

## **Mamy komfort w polityce pieniężnej - wywiad prof. Adama Glapińskiego, Prezesa NBP, dla DGP**

**Wpływ kolejnych fal pandemii na gospodarkę jest coraz słabszy, to jednak wciąż występuje i trudno powiedzieć, jaki będzie w przyszłości. Dlatego byłoby niezbyt rozsądne podnieść stopy procentowe zanim sytuacja się wyjaśni – mówi w wywiadzie dla DGP prezes NBP Adam Glapiński.**

**Czy w Pana ocenie lipcowa projekcja powinna wygasić oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w tym roku?**

Lipcowa projekcja NBP pokazuje bardzo optymistyczną perspektywę. Wzrost gospodarczy w najbliższych latach będzie szybki i przekroczy 5 proc. Projekcja wskazuje przy tym, że inflacja w przyszłym roku się obniży. Przyczyni się do tego wygaśnięcie lub osłabienie wpływu wielu czynników podażowych i regulacyjnych, które spowodowały, że inflacja wzrosła w tym roku powyżej celu. Co szczególnie ważne z perspektywy NBP, zarówno w 2022 r., jak również w 2023 r. inflacja będzie kształtować się w granicach celu inflacyjnego NBP, tj. 2,5 proc. plus minus 1 pkt proc.

**Jednak wysokie tempo wzrostu gospodarczego też powinno się przełożyć na dynamikę cen.**

Niestety, ta optymistyczna projekcja wzrostu PKB jest obciążona wysoką niepewnością związaną z dalszym rozwojem pandemii i jej przełożeniem na sytuację gospodarczą. Chociaż wpływ kolejnych fal pandemii na gospodarkę jest coraz słabszy, to jednak wciąż występuje i trudno powiedzieć, jaki będzie w przyszłości. Dlatego byłoby niezbyt rozsądne podnieść stopy procentowe zanim sytuacja się wyjaśni, zwłaszcza że sytuacja epidemiczna ponownie zaczęła się pogarszać w części krajów. Oczywiście w kolejnych kwartałach może być uzasadnione także rozpoczęcie dyskusji o dostosowaniu polityki pieniężnej. Jednak aby się tak stało, musimy mieć pewność, że sytuacja pandemiczna nie będzie już zaburzać aktywności gospodarczej. Jednocześnie prognozy musiałyby pokazywać ryzyko trwałego przekroczenia przez inflację górnej granicy odchyień od celu. Ponadto inflacja musiałaby być wiedziona szybkim wzrostem popytu przy mocnym rynku pracy.

**Aktualne prognozy NBP wskazują na szybki wzrost PKB w 2021 r. i kolejnych dwóch latach, a z drugiej jednak strony inflacja znajduje się przez ten czas powyżej 3 proc. Czy to nie jest uzasadnienie do rozpoczęcia cyklu podwyżek?**

Sama wysoka dynamika wzrostu PKB nie jest powodem, aby dokonywać zmian w polityce pieniężnej. Zgodnie z lipcową projekcją inflacja będzie w górnym paśmie odchyień od celu, jednak nasz cel jest symetryczny i średniookresowy. Powtórzę zatem, że w kolejnych kwartałach może być uzasadnione rozpoczęcie dyskusji o dostosowaniu polityki pieniężnej jeśli sytuacja pandemiczna nie będzie zaburzać aktywności gospodarczej, kolejne projekcje pokażą ryzyko trwałego przekroczenia górnej granicy odchyień od celu, a inflacja będzie rosła w wyniku oddziaływania czynników popytowych, a nie szoków podażowych lub regulacyjnych.

**Jaki jest Pana zdaniem rozkład ryzyk dla prognoz inflacji i wzrostu PKB, czy jest on po stronie niższej dynamiki rozwoju i niższego wzrostu cen?**

Niestety dominuje ryzyko wolniejszego wzrostu PKB niż wskazuje projekcja. W projekcji założyliśmy bowiem, że jeśli na jesieni tego roku nastąpi ponowny wzrost zachorowań na COVID-19, to nie będzie on już w istotnym stopniu zakłócać funkcjonowania gospodarki. Istnieje jednak ryzyko, że ewentualna jesienna fala pandemii nie będzie w pełni neutralna dla aktywności gospodarczej.

Dla inflacji bilans ryzyka jest mniej więcej symetryczny. Z jednej strony, kolejna fala pandemii może ograniczać popyt w gospodarce, co zmniejszałoby również inflację. Z drugiej strony, pandemia i wprowadzane restrykcje oddziałują w kierunku wzrostu kosztów funkcjonowania przedsiębiorstw, co może ograniczać spadek inflacji.

**Niedawno wiceminister finansów Piotr Patkowski wskazał, że w średnim terminie zagrożeniem, jest przegrzanie koniunktury. Czy to nie jest wrzucenie kamyka do ogródka RPP, aby zaczęła sygnalizować rynkowi perspektywę podwyżek?**

Nie komendujemy wypowiedzi przedstawicieli rządu. Niewątpliwie w średnim okresie, tj. kilku lat, gdyby utrzymał się wzrost PKB powyżej potencjału i presja popytowa prowadziła do trwałego wzrostu inflacji powyżej celu, wówczas wskazana byłaby reakcja. Ale na razie taki scenariusz jest obciążony dużym ryzykiem w dół.

**Gdyby mógł Pan wskazać, który scenariusz jest obecnie bardziej prawdopodobny: podwyżka stóp procentowych w listopadzie czy w I kwartale 2021 r., a może jeszcze później.**

Nasze przyszłe decyzje będą zależeć od napływających danych i prognoz. Nie chciałbym dzisiaj spekulować, bo niepewność jest wysoka. Zobaczymy jak będzie rozwijać się sytuacja i zależnie od niej będziemy podejmować odpowiednie decyzje. Mogę przy tym zapewnić, że nasze działania będą podyktowane tylko i wyłącznie dobrem polskiej

gospodarki. Będziemy utrzymywać inflację na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym w średnim okresie oraz dbać o stabilność makroekonomiczną i finansową.

**RPP w swoich komunikatach wskazuje na podażowy charakter inflacji, wynikający z cen surowców, czy cen administracyjnych, ale za chwilę Polski Ład, rosnąca konsumpcja dodadzą element popytowy do wzrostu cen. Czy wtedy należy się spodziewać reakcji?**

Polski Ład będzie wspierał wzrost gospodarczy. Jednak nie mogliśmy uwzględnić w projekcji przewidywanych w ramach Polskiego Ładu rozwiązań. Nie znamy bowiem jeszcze szczegółów programu, w tym konkretnych zapisów ustawowych i szczegółowego harmonogramu wdrażania programu.

Niemniej, można oczekiwać, że zapowiadane w ramach tego programu zmiany podatkowe będą miały pozytywny wpływ na PKB i różnokierunkowy wpływ na dynamikę cen. Z jednej strony przyczynią się do zwiększenia dochodu do dyspozycji dla większości podatników, zwłaszcza tych z niższych przedziałów dochodowych. To z kolei przełoży się na wyższą konsumpcję i szybsze domykanie się luki popytowej. Z drugiej strony obniżenie klina płacowego będzie hamować presję płacową w gospodarce, ograniczając dynamikę jednostkowych kosztów pracy i tym samym koszty ponoszone przez przedsiębiorców. Bez wątpienia zatem Polski Ład stanowi przesłankę dla szybszego wzrostu PKB, ale w przypadku inflacji mamy również bilansujący wpływ niższego opodatkowania pracy.

**Czy nie obawia się Pan, że bieżące, wysokie odczyty inflacji przełożą się na utrwalenie wysokich oczekiwań inflacyjnych, a później ta spirala przełoży się na same wzrosty cen i trzeba będzie podejmować bardziej zdecydowane ruchy? Może lepiej sprawdziliby się gdyby podwyżki był robione z wyprzedzeniem i rozłożone mocniej w czasie?**

Oczekiwania inflacyjne są oczywiście bardzo ważne, jednak o wiele łatwiej mówić o nich niż je mierzyć i uwzględniać w prowadzonej polityce pieniężnej. Oczekiwania inflacyjne stają się szczególnie istotne, gdy przekładają się na istotną zmianę zachowania konsumentów i firm. Aby tak się stało, konsumenci muszą w reakcji na rosnące ceny towarów i usług żądać podwyżek płac oraz te podwyżki otrzymać. Wówczas mogą pojawiać się efekty drugiej rundy, bo wyższe wydatki znów zwiększają inflację. Ale do tego jest nam bardzo daleko. Przede wszystkim dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, po oczyszczeniu z efektów niskiej bazy, jest nadal niższa niż przed pandemią. Nie mamy także w tym zakresie niepokojących sygnałów z firm ankietowanych przez NBP. Co ważne, obecny wzrost płac jest z nawiązką nadrabiany przez wzrost wydajności pracy. Ponadto, poziom zatrudnienia jest obecnie o ponad 100 tysięcy niższy niż przed pandemią, co pokazuje, że nadal mamy w gospodarce niewykorzystane zasoby pracy, a to ogranicza dynamikę płac.

**Czyli nie spodziewa się Pan, że obecne odczyty inflacji przełożą się na jej wyższą dynamikę później?**

Dzisiaj nie ma mowy o narastaniu jakiejś spirali płacowo-cenowej, ani o żadnych efektach drugiej rundy. Efekty takie nie występowały także podczas poprzednich epizodów podwyższonej inflacji.

**Dlaczego?**

Bo płace najczęściej nie są indeksowane automatycznie, ani też ustalone w układach zbiorowych. Najczęściej praktyką ustalania płac w przedsiębiorstwach jest negocjowanie wynagrodzenia indywidualnie, na najniższym możliwym poziomie: między pracodawcą a indywidualnym pracownikiem. I tak, spośród przedsiębiorstw ankietowanych przez nas w ramach tzw. Szybkiego Monitoringu około 60 proc. firm raportuje wystąpienie presji płacowej, ale tylko około 30 proc. planuje w najbliższym czasie podwyżki i to w dodatku o skromnej skali, bo medianowa kwota planowanej podwyżki wynosi około 5 proc.

Zatem mamy komfort w polityce pieniężnej, aby poczekać i przekonać się, czy ożywienie jest trwałe. Dzisiaj mierzymy się bowiem z nadal wysoką niepewnością dotyczącą możliwej kolejnej fali pandemii, a przez to przyszłej koniunktury i inflacji. W takich warunkach nie należy się śpieszyć się z decyzjami o ewentualnym, podkreślam ewentualnym, zacieśnieniu monetarnym. I nie ma też takiej potrzeby. W żaden sposób decyzjami dotyczącymi polityki pieniężnej nie obniżymy tegorocznej inflacji, która ma w większości zewnętrzne przyczyny, natomiast zacieśnieniem moglibyśmy osłabić dopiero co rozpoczęte ożywienie. Dzisiaj najlepszym rozwiązaniem dla polskiej gospodarki jest utrzymywanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie i kontynuowanie pozostałych działań NBP.

**Czy nadal uważa Pan, że przed rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej, NBP powinien się wycofać ze skupu obligacji z rynku wtórnego? Czy możliwy jest scenariusz, w którym NBP podniesie stopy procentowe, ale nadal będzie kontynuował skup aktywów?**

Tak jak już wielokrotnie mówiłem, wraz z ewentualną podwyżką stóp procentowych lub przed nią skup obligacji będzie musiał zostać zakończony. Taka jest logiczna i spójna kolejność postępowania. Banki centralne luzując politykę pieniężną, obniżają najpierw krótkoterminowe nominalne stopy procentowe. Gdy stopy te spadną w okolice zera i nie ma możliwości ich dalszych obniżek, a jednocześnie gdy potrzebne jest dalsze, dodatkowe luzowanie, banki centralne rozpoczynają skup aktywów. W ten sposób oddziałują one w kierunku obniżenia długoterminowych stóp procentowych. Natomiast ograniczając skalę wsparcia monetarnego, banki centralne działają w odwrotnej kolejności. Najpierw wycofują skup aktywów, a potem podwyższają krótkoterminowe stopy procentowe. Tak postępują wszystkie wiarygodne banki centralne. W pewnym uproszczeniu, długoterminowe stopy procentowe zależą od aktualnego poziomu stopy

krótkoterminowej i jego oczekiwanej ścieżki. Zatem podwyższanie krótkoterminowych stóp i jednocześnie obniżanie długoterminowych stóp byłoby wewnętrznie niespójne, niezrozumiałe i niewiarygodne.

**Czy rozpoczęcie procesu podwyższania stóp na Węgrzech i w Czechach, ma jakiegokolwiek znaczenie dla Rady Polityki Pieniężnej? Czy to nie rodzi ryzyka dla złotego, który może być mniej preferowany przez inwestorów niż korona czeska czy forint?**

Monitorujemy działania banków centralnych na świecie, bo wpływają one na globalną koniunkturę i nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych. Najważniejsze w tym kontekście są decyzje Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych i Europejskiego Banku Centralnego. Obydwa banki centralne nadal skupują aktywa na dużą skalę, utrzymują stopy przy zerze, a EBC nawet poniżej zera. Zapowiadają też utrzymanie luźnej polityki pieniężnej nie tylko w kolejnych kwartałach, ale i latach. Co więcej – ostatnio EBC podwyższył swój cel inflacyjny, co *de facto* w obecnej sytuacji oznacza bardziej długotrwałe luzowanie polityki pieniężnej.

**A co z węgierskim i czeskim zaostreniem kursu polityki monetarnej?**

Obserwujemy też działania Banku Czech i Banku Węgier, ale nie mają one bezpośrednio przełożenia na polską gospodarkę. Banki te ostatnio nieznacznie podniosły stopy procentowe. Nie komentujemy tych decyzji, bo gremia decyzyjne tych banków centralnych najlepiej rozumieją specyfikę swoich gospodarek.

My podejmujemy decyzje dotyczące polityki pieniężnej, mając na uwadze tylko i wyłącznie dobro naszej polskiej gospodarki. Po to mamy własną walutę, aby móc prowadzić autonomiczną politykę pieniężną, tak aby jak najlepiej służyła ona Polakom. I tak właśnie działamy.

**Jak Pan ocenia obecny poziom kursu złotego do euro? Czy jest on optymalny z punktu widzenia polityki monetarnej, procesów cenowych? Czy nadal chciałby Pan słabszego złotego?**

Kurs złotego jest płynny, a my utrzymujemy akomodacyjne warunki monetarne. Dlatego nie chcemy dziś aprecjacji złotego, bo częściowo niwelowałaby ona efekty poluzowania polityki pieniężnej. Jasno też od dawna wskazujemy w komunikacie, że NBP może interweniować na rynku walutowym. Ewentualne interwencje zależą od warunków rynkowych.

**Czy obecnie dostrzega Pan jakieś istotne lub chociaż narastające nierównowagi w polskiej gospodarce?**

Monitorujemy naszą gospodarkę pod kątem występowania nierównowag. Także Komisja Europejska prowadzi takie oceny. Komisja Europejska przedstawia w tym zakresie raporty z tzw. europejskiego semestru – procedury koordynującej politykę gospodarczą w krajach Unii Europejskiej. Polska, od czasu zapoczątkowania w 2011 r. stosowania procedury nadmiernych nierównowag, pozostaje jednym z najbardziej zrównoważonych makroekonomicznie krajów europejskich. Jako kraj więcej wytwarzamy niż konsumujemy, a nadwyżka w handlu zagranicznym przekracza już 7 proc. PKB. Dług publiczny i prywatny są relatywnie niskie na tle innych krajów UE.

Słowem, szybki wzrost gospodarczy w Polsce, który miał miejsce przed pandemią i który, mam nadzieję, będzie kontynuowany w kolejnych latach, odzwierciedla silne fundamenty polskiej gospodarki. To nie jest wzrost „na kredyt”.

**Czy to, co się dzieje na rynku nieruchomości, w kontekście bardzo dużego popytu, rosnących cen mieszkań, nie rodzi zagrożenia powstania tam bańki?**

Restrykcje wynikające z pandemii COVID-19 miały wpływ także na rynek nieruchomości. Liczba sprzedanych mieszkań i kontraktów na ich budowę spadła istotnie w II kwartale 2020 r., a następnie odbudowała się w kolejnych kwartałach. Ze względu na nadal wysoki popyt i narastające ograniczenia po stronie podaży, wynikające z rosnących kosztów materiałów, braków siły roboczej oraz rosnących kosztów gruntów, dynamika cen nieruchomości wzrosła w 2020 r. Jednak dynamika ta powoli obniża się, ceny osiągają zapewne stopniowo nowy, wyższy poziom równowagi. Proces ten może jednak zostać zaburzony, jeśli pojawi się dodatkowy silny popyt, w tym ze strony inwestorów zagranicznych bądź instytucjonalnych. Dotychczas jednak, zgodnie z ocenami zawartymi w naszych Raportach o Stabilności Systemu Finansowego, sytuacja w sektorze nieruchomości nie generuje zagrożenia dla stabilności systemu bankowego w Polsce.

**Czy myśli Pan o wprowadzeniu cyfrowego złotego? Niedawno prezes GPW Marek Dieltl wskazał, że jest to nieuniknione?**

Nie chciałbym komentować słów prezesa GPW. Natomiast uważam, że absolutnie nie ma ryzyka, że złotego wyprze z obiegu cyfrowe euro albo, co jeszcze dziwniejsze, chińskie renmimbi. Cyfrowe euro i renmimbi nie miałyby żadnych przewag w stosunku do polskiego złotego. W Polsce ceny są ustalane w złotych i płacimy w złotych. Można to robić zarówno gotówkowo, jak i bardzo sprawnie bezgotówkowo, przy wykorzystaniu karty płatniczej, a nawet telefonu. Jeżeli zaś chodzi o promowanie złotego na rynkach międzynarodowych, to musi najpierw wystąpić takie zapotrzebowanie. Ukraina może być naturalnie ciekawym i rozwojowym rynkiem ze względu na bardzo liczną społeczność ukraińską w Polsce. Do tego nie trzeba jednak cyfrowej waluty. Wystarczą komercyjne standardowe rozwiązania, które powinny być rozwijane przez banki.

## **Jednak EBC zamierza zrealizować projekt „digital euro”.**

Należy jednak pamiętać, że przesłanki do potencjalnej emisji cyfrowej waluty, tzw. CBDC (*central bank digital currency*), są kształtowane przez uwarunkowania krajowe. W gospodarkach rozwijających się prace nad CBDC wynikają przede wszystkim z niskiej efektywności istniejących systemów płatności, występowania zjawisk niezgodnych z prawem (jak np. unikanie płacenia podatków lub pranie pieniędzy) czy też wykluczenia finansowego znacznej części społeczeństwa. W gospodarkach rozwiniętych prace nad CBDC są natomiast często motywowane dynamicznym rozwojem nowoczesnych technologii oraz spadkiem wykorzystania gotówki w płatnościach detalicznych, który może w konsekwencji doprowadzić do zaistnienia różnego rodzaju ryzyka, związanego między innymi z formowaniem się monopolu prywatnych na rynku usług płatniczych.

NBP uważnie monitoruje postęp prac w zakresie emisji CBDC na świecie, aby – w razie zaistnienia takiej potrzeby – móc podjąć stosowne działania także w Polsce. W warunkach polskich aktualnie nie występują przesłanki, którymi kierowały się inne banki centralne przy rozpoczęciu testów pilotażowych w zakresie emisji CBDC czy wdrożeń pieniądza cyfrowego. Czerpiąc z badań innych banków centralnych, NBP jest dalece zaawansowany w analizie kluczowych kwestii związanych z emisją pieniądza cyfrowego banku centralnego.

## **Jak Pan ocenia przegląd strategii EBC? Czy podwyżka celu inflacyjnego i inne działania, rodzą jakieś implikacje dla naszej polityki monetarnej?**

Wprowadzenie celu symetrycznego było już od dawna zapowiadane, jeszcze przez poprzedniego prezesa EBC, Mario Draghiego i w zasadzie przesądzone. Stosowana przez EBC definicja stabilności cen, tj. inflacja bliska, ale niższa niż 2 proc., była od początku niezbyt czytelna, determinowana względami bardziej historycznymi niż ekonomicznymi. Wiele prac badawczych wskazywało na mankamenty takiego ujęcia „celu” inflacyjnego, w tym wyższe ryzyko deflacji i zderzenia się z efektywnym dolnym ograniczeniem dla nominalnych stóp procentowych banku centralnego. Zmiana była zatem oczywista, ale czas jej wprowadzenia bardzo charakterystyczny. Trudno oprzeć się wrażeniu, że decyzja o zmianie formuły celu, z dodatkowym akcentem na jego średniookresowy charakter, oznacza de facto podwyższenie celu. Umożliwia to EBC tolerowanie inflacji przez pewien, nieokreślony czas, na poziomie wyższym niż 2 proc., a zatem także bardziej długotrwałe luzowanie polityki pieniężnej. Trudno nie skojarzyć tego z podobną zmianą strategii przez Fed.

## **Czy zapowiedź utrzymania przez rząd wciąż ekspansywnej polityki budżetowej, z rosnącymi wydatkami, płynącymi za chwilę miliardami euro z nowej perspektywy unijnej, Funduszu Odbudowy, będzie miała wpływ na decyzje RPP?**

Przyszła polityka fiskalna w takim kształcie, jaki jest aktualnie znany, jest oczywiście uwzględniana w naszych projekcjach inflacji i w prowadzonej polityce pieniężnej.

## **Lansuje Pan konieczność utrzymywania obrotu gotówkowego, nie jest tajemnicą, że rząd na czele z ministrem finansów, chce promować transakcje bezgotówkowe, także jako odpowiedź na uszczelnienie systemu podatkowego. Czy te strategie nie stoją w sprzeczności? Czy to nie jest otwarte pole konfliktu?**

NBP przez wiele lat także promował transakcje bezgotówkowe, bo ich rozwój bezsprzecznie wspiera nowoczesną gospodarkę. Jednak rozwój bezgotówkowych form płatności nie może wypierać obrotu gotówkowego, bo on jest także bardzo ważny. Po pierwsze dlatego, że nadal część społeczeństwa nie chce lub nie może korzystać z usług bankowych. Dla tych osób powszechna akceptacja gotówki jest sprawą niezwykle istotną, bo chroni je przed wykluczeniem finansowym i społecznym. Po drugie, stosowana metoda płatności powinna zależeć wyłącznie od wolnego wyboru obywateli. Jest to fundamentalna kwestia w gospodarce rynkowej i element wolności osobistej. Przypomnę, że banknoty i monety emitowane przez NBP są prawnym środkiem płatniczym w Polsce. Nie wolno zakazywać ich używania. Po trzecie wreszcie, to kwestia bezpieczeństwa. Systemy płatności bezgotówkowych, niezależnie jak nowoczesnie i jak dobrze zabezpieczone, są jednak narażone na awarie, ataki hackerskie, ograniczenia w dostępności sieci i wiele innych zagrożeń czy sytuacji ekstremalnych. Gotówka zapewnia w takich sytuacjach utrzymanie ciągłości płatności i obrotu gospodarczego.

## **Czy promowanie obrotu gotówkowego nie jest jednak wsteczne?**

Jeżeli ktoś uważa, że gospodarka bez gotówki jest nowocześniejsza, bardziej sprawna i bezpieczniejsza, to warto zapoznać się np. z doświadczeniami szwedzkimi. Niedawno ukazał się na łamach naszego Obserwatora Finansowego wywiad z prezesem Banku Szwecji (Riksbanku) Stefanem Ingvesem. Prezes Ingves jasno wskazuje, że projekt waluty cyfrowej testowany pilotażowo przez Riksbank nie jest wynikiem dążenia do nowoczesności, tylko reakcją na zanik obiegu gotówkowego i koncentrację płatności w systemie bezgotówkowym wprowadzonym przez banki komercyjne. Przypomnę jeszcze tylko, że Europejski Bank Centralny z dużym zadowoleniem przyjął propozycję NBP oraz inicjatywę legislacyjną pana prezydenta Andrzeja Dudy, by zagwarantować obowiązek akceptowania płatności gotówkowych przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą w Polsce. EBC opracował i realizuje także własną strategię w sprawie gotówki. Podkreśla, że pieniądź gotówkowy jest ważnym elementem swobody wyboru metody płacenia oraz warunkiem włączenia finansowego, czyli zapewnienia wszystkim grupom społecznym dostępu do usług finansowych. Strategia EBC ma gwarantować, że gotówka pozostanie powszechnie dostępna i akceptowana jako środek płatniczy oraz środek gromadzenia oszczędności.

