cenami energii i surowców. Tymczasem w Polsce skumulowany wzrost inflacji bazowej osiągnął 9,3%, a więc poziom zbliżony do inflacji ogółem. Podobne zjawisko, choć o mniejszej skali, występowało także w innych krajach regionu.

Tak wysoki udział inflacji bazowej w całkowitym wzroście cen wskazuje, że presja inflacyjna w Polsce i części państw Europy Środkowo-Wschodniej miała w dużej mierze charakter wewnętrzny. Oznacza to, że była ona związana nie tylko z globalnymi szokami podażowymi, lecz także z krajowymi uwarunkowaniami popytowymi, w tym z szybkim odbiciem konsumpcji, ekspansywną polityką fiskalną oraz luźną polityką monetarną. W tym sensie inflacja stanowiła koszt nominalny skutecznej stabilizacji realnej aktywności gospodarczej.

Wykres 6.28 Skumulowana inflacja HICP oraz inflacja bazowa HICP w krajach UE w latach 2020-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind__custom_17975909/

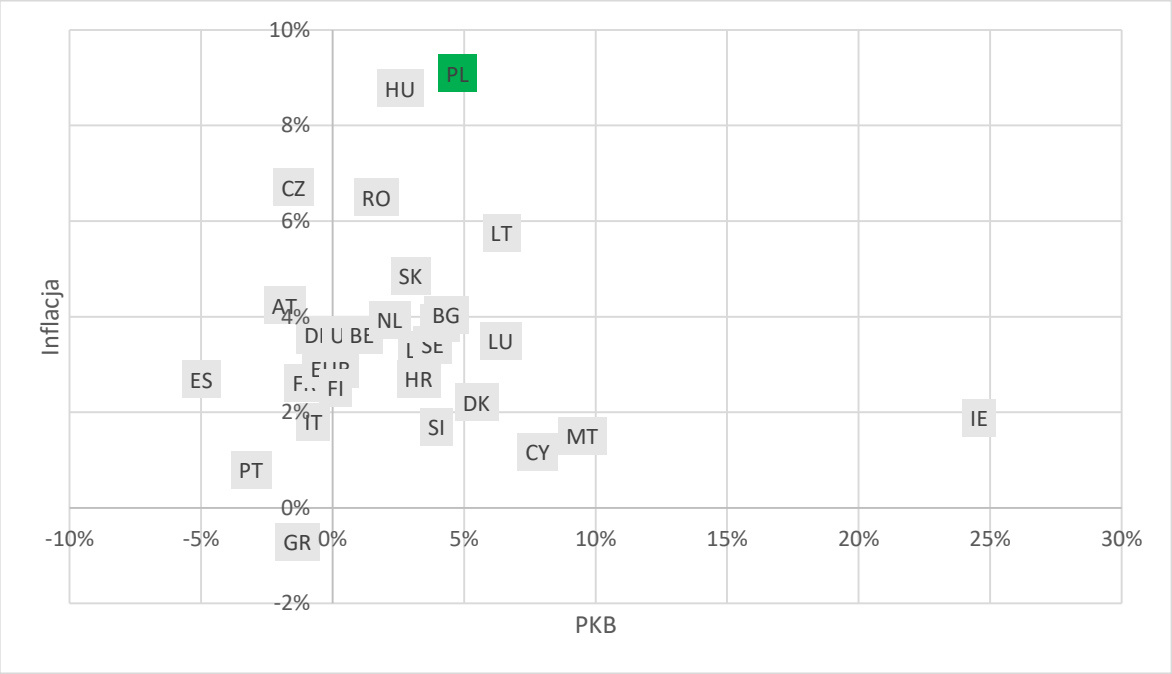
Zestawienie skumulowanej zmiany realnego PKB z poziomem skumulowanej inflacji w latach 2020-2021 pozwala dostrzec zróżnicowane ścieżki wychodzenia państw Unii

231:1025859942

Europejskiej z kryzysu pandemicznego. Wykres syntetycznie pokazuje, że kraje UE nie tylko różniły się tempem odbudowy realnej aktywności, lecz także ponosiły odmienne koszty nominalne z niego wynikające. Widoczny jest brak jednej dominującej trajektorii, a zamiast tego wyłaniają się grupy państw o odmiennych kombinacjach wzrostu gospodarczego i inflacji (wykres 6.29).

Państwa strefy euro oraz większość krajów Europy Zachodniej koncentrują się w obszarze umiarkowanego wzrostu realnego PKB, czy wręcz jego spadku, i relatywnie niskiej inflacji. W tej grupie odbudowa aktywności była powolna lub niepełna, jednak odbywała się przy zachowaniu stabilności cen. Taki układ sugeruje model wychodzenia z kryzysu oparty bardziej na stabilizacji niż na silnym impulsie popytowym, co ograniczało presję inflacyjną, ale jednocześnie nie sprzyjało szybkiemu powrotowi gospodarek do poziomu sprzed pandemii.

Wykres 6.29 Skumulowana zmiana realnego PKB a skumulowana inflacja HIP w krajach UE w latach 2020-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat,
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp__custom_78848/
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind__custom_17975909/

Odmienny wzorzec widoczny jest w państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Kraje tego regionu, w tym Polska, charakteryzują się jednocześnie dodatnim, często relatywnie wysokim wzrostem realnego PKB oraz podwyższoną inflacją. Polska lokuje się w górnej

232:5199764129

części wykresu, łącząc skumulowany wzrost PKB na poziomie 4,8% z najwyższą w Unii Europejskiej skumulowaną inflacją, wynoszącą 9,1%.

Całościowo wykres PKB-inflacja uwidacznia podstawowy dylemat polityki gospodarczej po pandemii. Szybsza odbudowa realnej aktywności była w wielu przypadkach osiągana kosztem wyższej inflacji, podczas gdy kraje utrzymujące stabilność cen doświadczały wolniejszego powrotu wzrostu. Polska znalazła się bliżej tego pierwszego modelu, co pozwoliło na szybkie odrobienie strat realnych.

Analiza zmian na rynku pracy pomiędzy 2019 a 2021 rokiem pokazuje, że pandemia COVID-19 nie doprowadziła w Unii Europejskiej do trwałego załamania zatrudnienia, a w części państw wręcz przyspieszyła procesy poprawy sytuacji na rynku pracy. Dla całej Unii Europejskiej wzrost stopy bezrobocia wyniósł 0,3 pkt proc., natomiast w strefie euro 0,2 pkt proc., co potwierdza skuteczność instrumentów ochrony zatrudnienia zastosowanych w odpowiedzi na szok pandemiczny (wykres 6.30).

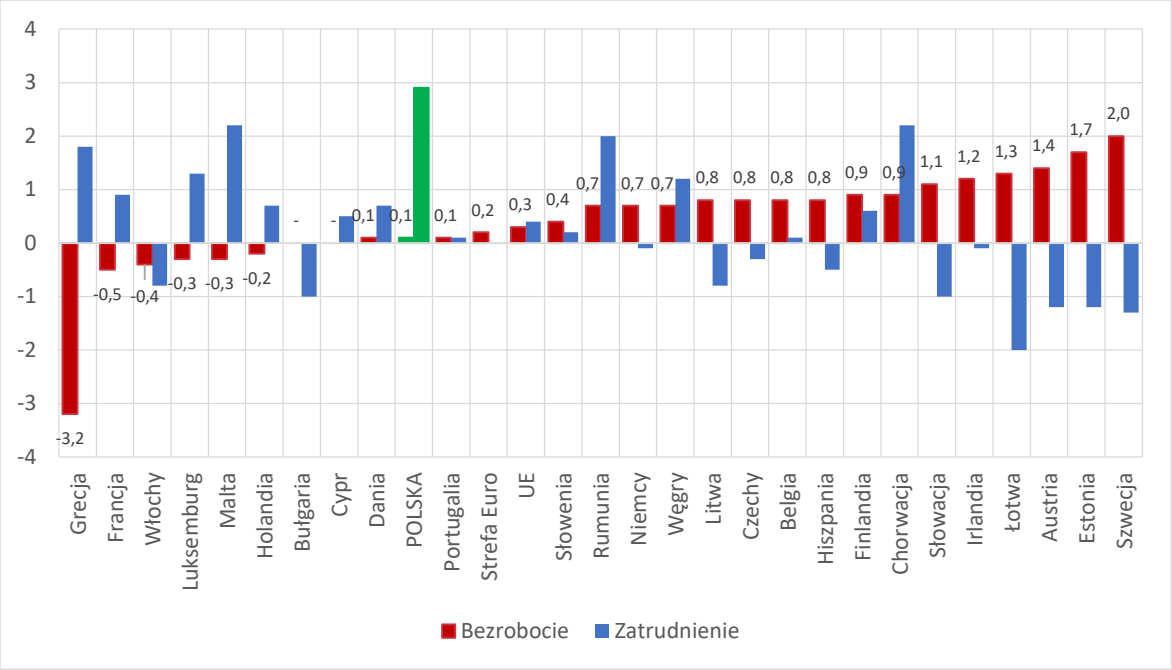
Warto jednak podkreślić, że za tą względną stabilnością kryją się wyraźne różnice pomiędzy państwami. W części krajów Europy Zachodniej i Południowej, mimo głębokiego spadku aktywności gospodarczej w 2020 roku, stopa bezrobocia w 2021 roku była niższa niż przed pandemią. Szczególnym przypadkiem jest Grecja, gdzie bezrobocie spadło o 3,2 pkt proc. względem 2019 roku. Oznacza to, że pandemia nie tylko nie odwróciła wcześniejszego trendu poprawy sytuacji na rynku pracy, lecz w pewnym sensie go utrwaliła. Podobne, choć mniej spektakularne, spadki bezrobocia odnotowano również we Francji, Włoszech czy Holandii.

Jednocześnie spadek bezrobocia nie zawsze szedł w parze ze wzrostem zatrudnienia. W kilku państwach Europy Zachodniej i Północnej poprawa wskaźników bezrobocia współwystępowała ze stagnacją lub nawet spadkiem poziomu zatrudnienia. Może to wskazywać na dostosowania o charakterze strukturalnym, obejmujące m.in. zmiany aktywności zawodowej, skrócenie czasu pracy lub przesunięcia sektorowe, które nie są w pełni uchwytne w samym wskaźniku bezrobocia.

Na tle tych tendencji Polska wyróżnia się połączeniem bardzo niewielkiego wzrostu bezrobocia (0,1 pkt proc.) z wyraźnym, najwyższym w całej Unii Europejskiej, wzrostem zatrudnienia (2,9%). Oznacza to, że rynek pracy nie tylko pozostał odporny na szok pandemiczny, lecz także szybko powrócił na ścieżkę wzrostu.

233:5638908081

Wykres 6.30 Zmiana stopy bezrobocia i wskaźnika zatrudnienia w krajach UE w latach 2019-2021 (pkt proc.)



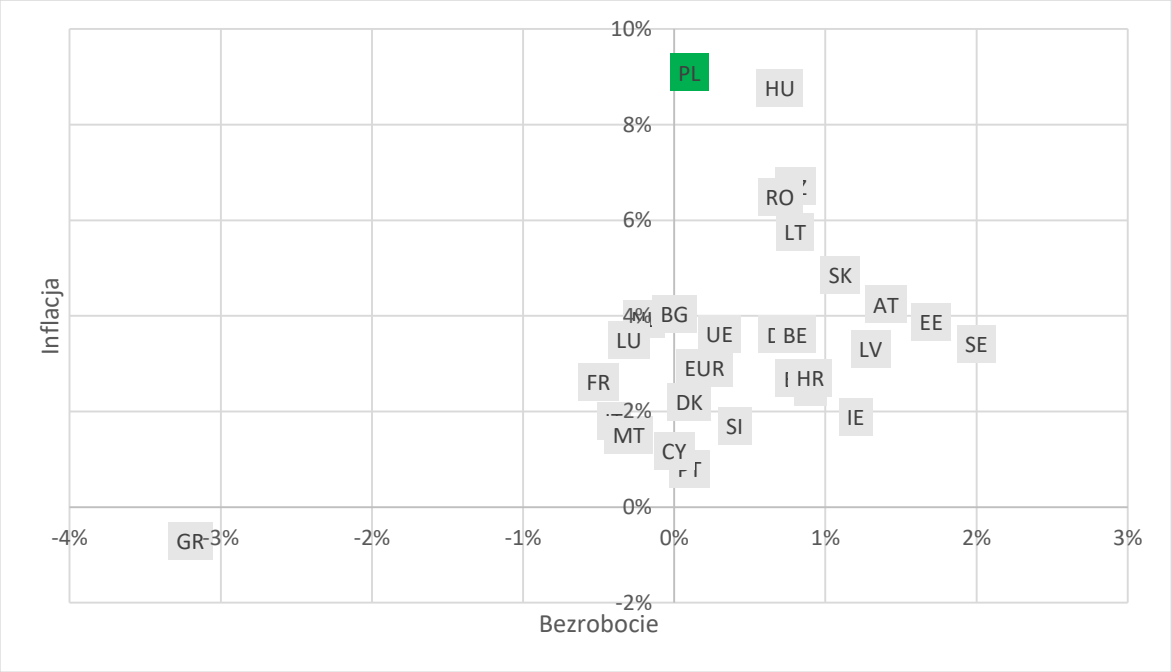
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat,
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/lfsi_emp_a__custom_17896946/
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_a__custom_17896703/

Zestawienie zmian na rynku pracy z dynamiką inflacji pozwala lepiej zrozumieć koszt tej stabilizacji (wykres 6.31). W krajach Europy Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, relatywnie dobra sytuacja na rynku pracy była osiągana przy wysokiej presji inflacyjnej. Polska łączyła niemal niezmienioną stopę bezrobocia i wysoki wzrost zatrudnienia z najwyższą inflacją w UE. Wskazuje to, że ochrona rynku pracy była w dużej mierze realizowana poprzez podtrzymywanie popytu krajowego, co sprzyjało wzrostowi cen.

Z perspektywy porównawczej rynek pracy jawi się więc jako obszar, w którym interwencja państwa skutecznie ograniczyła społeczne koszty pandemii, lecz przy odmiennych konsekwencjach makroekonomicznych. W części państw Europy Zachodniej poprawa sytuacji na rynku pracy następowała przy niskiej presji inflacyjnej, ale wolniejszej odbudowie aktywności gospodarczej. W Polsce i w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej wysoka odporność rynku pracy współwystępowała natomiast z silniejszą presją inflacyjną, co ponownie prowadzi do dylematu pomiędzy dynamiką odbudowy a stabilnością cen.

234:9491325152

Wykres 6.31 Zmiana stopy bezrobocia a skumulowana inflacja HICP w krajach UE w latach 2020-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat,
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind__custom_17975909/
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_a__custom_17896703/

Końcowym elementem oceny skutków pandemii COVID-19 jest zestawienie odbudowy realnej aktywności gospodarczej z przyrostem zadłużenia publicznego. Ujęcie to pozwala spojrzeć na interwencję państwa nie tylko przez pryzmat jej rozmiaru, lecz także efektów, jakie przyniosła w postaci wzrostu gospodarczego. W latach 2019-2021 relacja długu publicznego do PKB wzrosła w Unii Europejskiej o 9,4 pkt proc. (wykres 6.32), co odzwierciedla bezprecedensową skalę działań fiskalnych podjętych w odpowiedzi na szok pandemiczny.

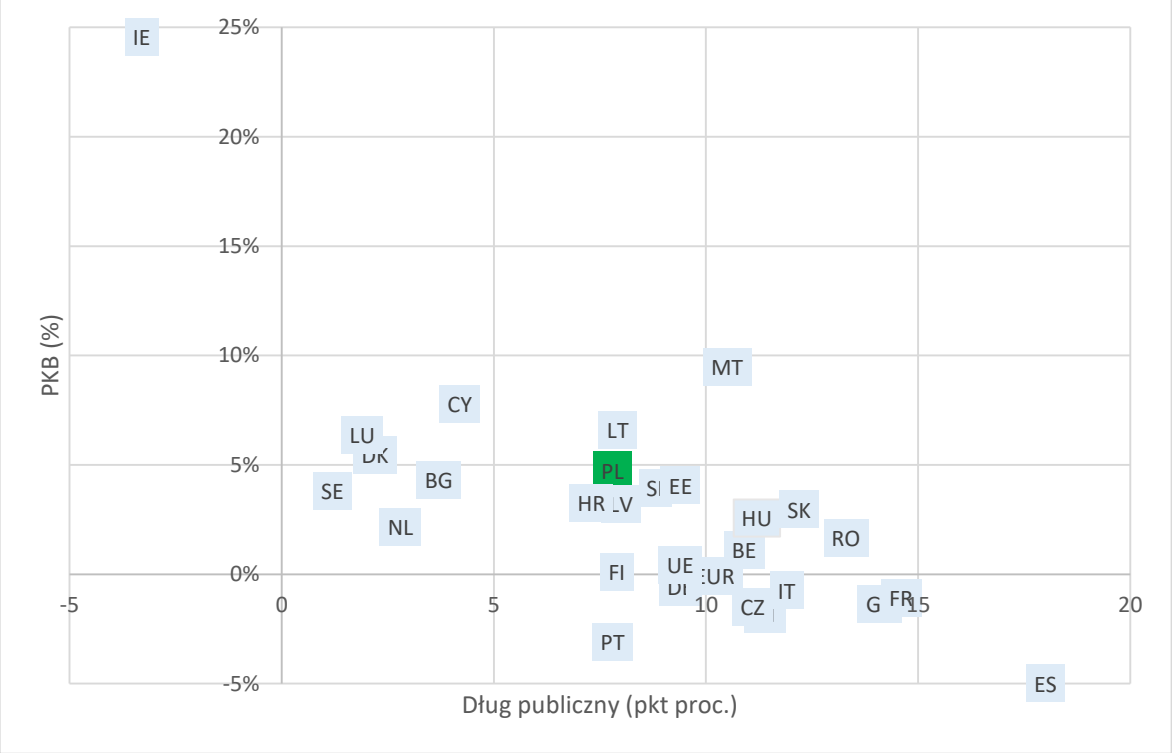
W większości dużych gospodarek strefy euro wzrost zadłużenia był znaczny, lecz nie zawsze towarzyszyło mu trwałe odrobienie strat w realnej aktywności. W Niemczech relacja długu do PKB wzrosła o 9,4 pkt proc., we Francji o 14,6 pkt proc., a we Włoszech o 11,9 pkt proc., podczas gdy skumulowany wzrost PKB w latach 2020-2021 pozostawał w tych krajach ujemny lub bliski stagnacji. Oznacza to, że znaczna część ekspansji fiskalnej miała charakter defensywny, koncentrując się na amortyzowaniu skutków kryzysu, a nie na generowaniu silnego impulsu wzrostowego.

Na tym tle Polska wyróżnia się połączeniem relatywnie umiarkowanego wzrostu zadłużenia z wyraźnie lepszym wzrostem gospodarczym. Wzrost relacji długu publicznego do PKB wyniósł 7,8 pkt proc., a więc był wyraźnie niższy niż średnia unijna, przy

235:1123742348

jednoczesnym skumulowanym wzroście PKB na poziomie 4,8%. Można zatem wywnioskować, że ekspansja fiskalna w Polsce była relatywnie bardziej efektywna pod względem generowania odbicia realnej aktywności niż w wielu państwach Unii Europejskiej, gdzie znacznie większy przyrost długu nie przełożył się na powrót gospodarki powyżej poziomu sprzed pandemii.

Wykres 6.32 Zmiana długu publicznego (% PKB) a zmiana realnego PKB w krajach UE w latach 2020-2021



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat,
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp__custom_78848/
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1__custom_17154329/

Podsumowanie

Analiza efektów gospodarczych pandemii COVID-19 w latach 2020-2021 pokazuje, że Polska należała do grupy państw Unii Europejskiej, które relatywnie szybko odrobiły straty realnej aktywności gospodarczej, jednak osiągnięcie tego rezultatu wiązało się z wyraźnym wzrostem presji inflacyjnej. Na tle przeciętnych wyników Unii Europejskiej oraz strefy euro, gdzie odbudowa PKB była wolna lub niepełna, polska gospodarka charakteryzowała się wyraźnie silniejszym odbiciem, opartym przede wszystkim na podtrzymaniu popytu wewnętrznego. Wskazuje to, że przyjęta kombinacja ekspansywnej polityki fiskalnej oraz łagodnej polityki pieniężnej skutecznie ograniczyła skalę recesji realnej.

236:4614975766

Jednocześnie doświadczenie Polski potwierdza, że szybka odbudowa aktywności gospodarczej nie była neutralna z punktu widzenia stabilności cen. W porównaniu z większością państw strefy euro, które w większym stopniu priorytetowo traktowały kontrolę inflacji, w Polsce doszło do wyraźnego wzrostu presji cenowej, w dużej mierze o charakterze wewnętrznym. Oznacza to, że skuteczność działań stabilizacyjnych w zakresie wzrostu PKB była osiągana kosztem naruszenia równowagi nominalnej, co w kolejnych latach wymusiło zmianę kierunku polityki pieniężnej i ograniczyło pole manewru dla dalszej ekspansji fiskalnej.

Rynek pracy stanowi obszar, w którym efekty interwencji państwa w Polsce były szczególnie widoczne na tle Unii Europejskiej. Utrzymanie niskiej stopy bezrobocia oraz wzrost zatrudnienia w 2021 roku wskazują, że zastosowane instrumenty ochrony zatrudnienia i dochodów skutecznie ograniczyły społeczne koszty kryzysu. W porównaniu z wieloma państwami UE, gdzie stabilizacja rynku pracy miała bardziej pasywny charakter, w Polsce doszło do szybszego przywrócenia aktywności zawodowej, co dodatkowo wzmacniało popyt krajowy, ale jednocześnie potęgowało presję inflacyjną.

Z perspektywy finansów publicznych Polska wyróżniała się relatywnie umiarkowanym wzrostem zadłużenia w porównaniu z wieloma gospodarkami Unii Europejskiej, przy jednocześnie silniejszym wzroście PKB. Sugeruje to, że ekspansja fiskalna w Polsce była w krótkim okresie stosunkowo efektywna w generowaniu odbicia realnej aktywności gospodarczej. Doświadczenia innych państw UE pokazują jednak, że sama skala interwencji fiskalnej nie przesądza o jej skuteczności, a długookresowe konsekwencje zależą od struktury gospodarki, trwałości wzrostu oraz zdolności do późniejszej normalizacji polityki makroekonomicznej.

Przeprowadzona analiza pozwala ocenić reakcję polityki gospodarczej w Polsce jako skuteczną w ograniczaniu realnych i społecznych skutków pandemii, lecz obarczoną istotnymi kosztami nominalnymi. Na tle Unii Europejskiej Polska znalazła się bliżej modelu aktywnej, interwencyjnej roli państwa, który umożliwił szybkie odrobienie strat PKB i ochronę rynku pracy, ale jednocześnie wygenerował wyzwania związane z inflacją. W tym sensie doświadczenie pandemiczne Polski stanowi istotny punkt odniesienia dla dalszej oceny granic i skuteczności polityki monetarnej i fiskalnej w warunkach silnych szoków kryzysowych.

Wyniki analizy empirycznej dla Polski wpisują się w szerszą debatę dotyczącą granic i trwałości skoordynowanej polityki monetarnej i fiskalnej po pandemii COVID-19. Jak

237:1399502399

podkreślają Borio i Disyatat[292], silna współpraca obu polityk w warunkach kryzysowych może skutecznie ograniczać skalę recesji i stabilizować rynki, lecz jednocześnie prowadzi do stopniowego ograniczania przestrzeni stabilizacyjnej w kolejnych latach. Przypadek Polski pokazuje, że szybka odbudowa realnej aktywności gospodarczej i skuteczna ochrona rynku pracy zostały osiągnięte kosztem wzrostu inflacji i narastania napięć makroekonomicznych, co pod koniec 2021 roku wymusiło zmianę kierunku polityki pieniężnej. W tym sensie doświadczenie pandemiczne potwierdza, że kluczowym wyzwaniem dla polityki gospodarczej nie jest sama skala interwencji państwa, lecz jej zdolność do stopniowej normalizacji bez utraty stabilności makroekonomicznej.

[292] C. Borio, P. Disyatat, Monetary and fiscal policies: in search of a corridor of stability, BIS, 2021.

238:1296611395

Zakończenie

Przedmiotem pracy była ocena reakcji polityki monetarnej i fiskalnej w Polsce w czasie pandemii COVID-19 oraz analiza jej skutków gospodarczych w latach 2020-2021. Punktem wyjścia było założenie, że dla rzetelnej oceny działań państwa nie wystarcza rekonstrukcja instrumentów i ich skali w ujęciu krajowym. Konieczne jest również osadzenie polskich decyzji w szerszym kontekście europejskim, ponieważ pandemia stanowiła szok symetryczny w wymiarze epidemiologicznym, lecz asymetryczny w wymiarze gospodarczym i instytucjonalnym. Z tego względu analiza Polski została uzupełniona porównaniem do państw Unii Europejskiej, traktowanym jako tło umożliwiające lepszą interpretację adekwatności, tempa i konsekwencji krajowej reakcji.

Wyniki badań wskazują, że recesja z 2020 roku była zjawiskiem wspólnym dla wszystkich państw UE, jednak jej głębokość i struktura różniły się istotnie. Polska weszła w pandemię z relatywnie wysoką dynamiką wzrostu i w I kwartale 2020 roku utrzymała jeszcze dodatnią dynamikę PKB, podczas gdy w UE i strefie euro spadki były już widoczne. Najsilniejsze tąpnięcie aktywności przypadło na II kwartał 2020 roku, jednak skala spadku PKB w Polsce okazała się wyraźnie płytsza niż średnio w UE. W drugiej połowie 2020 roku tempo odrabiania strat było w Polsce relatywnie szybkie, co pozwala zaliczyć ją do grupy gospodarek, które uniknęły najgłębszego załamania aktywności. Wskazuje to, że ocena polityk publicznych musi uwzględniać zarówno punkt wyjścia, jak i strukturę gospodarki oraz przebieg pierwszej fali restrykcji.

Analiza komponentów PKB pozwoliła uchwycić mechanizmy, które różnicowały przebieg recesji między Polską a wieloma państwami UE. Szczególne znaczenie miała rola popytu publicznego, który w warunkach lockdownu pełnił funkcję stabilizatora silniej niż w ujęciu przeciętnym dla UE. Konsumpcja prywatna, najbardziej wrażliwa na restrykcje i niepewność, spadła w Polsce mniej niż w wielu krajach zachodnich, zwłaszcza tych o większym udziale usług rynkowych i turystyki. Wyróżnikiem Polski okazała się również relatywna odporność inwestycji w pierwszej fazie kryzysu, co na tle głębokich spadków nakładów brutto na środki trwałe w UE i strefie euro stanowiło jeden z elementów wyjaśniających płytszą recesję. W obszarze handlu zagranicznego szok był silny w całej Unii, ale Polska również wypadała relatywnie korzystnie, a pod koniec 2020 roku widoczne było przejście do dodatnich dynamik bilansu handlowego, co sygnalizowało powrót części kanałów zewnętrznych do stanu względnej normalizacji.

Ocena skutków pierwszej fazy pandemii została uzupełniona analizą przemysłu i rynku pracy. Produkcja przemysłowa w Polsce spadła w II kwartale 2020 roku słabiej niż w UE,

239:4608328551

a już w III kwartale powróciła do wzrostu. Rynek pracy w Polsce pozostał relatywnie stabilny, co było spójne z szybkim uruchomieniem instrumentów osłonowych i ograniczeniem skali dostosowań poprzez bezrobocie. W ujęciu porównawczym widać, że w części państw UE stabilizacja rynku pracy odbywała się głównie przez hamowanie wzrostu bezrobocia, natomiast w Polsce w większym stopniu udało się utrzymać poziom zatrudnienia, co miało znaczenie społeczne i polityczne, a zarazem stabilizowało stronę popytową gospodarki.

Polska wchodziła w pandemię z odmiennymi uwarunkowaniami nominalnymi niż pozostałe państwa Unii Europejskiej. W 2020 roku w UE inflacja HICP obniżyła się do poziomów bliskich zera, podczas gdy w Polsce utrzymywała się powyżej 3%, a inflacja bazowa pozostawała najwyższa w UE. Oznacza to, że krajowa przestrzeń dla długotrwałej i bezkosztowej akomodacji monetarnej była bardziej ograniczona niż w gospodarkach, które doświadczały wyraźnej dezinflacji. W konsekwencji ocena działań NBP musi uwzględniać fakt, iż polityka pieniężna w Polsce była prowadzona w warunkach relatywnie trwale presji inflacyjnej, a więc w odmiennym środowisku niż państwa w unii walutowej.

W części poświęconej polityce monetarnej przeanalizowano instrumenty polityki pieniężnej NBP i osadzono je w dwóch fazach. W 2020 roku priorytetem była stabilizacja kryzysowa: ograniczenie kosztu finansowania, zapewnienie płynności sektora bankowego, wsparcie funkcjonowania kanałów kredytowych oraz stabilizacja warunków finansowych. NBP zastosował klasyczne narzędzia w postaci szybkich obniżek stóp procentowych, a jednocześnie sięgnął po instrumenty niekonwencjonalne, w tym skup aktywów na rynku wtórnym, działania płynnościowe oraz modyfikację parametrów rezerwy obowiązkowej. Działania te miały charakter bezprecedensowy w polskich realiach i zbliżały krajowy zestaw narzędzi do wzorców obserwowanych w bankach centralnych państw rozwiniętych, choć w innej skali.

Porównanie z polityką EBC uwidoczniło zarówno podobieństwa celu, jak i różnice uwarunkowań. W strefie euro ciężar reakcji przesuwał się w stronę narzędzi bilansowych, co wynikało z zerowych stóp procentowych jeszcze przed pandemią. EBC połączył utrzymanie łagodnego nastawienia stóp z bezprecedensową skalą programów skupu aktywów i instrumentów refinansujących. W Polsce możliwe było natomiast połączenie klasycznego luzowania stóp z uruchomieniem narzędzi niekonwencjonalnych, co zwiększało elastyczność reakcji w pierwszej fazie kryzysu. Syntetycznym miernikiem skali luzowania była zmiana sumy bilansowej banku centralnego w relacji do PKB, która w Polsce wzrosła umiarkowanie na tle UE, a jej mniejsza skala niż w strefie euro pozostaje spójna

240:9551317475

zarówno z odmiennymi ramami instytucjonalnymi, jak i z bardziej napiętym tłem inflacyjnym.

Analiza kanałów transmisji i reakcji rynków potwierdziła, że interwencje banków centralnych w 2020 roku szybko stabilizowały warunki finansowe. W Polsce rentowności obligacji skarbowych obniżyły się w pierwszej fazie pandemii, a rynki akcji odnotowały gwałtowne spadki w marcu, po czym następowało stopniowe odbicie. W gospodarkach spoza strefy euro dodatkowym wyróżnikiem był kanał kursowy, który w Polsce odgrywał ważną rolę w pierwszej fazie szoku, a jego znaczenie dla inflacji i konkurencyjności wymaga uwzględnienia w ocenie adekwatności działań NBP. W 2021 roku narastał jednak dylemat stabilizacyjny. Wraz z odbudową aktywności, wzrostem oczekiwań inflacyjnych i nasileniem szoków podażowych coraz wyraźniej ujawniały się różnice między ścieżką strefy euro a gospodarkami regionu, w tym Polską. W tych warunkach w Polsce szybciej niż w UE pojawiła się presja na zmianę nastawienia polityki pieniężnej, co znalazło odzwierciedlenie w rozpoczęciu cyklu zacieśniania w końcówce 2021 roku.

W części poświęconej polityce fiskalnej wykazano, że pandemia doprowadziła do najsilniejszej skoordynowanej ekspansji fiskalnej w historii UE. Tymczasowe zawieszenie reguł fiskalnych, w tym aktywacja ogólnej klauzuli wyjścia Paktu Stabilności i Wzrostu, stworzyło ramy instytucjonalne dla wzrostu deficytów i długu, a instrumenty na poziomie UE, w tym program SURE, stanowiły uzupełnienie krajowych pakietów stabilizacyjnych. Jednocześnie analiza potwierdza, że ciężar przeciwdziałania skutkom pandemii spoczywał przede wszystkim na państwach członkowskich. Instytucje unijne tworzyły warunki i zapewniały komponent wsparcia, jednak zasadnicze decyzje dotyczące skali i struktury interwencji miały charakter krajowy, co podkreśla znaczenie państwa jako głównego podmiotu polityki gospodarczej w warunkach kryzysu.

Na tle UE polska reakcja fiskalna miała charakter znaczący, choć jej struktura różniła się od rozwiązań dominujących w części państw zachodnich. Łączna skala wsparcia w Polsce przekroczyła 11% PKB, przy istotnej roli komponentu płynnościowego i rozwiązań pozabudżetowych, w tym instrumentów realizowanych przez Polski Fundusz Rozwoju. Z perspektywy nauk politycznych ważne jest, że w warunkach nadzwyczajnych wzrosło znaczenie państwowych instytucji rozwojowych i funduszy celowych, które poszerzały możliwości interwencyjne rządu poza klasyczny budżet. Taka architektura sprzyjała szybkości działania i stabilizacji przedsiębiorstw oraz rynku pracy, ale jednocześnie przesuwała część procesów decyzyjnych poza tradycyjne mechanizmy kontroli budżetowej, co rodzi pytania o przejrzystość i równowagę instytucjonalną w dłuższej perspektywie.

241:2916564849

W wymiarze liczbowym Polska weszła w pandemię z relatywnie korzystną pozycją fiskalną i utrzymała dług w relacji do PKB poniżej progu 60%, co odróżniało ją od wielu państw UE, w których dług przekraczał ten poziom, a w części przypadków znacząco przekraczał 100% PKB. W Polsce deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych silnie wzrósł w 2020 roku, a następnie został wyraźnie ograniczony w 2021 roku, co wskazuje na szybkie wycofywanie ekspansji fiskalnej. W interpretacji przyjętej w pracy oznacza to strategię relatywnie zachowawczą na tle UE. Z jednej strony umożliwiała utrzymanie wiarygodności fiskalnej i przestrzeni na przyszłość, z drugiej mogła ograniczać skalę impulsu popytowego w fazie odbudowy gospodarki. W tym sensie pandemia uwidoczniła napięcie między doraźną stabilizacją a średniookresową trwałością finansów publicznych, a także znaczenie wyborów politycznych dotyczących tempa normalizacji fiskalnej.

Zestawienie rezultatów gospodarczych Polski i UE w latach 2020-2021 prowadzi do wniosku, że bilans polityk publicznych należy opisywać w co najmniej trzech wymiarach: realnym, nominalnym i fiskalnym. W wymiarze realnym Polska osiągnęła relatywnie szybką odbudowę aktywności i korzystne wyniki rynku pracy, co sugeruje wysoką skuteczność instrumentów stabilizacyjnych w pierwszej fazie kryzysu oraz istotną komplementarność działań fiskalnych i monetarnych. W wymiarze fiskalnym utrzymanie długu poniżej 60% PKB oraz szybka poprawa salda w 2021 roku wskazują na zachowanie bezpieczeństwa fiskalnego rozumianego jako zdolność państwa do mobilizacji zasobów i utrzymania zaufania rynków przy jednoczesnym ograniczaniu ryzyka utraty autonomii finansowej. W wymiarze nominalnym kosztem tego modelu okazała się jednak wysoka inflacja, w tym silna presja bazowa, co ograniczało przestrzeń dla długotrwałej akomodacji monetarnej i przyspieszało przejście do zacieśniania w końcówce 2021 roku.

Ostatecznie pandemia COVID-19 okazała się testem zdolności państwa do prowadzenia aktywnej polityki stabilizacyjnej oraz koordynacji działań instytucji odpowiedzialnych za gospodarkę. W przypadku Polski działania te pozwoliły ograniczyć koszty realne szoku, ochronić rynek pracy i przyspieszyć odbudowę aktywności na tle UE. Jednocześnie ujawniły granice interwencji w warunkach narastającej presji inflacyjnej oraz znaczenie decyzji dotyczących architektury fiskalnej i stopnia centralizacji działań w sytuacjach nadzwyczajnych. Doświadczenie lat 2020-2021 stanowi ważny punkt odniesienia dla oceny roli państwa w gospodarce, ponieważ pokazuje zarówno efektywność narzędzi stabilizacyjnych w krótkim okresie, jak i dylematy oraz koszty, które stają się widoczne w horyzoncie średniookresowym.

242:7846638085

Literatura

Pozycje zwarte i artykuły naukowe

1. Abbas M., Raza H., *Effect of trade deficit on the economy of Pakistan*, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business 4: 176-215, 2013.
2. Adamczyk M., *Deficyt handlowy zagrożeniem dla bezpieczeństwa ekonomicznego państwa?*, [w:] Globalne i lokalne problemy polityki bezpieczeństwa, Polska i świat, Tom II, red. M. Górka, U. Soler, Media-Expo, 2017, s. 175-193.
3. Adamska-Mieruszewska J., *Bilans płatniczy, w: Finanse międzynarodowe*, M. Markiewicz, U. Mrzygłód (red.), PWE, Warszawa 2015.
4. Adler G., Lama R., Medina J.P., Un*conventional Policies and Exchange Rate Dynamics*, IMF Working Papers 2017/237, International Monetary Fund, 2017. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2018.03.014
5. Afonso A., Sousa R.M., *The macroeconomic effects of fiscal policy*, Apllied Economics, 44:34, 2012, s. 4439-4454. https://doi.org/10.1080/00036846.2011.591732
6. Afonso A., Jalles J.T., Kazemi M., *The effects of macroeconomic, fiscal and monetary policy announcements on sovereign bond spreads*, International Review of Law and Economics, 63, 105924, 2020. https://doi.org/10.1016/j.irle.2020.105924
7. Afonso A., Alves J., Balhote R., *Interactions between monetary and fiscal policies*, Journal of Applied Economics, 22:1, 2019, s. 132-151. https://doi.org/10.1080/15140326.2019.1583309
8. Alesina A., Stella A., *The Politics of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series no. 15856, 2010. https://ssrn.com/abstract=1577167
9. Alesina A., Campante F., Tabellini G., *Why is Fiscal Policy Often Procyclical?*, Journal of the European Economic Association, vol. 6, issue 5, 1006-1036, 2008. https://ssrn.com/abstract=804246
10. Almomen H., *Role of Stock Market in the Economy of a Country*, International Journal of Management and Commerce Innovations, Vol. 3, Issue 2, 2016. https://ssrn.com/abstract=2012518
11. Alt J. E., Lassen D. D., *Fiscal transparency, political parties, and debt in OECD countries*, European Economic Review Volume 50, Issue 6, p. 1403-1439, 2006. https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2005.04.001
12. Andersen L., Babula R., T*he link between openness and long-run economic growth*, Journal of International Commerce and Economics 2: 31-50, 2009.

243:9594555976

13. Awokuse T.O., *Causality between exports, imports, and economic growth: Evidence from transition economies*, Economics letters 94: 389-95, 2017. https://doi.org/10.1016/j.econlet.2006.08.025
14. Bakari S., Saaidia F., Soualhia A., *Evaluation of Trade Influence on Economic Growth in China: A Time Series Analysis*, Journal of Smart Economic Growth 4: 57-72, 2019.
15. Bakari S., Sofien T., *The Impact of Trade Openness, Foreign Direct Investment and Domestic Investment on Economic Growth: New Evidence from Asian Developing Countries*, MRPA Paper 94489, 2019.
16. International Monetary Fund, *Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6)*, Washington, D. C. 2009.
17. Banaszczak-Soroka U. (red.), *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
18. Bank for International Settlements, *Basel Committee on Banking Supervision - Charter*, 2013.
19. Baqaee D., Farhi E., *Supply and Demand in Disaggregated Keynesian Economies with an Application to the Covid-19 Crisis*, NBER Working Paper 27152, 2020. https://doi.org/10.3386/w27152
20. Barro R. J., *Determinants of Economic Growth: A Cross-Country Empirical Study*, NBER Working Papers 5698, National Bureau of Economic Research, 1996. https://ssrn.com/abstract=3422
21. Barro R. J., *Are government bonds net wealth*, *Journal of Political Economy*, 82(6), 1095-1117, 1974. https://doi.org/10.1086/260266
22. Bassanini A., Scarpetta S., *The Driving Forces of Economic Growth: Panel Data Evidence for the OECD Countries*, OECD Economic Studies No. 33, 2001. https://doi.org/10.1787/eco_studies-v2001-art10-en
23. Beetsma R., Debrun X., *Fiscal Councils: Rationale, and Effectiveness*, IMF Working Paper, WP/6/86, 2016. https://ssrn.com/abstract=2882650
24. Beetsma R., Debrun X., Fang X., Kim Y., Lledó V., Mbaye S., Zhang X., *Independent Fiscal Councils: Recent Trends and Performance*, IMF Working Paper, WP/16/68, 2018.
25. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., Vernasca G., *Makroekonomia*, tłum. Rapacki R., Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014.
26. Benford J., Berry S., Nikolov K., Young C., Robson M., *Quantitative Easing*, Bank of England Quarterly Bulletin, Q2, 2009.

244:9641526882

27. Benmelech E., Tzur-Ilan N., *The Determinants of Fiscal and Monetary Policies During the Covid-19 Crisis,* NBER Working Paper 27461, National Bureau of Economic Research, 2020. https://doi.org/10.3386/w27461
28. Benigno P., Canofari P., Di Bartolomeo G., Messori M., *The European Monetary Policy Responses During the Pandemic Crisis*, Open Econ Rev 33, 657-675, 2022. https://doi.org/10.1007/s11079-022-09665-7
29. Bernanke B.S., *The New Tools of Monetary Policy,* American Economic Review 110, no. 4, 2020, s. 943-983.
30. Bernanke B., Reinhart V., *Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,* American Economic Review Vol. 94, No 2, p. 85-90, 2004. https://doi.org/10.1257/0002828041302118
31. Bindseil U., Jabłecki J., *The optimal width of the central bank standing facilities corridor and banks' day-to-day liquidity management*, ECB Working Paper Series 1350, European Central Bank, 2011.
32. Blanchard O., Giavazzi F., *Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein - Horioka Puzzle?*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 2, 2002.
33. Blanchard O., *Public Debt and Low Interest* Rates, American Economic Review 109(4): 1197-1229, 2019. https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197
34. Blanchard O., Cerutti E., Summers L., *Inflation and Activity - Two Explorations and their Monetary Policy Implications*, NBER Working Paper No. 21726, 2015.
35. Blavasciunaite D., Garsviene L., Matuzeviciute K., *Trade Balance Effects on Economic Growth: Evidence from European Union Countries*, Economies, 8(3):54, 2020.
36. Blicharz G., Oręziak B., Wielec M., *Rynek Finansowy. Zapobieganie przyczynom przestępczości,* Wydawnictwo Instytutu Wymiaru Sprawiedliwości, Warszawa 2021.
37. Błaszczyk P., *Wieloczynnikowa ocena gospodarki - metodyka i szacunki dla wybranych gospodarek,* Studia Ekonomiczne nr 166 Polityka gospodarcza w okresie transformacji i kryzysu, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2014.
38. Borio C., Disyatat P., Monetary and fiscal policies: in search of a corridor of stability, BIS, 2021.
39. Bożyk P., Misala J., Puławski M., *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne,* PWE, Warszawa, 2002.
40. Bökemeier B., Wolski M., *This time is different: Fiscal response to the COVID-19 pandemic among EU countries*, Working Papers in Economics and Management, No.

245:9276269378

01-2022, Bielefeld University, Faculty of Business Administration and Economics, Bielefeld, 2022, [https://doi.org/10.4119/unibi/2961170].

41. Briguglio L., Cordina G., Farrugia N., Vella S. (2008): Economic vulnerability and resilience concepts and measurements, WIDER Research Paper, No. 2008/55, The United Nations University World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), Helsinki 2008.
42. Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
43. Bujnowicz I., *Teoretyczne podstawy wyróżnienia systemów finansowych we współczesnej gospodarce rynkowej - wybrane aspekty*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, Tom 221 Wybrane problem w gospodarce światowej, Łódź 2008, s. 277-295.
44. Bundick B., Herriford T., Smith A.L., *Forward Guidance, Monetary Policy Uncertainty, and the Term Premium*, Research Working Paper RWP 17-7, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2017.
45. Cameron D. R., *European Council approves Eurogroup's €540 billion package, agrees to establish recovery fund*, Yale University, 2020. https://macmillan.yale.edu/news/european-council-approves-eurogroups-eu540-billion-package-agrees-establish-recovery-fund
46. Case Karl E., Fair Ray C., Oster Sharon M., *Principles of Economics*, Boston: Pearson, 2017.
47. Case K.E., Fair R.C., Oster S.M., *Principles of Economics*, 10th edition, Pearson Education, 2011.
48. Céspedes L.F., Chang R., Velasco A., *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, The American Economic Review, vol. 94, No. 4, 2004, s. 1183-1193.
49. Cetintas H., Barisik S., *Export, Import and Economic Growth: The Case of Transition Economies*, Transition Studies Review 15: 636-49, 2009.
50. Cho Y. J., *The Role of State Intervention in the Financial Sector: Crisis Prevention, Containment, and Resolution*, ADBI Working Paper 196, Asian Development Bank Institute, Tokio, 2010.
51. Clarida R., Gali J., Gertler M., *The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective*, Journal of Economic Literature, 37 (4), 1999, s. 1661-1707.
52. Clichici D., *Unconventional Monetary Measures During the COVID-19 Pandemic: A Case Study for Central and Eastern European Countries*, Studia Universitatis Babeș-

246:1039089563

Bolyai Oeconomica, Sciendo, vol. 68(2), s. 17-33, 2023. https://doi.org/10.2478/subboec-2023-0007

53. Coady D., Palomba G., *IMF Engagement on Social Safety Net Issues for Surveillance and Program Work*, IMF Technical Notes and Manuals 2022/007 Fiscal Affairs Department and Strategy, Policy, and Review Department, 2022.
54. Coeurdacier N., Rey H., Winant P., *Financial Integration and Growth in a Risky World*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 21817, 2015.
55. *Convention on the Organisation for Economic Co-operation and Development*, Paris, 1960.
56. Cordella T., Federico P., Vegh C., Vuletin G., *Reserve Requirements in the Brave New Macroprudential World*, Policy Research Working Paper Series 6793, The World Bank, 2014.
57. Cucinotta D., Vanelli M., *WHO Declares COVID-19 a Pandemic*, Acta Biomed, Vol. 91, N. 1:157-160, 2020.
58. Czaja S., Becla A., *Rynki finansowe i zachowania inwestorskie*, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Głogowie. Instytut Ekonomiczny, Głogów 2021, s. 113.
59. Czekaj J., *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2019.
60. Daniels J. P., Van Hoose D. D., *International Monetary and Financial Economics*, 1st edition, Pearson, Boston 2014.
61. Daniel J., Davis J., Fouad M., Van Rijckeghem C., *Fiscal Adjustment for Stability and Growth*, International Monetary Fund, Pamphlet Series: No. 55, Washington D.C., 2006.
62. Das U.S., Quintyn M., Chenard K., *Does Regulatory Governance Matter for Financial System Stability? An Empirical Analysis*, IMF Working Paper, WP/04/89, 2004.
63. Davig T., Leeper E., *Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus*, European Economic Review, Elsevier, vol. 55(2), 2011, s. 211-227.
64. Deb P., Furceri D., Ostry J.D., Tawk N., Yang N., *The Effects of Fiscal Measures During COVID-19*, IMF Working Paper 2021/2026, 2021 (https://doi.org/10.5089/9781557754264.001).
65. Delong J.B., Summers L.H., Feldstein M., Ramey V.A., *Fiscal Policy in a Depressed Economy [with Comments and Discussion]*, Brookings Papers on Economic Activity, s. 233-97, 2012, [http://www.jstor.org/stable/23287218].
66. De La Fuente-Mella, H., Vallina-Hernandez, A. M., & Fuentes-Solís, R. (2020). Stochastic analysis of the economic growth of OECD countries. Economic Research-Ekonomska Istrazivanja, 33(1), 2189-2202

67. De Grauwe P., *Towards a New Euro Crisis?*, Intereconomics 57, 273-277, 2022. https://doi.org/10.1007/s10272-022-1078-x
68. Eggertsson G., *What Fiscal Policy is Effective at Zero Interest Rates?*, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2010, volume 25, p. 59-112, 2011.
69. Eichenbaum M., Rebelo S., Trabandt M., *The macroeconomics of testing and quarantining*, NBER Working Papers 27104, National Bureau of Economic Research, Inc., 2020.
70. *Elementy makro i mikroekonomii dla inżynierów*, red. S. Marciniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, 1993.
71. Erten B., Korinek A., Ocampo J.A., Capital Controls: Theory and Evidence, NBER Working Paper, no. 26447, 2019.
72. European Central Bank, *The ECB's Forward Guidance,* ECB Monthly Bulletin, April 2014, 2014, s. 65-73.
73. European Commission, *Report on the European instrument for Temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) following the COVID-19 outbreak pursuant to Article 14 of Council Regulation (EU) 2020/672*, 2023.
74. European Commission, *Recovery Plan for Europe*, 2021, URL: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/recovery-plan-europe_en#documents.
75. European Commission, *Communication from the Commission to the Council: One year since the outbreak of COVID-19: fiscal policy response* (COM/2021/105), 2021.
76. European Commission, *Communication from the Commission to the Council on the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact*, COM(2020) 123 final, Bruksela, 20 march 2020 r.
77. European Investment Bank, *The Governance of the European Investment Bank*, 2015.
78. Fanelli S., Straub L., *A Theory of Foreign Exchange Interventions*, NBER Working Papers 27872, National Bureau of Economic Research, 2020.
79. Farhi E., Werning I., *Dilemma not Trilemma? Capital Controls and Exchange Rates with Volatile Capital Flows*, IMF Economic Review. Vol. 62, No. 4, 2014.
80. Forbes K. J., Warnock F. E., *Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment*, National Bureau of Economic Research, Working Paper number 17351, 2011.
81. Forbes K. J., Klein M. W., *Pick Your Poison: The Choices and Consequences of Policy Responses to Crises*, NBER Working Paper, no. 20987, 2015.

248:3673394093

82. Forbes K. J., Warnock F. E., *Capital Flow Waves-or Ripples? Extreme Capital Flow Movements Since the Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper number 26851, 2020.
83. Fratzscher M., Gloede O., Menkhoff L., Sarno L., Stöhr T., *When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries*, American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 11(1), 2019, s. 132-156.
84. Fratzscher M., Straub R., Lo Duca M., *On the international spillovers of US quantitative easing*, Working Paper Series 1557, European Central Bank, 2013.
85. Friedman M., *The role of monetary policy*, American Economic Review, 58(1), 1968, s. 1-17.
86. Friedman B., Kuttner K., *Implementation of Monetary Policy: How do Central Banks set interest rates?*, NBER Working Paper Series, no. 16165, 2010.
87. Friedman B.M., *Crowding Out or Crowding In? Economic Consequences of Financing Government Deficits*, Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 9(3), 1978, s. 593-641.
88. Gambacorta L., Marques-Ibanez D., *The bank lending channel: lessons from the crisis*, Working Paper Series from European Central Bank No 1335, 2011.
89. Ghosh A. R., Ostry J. D., Qureshi M. S., *Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?*, International Monetary Fund Working Paper, no. 17/69, 2017.
90. Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S., *When Do Capital Inflow Surges End in Tears*?, American Economic Review, vol. 106(5), 2016.
91. Ghosh A.R., Ostry J.D., Chamon M., *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*, Journal of International Money and Finance, 2015.
92. Giżyński J., *The impact of the COVID-19 crisis on the fiscal positions in the euro area countries*, Economics and Law, Vol. 23, no. 1 2024, s. 67-94. https://doi.org/10.12775/EiP.2024.004
93. Goel R., Malik S., *What Is Driving the Rise in Advanced Economy Bond Yields?*, Global Financial Stability Notes 2021, 003, 2021. https://doi.org/10.5089/9781513588803.065
94. Gourinchas P.O., Jeanne O., *The Elusive Gains from International Financial Integration*, Review of Economic Studies, vol. 73(3), 2006, s. 715-741.

249:1057858667

95. Gourinchas P.O., Kalemli-Özcan S., Penciakova V., Sander N., *Fiscal Policy in the Age of COVID: Does it 'Get in all of the Cracks?'*, NBER Working Paper No. 29293, 2021. https://doi.org/10.3386/w29293
96. Gössling S., Scott D., Hall C.M., *Pandemics, tourism and global change: a rapid assessment of COVID-19*, Journal of Sustainable Tourism, 29(1), 2021, s. 1-20.
97. Grabowski W., Janus J., Stawasz-Grabowska E., *The influence of monetary policy response to the Covid-19 crisis on dynamic connectedness across financial markets in Central and Eastern Europe*, Entrepreneurial Business and Economics Review, 11(1), 7-28, 2023. https://doi.org/10.15678/EBER.2023.110101
98. Gray S., *Central Bank Balances and Reserve Requirements*, IMF Working Paper, WP/11/36, Washington D.C., 2011.
99. Greszta M., Hulej M., Lewińska R., Michałek A., Pońsko P., Rybaczyk B., Schulz B., *Reestymacja kwartalnego modelu gospodarki polskiej NECMOD 2012*, NBP, 2012.
100. Grynberg Ch., Habib M., *A EU and ECB policy responses to the COVID-19 pandemic and the international role of the euro*, The international role of the euro, June 2021 - Special features, 2021.
101. Guerrieri V., Lorenzoni G., Straub L., Werning I., *Macroeconomic Implications of Covid-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?*, NBER Working Paper 26918, 2020. https://doi.org/10.3386/w26918
102. Herold T., *What is Capital Outflow? - Herold Financial Dictionary*, Herold Financial Dictionary, 2021.
103. Herr H., Nettekoven Z.M., *Macroeconomic effects of the Covid-19 Pandemic in Germany and the European Monetary Union and economic policy reactions*, Working Paper, No. 185/2022, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin, 2022. https://ideas.repec.org/p/zbw/ipewps/1852022.html
104. Hofmann B., Lombardi M.J., Mojon B., Orphanides A., *Fiscal and monetary policy interactions in a low interest rate world*, BIS Working Papers 954, Bank for International Settlements, 2021.
105. Horton M., El-Ganainy A., *Fiscal Policy: Taking and Giving Away*, Finance & Development, IMF, 2022 s. 36-37.
106. Hoxha I., Kalemli-Ozcan S., Vollrath D., *How big are the gains from international financial integration?*, Journal of Development Economics, 103, 2013, s. 90-98.

250:7874301909

107. IFRS Foundation, *International Accounting Standard (IAS) 32. Financial Instruments: Presentation*, 2003.

108. International Monetary Fund, *Key Aspects of Macroprudential Policy*, IMF Policy Paper, 2013.

109. International Monetary Fund, *Articles of Agreement*, Washington DC, 2020.

110. International Monetary Fund, *Guidelines for public debt management: accompanying document and selected case studies*, International Monetary Fund: World Bank Group, 2003.

111. International Monetary Fund, *Fiscal Policy and Long-Term Growth*, IMF Policy Papers, 2015.

112. Jankovic I., Popovic S., Lukic V., *EU monetary and fiscal policy responses to the COVID-19 crisis*, Economics of Enterprise, vol. 69 (5-6), p. 333-344, 2021, https://doi.org/10.5937/EKOPRE2106333J

113. Jaszczyński M., *Funkcje podatków w gospodarce*, Zeszyty Naukowe PWSZ w Płocku. Nauki Ekonomiczne, 1(25), 2017, s. 215-230.

114. Jones C. I., *The Facts of Economic Growth*, NBER Working Papers 21142, National Bureau of Economic Research, 2015.

115. Joyce M., Miles D., Scott A., Vayanos D., *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy—an Introduction*, The Economic Journal, 122, 2012, s. F271-F288.

116. Kadłubowski D., *Bezpieczeństwo rynku finansowego - rola Narodowego Banku Polskiego*, Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, Wrocław, 2010.

117. Kahn G., *Monetary policy under a corridor operating framework*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 95(Q IV), 2010, s. 5-34.

118. Karamanoli M., *Fiscal response in COVID-19 crisis - case of the Eurozone*, Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia, 23(3), 5-18, 2024. https://doi.org/10.22630/ASPE.2024.23.3.9

119. Kawai M., Prasad E.S., *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets. Highlights*, Asian Development Bank Institute and the Brookings Institution, 2011.

120. Kłos A., *Bilans płatniczy*, [w:] *Finanse Międzynarodowe Kompendium Wiedzy*, red. M. Proczek, A. Kłos, E. Latoszek, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2021.

121. Komitet Stabilności Finansowej, *Nadzór makroostrożnościowy w Polsce. Ramy instytucjonalno-funkcjonalne*, Warszawa 2016.

251:2024564386

122. Kopcke R. W., Tootell G. M. B., Triest R. K., *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

123. Korinek A., Sandri D., *Capital controls or macroprudential regulation?*, Journal of International Economics, vol. 99 (S1), 2016.

124. Kosman J., Kosman M., *Polityka Narodowego Banku Polskiego w zakresie stóp procentowych wobec pierwszej fali pandemii COVID-19*, Świat Idei i Polityki, 20(2), 163-185, 2022. https://doi.org/10.34767/SIIP.2021.02.08

125. Kraś I., Rada Polityki Pieniężnej jako szczególny organ państwa, Przegląd Politologiczny, (3), s. 159-170, 2016. https://doi.org/10.14746/pp.2016.21.3.11

126. Kraś I., *Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego jako nowy organ polityki regulacyjnej*, Przegląd europejski, vol. 2017 (44), no. 2, s. 62-81, 2017. https://doi.org/10.31338/1641-2478pe.2.17.4

127. Kraś I., *Organizacja nadzoru nad systemem finansowym w Polsce*, Środkowoeuropejskie Studia Polityczne i Medioznawcze, (1), s. 137-154, 2017. https://doi.org/10.14746/ssp.2017.1.8

128. Krishnamurthy A., Vissing-Jorgensen A., *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*, NBER Working Papers 17555, National Bureau of Economic Research, 2011.

129. Krugman P., Obstfeld M., Melitz M., *International Economics: Theory & Policy*, 9th Edition, Pearson, Boston, s. 298-304.

130. Labonte M., *Unemployment and Inflation: Implications for Policymaking*, Congressional Research Services Report RL32274, 2016.

131. Labonte M., *Federal Reserve: Unconventional Monetary Policy Options*, Congressional Research Service, R42962, 2014.

132. Lama R., Medina J., Shock*s Matter: Managing Capital Flows with Multiple Instruments in Emerging Economies*, IMF Working Paper, no. 97, 2020.

133. Laurens B., de la Piedra E., *Coordination of Monetary and Fiscal Policies*, IMF Working Paper No. 98/25, 1998.

134. Levine R., *The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis*, BIS Working Paper No. 329, 2010.

135. Maciejczyk-Bujnowicz I., *Kontrola przepływu kapitału we współczesnej gospodarce światowej. Podejście instytucjonalne Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2023.

136. Mackiewicz M., *Stabilizacyjna polityka fiskalna w krajach OECD*, PWE, 2010.

252:9466955400

137. Mankiw N. G., *The Inexorable and Mysterious Tradeoff Between Inflation and Unemployment*, NBER Working Paper 7884, 2000.

138. Marshall K., *The World Bank: From reconstruction to development to equity*, Routledge, Wielka Brytania, 2008.

139. Mikita M., *Rola państwa na rynku finansowym - pożądany kierunek zmian*, Studia Ekonomiczne nr 2 (LXXXI), 2014, s. 196-224.

140. Mińska-Struzik E., Wprowadzenie do Ekonomii Międzynarodowej, Difin, Warszawa 2012.

141. Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., *Financial Markets & Institutions*, 7th edition, Prentice Hall, Boston, 2012.

142. Mishkin F.S., *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 13th Edition, Pearson Education, 2022.

143. Mishkin F.S., *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, NBER Working Papers 16755, National Bureau of Economic Research, 2011.

144. Misztal P., *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako czynnik wzrostu gospodarczego w Polsce*, Finanse. Czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, nr 1 (5), 2012.

145. Moessner R., de Haan J., *Effects of monetary policy announcements on term premia in the euro area during the COVID-19 pandemic*, Finance Research Letters, 44, 102055, 2021. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102055

146. Mohanty M.S., *Fiscal policy, public debt and monetary policy in EMEs: an overview*, BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies, vol. 67, 2012, s. 1-9.

147. Morales L., Andreosso-O'Callaghan B., *Covid19: Global Stock Markets "Black Swan",* Critical Letters in Economics & Finance: Vol. 1: Iss. 1, Article 1, 2020.

148. Mundell R.A., *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, Canadian Journal of Economic and Political Science, vol. 29, no. 4, Nov. 1963, s. 475-485.

149. Nakonieczna-Kisiel H., Bilewicz E., *Nowa metodologia sporządzania bilansu płatniczego*, Studia i Prace WNEiZ US nr 44/1 2016, Uniwerstytet Szczeciński, Szczecin 2016.

150. Narodowy Bank Polski, P*rzepływy kapitału w krajach rozwijających się w latach 2000-2011*, Instytut Ekonomiczny, 2012.

151. Narodowy Bank Polski, *Strategia polityki makroostrożnościowej,* 2019.

152. Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.,* Warszawa 2020.

153. Narodowy Bank Polski, *Raport o stabilności systemu finansowego - grudzień 2019 r.*, Warszawa, 2019.

154. Narodowy Bank Polski, *Operacje otwartego rynku*, Edukacja NBP, 2022.

155. Narodowy Bank Polski, *Rezerwa obowiązkowa*, Edukacja NBP, 2022.

156. Narodowy Bank Polski, *Rezerwy dewizowe. Czym są i jaka jest ich wysokość w Polsce?*, Edukacja NBP, 2022.

157. Narodowy Bank Polski, *W jaki sposób Narodowy Bank Polski wpływa na krótkoterminowe stopy procentowe w gospodarce?*, Edukacja NBP, 2022.

158. Narodowy Bank Polski, *Luzowanie ilościowe*, Edukacja NBP, 2022.

159. Narodowy Bank Polski, *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku*, Materiały i Studia nr 346, 2023.

160. Obstfeld M., Taylor A. M., *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility in the Long Run*, NBER Working Paper no. 5960, 1997.

161. OECD, *Policy framework for effective and efficient financial regulation: General guidance and high-level checklist"*, OECD Journal: Financial Market Trends, vol. 2009/2, 2010.

162. OECD, *Tax Policy Reforms 2021: Special Edition on Tax Policy during the COVID-19 Pandemic*, OECD Publishing, Paris, 2021.

163. Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Laeven L., Chamon M., Qureshi M.S., Kokenyne A., *Managing Capital Inflows: What Tools to Use?*, IMF Staff Discussion Note 11/06, 2011.

164. Ostry J.D., Ghosh A.R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M.S., Reinhardt D.B.S., *Capital Inflows: The Role of Controls*, IMF Staff Position Note 10/04, 2010.

165. Oziewicz E., Michałowski T., Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2013, s. 247.

166. Pappa E., Ramos A., Vella E., *Which Crisis Support Fiscal Measures Worked During the Covid-19 Shock in Europe?*. SERIEs 15, 327-348, 2024.

167. Passari E., Rey H., *Financial Flows and The International Monetary System*, Working Paper, no. 21172, National Bureau of Economic Research, 2015, s. 675-698.

168. Phelps E.S., *Money-wage dynamics and labor-market equilibrium*, Journal of Political Economy, 76(4), 1968, s. 678-711.

169. Pietrzyk R., *Wprowadzenie do gospodarki i rynku finansowego*, 2022, s. 10-13.

254:9983779028

170. Plecka D., *Non-Liberal Democracy and the Possibilities of Its Consolidation*, Polish Political Science Yearbook, vol. 51, nr 4, s.25-34, 2022. https://doi.org/10.15804/ppsy202260

171. Plecka D., *The crisis of liberal democracy vs. political knowledge*, Annales Universitatis Mariae Curie-Sklodowska, sectio M - Balcaniensis et Carpathiensis, vol. 7, s.37-47, 2022. https://doi.org/10.17951/bc.2022.7.37-47

172. Polski Fundusz Rozwoju, *Tarcza Finansowa PFR. Podsumowanie Programu. Skuteczna ochrona bezpieczeństwa ekonomicznego pracowników i przedsiębiorstw podczas pandemii*, 2022.

173. Polski Fundusz Rozwoju, *Tarcza Finansowa PFR. Podsumowanie Programu. Skuteczna ochrona bezpieczeństwa ekonomicznego pracowników i przedsiębiorstw podczas pandemii*, 2022.

174. Przekota G., Mazuń N., *Ocena wpływu wybranych czynników makroekonomicznych na saldo obrotów towarowych handlu zagranicznego*, [w:] Zeszyty Naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania, nr 15, 2011, s. 193-204.

175. Pukin-Sowul P., Ostrowska A., *The COVID-19 pandemic and Poland's macroeconomic situation*, Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie 51(3):47-59, 2021. https://doi.org/10.25944/znmwse.2021.03.4759

176. Reinhart C., Rogoff K., *This time is different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

177. Reinhart C. M., Reinhart V., Rogoff K., *Dealing with debt*, Journal of International Economics, Volume 96, Supplement 1, 2015, s. 43-55.

178. Rodríguez F., Rodrik D., *Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence*, NBER Chapters, in: NBER Macroeconomics Annual 2000, Volume 15, s. 261-338, 2001.

179. Rutecka J., *Wpływ banku centralnego na utrzymanie stabilności systemu finansowego na przykładzie wybranych banków centralnych*, Zeszyty Studenckie Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego "NASZE STUDIA", no. 8, 2017, s. 179-189.

180. Rymarczyk J., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2006.

181. Schembri L., Globerman S., *Central Bank Forward Guidance: Handle with Care*, Fraser Institute, 2024.

255:1011668185

182. Sobański K., *Bilans płatniczy. Wprowadzenie do ekonomii międzynarodowej*, Difin, Warszawa 2012.

183. Song F., Thakor A.V., *Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets*, Economic Journal vol. 120, 2010, s. 1021-1055.

184. Stein J., *Monetary Policy as Financial-Stability Regulation*, Quarterly Journal of Economics 127 (1), 2012, s. 57-95.

185. Stiglitz J. E., *The Role of the State in Financial Market*, The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 1994.

186. Stock J.H., Watson M.W., *Phillips Curve Inflation Forecasts*, NBER Working Paper No. 14322, 2008.

187. Stone C., Fiscal Stimulus Needed to Fight Recessions, Center on Budget and Policy Priorities, 2020 (https://www.cbpp.org/research/economy/fiscal-stimulus-needed-to-fight-recessions).Stupak J.M., *Fiscal Policy: Economic Effects*, Congressional Research Service, R45723, 2019, s. 1-11.

188. Sutherland C., Forward guidance and expectation formation: a narrative approach, BIS Working Papers 1024, Bank for International Settlements, 2022.

189. Szydło S., *Rola państwa w kształtowaniu stabilnego, efektywnego systemu finansowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 210, Katowice 2015, s. 231-241.

190. The World Bank, *Rethinking the Role of the State in Finance*, Global Financial Development Report 2013, Washington, D.C., 2013.

191. Topolewski Ł., *Wymiana handlowa a wzrost gospodarczy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, nr 37, t. 2, 2014.

192. Tymoczko I. D., *Analiza porównawcza systemów kursu walutowego*, Zeszyt nr 287, Materiały i studia NBP, Warszawa 2013.

193. United States. Bureau of Economic Analysis, *The Balance of Payments of the United States: Concepts, Data Sources, and Estimating Procedures*, Washington 1990, s. 1

194. Weinstock L.R., *Introduction to U.S. Economy: Fiscal Policy*, Congressional Research Service, IF11253, 2022.

195. Weinstock L.R., *Fiscal Policy: Economic Effects*, Congressional Research Service no. R45723, 2021.

196. Wildowicz-Szumarska A., *Wyzwania polityki fiskalnej dla państw Unii Europejskiej w dobie pandemii COVID-19*, Studia BAS, 3(67), 2021, s. 117-132.

256:4632499798

197. Wind T. R., Rijkeboer M., Andersson G., Riper H., *The COVID-19 pandemic: The 'black swan' for mental health care and a turning point for e-health*, Internet Interventions 20, 100317, 2020.
198. Wurgler J., *Financial markets and the allocation of capital*, Journal of Financial Economics Vol. 58, Issues 1-2, 2000, s. 187-214.
199. Wyplosz C., *Fiscal Rules: Theoretical Issues and Historical Experiences*, NBER Working Paper 17884, 2012. https://doi.org/10.3386/w17884
200. Yarovaya L., Matkovskyy R., Jalan A., *The COVID-19 black swan crisis: Reaction and recovery of various financial markets*, Research in International Business and Finance, Vol. 59, 2022.
201. Zakrzewski A., Zalewski D., *Banki Centralne i QE*, Biuro Doradztwa i Funduszy Inwestycyjnych. Citi Handlowy, 2021.
202. Zalecenia Rady Unii Europejskiej z dnia 20 lipca 2020 r. (od 2020/C 282/01 do 2020/C 282/27), Dz.U. C 282 z 26.8.2020, s. 1.

Akty prawne

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.
2. Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z dnia 12.04.1997 r. (Dz. U. Nr 178, poz. 483 z późn. zm.).
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012.
4. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 28 grudnia 2020 r. w sprawie wydatków budżetu państwa, które w roku 2020 nie wygasają z upływem roku budżetowego (Dz.U. 2020, poz. 2422).
5. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 2021 r. w sprawie wydatków budżetu państwa, które w roku 2021 nie wygasają z upływem roku budżetowego (Dz.U. 2021, poz. 2407).
6. Uchwały Nr 1137-1142/2019 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 31 października 2019 r.

257:7750183949

7. Uchwała nr 5/2019 z dnia 10 września 2019 r. w sprawie przyjęcia założeń polityki pieniężnej na rok 2020 (M.P. poz. 876).
8. Uchwała nr 12/2020 z dnia 15 września 2020 r. w sprawie przyjęcia założeń polityki pieniężnej na rok 2021 (M.P. poz. 859).
9. Uchwała z dnia 8 kwietnia 2020 r. zmieniającą uchwałę w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2020 (M.P. poz. 342), zgodnie z którą rozszerzono zestaw instrumentów polityki pieniężnej o kredyt wekslowy.
10. Uchwała Nr 102 Rady Ministrów w sprawie wsparcia na realizację zadań inwestycyjnych przez jednostki samorządu terytorialnego z dnia 23 lipca 2020 r. (M.P. z 2022 r. poz. 22)
11. Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 483; ustawa, ustawa o nadzorze makroostrożnościowym).
12. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. - Prawo bankowe (Dz.U. z 2023 r. poz. 2488).
13. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2023 r. poz. 646).
14. Ustawa z dnia 2 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2024 r. poz. 135).
15. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2022 r. poz. 2025)
16. Ustawa o finansach publicznych (Dz.U. z 2021 r., poz. 305).
17. Ustawa budżetowa na rok 2020 z dnia 14 lutego 2020 r. (Dz.U. 2020 poz. 571).
18. Ustawa z dnia 28 października 2020 r. o zmianie ustawy budżetowej na rok 2020 (Dz.U. 2020 poz. 1919).
19. Ustawa budżetowa na rok 2021 z dnia 20 stycznia 2021 r. (Dz.U. 2021, poz. 190).
20. Ustawa z dnia 1 października 2021 r. o zmianie ustawy budżetowej na rok 2021 (Dz.U. 2021, poz. 1900).
21. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2009, poz. 1240).
22. Ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (Dz. U. z 2020 r. poz. 2011 z późn. zm.)

Artykuły internetowe

1. Wywiad Prezesa NBP podsumowujący 2020 rok dla Obserwatora Finansowego, Obserwator Finansowy, 2021. (https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-

258:2064642721

kategorii/rotator/wywiad-prezesa-nbp-podsumowujacy-2020-rok-dla-obserwatora-finansowego/) [dostęp: 02.10.2025].

2. Gopinath G., *The Great Lockdown: Worst economic downturn since the Great Depression*, International Monetary Fund, [online], 14 kwietnia 2020, Dostępne w: [https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/04/14/blog-weo-the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression] [dostęp: 31 grudnia 2024].

Materiały źródłowe

1. Narodowy Bank Polski, Założenia polityki pieniężnej na rok 2019, Warszawa, 2019.
2. Narodowy Bank Polski, Założenia polityki pieniężnej na rok 2020, Warszawa, 2020.
3. Narodowy Bank Polski, Założenia polityki pieniężnej na rok 2021, Warszawa, 2021.
4. Narodowy Bank Polski, Raport o inflacji, marzec 2020 r., 2020.
5. Narodowy Bank Polski, Raport o inflacji, listopad 2021 r., 2021.
6. Narodowy Bank Polski, Raport Roczny 2019, Płynność sektora bankowego, Instrumenty polityki pieniężnej NBP, 2020.
7. Narodowy Bank Polski, Raport Roczny 2020, Płynność sektora bankowego, Instrumenty polityki pieniężnej NBP, 2021.
8. Narodowy Bank Polski, Raport Roczny 2021, Płynność sektora bankowego, Instrumenty polityki pieniężnej NBP, 2022.
9. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 7-8 stycznia 2020 r., 2020.
10. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 4-5 lutego 2020 r., 2020.
11. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniach 3-4 marca 2020 r., 2020.
12. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r., 2020.
13. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020 r., 2020.
14. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r., 2020.
15. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 16 czerwca 2020 r., 2020.

259:7632130196

16. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 14 lipca 2020 r., 2020.
17. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 15 września 2020 r., 2020.
18. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 października 2020 r., 2020.
19. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 listopada 2020 r., 2020.
20. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 2 grudnia 2020 r., 2020.
21. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 13 stycznia 2021 r., 2021.
22. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 lutego 2021 r., 2021.
23. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 stycznia 2021 r., 2021.
24. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 7 kwietnia 2021 r., 2021.
25. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 5 maja 2021 r., 2021.
26. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 9 czerwca 2021 r., 2021.
27. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 lipca 2021 r., 2021.
28. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 września 2021 r., 2021.
29. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 6 października 2021 r., 2021.
30. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 3 listopada 2021 r., 2021.
31. Narodowy Bank Polski, Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 grudnia 2021 r., 2021.
32. Rada Ministrów, Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2019 r., Warszawa, 2020.

260:3689151560

33. Rada Ministrów, Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2020 r., Warszawa, 2021.
34. Rada Ministrów, Sprawozdanie z wykonania budżetu państwa za okres od 1 stycznia do 31 grudnia 2021 r., Warszawa, 2022.
35. Statystyka Bilansu Płatniczego, Uwagi metodyczne, Departament Statystyki NBP, Warszawa 2022.

Strony internetowe

https://ec.europa.eu
http://www.gus.pl
http://www.nbp.pl
http://obserwatorfinansowy.pl
https://www.sejm.gov.pl
https://koronawirusunas.pl/informacje

261:6587803267

Spis wykresów

Wykres 1.1 Wartość światowego eksportu, 2005-2019 [bln USD] 16
Wykres 1.2 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwiniętych, 2010-2019 [mld USD] 17
Wykres 1.3 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwijających się, 2010-2019 [mld USD] 18
Wykres 1.4 Struktura i saldo rachunku finansowego w krajach rozwiniętych, 2011-2019 [mld USD] 33
Wykres 1.5 Struktura i saldo rachunku finansowego w krajach rozwijających się, 2011-2019 [mld USD] 34
Wykres 1.6 Struktura i saldo rachunku finansowego w Polsce, 2011-2019 [mld USD] 35
Wykres 1.7 Indeks WIG20 na tle wybranych indeksów giełdowych, 2016-2019 (04.01.2016=100) 51
Wykres 1.8 Kursy EUR/PLN i USD/PLN, 2016-2019 (04.01.2016=100) 52
Wykres 1.9 Realny wzrost PKB Polski na tle krajów rozwiniętych, rozwijających się i UE, 2010-2019 (%) 59
Wykres 1.10 Krótkookresowa krzywa Phillipsa oraz długookresowa stopa bezrobocia (NAIRU) 61
Wykres 1.11 Inflacja w Polsce na tle krajów rozwiniętych, rozwijających się i UE, 2010-2019 63
Wykres 1.12 Stopa bezrobocia w Polsce na tle krajów rozwiniętych i UE, 2010-2019 64
Wykres 1.13 Saldo budżetowe w Polsce na tle wybranych krajów, 2019 (% PKB) 67
Wykres 1.14 Dług publiczny w Polsce na tle wybranych krajów, 2010-2019 (% PKB) 67
Wykres 2.1 Równowaga gospodarcza w modelu AS-AD 97
Wykres 3.1 Przebieg pandemii COVID-19 w Polsce: nowe (tygodniowo) i skumulowane przypadki, 03.2020-06.2023 106
Wykres 3.2 Zmiany wzrostu PKB i jego struktura w Polsce, 2018-2020 (r/r) 110
Wykres 3.3 Wskaźniki inflacji CPI i inflacji bazowej w Polsce, 2016-2020 (r/r) 111
Wykres 3.4 Inflacja CPI w Polsce na tle projekcji NBP i celu inflacyjnego, 2018-2020 113
Wykres 3.5 Liczba pracujących w gospodarce narodowej oraz zatrudnienie sektorze przedsiębiorstw w Polsce, 2016-2020 (mln osób) 114
Wykres 3.6 Stopa bezrobocia w Polsce według BAEL i rejestrów urzędów pracy, 2016-2020 116
Wykres 3.7 Dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej i sektorze przedsiębiorstw w Polsce, 2016-2020 (r/r) 117
Wykres 3.8 Saldo rachunku bieżącego i jego struktura w Polsce, 2016-2020 (% PKB) 118
Wykres 3.9 Saldo rachunku finansowego i jego struktura, 2016-2020 (% PKB) 119
Wykres 4.1 Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2010-2021 126
Wykres 4.2 Czynniki kształtujące krótkoterminową płynność sektora bankowego w Polsce, 2019-2021 (mln zł) 135
Wykres 4.3 Stawka POLONIA na tle podstawowych stóp procentowych NBP, 2019-2021 139
Wykres 4.4 Wartość i struktura obligacji skupionych przez NBP w operacjach strukturalnych, 2020-2021 (mld zł) 142

262:1139193821

Wykres 4.5 Rentowności polskich obligacji skarbowych (2-, 5- i 10-letnich), 2019-2021 148
Wykres 4.6 Kurs euro i dolara amerykańskiego względem złotego, 2019-2021 150
Wykres 4.7 Dynamika agregatu monetarnego M3 i wkład głównych komponentów w Polsce, 2019-2021 (r/r) 151
Wykres 4.8 Dynamika głównych czynników kreacji pieniądza M3 w Polsce, 2019-2021 (r/r) 152
Wykres 4.9 Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w Polsce, 2019-2021 (r/r) 154
Wykres 5.1 Dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa w Polsce, 2015-2021 (% PKB) 161
Wykres 5.2 Dług publiczny w Polsce według głównych kategorii, 2019-2021 176
Wykres 5.3 Dług publiczny w relacji do PKB w Polsce, 2015-2021 (% PKB) 178
Wykres 6.1 Dynamika realnego PKB (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 182
Wykres 6.2 Dynamika wydatków rządowych (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 182
Wykres 6.3 Dynamika konsumpcji gospodarstw domowych (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 183
Wykres 6.4 Dynamika nakładów brutto na środki trwałe (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 184
Wykres 6.5 Dynamika eksportu towarów i usług (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 185
Wykres 6.6 Dynamika importu towarów i usług (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 185
Wykres 6.7 Dynamika produkcji przemysłowej (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 186
Wykres 6.8 Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 lat w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (% populacji) 187
Wykres 6.9 Stopa bezrobocia ogółem w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (% siły roboczej) 187
Wykres 6.10 Zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych (HICP) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (r/r) 188
Wykres 6.11 Inflacja bazowa HICP (bez energii i żywności) w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2020 (r/r) 189
Wykres 6.12 Ceny producentów (PPI, rynek krajowy) (r/r) w Polsce i wybranych krajach UE, (r/r) 189
Wykres 6.13 Liczba potwierdzonych przypadków COVID-19 na 1 tys. mieszkańców w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023) 191
Wykres 6.14 Liczba przeprowadzonych testów COVID-19 na 1 mieszkańca w krajach Unii Europejskiej (stan na 16.06.2022) 191
Wykres 6.15 Śmiertelność z powodu COVID-19 na 1 tys. mieszkańców w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023) 193

263:2149064374

Wykres 6.16 Śmiertelność wśród chorych na COVID-19 w krajach Unii Europejskiej (stan na 30.06.2023) 194
Wykres 6.17 Suma bilansowa banku centralnego Polski i wybranych krajów UE, 2019-2021 (% PKB) 199
Wykres 6.18 Zmiana procentowa sumy bilansowej banków centralnych między początkiem 2020 roku, a końcem 2021 roku (%, relacja do PKB) 200
Wykres 6.19 Nominalne stopy procentowe w Polsce, strefie euro i pozostałych krajach UE, 2019-2021 (%) 201
Wykres 6.20 Dynamika podaży pieniądza M3 w Polsce, strefie euro i pozostałych krajach UE, 2019-2021 (r/r, %) 202
Wykres 6.21 Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w Polsce i wybranych krajach UE, 2019-2021 203
Wykres 6.22 Realny efektywny kurs walutowy (REER) w Polsce, strefie euro i wybranych krajach UE, 2019-2021 (01.01.2020 = 100) 205
Wykres 6.23 Indeksy cen akcji w Polsce, strefie euro i wybranych krajach UE, 2020-2021 (01.01.2020=100) 206
Wykres 6.24 Dyskrecjonalna reakcja fiskalna na kryzys COVID-19 w krajach Unii Europejskiej w latach 2020-październik 2021 (w % PKB z 2020 r.) 215
Wykres 6.25 Zmiana poziomu długu publicznego (% PKB) w krajach Unii Europejskiej, 2020-2021 (pkt proc.) 223
Wykres 6.26 Skumulowana zmiana realnego PKB w latach 2020-2021 w krajach UE ... 227
Wykres 6.27 Struktura skumulowanej zmiany realnego PKB w latach 2020-2021 w krajach UE według struktury popytu 230
Wykres 6.28 Skumulowana inflacja HICP oraz inflacja bazowa HICP w krajach UE w latach 2020-2021 231
Wykres 6.29 Skumulowana zmiana realnego PKB a skumulowana inflacja HIP w krajach UE w latach 2020-2021 232
Wykres 6.30 Zmiana stopy bezrobocia i wskaźnika zatrudnienia w krajach UE w latach 2019-2021 (pkt proc.) 234
Wykres 6.31 Zmiana stopy bezrobocia a skumulowana inflacja HICP w krajach UE w latach 2020-2021 235
Wykres 6.32 Zmiana długu publicznego (% PKB) a zmiana realnego PKB w krajach UE w latach 2020-2021 236

Spis schematów

Schemat 1.1 Obieg kapitału w systemie finansowym 39
Schemat 2.1 Instrumenty polityki fiskalnej 71
Schemat 5.1 Struktura i skala wsparcia udzielonego w ramach Tarczy Finansowej PFR w latach 2020-2021 170

Spis tabel

Tabela 1.1 Saldo obrotów towarowych i usługowych w gospodarkach rozwijających się, 2010-2019 [mld USD] 18
Tabela 1.2 Struktura bilansu płatniczego według BPM6 21

264:4659646392

Tabela 1.3 Czynniki determinujące przepływy kapitału w krajach rozwijających się 26
Tabela 1.4 Relacja aktywów systemu finansowego do PKB w Polsce, wybranych krajach EŚW i strefie euro, 2016-2019 (%) 37
Tabela 1.5 Obrót na rynku transakcji lokacyjnych oraz zadłużenie z tytułu instrumentów rynku pieniężnego w Polsce, 2016-2019 (mld zł) 47
Tabela 1.6 Wielkość krajowego rynku instrumentów dłużnych w Polsce, 2016-2019 (mld zł) 49
Tabela 1.7 Zadłużenie Skarbu Państwa w Polsce według źródeł finansowania w latach 2016-2019 (mld zł) 49
Tabela 1.8 Wybrane wskaźniki Głównego Rynku GPW, 2016-2019 50
Tabela 1.9 Porównanie wybranych wskaźników GPW i giełd europejskich, 2016-2019 ... 51
Tabela 1.10 Średnie dzienne obroty na krajowym rynku instrumentów pochodnych, 2016-2019 (mln zł) 53
Tabela 1.11 Ranking państw według PKB oraz PKB na mieszkańca, 2019 58
Tabela 4.1 Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 2020-2021 125
Tabela 4.2 Średni poziom środków pozostających w dyspozycji sektora bankowego, 2019-2021 (mln zł) 135
Tabela 4.3 Średni poziom operacji polityki pieniężnej NBP według instrumentów, 2019-2021 (mln zł) 137
Tabela 4.4 Średni poziom bonów pieniężnych NBP w operacjach podstawowych i dostrajający, 2019-2021 (mln zł) 140
Tabela 4.5 Parametry i poziom rezerwy obowiązkowej NBP, 2019-2021 144
Tabela 4.6 Wykorzystanie operacji depozytowo-kredytowych NBP, 2019-2021 146
Tabela 5.1 Wykonanie budżetu państwa w Polsce w 2020 roku 157
Tabela 5.2 Wykonanie budżetu państwa w Polsce 2021 roku 159
Tabela 5.3 Dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa w Polsce, 2019-2021 160
Tabela 5.4 Realizacja budżetu środków europejskich w Polsce, 2019-2021 (tys. zł) 162
Tabela 5.5 Wydatki z budżetu środków europejskich na przeciwdziałanie skutkom pandemii COVID-19, 2020-2021 (mln zł) 165
Tabela 5.6 Wydatki z Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 według dysponentów w Polsce, 2020-2021 (mln zł) 166
Tabela 5.7 Potrzeby pożyczkowe netto budżetu państwa i struktura ich finansowania w Polsce, (w mln zł) 172
Tabela 5.8 Przychody i rozchody budżetu państwa w Polsce, 2019-2021 (mln zł) 173
Tabela 5.9 Dług publiczny w Polsce według głównych kategorii, 2019-2021 175
Tabela 5.10 Składniki różnicy między państwowym długiem publicznym, a długiem EDP w Polsce, 2019-2021 (mln zł) 177
Tabela 6.1 Saldo sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz poziom długu publicznego w krajach Unii Europejskiej, 2019-2021 (% PKB) 222
Tabela 6.2 Saldo pierwotne instytucji rządowych i samorządowych w krajach Unii Europejskiej, 2019-2021 (% PKB) 224

265:3429110658