



# NARODOWY BANK POLSKI W CZASIE MEGASZOKÓW EKONOMICZNYCH PO PANDEMII I W KRYZYSIE ENERGETYCZNYM – HISTORIA SUKCESU

*Prof. dr hab. Adam Glapiński*



**PONADTO:**

- DLACZEGO ŻŁOTY,  
A NIE EURO
- ŻŁOTO I REZERWY
- ZNACZENIE  
GOTÓWKI  
W OBIEGU



**NARODOWY BANK POLSKI  
W CZASIE MEGASZOKÓW EKONOMICZNYCH  
PO PANDEMII I W KRYZYSIE ENERGETYCZNYM –  
HISTORIA SUKCESU**

*Prof. dr hab. Adam Glapiński*



*Dbamy o wartość polskiego pieniądza*

Publikacja jest oparta na materiałach Narodowego Banku Polskiego.

Warszawa, wrzesień 2024

# SPIS TREŚCI

- 01 / **POLITYKA PIENIĘŻNA  
NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO 2020–2024  
NARODOWY BANK POLSKI W OBLICZU  
GLOBALNYCH KRYZYSÓW**  
..... 8
- 02 / **DLACZEGO WARTO MIEĆ WŁASNĄ WALUTĘ?  
RYZYKA ZWIĄZANE Z PRZYJĘCIEM EURO  
ZŁOTY MOTOREM SZYBKIEGO I ZRÓWNOWAŻONEGO  
ROZWOJU POLSKI**  
.....52
- 03 / **WZROST ZNACZENIA ZŁOTA W REZERWACH DEWIZOWYCH:  
NBP NA TLE INNYCH BANKÓW CENTRALNYCH  
REZERWY ZŁOTA NA ZŁE I DOBRE CZASY**  
..... 108
- 04 / **DLACZEGO WAŻNE JEST UTRZYMANIE PIENIĄDZA  
GOTÓWKOWEGO W OBIEGU?  
GOTÓWKA GWARANTEM BEZPIECZEŃSTWA KRAJU  
I WOLNOŚCI JEDNOSTKI**  
..... 164



Mikołaj Kopernik  
(2023, banknot kolekcjonerski)



W 2023 r. banknot kolekcjonerski „Mikołaj Kopernik” został uznany za Najlepszy Banknot Okolicznościowy w konkursie The Regional Banknote and ID Document of the Year Awards podczas konferencji High Security Printing w Sofii. Nagrodę przyznano za projekt, który łączy dziedzictwo kulturowe kraju z zaawansowanymi zabezpieczeniami.

Pamięci rodziny Ulmów  
(2024, moneta kolekcjonerska)



100-lecie zaślubin Polski z Bałtykiem  
(2020, moneta kolekcjonerska)







POLITYKA  
PIENIĘŻNA  
NARODOWEGO  
BANKU POLSKIEGO  
2020–2024

## Narodowy Bank Polski w obliczu globalnych kryzysów

Polityka pieniężna Narodowego Banku Polskiego w gorącym czasie polikryzysów – pandemicznego, popandemicznego i energetycznego będącego skutkiem wojny w Ukrainie – stanęła przed szczególnie trudnymi wyzwaniami.

NBP już od kilku lat przygotowywał się pod kątem analitycznym, operacyjnym i prawnym do ewentualnego finansowo-bankowego kryzysu o charakterze globalnym lub europejskim, podobnego do tego z lat 2008–2009. Jednak ku zupełnemu zaskoczeniu całego świata kryzysy, które nadeszły, miały całkowicie odmienny charakter i całkowicie odmienną naturę. Wielu państwom i bankom centralnym przyszło się zmierzyć z groźbą prawdziwej katastrofy gospodarczej i społecznej. Niebezpieczeństwo wielkiej zapaści gospodarczej, fali bankructw i masowego bezrobocia, a potem wysoka inflacja – najpierw popandemiczna, a następnie wywołana agresją Rosji na Ukrainę – były dla gospodarek zachodnich demokracji ogromnym i bezprecedensowym wyzwaniem, największym od czasu II wojny światowej.

Z wielką satysfakcją z perspektywy czasu mogę odnotować, że Narodowy Bank Polski i wszystkie jego organy oraz pracownicy stanęli w tych trudnych chwilach na wysokości zadania.

## Uwarunkowania instytucjonalne

Na wstępie pragnę przywołać podstawy prawne funkcjonowania Narodowego Banku Polskiego. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej stanowi, że *Centralnym bankiem państwa jest Narodowy Bank Polski. Przysługuje mu wyłączne prawo emisji pieniądza oraz ustalania i realizowania polityki pieniężnej*. NBP wypełnia zadania określone w Konstytucji, ustawie o Narodowym Banku Polskim i ustawie Prawo bankowe. Wymienione akty prawne gwarantują niezależność NBP od innych organów państwa.

Polityka pieniężna NBP jest nakierowana na wywiązywanie się z podstawowych obowiązków banku centralnego, ujętych w regulacjach prawnych.

- Konstytucja stanowi, że *Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza*.
- Z kolei ustawa o NBP określa, że *Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu*.

Realizując podstawowe zobowiązania zawarte w Konstytucji oraz ustawie o NBP, Rada Polityki Pieniężnej (Rada) – będąca organem NBP formułującym m.in. coroczne *Założenia polityki pieniężnej* – dąży do utrzymania stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej NBP jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie.

Strategia celu inflacyjnego jest bardzo dobrze ugruntowana zarówno w teorii polityki pieniężnej, jak i w jej praktyce. Wykorzystuje ją wiele banków centralnych na świecie, w tym Bank Anglii, Bank Japonii, Bank Kanady i Bank Szwecji (Riksbank). Dodam, że strategię celu inflacyjnego stosuje również większość banków centralnych krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, które mają własne waluty, w tym Bank Czech, Bank Węgier i Bank Rumunii.

NBP prowadzi autonomiczną politykę pieniężną ukierunkowaną na realizację celu inflacyjnego. Jest to możliwe dzięki posiadaniu własnej waluty.

Rada Polityki Pieniężnej stosuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego, który nie wyklucza interwencji walutowych, gdy jest to uzasadnione przez warunki rynkowe lub sprzyja zapewnieniu stabilności makroekonomicznej lub finansowej kraju.

Ważnym elementem wykorzystywanej przez NBP strategii jest średniookresowy charakter celu inflacyjnego. Oznacza on, że ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyień od celu. W przypadku odchylenia inflacji od celu Rada w sposób elastyczny określa pożądane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej.

Mówiąc o szokach, z jakimi w ostatnich dekadach musiał się mierzyć NBP, wymienię te najważniejsze: globalny kryzys finansowy 2008–2009 r., kryzys zadłużeniowy strefy euro, pandemia COVID-19, kryzys energetyczny związany z rosyjską agresją na Ukrainę. Część z nich prowadziła do wzrostu inflacji, a część była związana raczej z zagrożeniami deflacyjnymi. Stąd w *Założeniach polityki pieniężnej* wskazuje się, że reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne.

Ponadto w *Założeniach* Rada podkreśla, że polityka pieniężna jest prowadzona w sposób, który sprzyja zachowaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej kraju. Zawierają one również katalog instrumentów polityki pieniężnej, który jest niezmienny od wielu lat. Jednocześnie od dłuższego czasu w *Założeniach* Rada zaznacza, że realizowana strategia polityki pieniężnej zakłada elastyczność w zakresie wykorzystywanych instrumentów. Narzędzia NBP mogą być zatem dostosowywane do natury występujących w gospodarce zaburzeń.

Elastyczne wykorzystanie instrumentów polityki pieniężnej sprzyja efektywnemu działaniu mechanizmu transmisji oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej.

Do instrumentów polityki pieniężnej należą przede wszystkim:

- stopy procentowe NBP (referencyjna, lombardowa, depozytowa, redyskontowa weksli),
- operacje otwartego rynku (podstawowe, dostrajające, strukturalne),
- system rezerwy obowiązkowej,
- operacje depozytowo-kredytowe,
- interwencje walutowe.

Gdy stabilność cen jest zagrożona, np. w następstwie kryzysu, polityka pieniężna jest odpowiednio dostosowywana – przede wszystkim poprzez zmianę wysokości stóp procentowych, które są podstawowym instrumentem polityki pieniężnej NBP. Mogą się jednak zdarzyć sytuacje, w których zasadne jest wykorzystanie także innych narzędzi, w szczególności skup dłużnych papierów wartościowych w operacjach otwartego rynku na rynku wtórnym przewidziany w ustawie o NBP. Od 2005 r. możliwość dokonywania takich operacji znajdowała również wprost odzwierciedlenie w przyjmowanych przez Radę *Założeniach polityki pieniężnej*.

## **Pandemia COVID-19 i reakcja banków centralnych**

Jak już wskazałem wcześniej, wybuch globalnej pandemii COVID-19 na początku 2020 r. i związane z tym ryzyko światowego kryzysu gospodarczego były jednym z największych od dekad wyzwań dla polityki makroekonomicznej.

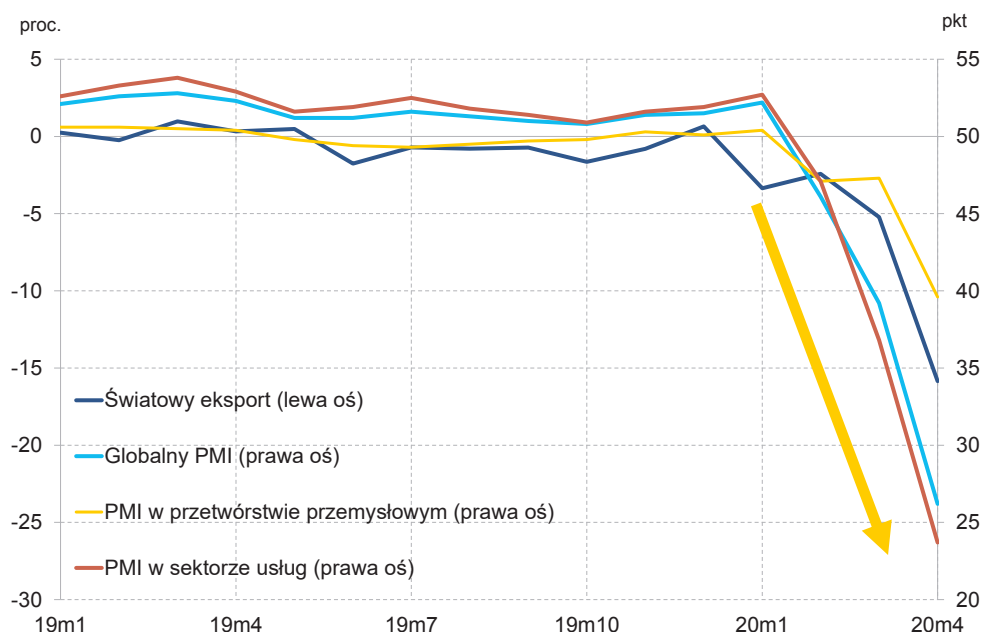
W związku z rozprzestrzenianiem się wirusa i ogłaszaniem różnorodnych działań nakierowanych na ograniczenie liczby zakażeń nastąpiło gwałtowne i nieoczekiwane załamanie aktywności gospodarczej w wielu krajach oraz handlu światowego (Wykres 1). Istotnie pogorszyły się także nastroje gospodarcze przedsiębiorstw (co pokazuje m.in. silny spadek wskaźników PMI) i nastroje gospodarstw domowych.

Na początku 2020 r. wystąpił również silny wzrost niepewności (Wykres 2). W szczególności w początkowym okresie pandemii znacznie zwiększyły się miary zmienności na rynkach finansowych, w tym wskaźnik oczekiwanej zmienności na amerykańskim rynku akcji (VIX), który 16 marca 2020 r. osiągnął

najwyższą dzienną wartość, od kiedy są dostępne dane (tj. od 1990 r.). Niezwykle wysoka niepewność spowodowana była specyficznym charakterem szoku: nieznanne były skutki zdrowotne i społeczne pandemii oraz zakres i czas działań nakierowanych na ograniczenie skali zakażeń.

### Wykres 1.

Dynamika światowego eksportu oraz globalny PMI

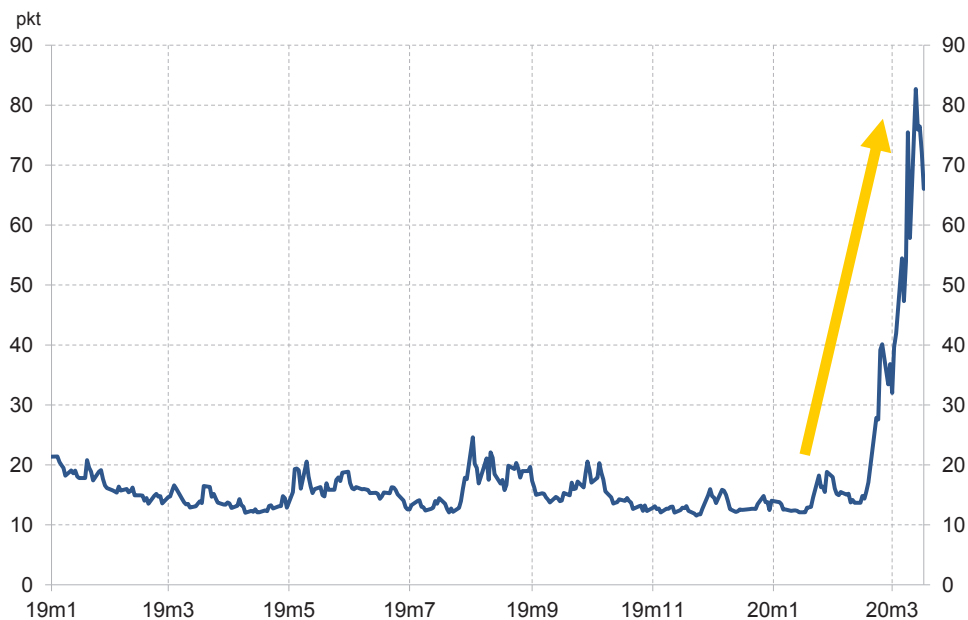


Źródło: dane Centraal Planbureau, Datastream.

W związku z tym wyjątkowo trudne do przewidzenia były skutki gospodarcze pandemii. Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w kwietniu 2020 r. prognozował, że światowy PKB obniży się w 2020 r. o 3%, a więc dużo silniej niż w czasie globalnego kryzysu finansowego w 2008–2009 r. MFW wskazał przy tym na *ekstremalną niepewność prognozy wzrostu gospodarczego na świecie i na przewagę ryzyka niższej dynamiki światowego PKB* (MFW, 2020a).

### Wykres 2.

Wskaźnik oczekiwanej zmienności na amerykańskim rynku akcji (VIX)

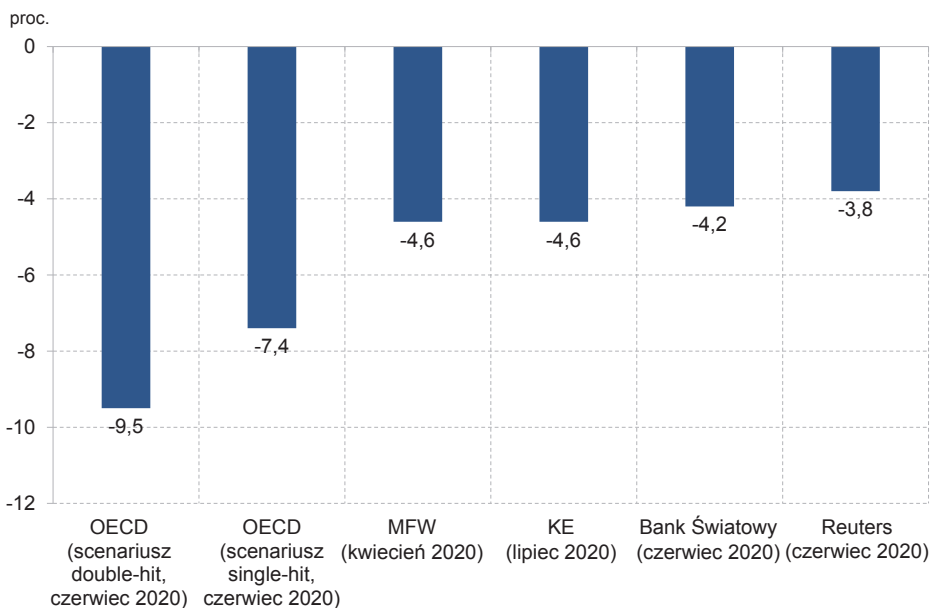


Źródło: dane Bloomberg.

W warunkach załamania aktywności gospodarczej na świecie prognozy dostępne na początku pandemii wskazywały na możliwy głęboki spadek PKB także w Polsce (Wykres 3). Spadek ten – w zależności od przyjmowanych przez różne instytucje założeń – miał wynieść w 2020 r. od ok. 4% (zgodnie z prognozami Banku Światowego [Bank Światowy, 2020], Komisji Europejskiej [Komisja Europejska, 2020] czy MFW [MFW, 2020b]) do prawie 10% (według pesymistycznego scenariusza OECD [OECD, 2020a]). Również projekcja NBP z lipca 2020 r. wskazywała na silny spadek PKB (o 5,4% w 2020 r.).

**Wykres 3.**

Prognozy dynamiki PKB w Polsce w 2020 r.



Źródło: prognozy Reuters, Bank Światowy, Komisja Europejska, OECD, MFW.

Wobec negatywnych perspektyw gospodarczych wiele prognoz ośrodków zewnętrznych, w tym Międzynarodowego Funduszu Walutowego czy Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, formułowanych w pierwszych kwartałach pandemii wskazywało ponadto na wyraźny spadek inflacji w Polsce w 2021 r., a część prognoz przewidywała obniżenie się dynamiki cen poniżej 2,5% (Wykres 4).

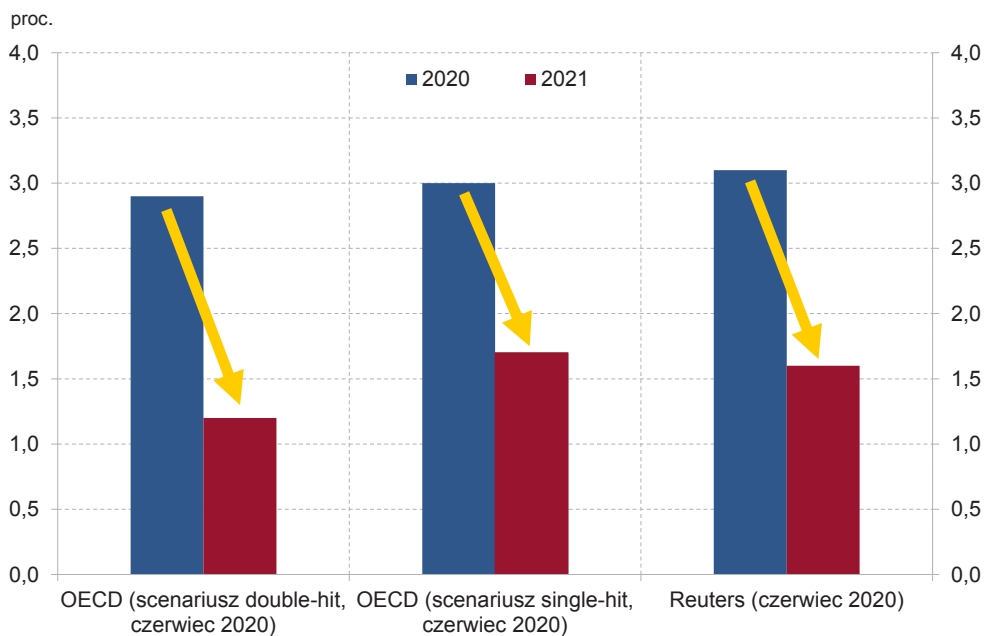
- W szczególności oba scenariusze prognozy OECD z czerwca 2020 r. (OECD, 2020a) wskazywały, że średnioroczna inflacja w Polsce w 2021 r. obniży się poniżej 2%, przy czym jeden z tych scenariuszy wskazywał na spadek inflacji w 2021 r. do 1,2%, w tym w I kw. 2021 r. dynamika cen miała kształtować się w pobliżu zera.



- Na możliwość wyraźnego obniżenia się dynamiki cen wskazywała także projekcja NBP z lipca 2020 r. (przewidująca spadek średniorocznej inflacji z 3,3% w 2020 r. do 1,5% w 2021 r.).

**Wykres 4.**

Prognozy inflacji w Polsce z połowy 2020 r.



Źródło: prognozy Reuters, OECD.

O obawach o dezinflacyjne oddziaływanie pandemii na dynamikę cen konsumpcyjnych świadczą również oceny formułowane wówczas przez przedstawicieli wiodących banków centralnych. Na początku pandemii najważniejsze banki centralne i ich prezesi ostrzegali bowiem przed ryzykiem znaczącego spadku inflacji.

- W marcu 2020 r. Prezes EBC Christine Lagarde wskazała, że: *Na podstawie gwałtownego spadku [...] cen ropy, inflacja prawdopodobnie znacznie spadnie w nadchodzących miesiącach. [...] Wszystko, co wiemy na pewno, to to, że ryzyko jest zdecydowanie przechylone w dół* (EBC, 2020).
- W lipcu 2020 r. Prezes Fed Jerome Powell powiedział: *Myszę, że zasadniczo [wybuch pandemii] jest to szok dezinflacyjny. [...] I myślę, że przez jakiś czas będziemy się zmagać raczej z presją dezinflacyjną niż inflacyjną* [...] (Fed, 2020).

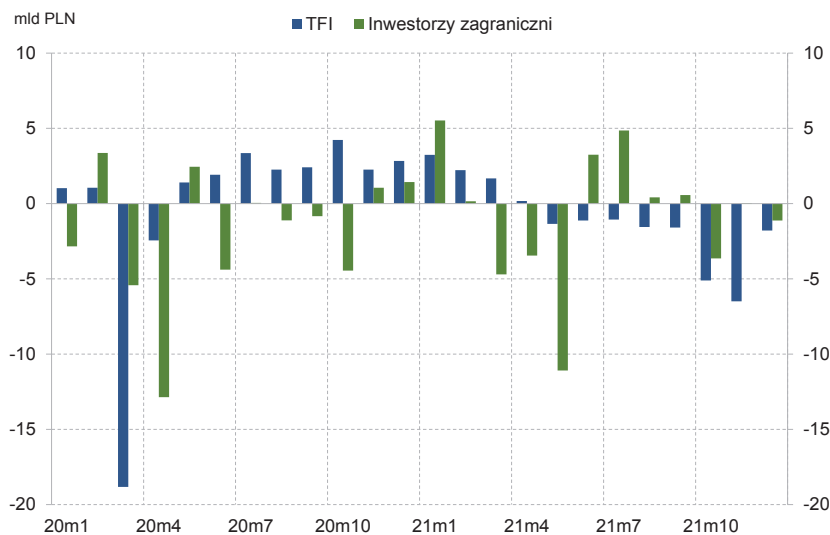
Kryzysowi pandemicznemu towarzyszył znaczący wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych. Przejawiał się on m.in. istotnym wzrostem zmienności w wielu segmentach rynku finansowego, do poziomu najwyższego od globalnego kryzysu finansowego.

- W tym czasie odnotowano gwałtowny odpływ kapitału z rynku długu, w szczególności z dłużnych funduszy inwestycyjnych (Wykres 5). Przyczyniło się to do znaczącego wzrostu rentowności polskich obligacji skarbowych w warunkach istotnie ograniczonej płynności rynku (Wykres 6).
- Jednocześnie, wobec zaburzeń płynnościowych na rynku papierów skarbowych, rentowności obligacji podlegały silnym wahaniom. W szczególności codzienne zmiany rentowności obligacji skarbowych sięgały kilkudziesięciu punktów bazowych (wobec kilku punktów bazowych w okresie sprzed kryzysu pandemicznego).
- W największym stopniu wzrost zmienności dotyczył wycen obligacji średnio- i długoterminowych. Przykładowo zmienność cenowa obligacji 10-letniej wzrosła kilkukrotnie w połowie marca 2020 r. względem początku 2020 r.

Wobec powyższych uwarunkowań NBP – pod moim kierownictwem – podjął szybkie i stanowcze działania. W reakcji na wybuch pandemii COVID-19 i związane z tym ryzyko silnego i długotrwałego spadku PKB mogącego zagrażać średniookresowej stabilności cen, NBP wyraźnie złagodził politykę pieniężną (Wykres 7).

### Wykres 5.

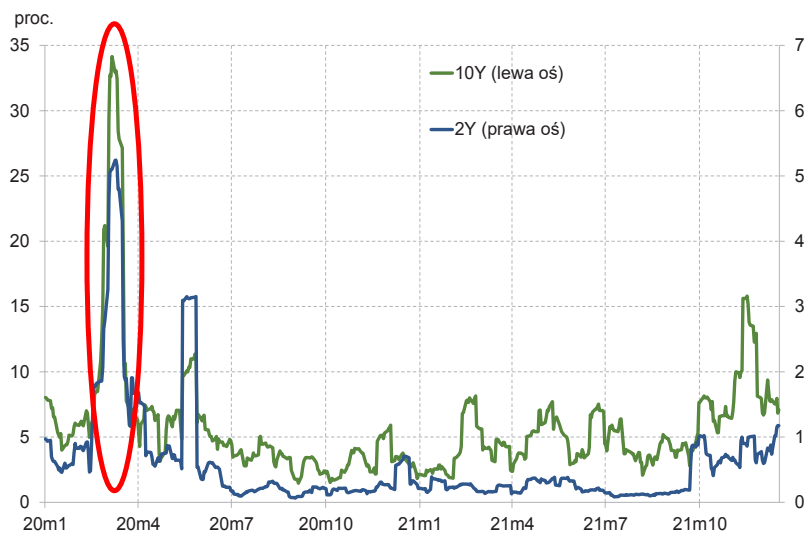
Zmiana wartości posiadanych obligacji przez polskich (TFI) i zagranicznych inwestorów na polskim rynku długu w latach 2020–2021



Źródło: dane Ministerstwa Finansów, Anality.pl.

### Wykres 6.

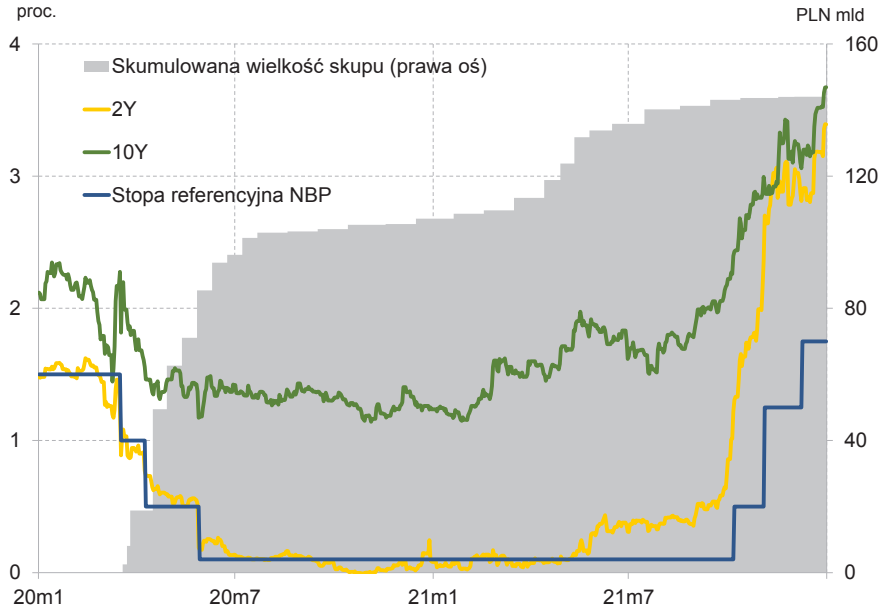
10-dniowa zmienność cen benchmarkowych polskich obligacji skarbowych



Źródło: dane Bloomberg.

**Wykres 7.**

Stopa referencyjna NBP, rentowności polskich obligacji skarbowych i skumulowany skup aktywów



Źródło: dane NBP, Bloomberg. Uwaga: Wartość skupu według wartości nominalnej obligacji.

- W szczególności Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe, w tym stopę referencyjną NBP łącznie o 1,4 pp. (z 1,5% do 0,1%). Rada podjęła także decyzję o obniżeniu podstawowej stopy rezerwy obowiązkowej z 3,5% do 0,5%.
- W marcu 2020 r. NBP uruchomił strukturalne operacje otwartego rynku polegające na skupie obligacji skarbowych na rynku wtórnym. Od kwietnia 2020 r. skup ten został rozszerzony o dłużne papiery wartościowe gwarantowane przez Skarb Państwa. Skup aktywów stanowił jeden z instrumentów przewidzianych w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2020*, a jego celem było:

- zmiana długoterminowej struktury płynności w sektorze bankowym,
- zapewnienie płynności rynku wtórnego skupowanych papierów wartościowych,
- wzmocnienie oddziaływania obniżenia stóp procentowych NBP na gospodarkę, tj. wzmocnienie mechanizmu transmisji monetarnej.

Działania NBP były w pełni spójne z dążeniem do realizacji podstawowych zadań banku centralnego.

- Przede wszystkim ograniczały one ryzyko obniżenia się inflacji poniżej celu inflacyjnego NBP w średnim okresie.
- Jednocześnie poluzowanie polityki pieniężnej NBP miało na celu złagodzenie negatywnych skutków epidemii, ograniczenie skali spadku aktywności gospodarczej oraz wsparcie sytuacji finansowej gospodarstw domowych i firm.
- Ponadto, poprzez pozytywny wpływ na sytuację finansową kredytobiorców, decyzje NBP ograniczały ryzyko kredytowe, którego wzrost był najistotniejszym kanałem wpływu pandemii na stabilność systemu bankowego. Tym samym polityka pieniężna NBP wspierała stabilność systemu finansowego.

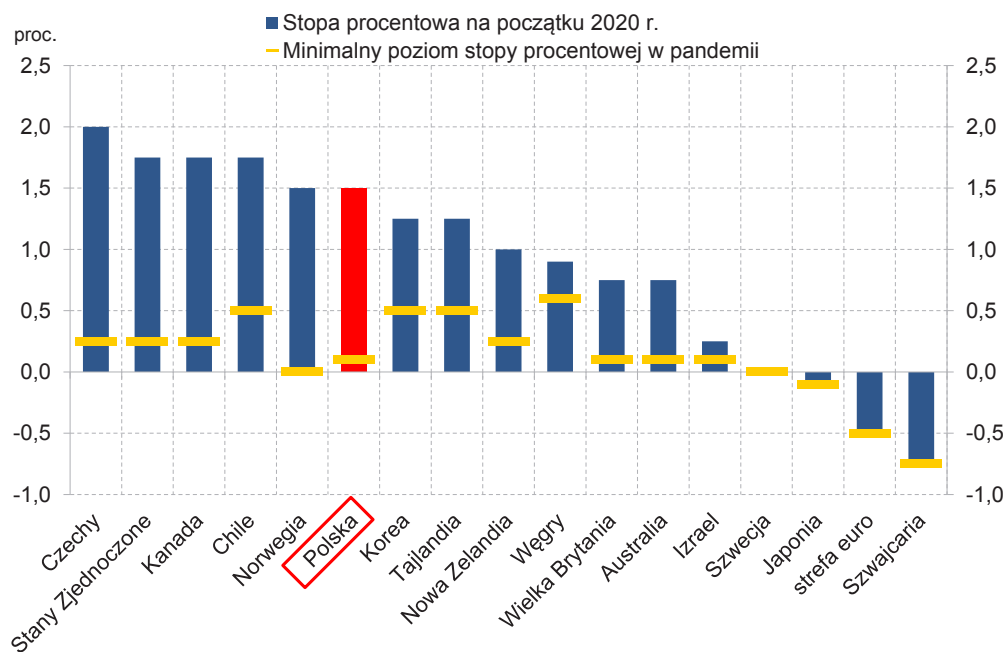
Chciałbym przypomnieć, że w reakcji na wybuch kryzysu pandemicznego wszystkie banki centralne w krajach, które według MFW stosowały w 2020 r. strategię celu inflacyjnego (a więc 43 banki centralne na świecie), poluzowały politykę pieniężną (Wykres 8). Ponadto wiele banków centralnych uruchomiło lub rozszerzyło programy skupu aktywów.

- Skup dłużnych papierów wartościowych sektora publicznego był prowadzony podczas pandemii COVID-19 przez wszystkie wiodące banki centralne na świecie, takie jak: Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, Bank Anglii, Bank Japonii, a także przez Europejski Bank Centralny, oraz wszystkie pozostałe 19 banków centralnych należących wówczas do Eurosystemu.
- W czasie kryzysu pandemicznego programy skupu aktywów ogłosiły banki centralne również w 35 innych niż wyżej wymienione gospodarkach (obszarach walutowych), w tym w gospodarkach wschodzących, z których znaczna część nie stosowała wcześniej tego instrumentu.

- W szczególności, spośród państw Unii Europejskiej posiadających wówczas własne waluty, skup dłużnych papierów wartościowych sektora publicznego przez banki centralne był prowadzony w Szwecji, Chorwacji, Rumunii i na Węgrzech.

### Wykres 8.

Obniżki stóp procentowych banków centralnych w okresie pandemii



Źródło: dane Bloomberg.

Odnosząc się do kwestii kontynuowania skupu aktywów w 2021 r., pragnę zaznaczyć, że na początku 2021 r. polska gospodarka odrabiała straty wynikające z kryzysu pandemicznego, jednak kolejne fale zachorowań nadal negatywnie wpływały na koniunkturę i stanowiły istotny czynnik ryzyka dla trwałości ożywienia. Wzrost PKB w I kw. 2021 r. wyniósł zaledwie 0,3% r/r.

Międzynarodowy Fundusz Walutowy w lutym 2021 r. podkreślał zasadność utrzymywania przez NBP akomodacyjnej polityki pieniężnej (MFW, 2021).

- W raporcie MFW oceniono, że biorąc pod uwagę istotną niepewność dotyczącą ożywienia, a także prognozowany spadek inflacji, akomodacyjna polityka pieniężna NBP jest właściwa, a dodatkowa, występująca w krótkim terminie, inflacja o źródłach podaźowych – jeśli wystąpi – powinna być tolerowana ze względu na ujemną lukę popytową.
- MFW wskazał też wprost, że w razie wystąpienia niekorzystnego scenariusza, NBP może zwiększyć tempo skupu aktywów.

Od początku lutego 2021 r. wyraźnie rosły rentowności obligacji skarbowych na świecie, w tym w Polsce.

- Część głównych banków centralnych – tj. Europejski Bank Centralny i Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych – zareagowały na tę zmianę warunków rynkowych zwiększeniem skali skupu aktywów na przełomie I i II kw. 2021 r.
- Również NBP zakupił w kwietniu i maju 2021 r. obligacje o wartości nominalnej wyższej niż w poprzednich miesiącach, choć zdecydowanie niższej niż w początkowej fazie pandemii. Po ustabilizowaniu się sytuacji na rynkach długu, w czerwcu 2021 r. miesięczna skala skupu NBP wyraźnie się zmniejszyła. Skala skupu w III kw. 2021 r. była zdecydowanie mniejsza niż w II kw. W grudniu 2021 r. NBP nie prowadził operacji strukturalnych. Działania te były spójne z komunikacją NBP – informacją, że terminy oraz skala strukturalnych operacji otwartego rynku były uzależnione od warunków rynkowych.

Chciałbym podkreślić, że wiele z banków centralnych, które w 2020 r. prowadziły skup aktywów w związku z kryzysem pandemicznym, kontynuowało te operacje również w 2021 r. (m.in. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych, Bank Anglii, Bank Japonii oraz banki centralne Australii, Kanady, Nowej Zelandii, Szwecji, Izraela, Rumunii, a także Europejski Bank Centralny i pozostałe banki centralne Eurosystemu, w szczególności banki centralne Niemiec, Francji, Włoch, Hiszpanii, Holandii; Wykres 9). Co więcej, część banków centralnych, w szczególności Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych oraz Europejski Bank Centralny i pozostałe banki centralne Eurosystemu, prowadziła skup netto aktywów także w 2022 r.

**Wykres 9.**

Gospodarki europejskie, w których banki centralne nabywały papiery dłużne krajowego sektora publicznego po wybuchu pandemii COVID-19



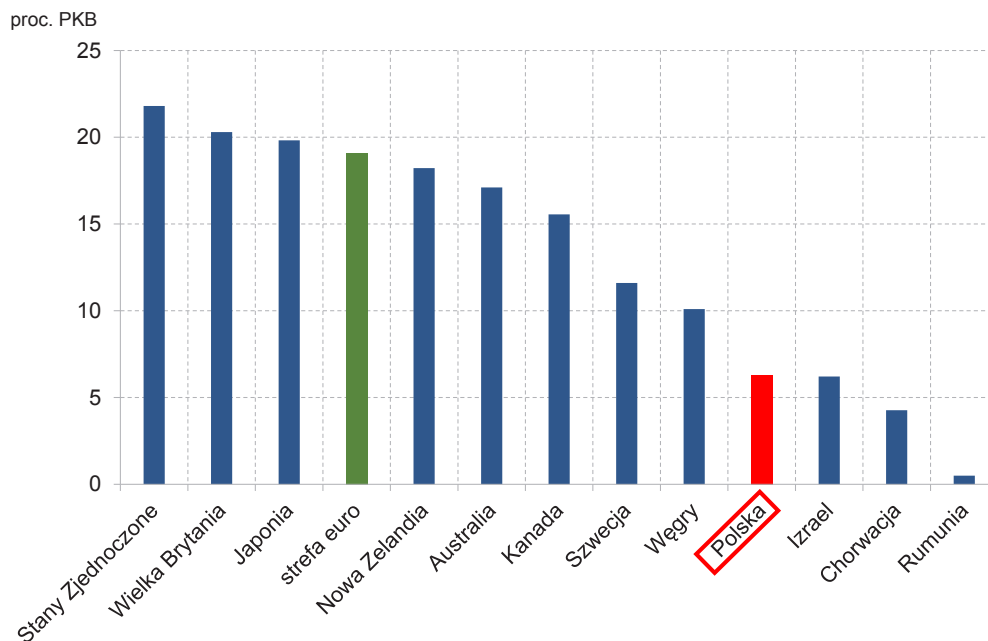
Źródło: informacje ze stron internetowych banków centralnych.



Dodam, że całkowita skala skupu aktywów przez bank centralny w odniesieniu do PKB była w Polsce relatywnie niska na tle innych gospodarek, w tym 3-krotnie niższa niż w strefie euro (w Polsce wyniosła ok. 6% PKB, a w strefie euro ok. 19% PKB z 2019 r.; Wykres 10).

**Wykres 10.**

Skala skupu aktywów przez banki centralne po wybuchu pandemii COVID-19 w wybranych gospodarkach



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych banków centralnych, OECD i urzędów statystycznych.  
 Uwaga: Dla Japonii – przyrost stanu papierów wartościowych od marca 2020 r. do końca 2023 r.  
 Do obliczeń wykorzystano PKB za 2019 r.

Liczne badania wykazują, że programy skupu aktywów prowadzone przez banki centralne są efektywnym narzędziem pomagającym ograniczać zaburzenia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej oraz wspierającym

poluzowanie warunków monetarnych. Wiele artykułów naukowych wskazuje na efektywność skupu aktywów w odniesieniu do oddziaływania na rynki finansowe i/lub realną gospodarkę, szczególnie w warunkach osiągnięcia dolnego ograniczenia dla krótkoterminowych nominalnych stóp procentowych oraz występowania zaburzeń na rynkach finansowych.

- Ben Bernanke, laureat Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii z 2022 r. oraz przewodniczący Rady Gubernatorów Systemu Rezerwy Federalnej od 2006 r. do 2014 r., wskazuje, że skup aktywów jest jednym z podstawowych sposobów łagodzenia polityki pieniężnej, gdy nie można już bardziej obniżyć stóp krótkoterminowych, oraz że jest to instrument efektywny, który stał się trwałym dodatkiem do zestawu narzędzi Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych oraz innych banków centralnych na świecie (Bernanke, 2020).
- Ekonomiści EBC podkreślają, że programy skupu aktywów są efektywnym narzędziem łagodzenia warunków monetarnych i finansowych, które przyczyniło się do pobudzenia wzrostu gospodarczego oraz zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych, wspierając w ten sposób stabilizowanie inflacji (Hammermann i in., 2019).
- Ekonomiści MFW wskazują, że programy skupu aktywów w 2020 r. stanowiły skuteczne narzędzie w czasie zaburzeń na rynkach finansowych (Fratto i in., 2021, Arena i in., 2021). Wyniki te zostały również potwierdzone w odniesieniu do europejskich gospodarek wschodzących, gdzie programy skupu aktywów stabilizowały rynki obligacji i pobudzały rynki akcji, nie oddziałując istotnie na kurs walutowy.
- Także analiza ekonomistów Banku Rozrachunków Międzynarodowych pokazuje, że programy luzowania ilościowego w gospodarkach wschodzących przyczyniły się do obniżenia rentowności i poprawy nastrojów inwestorów, bez istotnego wpływu na oczekiwania inflacyjne oraz kursy walutowe (Arslan i in., 2020).

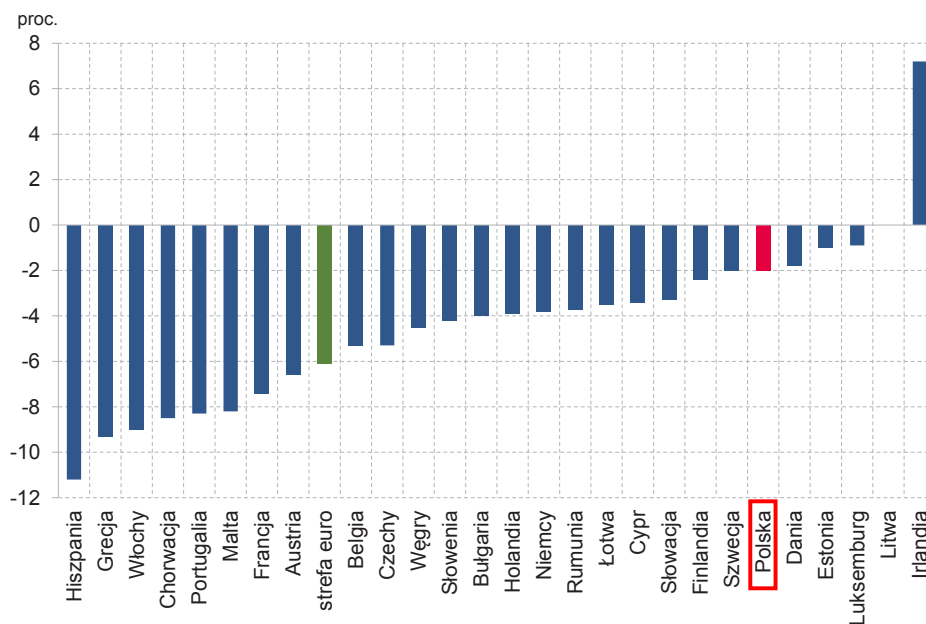
Oceniając efekty działań stabilizacyjnych podjętych w reakcji na wybuch pandemii COVID-19, uważam, że polska gospodarka dostosowała się do funkcjonowania w okresie restrykcji dużo lepiej niż inne gospodarki europejskie. Wynikało to z kilku czynników.

- Polska – dzięki właściwej polityce makroekonomicznej w latach poprzedzających pandemię – nie miała istotnych nierównowag w momencie wybuchu kryzysu.
- Znaczące było również to, że w porównaniu ze strefą euro rola sektorów szczególnie narażonych na skutki pandemii, w tym turystyki, gastronomii, kultury i rozrywki, jest w polskiej gospodarce mniejsza.
- Kluczowe znaczenie miała też szybka i zdecydowana reakcja ze strony polityki pieniężnej i fiskalnej.

W konsekwencji spadek PKB Polski wywołany wybuchem pandemii był znacznie mniejszy niż średnio w krajach UE (Wykres 11, Wykres 12). W Polsce wyniósł on jedynie 2,0%, wobec spadku przykładowo o 5,3% w Czechach oraz o 6,1% w strefie euro.

### Wykres 11.

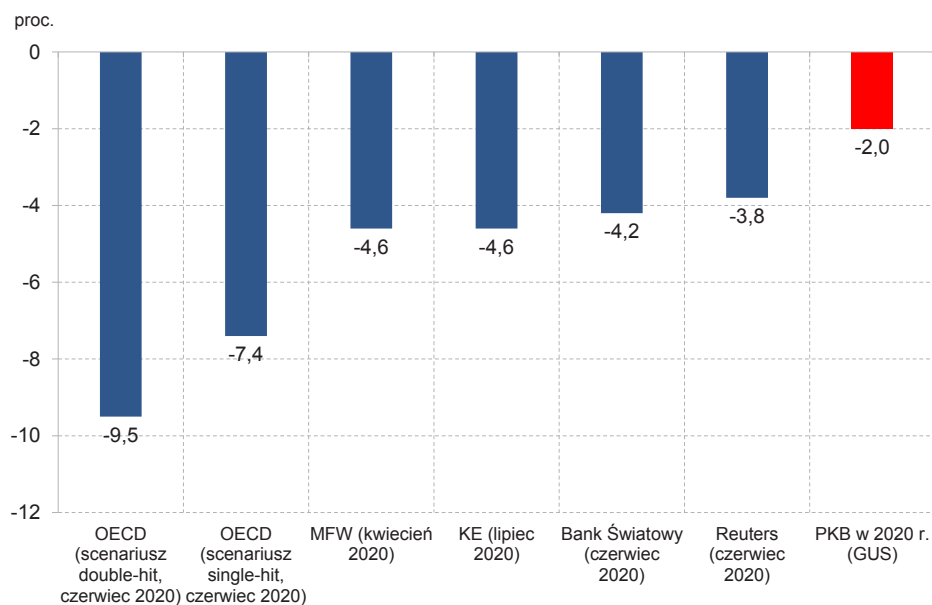
Zmiana PKB w krajach UE w 2020 r.



Źródło: dane Eurostat.

**Wykres 12.**

Prognozy dynamiki PKB w Polsce w 2020 r. wraz z realizacją



Źródło: dane GUS, prognozy – Reuters, Bank Światowy, Komisja Europejska, OECD, MFW.

Chciałbym też odnotować, że działania podjęte przez NBP w 2020 r. zostały ocenione pozytywnie.

- MFW w raporcie z przeglądu gospodarki Polski w ramach artykułu IV Statutu MFW wskazał, że wraz z wybuchem pandemii polityka pieniężna została szybko i adekwatnie poluzowana (MFW, 2021).
- Jednocześnie OECD w raporcie *Economic Surveys Poland 2020* podkreśliła, że polityka pieniężna została odpowiednio poluzowana i reakcja polityki pieniężnej na rozwijający się kryzys pandemiczny była stanowcza i szybka (OECD, 2020a).
- Również ekonomiści Banku Światowego stwierdzili, że reakcja NBP na szok pandemii była szybka, stanowcza i skuteczna (Obserwator Finansowy, 2021).

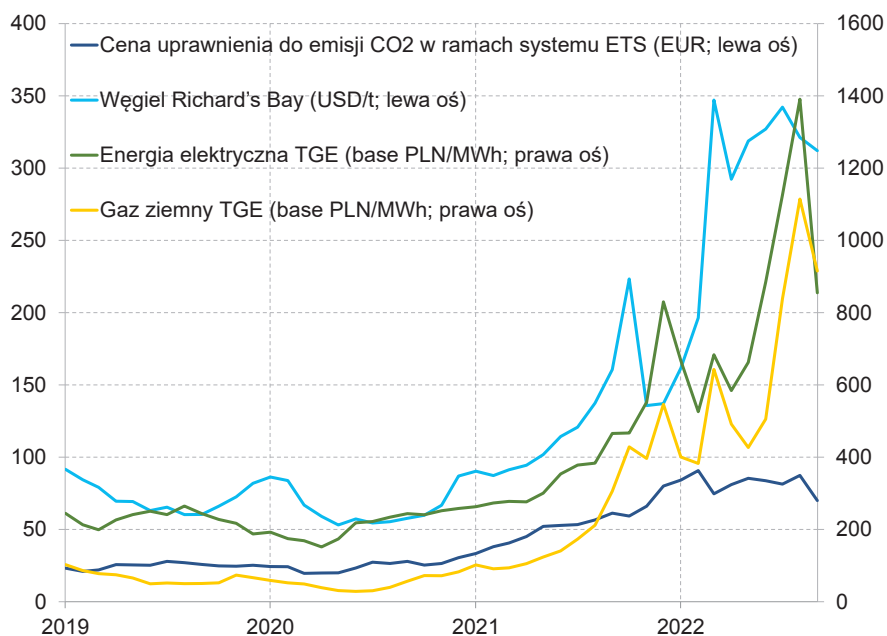
## Wzrost inflacji w latach 2021–2022

W 2021 r. wyraźnie widoczne było oddziaływanie na inflację czynników podażowych.

- Od września 2021 r. gwałtownie rosły ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, co dotyczyło w szczególności gazu ziemnego i węgla (Wykres 13).
- Jednocześnie następował dalszy znaczący wzrost cen uprawnień do emisji dwutlenku węgla.
- Silnie rosły również ceny surowców rolnych, przez co indeks ich cen osiągnął najwyższy poziom od wielu lat.
- Ponadto przedłużały się zaburzenia związane z pandemią w globalnych sieciach dostaw, które przekładały się m.in. na silny wzrost cen frachtu (Wykres 14). W ujęciu średniorocznym globalny indeks cen frachtu w 2021 r. był prawie 4-krotnie wyższy niż w 2020 r.

**Wykres 13.**

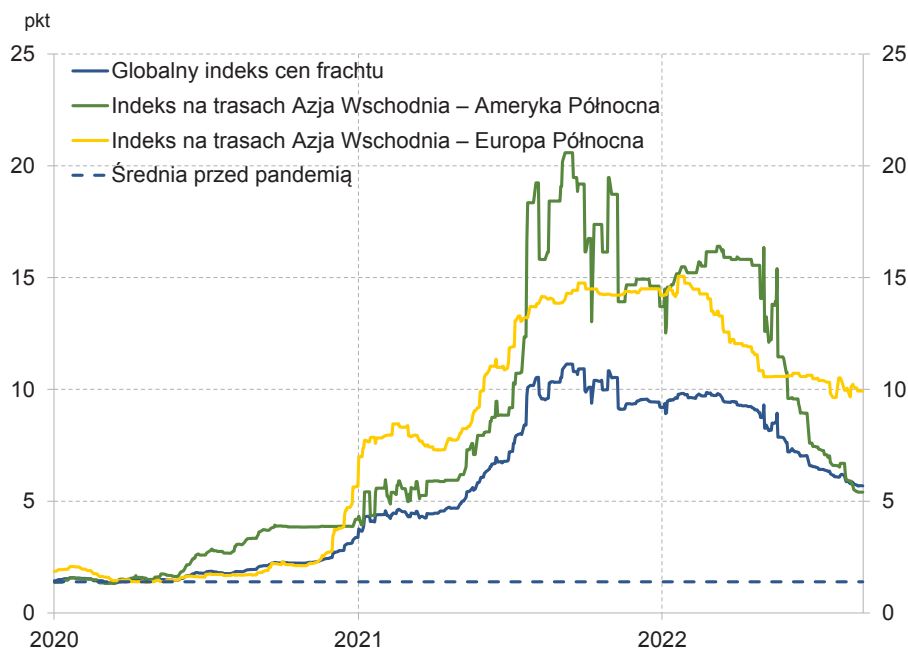
Ceny surowców energetycznych



Źródło: dane Bloomberg, TGE.

**Wykres 14.**

Ceny frachtu na świecie



Źródło: dane Datastream.

Zbrojna agresja Federacji Rosyjskiej na Ukrainę rozpoczęta pod koniec lutego 2022 r. przyczyniła się do ponownego bardzo silnego wzrostu cen surowców na rynku światowym. Był to efekt obaw o ciągłość dostaw przy istniejących już ograniczeniach podaży (przede wszystkim z Rosji; Wykres 13).

- Cena ropy naftowej Brent (w USD/b) wzrosła w 2022 r. w ujęciu średniorocznym o ok. 40%, a względem średniej z lat 2015–2019 była wyższa o ponad 70%.
- Historycznie wysokie ceny w 2022 r. zanotowano w przypadku gazu ziemnego według benchmarku TTF<sup>1</sup> (w USD/MWh). W ujęciu średniorocznym zwiększyły się one o ok. 150%, a względem średniej z lat 2015–2019 były 7-krotnie wyższe.

<sup>1</sup> Kontrakty *futures* na gaz ziemny notowane na giełdzie ICE Endex w punkcie TTF (ang. *Title Transfer Facility*) w Holandii, dane Bloomberg.

- Spadek podaży gazu na rynku europejskim spowodował także wzrost zapotrzebowania na węgiel do produkcji energii elektrycznej. W efekcie wyższego popytu ceny węgla kamiennego Richards's Bay (w USD/t) w ujęciu średniorocznym w 2022 r. wzrosły ponad 2-krotnie, a względem średniej z lat 2015–2019 były wyższe o niemal 270%.
- Rozpoczęcie rosyjskiej agresji na Ukrainę skutkowało także dalszym wzrostem cen surowców rolnych. Przyczyniło się do tego ograniczenie podaży części z nich oraz silna presja kosztowa (wynikająca z wyższych cen energii oraz środków produkcji, w tym nawozów). W efekcie indeks cen surowców rolnych obliczany przez NBP zwiększył się w 2022 r. w ujęciu średniorocznym o ok. 40%, a względem średniej z lat 2015–2019 był wyższy o niemal 55%.

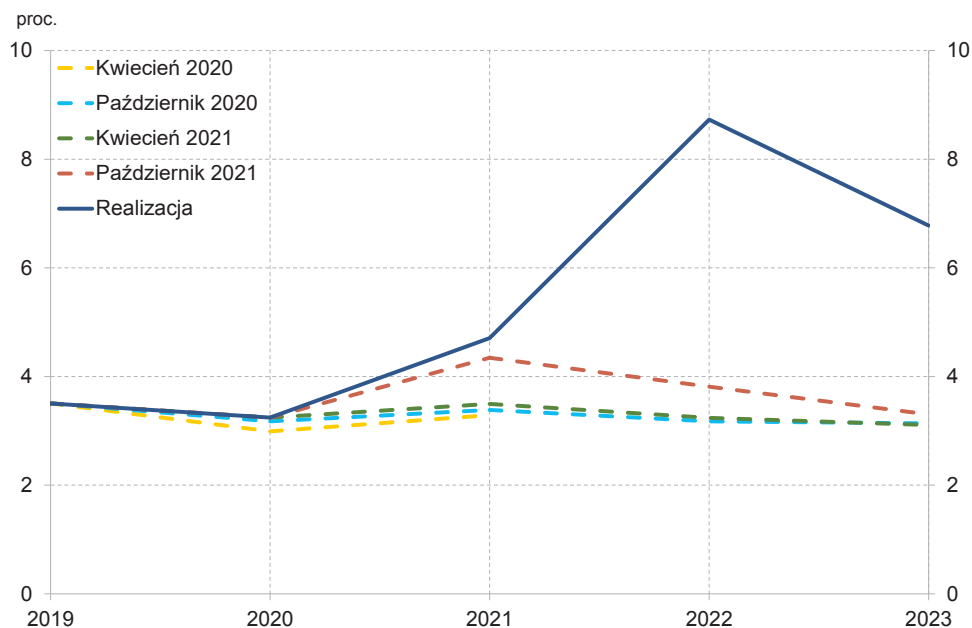
Równocześnie – od 2021 r. – trwało ożywienie aktywności gospodarczej po kryzysie związanym z pandemią COVID-19. Towarzyszyła mu realizacja odłożonego popytu. W połączeniu ze wzrostem cen surowców i zaburzeniami podażyymi był to czynnik wpływający na wzrost inflacji w tym okresie.

Poprawie koniunktury towarzyszyły prognozy wskazujące na dalsze ożywienie wzrostu globalnego PKB, jednak przy jedynie krótkotrwałym i przejściowym przyspieszeniu inflacji – w szczególności prognozy MFW z 2020 r. i 2021 r., które, choć stopniowo rewidowane w górę, nie przewidywały rzeczywistej skali wzrostu inflacji (Wykres 15). Początkowo oceniano bowiem powszechnie, że nastąpi tylko umiarkowany i przejściowy wzrost inflacji, który nie będzie wymagać reakcji ze strony polityki pieniężnej, o czym świadczyły w szczególności wypowiedzi przedstawicieli wiodących banków centralnych.

- W marcu 2021 r. Prezes Fed Jerome Powell powiedział, że: *W ciągu najbliższych kilku miesięcy 12-miesięczne miary inflacji wzrosną [...] te jednorazowe wzrosty cen prawdopodobnie będą miały jedynie przejściowy wpływ na inflację* (Fed, 2021).
- We wrześniu 2021 r. Prezes EBC Christine Lagarde wskazała, że: *Kluczowym wyzwaniem jest upewnienie się, że nie reagujemy przesadnie na przejściowe wstrząsy podażowe, które nie mają wpływu średnioterminowego [...]* (EBC, 2021).

**Wykres 15.**

Prognozy MFW inflacji na świecie wraz z realizacją



Źródło: opracowanie NBP na podstawie prognoz i danych MFW.

Uporczywość szoków, w tym negatywnych zewnętrznych szoków podaźowych, a przez to także wzrost inflacji okazały się jednak trwalsze od oczekiwań. W tych warunkach inflacja w wielu krajach silnie rosła, osiągając najwyższe poziomy od dekad i istotnie przewyższając cele banków centralnych (Tabela 1). Globalny charakter szoków, z którymi wiele gospodarek mierzyło się w tamtym okresie, sprawił, że w 2022 r. według danych MFW globalna inflacja wyniosła 8,7% r/r, tj. była najwyższa od 1996 r.



- Również w wielu gospodarkach rozwiniętych inflacja była w 2022 r. najwyższa od dekad: w Stanach Zjednoczonych od 1981 r., w Niemczech od 1974 r., a w strefie euro od utworzenia tego obszaru walutowego.
- Z kolei w wielu gospodarkach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja była w 2022 r. najwyższa od czasów transformacji ustrojowej, w tym w Czechach od 1993 r., na Słowacji od 1994 r., a w Polsce i na Węgrzech od 1997 r.

**Tabela 1.**

Inflacja w wielu gospodarkach w 2022 r. osiągnęła najwyższe poziomy od dekad

najwyższa inflacja	Niemcy	Stany Zjednoczone	Czechy	świat	Polska
					
	od 1974 r.	od 1981 r.	od 1993 r.	od 1996 r.	od 1997 r.

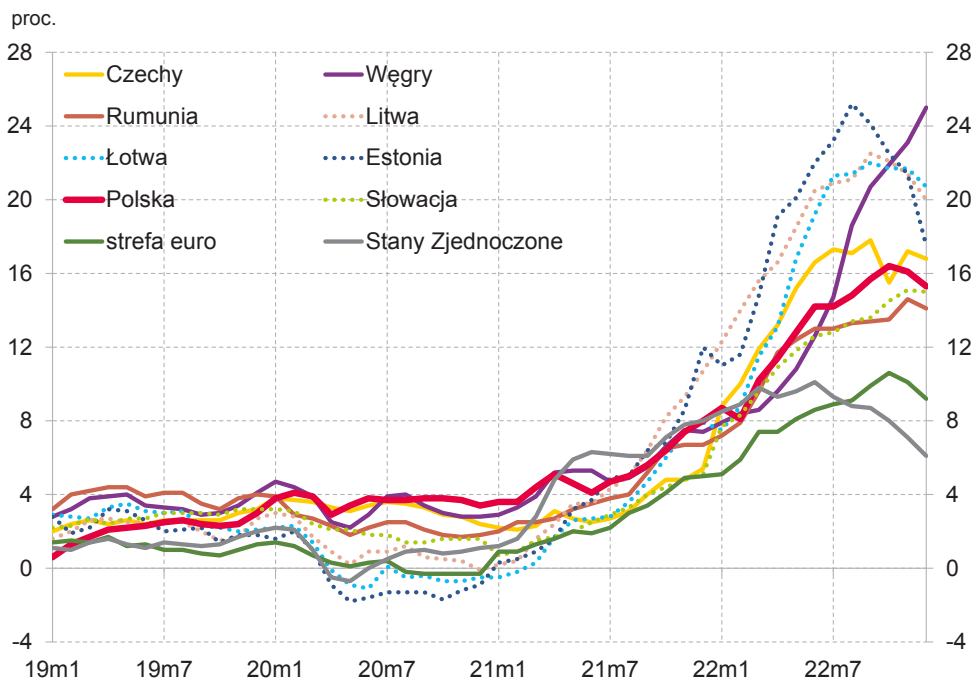
Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych GUS, MFW, krajowych urzędów statystycznych.

We wszystkich krajach Europy Środkowo-Wschodniej inflacja osiągnęła wartości dwucyfrowe, w części z nich przekraczając nawet przejściowo 20% (Wykres 16). Do wyższej inflacji niż w Europie Zachodniej przyczyniły się:

- wyższy udział wydatków na energię i żywność (tj. kategorie, które zdrożały najbardziej) w krajach Europy Środkowo-Wschodniej,
- szybsza (poza Czechami) odbudowa popytu w tym regionie niż w gospodarkach Europy Zachodniej,
- wynikająca z lepszej koniunktury większa łatwość, z jaką producenci byli w stanie przenieść wzrost kosztów wytwarzania na ceny produktów konsumpcyjnych.

**Wykres 16.**

Inflacja w wybranych gospodarkach



Źródło: dane Eurostat.

Również w Polsce inflacja w 2022 r. znacząco wzrosła, co wynikało w dużej mierze z silnego wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Inflacja była także podwyższana przez efekty zaburzeń w globalnych łańcuchach dostaw i wysokie koszty transportu w handlu międzynarodowym. Towarzyszyła temu odbudowa krajowej aktywności gospodarczej, w tym popytu.

Porównując z innymi krajami, skala wzrostu inflacji w Polsce nie odbiegała od odnotowanej w innych gospodarkach regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Część państw miała nieco niższą dynamikę cen, a część wyższą – w niektórych przypadkach nawet znacząco wyższą (na Węgrzech i we wszystkich krajach bałtyckich inflacja przekroczyła 20%).

Badanie ekonomistów Międzynarodowego Funduszu Walutowego (Dao i in., 2024) wskazuje, że wyraźny wzrost inflacji w Polsce po pandemii wynikał przede wszystkim z czynników zewnętrznych, choć do wysokich poziomów wzrosła również inflacja bazowa. Wzrost inflacji bazowej odzwierciedlał przy tym w dużej mierze efekty wcześniejszych wzrostów cen surowców oraz napięć w sieciach dostaw. Autorzy wprost wskazali na trzy najważniejsze czynniki, które podbiły inflację w Polsce. Były to przede wszystkim:

- skokowy wzrost cen energii,
- zaburzenia w globalnych łańcuchach dostaw,
- wzrost cen żywności.

Zgodnie ze swoimi konstytucyjnymi i ustawowymi celami NBP podjął szybkie i zdecydowane działania, aby nie dopuścić do utrwalenia się podwyższonej inflacji.

- Od października 2021 r. do września 2022 r., na 11 kolejnych posiedzeniach Rady, stopa referencyjna została podwyższona z 0,1% do 6,75%.
- NBP zakończył też oferowanie kredytu wekslowego, a pod koniec 2021 r. zaprzestał zakupów obligacji w ramach operacji strukturalnych.
- Dodatkowo NBP podniósł stopę rezerwy obowiązkowej do przedpandemicznego poziomu 3,5%.

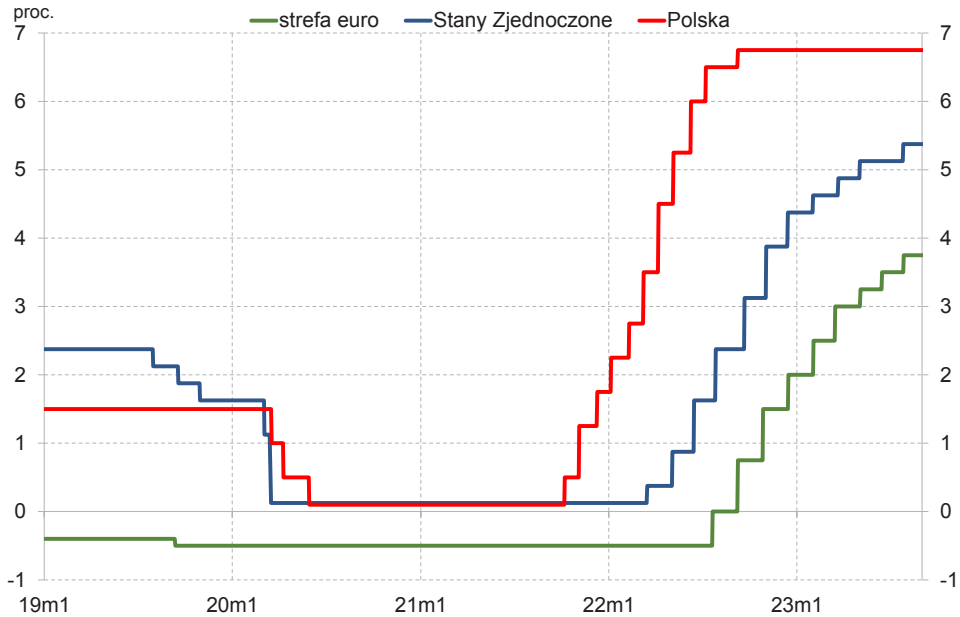
Zacieśnienie polityki pieniężnej było zatem bardzo zdecydowane (Wykres 17).

Łączna skala podwyżek stopy referencyjnej NBP wyniosła 6,65 pp. i była największa w historii Rady Polityki Pieniężnej (tj. od 1998 r.). W efekcie od września 2022 r. stopa referencyjna NBP osiągnęła najwyższą wartość w okresie obowiązywania celu inflacyjnego NBP na obecnym poziomie (tj. od 2004 r.).

Co istotne, podwyżki stóp procentowych w okresie wzrostu inflacji po kryzysie pandemicznym nastąpiły w Polsce wcześniej i w większej skali niż w większości państw OECD, w tym w takich wiodących gospodarkach, jak: strefa euro (o 9 miesięcy wcześniej), Stany Zjednoczone (prawie pół roku wcześniej), Wielka Brytania, Szwecja i Szwajcaria. Przykładowo w połowie lipca 2022 r., gdy stopa depozytowa EBC wynosiła -0,50%, stopa referencyjna NBP wynosiła już 6,50%.

**Wykres 17.**

Stopy procentowe w Polsce, strefie euro i Stanach Zjednoczonych



Źródło: dane Bloomberg.

Uwaga: Główna stopa procentowa banku centralnego:  
 dla NBP – stopa referencyjna NBP, dla EBC – *deposit facility*,  
 dla Fed – środek przedziału dla stopy *fed funds*.

W tym miejscu chciałbym przypomnieć, że reakcja NBP na podwyższoną inflację została pozytywnie oceniona przez instytucje międzynarodowe.

- Międzynarodowy Fundusz Walutowy w lutym 2022 r. (MFW, 2022a) podkreślił słusność dokonanego przez NBP zaostrzenia polityki pieniężnej, w tym zakończenia skupu aktywów.
- OECD w lutym 2023 r. oceniła, że NBP rozpoczął zacieśnianie polityki pieniężnej wcześniej niż wiele innych banków centralnych (OECD, 2023).
- Międzynarodowy Fundusz Walutowy w czerwcu 2023 r. stwierdził, że podwyżki stóp procentowych NBP były odpowiednie i efektywne (MFW, 2022b).

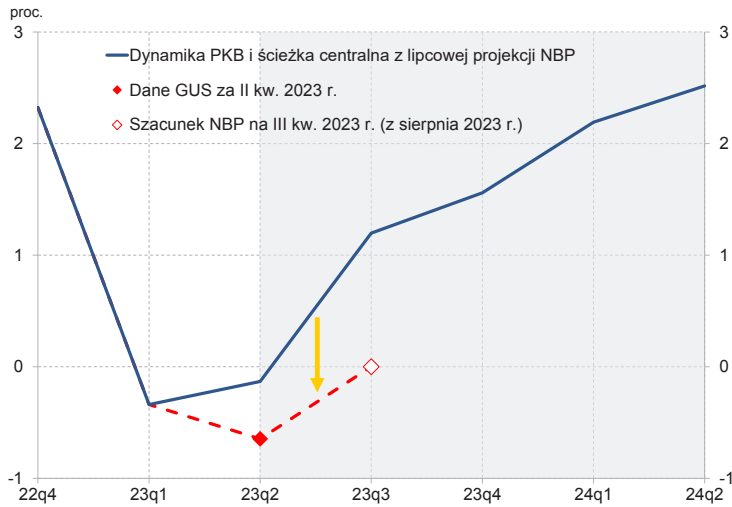
## Dostosowanie stóp procentowych w 2023 r.

Przed posiedzeniem Rady we wrześniu 2023 r. napływające dane dotyczące aktywności gospodarczej w Polsce i jej otoczeniu świadczyły o tym, że koniunktura wyraźnie spowolniła i była znacznie słabsza od wcześniejszych oczekiwań, co oddziaływało w kierunku szybszego spadku presji inflacyjnej.

- W warunkach pogorszenia koniunktury za granicą w 2023 r. nastąpiło wyraźne osłabienie dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce. W szczególności w II kw. 2023 r. kolejny kwartał z rządu obniżała się konsumpcja gospodarstw domowych (i był to jej najgłębszy spadek przynajmniej od 1996 r., czyli od kiedy dostępne są porównywalne dane). Świadczyło to o bardzo wyraźnym spadku presji popytowej (Wykres 18).
- Słabsza aktywność w połączeniu z szybszym od oczekiwań spadkiem inflacji sugerowały, że również w średnim okresie inflacja może być niższa od oczekiwań (Wykres 19).
  - Z napływających danych wynikało, że roczna dynamika PKB w III kw. 2023 r. może być zbliżona do zera, a więc istotnie słabsza niż prognozowano.
  - Również struktura wzrostu wskazywała na słabszą presję popytową ze względu na utrzymującą się ujemną dynamikę popytu krajowego, w tym pogłębienie spadku konsumpcji gospodarstw domowych.
  - Także niższe od wcześniejszych oczekiwań dane o inflacji w Polsce dostępne we wrześniu i październiku 2023 r. sygnalizowały, że średniookresowa ścieżka dynamiki cen może ukształtować się poniżej prognoz, a inflacja może szybciej obniżyć się do celu inflacyjnego.
  - Według prognoz NBP dostępnych na posiedzeniu Rady we wrześniu 2023 r. w kolejnych kwartałach przebieg procesu dezinflacji miał być szybszy od przewidywanego w projekcji NBP z lipca 2023 r.

**Wykres 18.**

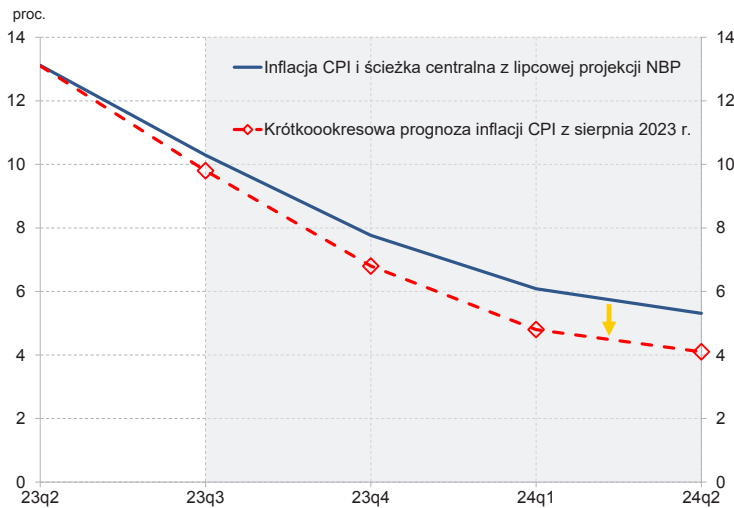
Dynamika PKB – dane za II kw. 2023 r. i szacunek NBP na III kw. 2023 r. na tle projekcji NBP z lipca 2023 r.



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

**Wykres 19.**

Inflacja – prognoza krótkookresowa z sierpnia 2023 r. na tle projekcji NBP z lipca 2023 r.



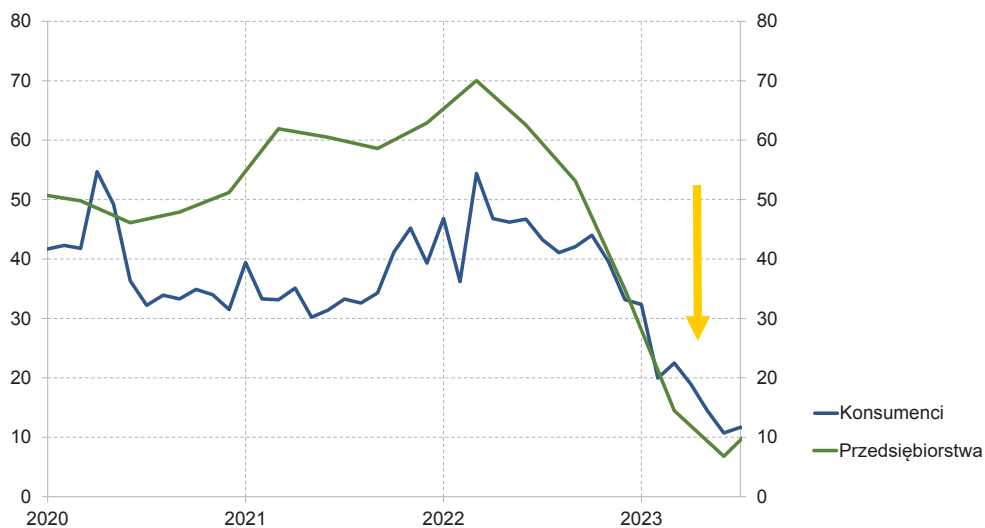
Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Efekty wcześniejszego silnego zacieśnienia polityki pieniężnej NBP oraz utrzymywania stóp procentowych przez rok na wysokim poziomie były wyraźnie widoczne m.in. w kształtowaniu się oczekiwań inflacyjnych oraz sytuacji na rynku kredytowym.

- Większość miar oczekiwań inflacyjnych wskazała na spadek inflacji CPI zarówno w krótkim, jak i w średnim horyzoncie (Wykres 20). W sierpniu 2023 r. obniżyły się miary oczekiwań inflacyjnych konsumentów, a w II kw. 2023 r. nastąpił dalszy spadek miar oczekiwań inflacyjnych przedsiębiorstw.
- Oprocentowanie nowych i renegotjowanych kredytów mieszkaniowych, kredytów konsumpcyjnych oraz kredytów dla przedsiębiorstw było w lipcu 2023 r. istotnie wyższe niż we wrześniu 2021 r. – w znacznej mierze odzwierciedlając dokonane zacieśnienie monetarne. W efekcie zadłużenie kredytowe w gospodarce obniżyło się w ujęciu rocznym (Wykres 21). Spadek kredytu przyczyniał się do spadku presji popytowej i oddziaływał w kierunku obniżenia inflacji.

#### Wykres 20.

Statystyki bilansowe dotyczące oczekiwań inflacyjnych konsumentów i przedsiębiorstw

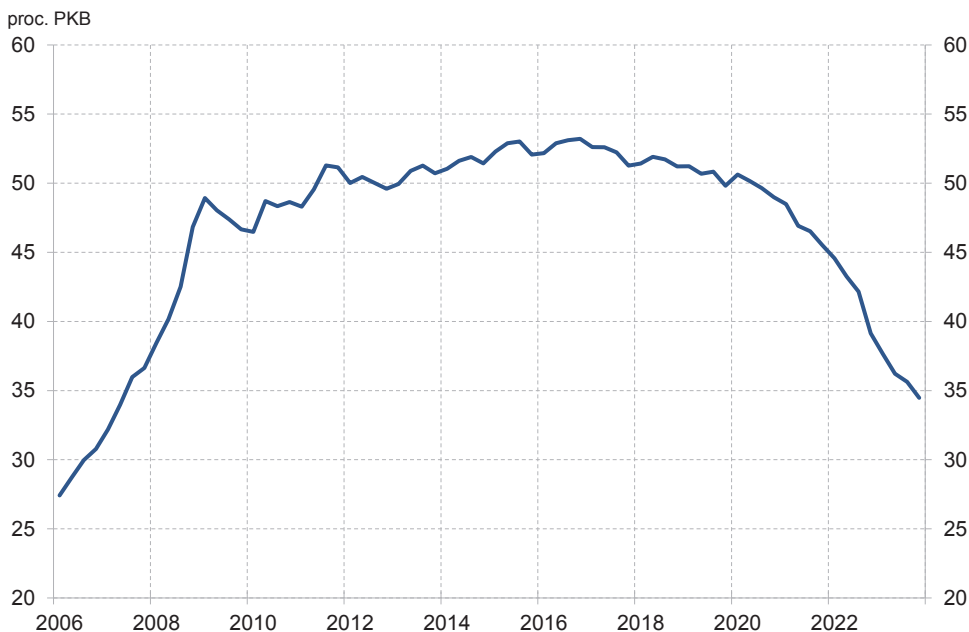


Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

Uwaga: Dane o oczekiwaniach inflacyjnych przedsiębiorstw mają częstotliwość kwartalną, a konsumentów miesięczną.

**Wykres 21.**

Łączne zadłużenie gospodarstw domowych i przedsiębiorstw niefinansowych z tytułu kredytu bankowego w relacji do PKB



Źródło: dane GUS, NBP.

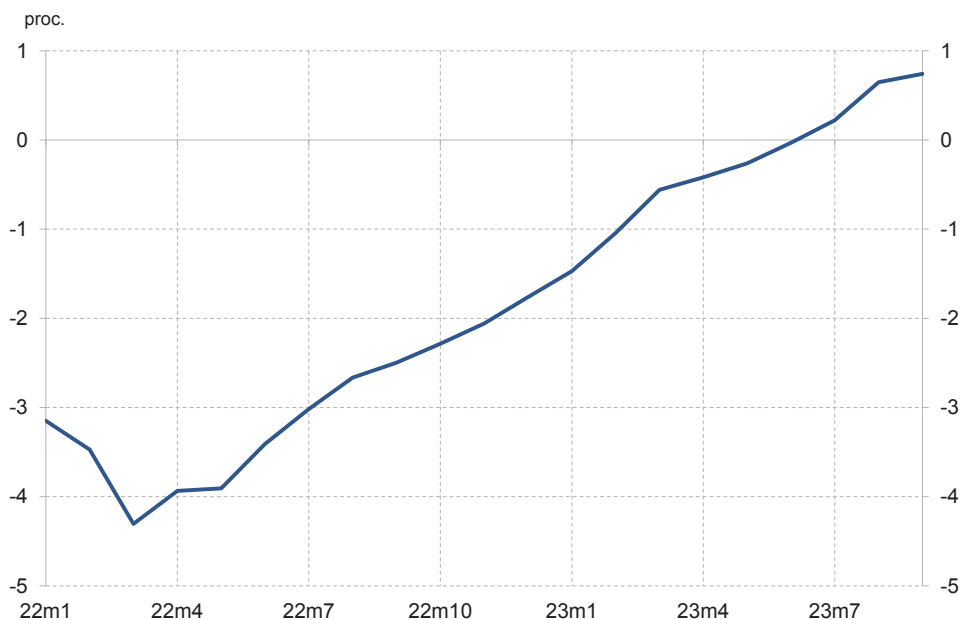
Szybki spadek inflacji oraz wyraźne obniżanie się oczekiwań inflacyjnych oznaczały, że przy utrzymywaniu stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, restrykcyjność polityki pieniężnej – mierzona poziomem realnych stóp procentowych *ex post* i *ex ante* – zwiększała się (Wykres 22).

- W sierpniu 2023 r. restrykcyjność mierzona poziomem realnych stóp procentowych *ex ante* (deflowana oczekiwaniami inflacyjnymi analityków sektora finansowego na kolejne cztery kwartały) była najwyższa od stycznia 2013 r.
- Z kolei stopa realna mierzona *ex post*, z wykorzystaniem bieżących odczytów inflacji, była w sierpniu 2023 r. najwyższa od marca 2021 r. i wraz z oczekiwanym dalszym spadkiem inflacji miała wkrótce mocno wzrosnąć.



### Wykres 22.

Realna stopa procentowa *ex ante* (średnia 3-miesięczna)



Źródło: dane GUS, Bloomberg, obliczenia NBP.

Uwaga: Stopa realna *ex ante* na podstawie prognozowanej inflacji w horyzoncie 4 kwartałów według mediany oczekiwań analityków ankietowanych przez agencję Bloomberg.

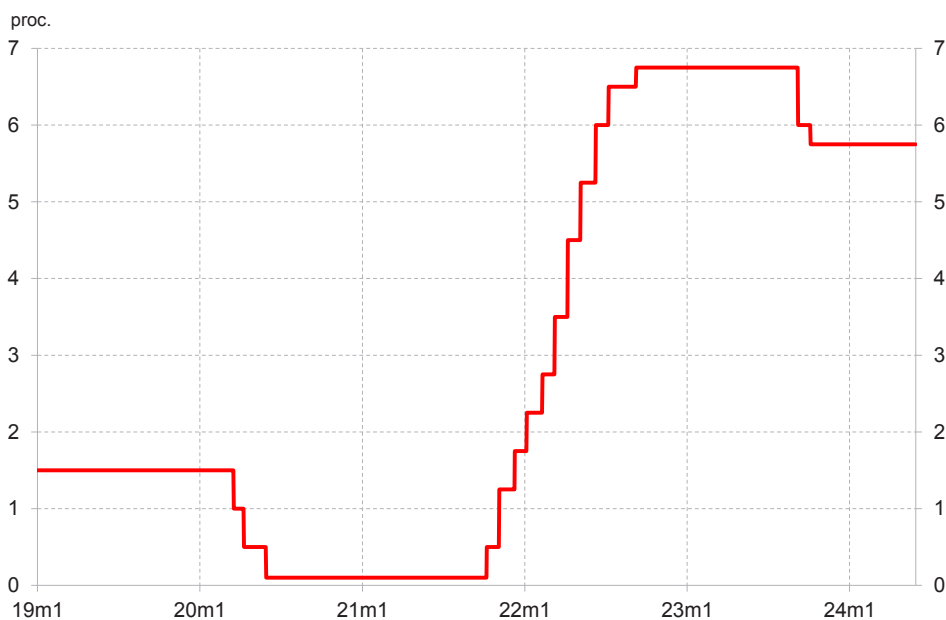
Biorąc pod uwagę te uwarunkowania oraz opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę, na posiedzeniach we wrześniu i październiku 2023 r. Rada dokonała dostosowania stóp procentowych NBP, w tym obniżyła stopę referencyjną NBP łącznie z 6,75% do 5,75% (Wykres 23).

- Decyzje te były spójne z dążeniem do przywrócenia inflacji do celu NBP w średnim okresie, a jednocześnie wspierały zrównoważony wzrost gospodarczy i stabilność finansową.

- Spadek inflacji pod koniec 2023 r. i na początku 2024 r. okazał się rzeczywiście silniejszy od przewidywań. Inflacja wróciła do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym NBP na początku 2024 r., tj. wcześniej niż przewidywała większość prognoz formułowanych w 2023 r.
- Warto wskazać, że w II połowie 2023 r. także inne banki centralne z regionu Europy Środkowo-Wschodniej złagodziły politykę pieniężną. Bank Węgier systematycznie luzował politykę pieniężną od kwietnia 2023 r., w tym obniżał stopy procentowe. Natomiast Bank Czech zaczął obniżać stopy procentowe w grudniu 2023 r.

### Wykres 23.

Stopa referencyjna NBP



Źródło: dane NBP.

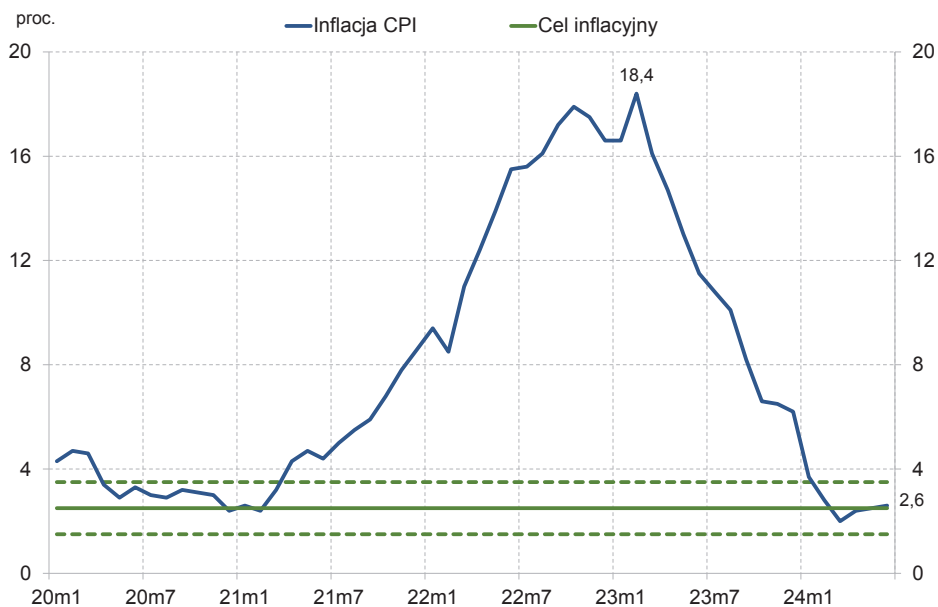
## Stabilność makroekonomiczna polskiej gospodarki

Pragnę wyraźnie wskazać, że właściwa polityka pieniężna NBP z lat 2020–2024 pozwoliła na przywrócenie inflacji do celu mimo bardzo silnych szoków dotyczących polską gospodarkę w tym okresie (Wykres 24), przy ograniczeniu kosztów ekonomicznych dezinflacji. W II kw. 2024 r. realny PKB był o 13% wyższy w porównaniu z IV kw. 2019 r. (Wykres 25). W tym samym czasie realny PKB w strefie euro wzrósł o 4%.

- W szczególności m.in. ze względu na zdecydowane złagodzenie polityki pieniężnej NBP w 2020 r. recesja pandemiczna w Polsce była stosunkowo krótka i płytka, a po niej nastąpiło silne ożywienie.
- Z kolei późniejsze szybkie i znaczące zacieśnienie polityki pieniężnej NBP w odpowiedzi na wzrost inflacji sprzyjało szybkiej dezinflacji w Polsce, której towarzyszyło jedynie przejściowe osłabienie dynamiki aktywności gospodarczej, a sytuacja na rynku pracy pozostała dobra.

### Wykres 24.

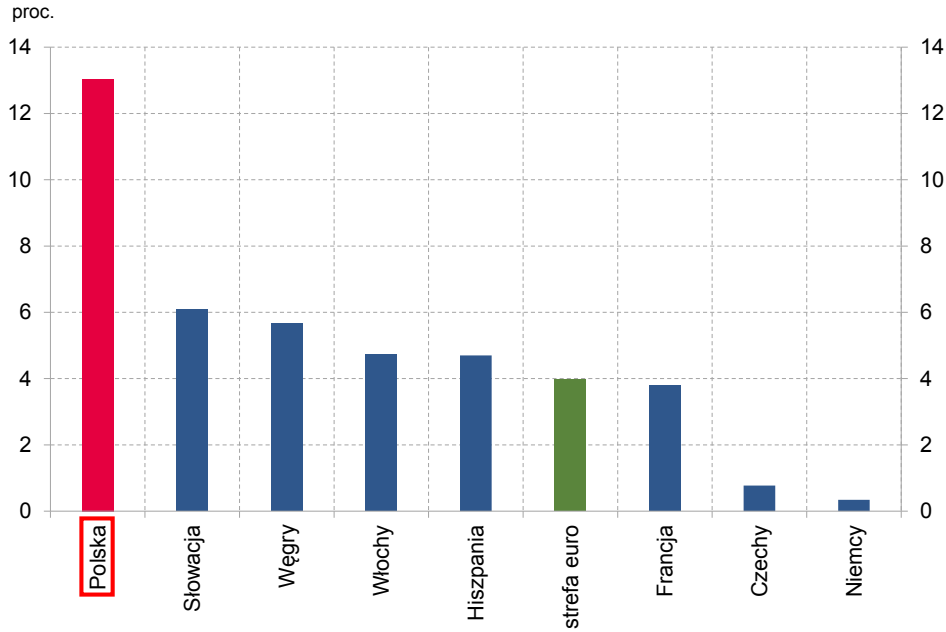
Inflacja CPI na tle celu inflacyjnego w okresie styczeń 2020 r. – czerwiec 2024 r.



Źródło: dane GUS, NBP.

**Wykres 25.**

Zmiana realnego PKB w okresie IV kw. 2019 r. – II kw. 2024 r. w wybranych gospodarkach



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Podsumowując, chciałbym podkreślić, że w ostatnich latach polska gospodarka zmagala się z serią bardzo silnych szoków, w tym pandemią i wybuchem wojny w Ukrainie. W czasie kryzysu pandemicznego zdecydowana reakcja NBP – w postaci silnego poluzowania polityki pieniężnej – pozwoliła ograniczyć jego ekonomiczne skutki, co widoczne było w relatywnie niewielkiej skali spadku PKB w 2020 r. Z kolei późniejsze działania NBP przyczyniły się do silnego spadku inflacji, minimalizując przy tym koszty dezinflacji dla gospodarki. Pomimo bezprecedensowej skali szoków oraz zacieśnienia polityki pieniężnej stopa bezrobocia w Polsce pozostała jedną z najniższych w Unii Europejskiej i jest obecnie bliska historycznemu minimum, podczas gdy w przeszłości okresom

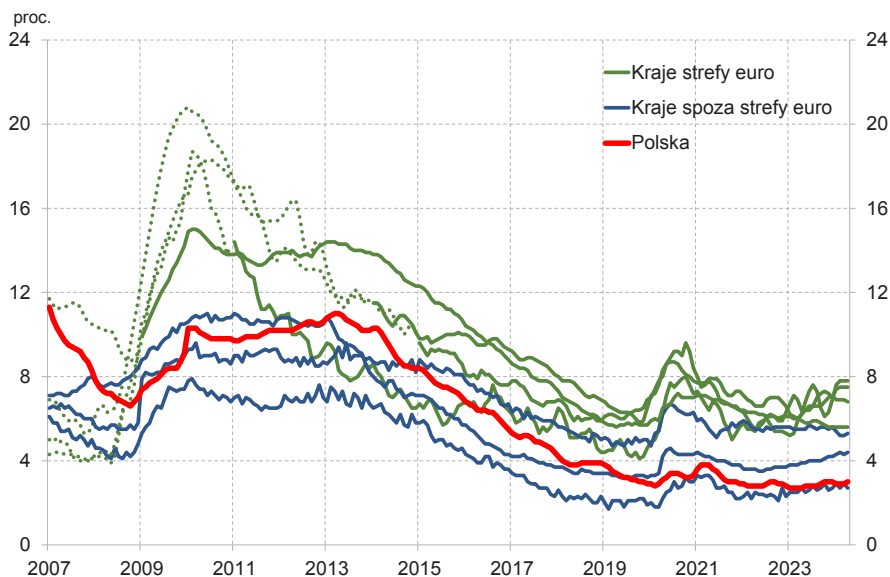
dezinflacji w Polsce towarzyszył silny wzrost bezrobocia (Wykres 26). Szybki spadek inflacji do poziomu zgodnego z celem NBP przy jednoczesnym utrzymaniu niskiego bezrobocia to dowód na skuteczność polityki pieniężnej NBP w ostatnich latach.

Warto dodać, że kontynuowany jest także proces konwergencji.

- W 2023 r. polski PKB *per capita* (po uwzględnieniu różnic w poziomie cen) wyniósł 80% średniej UE, a przed pandemią było to 73% średniej unijnej.
- Ostatnie prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego wskazują, że już w 2026 r. Polska ma wyprzedzić obecny poziom PKB *per capita* Hiszpanii po uwzględnieniu różnic w poziomie cen.
- Przy zachowaniu obecnych trendów za pięć–siedem lat dogonimy obecny poziom dochodu na mieszkańca Włoch, Wielkiej Brytanii czy Francji (Wykres 27), a za około dekadę powinniśmy osiągnąć aktualny poziom PKB *per capita* w Niemczech.

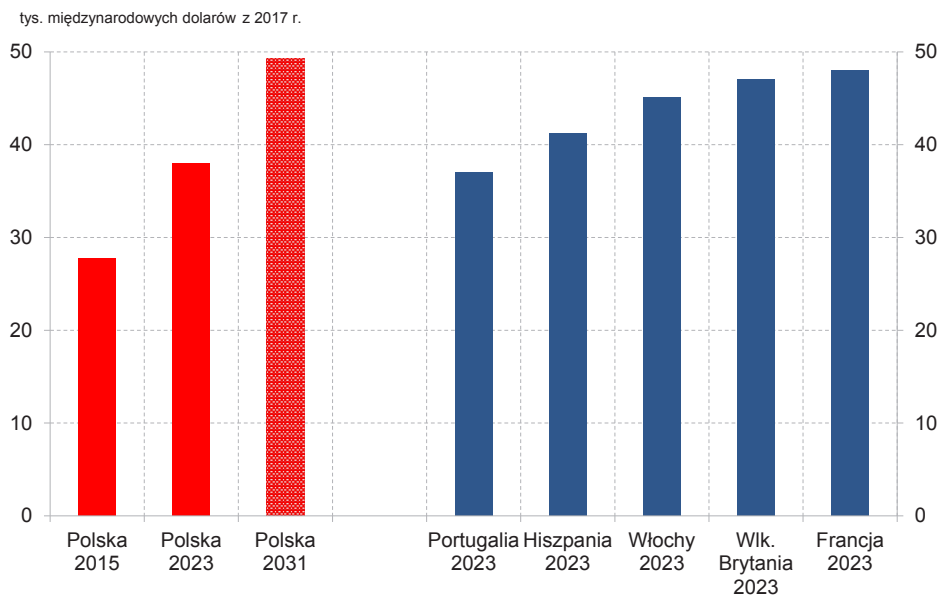
### Wykres 26.

Stopa bezrobocia w krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: dane Eurostat.

Uwaga: Słowacja przystąpiła do strefy euro w 2009 r., Estonia w 2011 r., Łotwa w 2014 r., a Litwa w 2015 r. W okresie poprzedzającym przystąpienie do strefy euro kraje te uczestniczyły w mechanizmie kursów walutowych ERM II (zaznaczono linią kropkowaną).

**Wykres 27.**PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej

Źródło: dane MFW, obliczenia NBP.

Uwaga: Prognoza na 2031 r. na podstawie prognozy MFW do 2029 r. oraz założenia, że wzrost PKB *per capita* w Polsce w latach 2030–2031 będzie taki, jak średnio w latach 2025–2029.

NBP pod moim kierownictwem będzie dalej realizował swoje konstytucyjne i ustawowe zadania, dbając o niską inflację i stabilność makroekonomiczną. W ten sposób, tak jak dotychczas, NBP będzie w dalszym ciągu przyczyniać się do polskiego cudu gospodarczego.

## Bibliografia do rozdziału

1. Arena M., Bems R., Ilahi N., Lee J., Lindquist W., Lybek T., (2021), *Asset Purchase Programs in European Emerging Markets*, „IMF Departmental Paper Series”, DP/2021/021.
2. Arslan Y., Drehmann M., Hofmann B., (2020), *Central bank bond purchases in emerging market economies*, „BIS Bulletin” No. 20, June, Basel.
3. Bank Światowy, (2020), *Global Economic Prospects*, June, Washington DC.
4. Bernanke B.S., (2020), *The new tools of monetary policy*, „American Economic Review”, vol. 110, No. 4.
5. Dao M.C., Gourinchas P.-O., Leigh D., Mishra P., (2024), *Understanding the international rise and fall of inflation since 2020*, NBER Conference: Inflation in the COVID Era and Beyond, Spring 2024.
6. EBC, (2020), *Introductory Statement – Christine Lagarde, Luis de Guindos*, Frankfurt am Main, 12.03.2020.
7. EBC, (2021), *Beyond the pandemic: the future of monetary policy*, przemówienie Christine Lagarde na ECB Forum on Central Banking, 28.09.2021, Frankfurt am Main.
8. Fed, (2020), *Transcript of Chair Powell’s Press Conference*, 29.07.2020.
9. Fed, (2021), *Transcript of Chair Powell’s Press Conference*, 17.03.2021.
10. Fratto C., Vannier H.B., Mircheva B., de Padua D., Poirson H., (2021), *Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries*, „IMF Working Paper” WP/21/14.
11. Hammermann F., Leonard K., Nardelli S., von Landesberger J., (2019), *Taking stock of the Eurosystem’s asset purchase programme after the end of net asset purchases*, „Economic Bulletin Articles, European Central Bank” vol. 2.
12. Komisja Europejska, (2020), *European Economic Forecast: Summer 2020 (Interim)*, „Institutional Paper” 132.
13. MFW, (2020a), *World Economic Outlook, April 2020, Executive Summary*.
14. MFW, (2020b), *World Economic Outlook: The Great Lockdown*.
15. MFW, (2021), *Republic of Poland: 2020 Article IV Consultation- Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Poland*, „IMF Country Report” 21/35.

16. MFW, (2022a), *Republic of Poland: 2021 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Poland*, „IMF Country Report” 22/58.
17. MFW, (2023b), *Republic of Poland: 2023 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report*, „IMF Country Report” 23/189.
18. Obserwator Finansowy, (2021), *Bank Światowy: Reakcja NBP na szok pandemii szybka, stanowcza i skuteczna*, wywiad Macieja Danielewicza z Asli Demirgüç-Kunt, główną ekonomistką Banku Światowego na Region Europy i Azji Centralnej [online], <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/bank-swiatowy-reakcja-nbp-na-szok-pandemii-szybka-stanowcza-i-skuteczna/>, dostęp: 20.08.2024.
19. OECD, (2020a), „OECD Economic Outlook”, Volume 2020, Issue 1, OECD Publishing, Paris.
20. OECD, (2020b), „OECD Economic Surveys: Poland 2020”, OECD Publishing, Paris.
21. OECD, (2023), „OECD Economic Surveys: Poland 2023”, OECD Publishing, Paris.



100. rocznica utworzenia Banku Polskiego SA  
(2024, moneta kolekcjonerska)



100. rocznica wprowadzenia złotego do obiegu  
(2024, moneta kolekcjonerska)



100. rocznica odzyskania przez Polskę niepodległości  
(2018, srebrna moneta kolekcjonerska w kształcie kuli)



100. rocznica odzyskania przez Polskę niepodległości  
(2018, złota moneta kolekcjonerska w kształcie kuli)



# 2

DLACZEGO  
WARTO MIEĆ  
WŁASNĄ WALUTĘ?  
RYZYKA ZWIĄZANE  
Z PRZYJĘCIEM  
EURO

## Złoty motorem szybkiego i zrównoważonego rozwoju Polski

*Posiadanie własnej waluty, polskiego złotego, jest tak samo ważne jak posiadanie własnego terytorium, własnych symboli narodowych, własnego rządu, parlamentu, prezydenta. To są podstawowe elementy niepodległości – to fragment mojej odpowiedzi na pytania dzieci zaproszonych do NBP z okazji Dnia Dziecka w 2019 r.*

Tak newralgiczna kwestia jak zachowanie własnej waluty musi być przedmiotem ogólnonarodowej dyskusji i decyzji. Niezależnie od tego, tylko z czysto ekonomicznego punktu widzenia jakakolwiek dyskusja na temat ewentualnego wejścia do Eurostrefy może mieć sens dopiero za około dekadę, kiedy – zakładając, że utrzymają się dotychczasowe długotrwałe trendy i nadal będzie realizowana dobra polityka gospodarcza – PKB Polski na mieszkańca, uwzględniający siłę nabywczą, zrówna się mniej więcej z obecnym analogicznym wskaźnikiem w zamożnych krajach Europy Zachodniej. Dopiero wtedy przyjęcie euro przestanie być ciosem w zrównoważony rozwój Polski i dobrobyt Polaków. W aspiracje Polaków dążących do osiągnięcia jak najszybciej poziomu życia Europy Zachodniej. Poniżej przedstawiam Państwu czysto ekonomiczną analizę tego tematu. Należy jednocześnie pamiętać, że kwestie ekonomiczne to tylko jeden z aspektów istotnych w kontekście wyboru obowiązującej waluty – równie ważne są kwestie dotyczące tożsamości narodowej, dziedzictwa kulturowego i niepodległości.

## Strefa euro – jedna waluta i różne gospodarki

Strefa euro łączy jedną walutą kraje o różnym poziomie zamożności i różnych cechach strukturalnych. Nie jest możliwe, aby polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego (EBC) była optymalna dla wszystkich gospodarek jednocześnie. Tymczasem EBC ustala stopy procentowe, które są takie same dla wszystkich gospodarek. Jest to „grzech pierworodny” strefy euro, który powoduje, że zakładane korzyści z integracji walutowej nie spełniły się, a zmaterializowały się ryzyka wspólnej waluty. Poniżej wymienię najważniejsze różnice między gospodarkami strefy euro.

- Poziom PKB *per capita* w 2023 r. według parytetu siły nabywczej wahał się od 67% średniej dla UE w Grecji do blisko 240% w Luksemburgu (w Polsce wynosił on 80%<sup>1</sup>). W gospodarkach mniej zamożnych wzrost gospodarczy jest na ogół szybszy. Dlatego gospodarki te – dla utrzymania stabilnego i zrównoważonego rozwoju – potrzebują na ogół wyższego poziomu stóp procentowych.
- Relacja długu publicznego do PKB w krajach bałtyckich i na Słowacji jest niższa niż 60%. W przypadku Francji, Włoch, Hiszpanii, Belgii, Portugalii czy Grecji jest ona natomiast wyższa niż 100%. Zmiana stóp procentowych w większym stopniu oddziałuje na finanse publiczne krajów wysoko zadłużonych. To między innymi dlatego kraje o wyższym zadłużeniu zazwyczaj opowiadają się za bardziej łagodną polityką pieniężną.
- Jeszcze większa różnica jest widoczna w przypadku zadłużenia niefinansowego sektora prywatnego (gospodarstw domowych i firm niefinansowych). We Francji i w Holandii przekracza ono 200% PKB, a na Litwie i Łotwie wynosi nieco ponad 60% PKB (w Polsce – 63% PKB). W efekcie zmiany stóp procentowych przez EBC z różną siłą oddziałują na poszczególne gospodarki.
- Gospodarki strefy euro różnią się również swoją pozycją netto w zakresie posiadanych aktywów i zobowiązań wobec innych gospodarek. Przykładowo, międzynarodowa pozycja inwestycyjna w krajach Południa strefy euro jest silnie ujemna (w I kw. 2024 r. w Grecji wyniosła -139% PKB, w Portugalii -68% PKB, w Hiszpanii -52% PKB). Z kolei w Niemczech i Holandii międzynarodowa pozycja netto była wyraźnie dodatnia (odpowiednio +74%

---

1 Nie uwzględniając Luksemburga i Irlandii, najwyższy poziom PKB *per capita* był w Holandii: 130% średniej unijnej.

PKB oraz +47% PKB). W efekcie kraje, które są wierzycielami netto, opowiadają się najczęściej za wyższymi stopami procentowymi, a kraje, które są zadłużone w ujęciu netto – za niższymi.

- Gospodarki strefy euro charakteryzują się również odmienną strukturą sektorową gospodarek. Znaczenie przemysłu w tworzeniu wartości dodanej waha się od ok. 13% we Francji do ok. 24–25% w Niemczech i Słowenii (w Polsce – również ok. 25%). Sprawia to, że reakcja gospodarek na szoki jest odmienna. Przykładowo zaburzenia w globalnym handlu czy też szok energetyczny silnie negatywnie wpłynęły na gospodarki o wysokim udziale przemysłu (w tym Niemcy). Z kolei kraje Południa Europy charakteryzują się większą rolą usług turystycznych. Szok pandemiczny spowodował niemal 2-krotnie większy spadek PKB w uzależnionej od turystyki Hiszpanii (o ponad 11% w 2020 r.) niż średnio w strefie euro.
- Gospodarki strefy euro charakteryzują się znacznym zróżnicowaniem wskaźników rynku pracy, takich jak: stopa bezrobocia, wskaźnik aktywności zawodowej i przeciętny czas pracy. Stopa bezrobocia w Hiszpanii i Grecji przekracza obecnie 10%, a w Niemczech wynosi jedynie nieco ponad 3%. Zróżnicowanie to ma charakter trwały. Wynika głównie z rozbieżności strukturalnych w zakresie m.in. wysokości zasiłków dla bezrobotnych, prawnej ochrony przed zwolnieniem, form zatrudnienia, mechanizmów indeksacji płacowych czy stopnia uzwiązkowienia. To zróżnicowanie w zakresie cech strukturalnych rynków pracy jest jednym ze źródeł innej reakcji poszczególnych gospodarek strefy euro na szoki gospodarcze wspólne dla całej unii walutowej (w tym na zmiany w polityce pieniężnej). Przykładowo, globalny kryzys finansowy spowodował wyraźne obniżenie się zatrudnienia w krajach bałtyckich (wzmoczone przez masową emigrację z tych krajów) oraz Hiszpanii. Natomiast we Włoszech czy w Niemczech znaczne skrócenie przeciętnego czasu pracy pozwoliło na uniknięcie wyraźnych spadków zatrudnienia<sup>2</sup>.
- Zróżnicowanie gospodarek strefy euro w zakresie elastyczności rynku pracy (w tym w zakresie np. sztywności wynagrodzeń czy przepływów między zatrudnieniem a bezrobociem) jest również istotnym czynnikiem determinującym adaptację gospodarek do szoków (w tym tzw. asymetrycznych, tj.

2 Wybuch pandemii COVID-19 przyczynił się do wprowadzenia zmian w mechanizmach dostosowania na rynku pracy w krajach UE. W celu ochrony zatrudnienia wszystkie kraje UE wprowadziły pomoc rządową. W tych warunkach spadek popytu skutkował wyraźnym obniżeniem się przeciętnej liczby przepracowanych godzin i umiarkowaną redukcją zatrudnienia.



uderzających w daną gospodarkę, a nie w całą strefę euro) w sytuacji braku niezależnej polityki pieniężnej i kursowej. Wynika to z faktu, że stopy procentowe w strefie euro są ustalane, biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną w całej strefie euro (którą determinuje sytuacja w największych gospodarkach, w tym zwłaszcza w Niemczech i Francji), która może się kształtować inaczej niż w gospodarce dotkniętej szokiem asymetrycznym. W efekcie dostosowania gospodarcze w kraju dotkniętym szokiem asymetrycznym zależą od cech strukturalnych na rynku pracy, w tym jego elastyczności.

- Różnice między gospodarkami strefy euro powodują, że procesy inflacyjne przebiegają czasami odmiennie bądź też różne jest ich natężenie. Widoczne to było zwłaszcza w czasie ostatniego globalnego szoku inflacyjnego. Przykładowo, w sierpniu 2022 r. inflacja HICP w Estonii wynosiła 25,2%, a we Francji – 6,6%. Mimo to stopa procentowa EBC musiała być ustalana dla wszystkich gospodarek strefy euro na jednakowym poziomie. Zróżnicowanie w zakresie procesów inflacyjnych w warunkach jednolitej wysokości stóp procentowych może powodować zróżnicowanie skali ekspansywności/restrykcyjności polityki pieniężnej, oddziałując destabilizująco na gospodarki (Walters, 1990).

## Własna waluta umożliwi dostosowanie stóp procentowych do potrzeb krajowej gospodarki

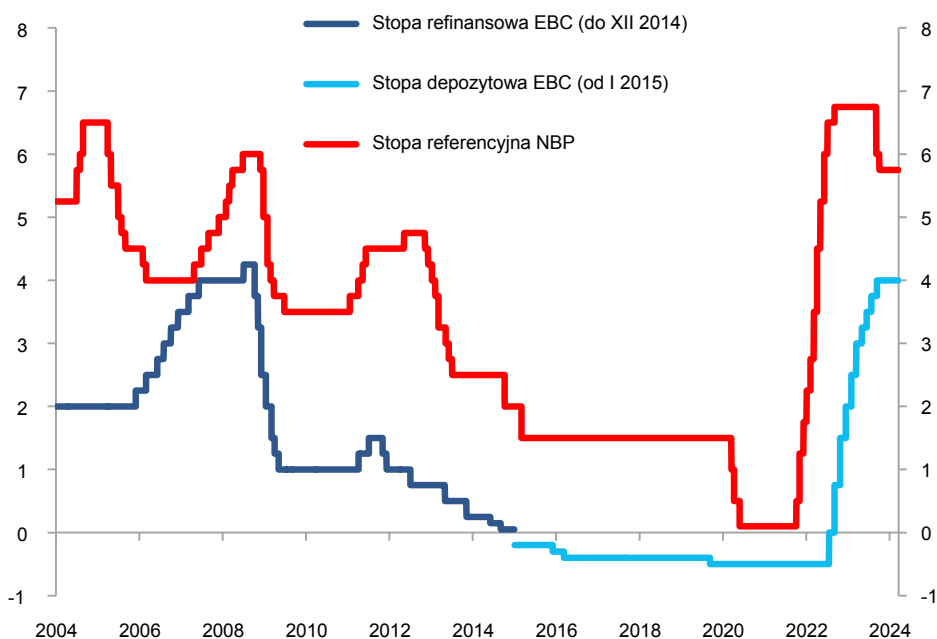
W strefie euro polityka pieniężna i stopy procentowe są ustalane z uwzględnieniem przede wszystkim sytuacji gospodarczej w największych gospodarkach, a więc *de facto* w Niemczech i Francji. Tymczasem koniunktura i procesy inflacyjne w Polsce często przebiegają odmiennie niż w tych gospodarkach (wzrost na ogół jest szybszy, a inflacja wyższa). Oznacza to, że dla stabilizowania koniunktury i gospodarki w Polsce optymalna może być inna polityka pieniężna niż ta, którą będzie prowadził EBC.

Jak pokazuje doświadczenie ostatnich dwudziestu lat, stopa procentowa NBP była ustalana na istotnie wyższym poziomie niż stopa procentowa EBC.

Od stycznia 2004 r. do marca 2024 r. stopa referencyjna NBP wynosiła średnio 3,4%, tj. 2,3 pp. powyżej średniego poziomu podstawowej stopy procentowej EBC (Wykres 1, Wykres 2).

### Wykres 1.

Stopa referencyjna NBP na tle podstawowej stopy procentowej EBC (proc.)

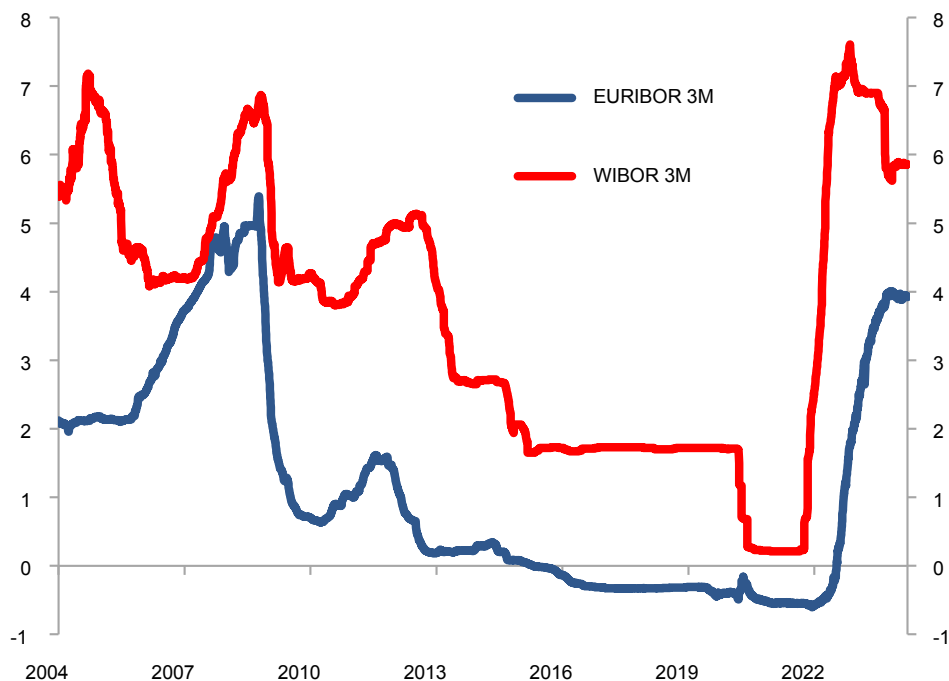


Źródło: dane Bloomberg.

Odchylenia między stopą procentową NBP a stopą EBC są czasem bardzo znaczące. Największa różnica wynosiła 7 pp. (w lipcu 2022 r.) w związku z rozpoczęciem podwyżek stóp procentowych w Polsce po pandemii COVID-19 o ponad dziewięć miesięcy wcześniej niż w strefie euro. Stopa referencyjna NBP była zawsze dodatnia (minimalny poziom +0,1%), natomiast stopa depozytowa EBC od czerwca 2014 r. do lipca 2022 r. była ujemna (minimalny poziom -0,50%).

**Wykres 2.**

Stawka WIBOR 3M oraz EURIBOR 3M (proc.)

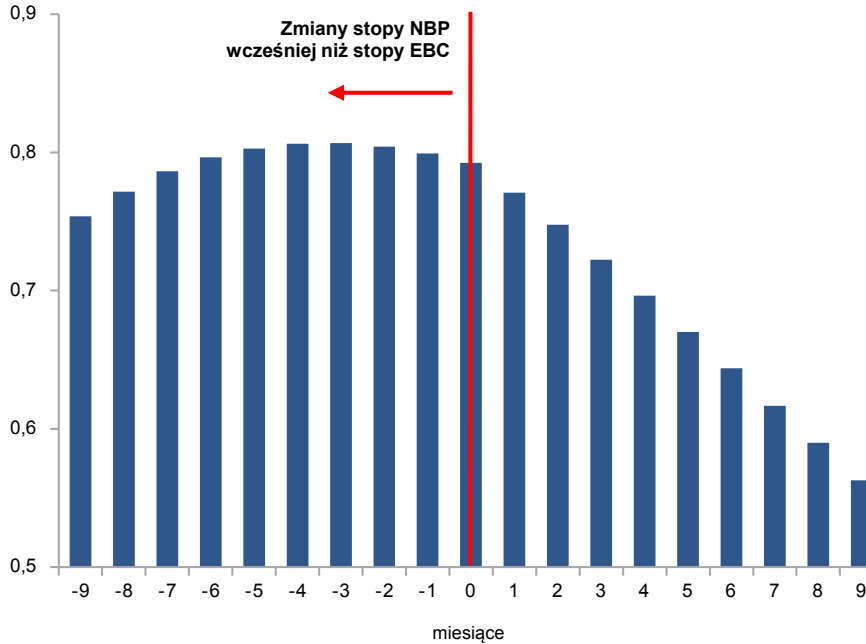


Źródło: dane Bloomberg.

NBP – dzięki pozostawianiu Polski poza strefą euro – korzysta z elastyczności w prowadzeniu polityki pieniężnej. Na przestrzeni analizowanych dwudziestu lat (od stycznia 2004 r. do marca 2024 r.) poziom stopy referencyjnej NBP był zmieniany częściej (55 razy) niż poziom podstawowej stopy procentowej EBC (35 razy). Analiza korelacji wskazuje, że zmiany stopy referencyjnej NBP następowały wcześniej niż zmiany podstawowej stopy procentowej EBC przeciętnie o ok. 3–4 miesiące (Wykres 3).

**Wykres 3.**

Korelacja krzyżowa stopy referencyjnej NBP względem podstawowej stopy EBC (tj. korelacja bieżącej stopy EBC ze stopą procentową NBP w poprzednich i kolejnych miesiącach) od stycznia 2004 r. do marca 2024 r.



Źródło: dane Bloomberg, obliczenia NBP.

Zwracam uwagę, że gdyby Polska była w strefie euro, stopy procentowe byłyby niższe (a nawet w niektórych momentach ujemne), co stwarzałoby ryzyko destabilizacji gospodarki, prowadząc do nadmiernego wzrostu kredytu i wysokiej inflacji. Wzrost gospodarczy prawdopodobnie przejściowo by przyspieszył, a następnie nastąpiłoby załamanie gospodarcze i być może wieloletnia stagnacja. Jednocześnie stopy procentowe byłyby zmieniane z opóźnieniem wobec potrzeb gospodarki, co dodatkowo utrudniałoby utrzymywanie inflacji na niskim i stabilnym poziomie.

## **Polska gospodarka potrzebuje wyższych stóp procentowych niż kraje strefy euro**

Wejście Polski do strefy euro wiązałoby się ze spadkiem stopy procentowej poniżej jej poziomu długookresowej równowagi, co stwarzałoby ryzyko utraty równowagi gospodarczej.

Badania wskazują, że w Polsce poziom długookresowej stopy równowagi, czyli tzw. naturalnej stopy procentowej, jest wyższy niż w strefie euro nawet o ok. 2 pp. Można to wiązać przede wszystkim z szybszym wzrostem produktywności w Polsce, który wynika z procesu konwergencji.

Wyższa naturalna stopa procentowa w Polsce niż w strefie euro oznacza, że polska gospodarka co do zasady potrzebuje wyższych stóp procentowych niż są w strefie euro dla stabilizowania inflacji na niskim poziomie. Badania sugerują, że taka różnica może utrzymać się jeszcze przez wiele lat. Po wejściu do strefy euro stopy procentowe w Polsce spadłyby natomiast – najprawdopodobniej długotrwale – do poziomów niższych od naturalnej stopy procentowej dla Polski. Stwarzałoby to ryzyko dla utrzymania inflacji na niskim i stabilnym poziomie oraz powstania niestabilnych boomów kredytowych: przejściowego przyspieszenia wzrostu gospodarczego wynikającego z nadmiernej ekspansji akcji kredytowej, a następnie jego załamania.

## **Konsekwencje wejścia do strefy euro dla krajów mniej zamożnych**

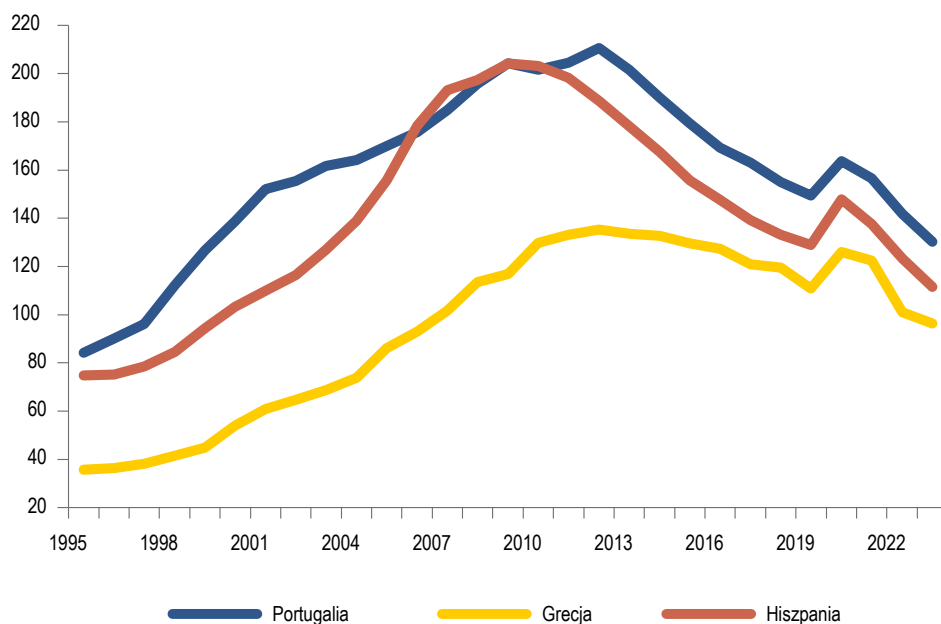
Wejście mniej zamożnych gospodarek do strefy euro może powodować niestabilne boomy kredytowe i silne wahania aktywności.

Z perspektywy krajów mniej zamożnych przystąpienie do strefy euro wiąże się z wyraźnym obniżeniem kosztów finansowania. Choć spadek stóp procentowych po wejściu do strefy euro jest często podawany jako potencjalna korzyść wynikająca z przyjęcia euro, to w praktyce niższe stopy procentowe doprowadziły do poważnych problemów gospodarczych w wielu mniej zamożnych krajach, które przyjęły euro.

W krajach Południa Europy wzmożony napływ kapitału po przyjęciu euro wraz z niższymi stopami procentowymi skutkowało nadmiernym wzrostem kredytu i narastaniem baniek w sektorze nieruchomości zamiast pożądanego wzrostu potencjału produkcyjnego i trwałego przyspieszenia procesu konwergencji. Wzrost zadłużenia może dotyczyć zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego. Przykładowo, zadłużenie sektora prywatnego w Hiszpanii wzrosło z ok. 100% PKB w 2000 r. do ponad 200% PKB w 2010 r. (Wykres 4). W Grecji w analogicznym okresie zwiększyło się z 54% PKB do prawie 130% PKB, a dług publiczny wzrósł z 105% PKB do 148% PKB. Faza *boom* wiązała się z relatywnie szybkim wzrostem kosztów pracy, utratą konkurencyjności i powstaniem nierównowag zewnętrznych (w tym głębokich deficytów na rachunku obrotów bieżących sięgających blisko 10% PKB w Hiszpanii i ponad 14% PKB w Grecji) oraz wewnętrznych (w tym na rynku nieruchomości).

#### Wykres 4.

Dług sektora prywatnego (w relacji do PKB) w Portugalii, Hiszpanii i Grecji (proc.)

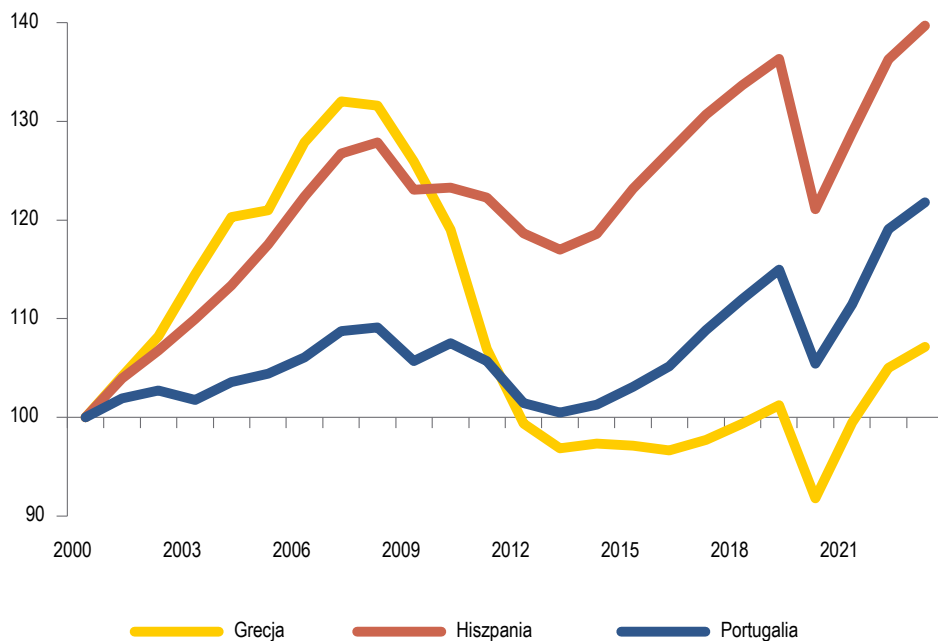


Źródło: dane Eurostat.

W efekcie po okresie relatywnie szybkiego wzrostu PKB (wzrostu „na kredyt”), w czasie globalnego kryzysu finansowego kraje Południa Europy doświadczyły załamania aktywności gospodarczej, wzmaganego przez konsekwencje kryzysu zadłużenia w strefie euro z lat 2010–2013 (Wykres 5). PKB w Hiszpanii powrócił do poziomu z 2008 r. dopiero 9 lat później, a w Portugalii – 10 lat później. W Grecji PKB pozostaje cały czas wyraźnie niższy niż w 2008 r. (o 19% w 2023 r.).

**Wykres 5.**

Poziom PKB w Portugalii, Hiszpanii i Grecji (indeks 2000=100)



Źródło: dane Eurostat.

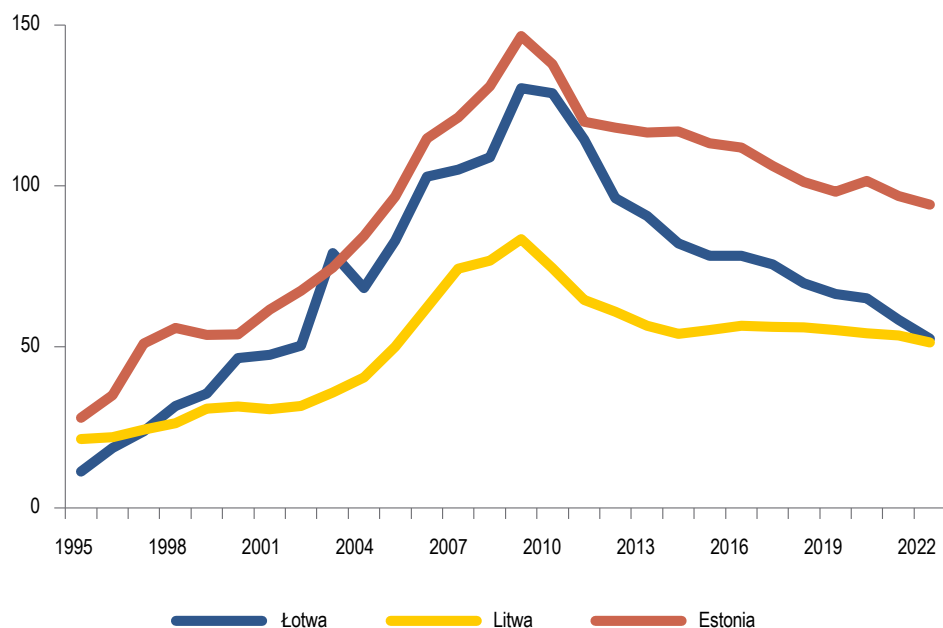
Zjawisko załamania gospodarczego następującego po okresie szybszego wzrostu PKB i cen w wyniku nadmiernego wzrostu kredytu określa się pojęciem cyklu *boom-bust*. Wpływa ono na zwiększenie amplitudy wahań aktywności

gospodarczej, zwiększając zmiany produkcji i zatrudnienia, w tym powodując silny wzrost stopy bezrobocia. Załamanie się boomów kredytowych może zagrażać stabilności finansów publicznych, zarówno bezpośrednio w związku z silnym wzrostem zadłużenia publicznego (por. przykład Grecji), jak i z koniecznością dokapitalizowania sektora bankowego ze środków publicznych w celu przeciwdziałania skutkom kryzysu bankowego (por. przykład Hiszpanii).

Cykl *boom-bust* był również widoczny w krajach bałtyckich, gdzie po okresie wyjątkowo silnej ekspansji po wstąpieniu do UE wspieranej wzrostem kredytu (Wykres 6), nastąpiło rekordowe w skali świata załamanie gospodarcze.

### Wykres 6.

Dług sektora prywatnego (w relacji do PKB) w krajach bałtyckich (proc.)



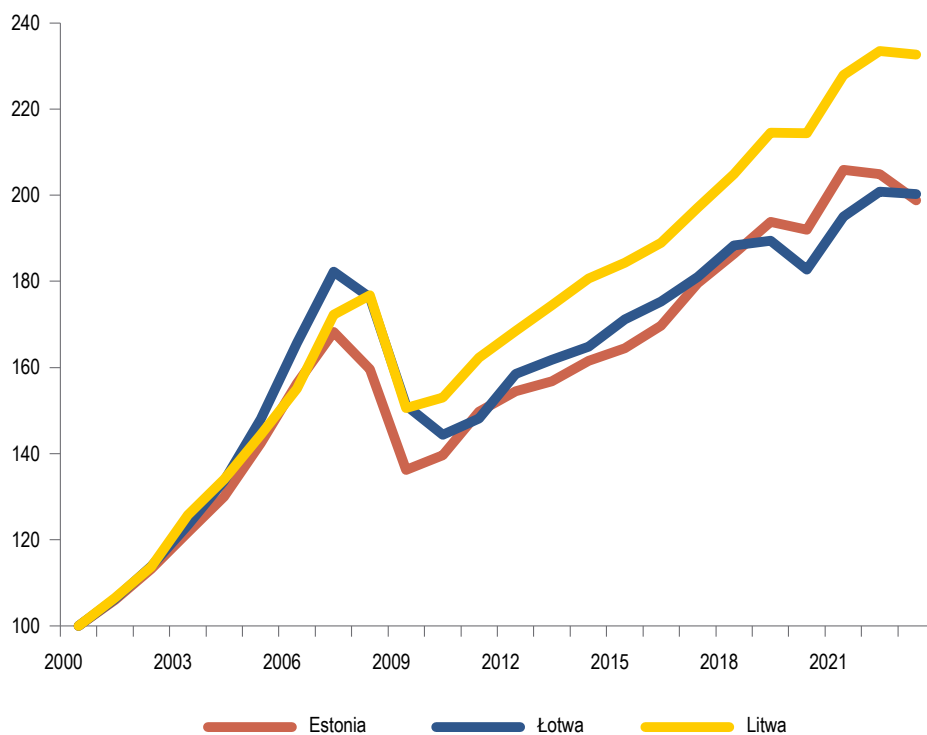
Źródło: dane Eurostat.



Średnio w krajach tego regionu spadek PKB w 2009 r. wyniósł 14% (Wykres 7). Kraje bałtyckie nie należały wówczas wprawdzie do strefy euro (Estonia weszła do niej w 2011 r., Łotwa w 2014 r., a Litwa w 2015 r.), lecz z powodu usztywnionych kursów walutowych i znacznej skali przepływu kapitału zagranicznego ponosiły wszystkie koszty rezygnacji z własnej waluty.

**Wykres 7.**

Poziom PKB w krajach bałtyckich (indeks 2000=100)



Źródło: dane Eurostat.

## Płynny kurs walutowy sprzyja stabilizacji gospodarki

Pragnę wyraźnie podkreślić, że wejście do strefy euro oraz poprzedzające je uczestnictwo w mechanizmie ERM2 oznacza – obok rezygnacji z niezależnej polityki kształtowania stóp procentowych – rezygnację z płynnego kursu walutowego. Literatura potwierdza zaś, że w przypadku Polski oraz krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) faktycznie płynny kurs walutowy może być ważnym czynnikiem absorbującym szoki i stabilizującym cykl koniunkturalny (badania dla Polski – Cieślak i Teresiński, 2020; Dąbrowski i Wróblewska, 2016; Brzoza-Brzezina i in., 2013; Konpoczak i Torój, 2012).

Dobrym przykładem korzyści płynących z posiadania płynnego kursu walutowego są wydarzenia z czasu globalnego kryzysu finansowego w latach 2008–2009. W reakcji na kryzys doszło do silnej deprecjacji złotego, który osłabił się względem euro o 23% r/r w 2009 r. W efekcie w 2009 r. polski eksport netto istotnie wsparł wzrost PKB, chroniąc tym samym gospodarkę przed recesją (Wykres 8, Wykres 9). Polska jako jedyny kraj w UE utrzymała w tym okresie dodatni wzrost gospodarczy. Wyniki badań sugerują, że gdyby Polska

### Wykres 8.

Kurs EUR/PLN w latach 2007–2010

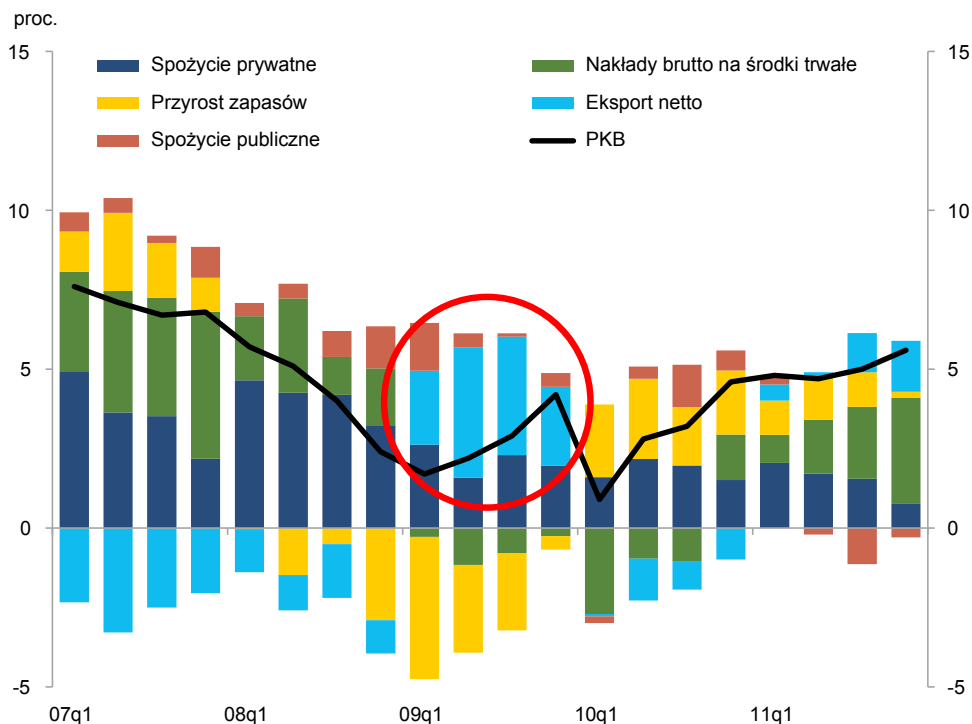


Źródło: dane Refinitiv.

była w tym okresie w strefie euro, mogłoby dojść do głębokiej recesji naszej gospodarki (Brzoza-Brzezina i in., 2013). Antycykliczny charakter szoku kursowego w czasie globalnego kryzysu finansowego wynikał z jednoczesnego występowania zawirowań na globalnych rynkach finansowych (prowadzących do osłabienia złotego) i pogorszenia koniunktury w kraju. Taka kombinacja szoków nie zawsze musi występować. Przykładowo, w czasie ostatniego epizodu pogorszenia sentymentu na rynkach finansowych, tj. po wybuchu pandemii COVID-19, a w szczególności po agresji Rosji na Ukrainę, deprecjacja kursu złotego wspierała wzrost produkcji przemysłowej i produkcja przez większą część

**Wykres 9.**

Wzrost PKB Polski wraz z jego dekompozycją (r/r) w latach 2007–2011



Źródło: dane GUS.

tego okresu znajdowała się powyżej trendu. Mimo to warto pamiętać, że przemysł zmagał się wtedy z wysokimi kosztami produkcji w wyniku pandemii i szoku surowcowego, a gospodarka cały czas się odbudowywała po pandemii.

Jednocześnie kanał kursu walutowego odgrywa istotną rolę w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Oszacowania modelowe wskazują, że obecnie za reakcję inflacji CPI r/r na impuls polityki pieniężnej NBP prawie w połowie odpowiadają efekty kanału kursu walutowego (Ciżkowicz-Pękała i in., 2023). Czynnikiem wzmacniającym rolę kursu walutowego w mechanizmie transmisji w polskiej gospodarce jest stosunkowo duża otwartość polskiej gospodarki na handel zagraniczny (udział importu do PKB w Polsce wynosi 51,5%, względem mediany dla gospodarek strefy euro równej 30,4%)<sup>3</sup>. W przypadku przyjęcia euro (bądź wejścia do systemu ERM2), ze względu na usztywnienie kursu walutowego złotego względem euro, kanał kursu walutowego przestałby odgrywać istotną rolę w tym mechanizmie<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Jednocześnie jednak duża część polskiego handlu odbywa się w ramach tzw. globalnych łańcuchów produkcji, co z kolei może ograniczać wrażliwość produkcji oraz cen na zmiany kursu walutowego (Ahmed *et al.*, 2015).

<sup>4</sup> Równocześnie mechanizm transmisji polityki pieniężnej po ewentualnym przystąpieniu Polski do strefy euro mógłby ulec pewnemu wzmocnieniu ze względu na fakt, że polityka pieniężna EBC – w przeciwieństwie do obecnej polityki pieniężnej NBP – oddziaływałaby nie tylko bezpośrednio na polską gospodarkę, ale także na uwarunkowania ekonomiczne w otoczeniu polskiej gospodarki (w tym PKB i ceny w krajach strefy euro), istotne dla krajowej koniunktury i cen. Efekt ten mógłby być jednak ograniczony, ponieważ już obecnie stopy procentowe NBP i EBC są ze sobą do pewnego stopnia (choć nie w pełni) skorelowane.

## Wpływ przyjęcia euro na rynek pracy

W warunkach braku możliwości dewaluacji kursu dostosowania gospodarce w krajach strefy euro często wiążą się z istotnym wzrostem bezrobocia. Przyjęcie euro może natomiast przynosić korzyści zamożniejszym gospodarstwom domowym, podróżującym za granicę bądź posiadającym aktywa lub pasywa denominowane w walutach obcych.

Wprowadzenie euro może w różny sposób wpływać na sytuację finansową zamożnych i biedniejszych gospodarstw domowych. W szczególności wskazałbym kilka mechanizmów, poprzez które istotne koszty i ryzyka związane z przyjęciem euro mogą ponosić uboższe gospodarstwa domowe, a korzyści – zamożniejsze.

Po pierwsze, głównym źródłem dochodów mniej zamożnych gospodarstw domowych są dochody z pracy bądź z transferów rządowych. Tymczasem przyjęcie euro może powodować większą zmienność stopy bezrobocia ze względu na brak możliwości akomodacji szoków gospodarczych poprzez zmiany kursu walutowego. Ponadto, doświadczenie wielu gospodarek, w tym zwłaszcza Południa Europy, wskazuje, że proces wychodzenia z kryzysów, do których przyczyniało się euro, był długotrwały i wiązał się z wieloletnim utrzymywaniem stopy bezrobocia na wysokim poziomie. Jednocześnie niektórzy ekonomiści dowodzą, że spadek stóp procentowych po przyjęciu euro może zwiększać przestrzeń fiskalną dla większej redystrybucji fiskalnej, na której mogą korzystać biedniejsze gospodarstwa domowe (Bouvet, 2021). Przypominam jednak, że kryzysy gospodarcze, których doświadczały kraje wchodzące do strefy euro, powodowały w dalszej perspektywie konieczność zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym poprzez wyraźne ograniczenie świadczeń społecznych, na czym traciły mniej zamożne gospodarstwa domowe. Przykładowo:

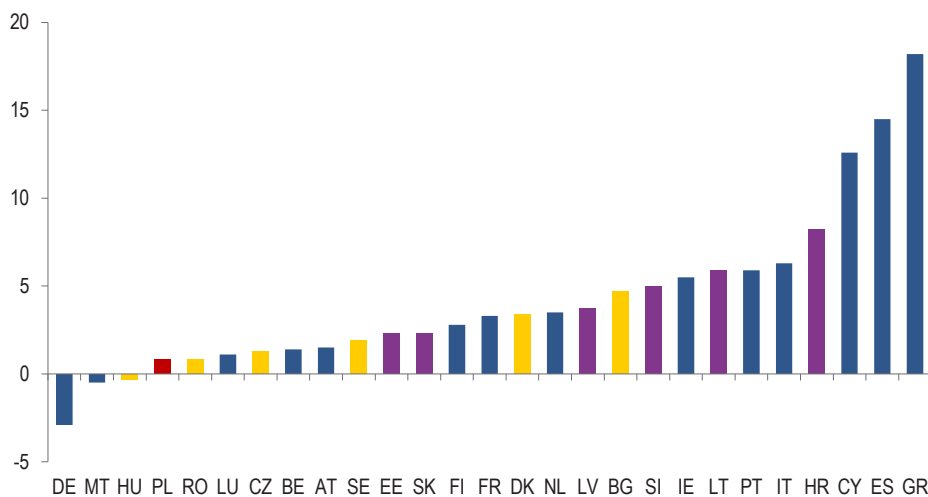
- w czasie globalnego kryzysu finansowego, w krajach strefy euro, które utraciły swoją konkurencyjność, odzyskanie równowagi gospodarczej wymagało zacieśnienia fiskalnego, ograniczenia dynamiki wynagrodzeń i wzrostu bezrobocia. Konsekwencje tego procesu były szczególnie dotkliwe w krajach Południa Europy. W Grecji stopa bezrobocia między I kw. 2008 r. a IV kw. 2014 r. wzrosła z niespełna 8% do 26%, a więc o 18 pp. W tym samym okresie stopa bezrobocia w Hiszpanii wzrosła z ok. 9% do ok. 24%, a więc o blisko 15 pp.

(Wykres 10). Szczególnie silnie rosło bezrobocie wśród młodych, przekraczając w Grecji przejściowo nawet 60%, a w Hiszpanii – 55%. Silny wzrost bezrobocia i recesja pozwoliły tym gospodarkom odzyskać równowagę na rachunku obrotów bieżących, choć proces ten trwał kilka lat,

- według Bakker et al. (2012) skala zacieśnienia fiskalnego w krajach bałtyckich po kryzysie finansowym była szacowana na 8,8% PKB w Estonii, 13,9% PKB na Łotwie i 8,0% PKB na Litwie. Wśród podjętych działań znalazły się: trwale obniżenie świadczeń emerytalnych (Estonia, Łotwa i Litwa) i chorobowych (Estonia i Litwa), obniżki wydatków na inne programy socjalne, jak np. obiady szkolne, zasiłki macierzyńskie i na dzieci (Litwa), a po stronie dochodowej podniesienie stawek VAT i akcyzy. Dewaluacja wewnętrzna w krajach bałtyckich była szczególnie dotkliwa społecznie, nie tylko prowadząc do wzrostu ubóstwa i bezrobocia, ale również przyczyniając się do emigracji.

#### Wykres 10.

Zmiana stopy bezrobocia w krajach Unii Europejskiej między I kw. 2008 r. a IV kw. 2014 r. (w pp.)



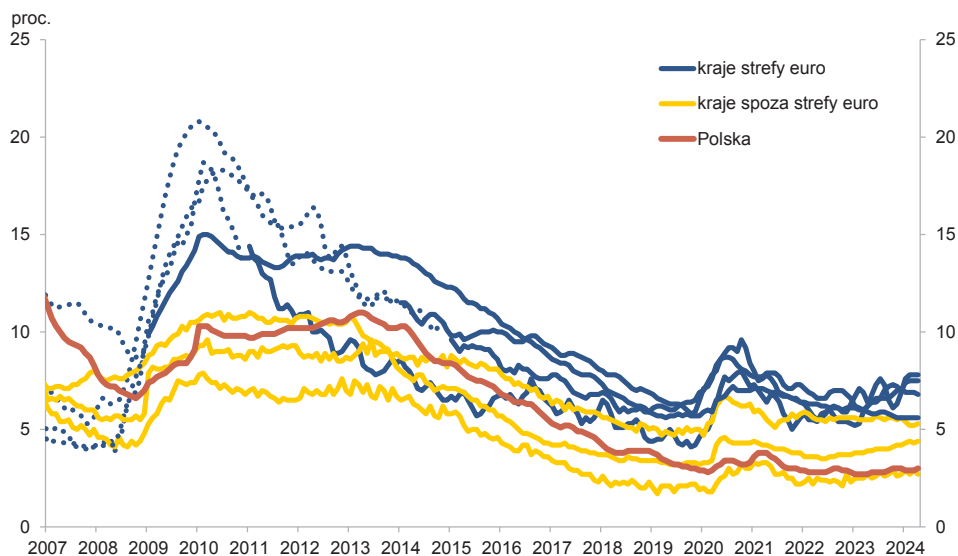
Źródło: dane Eurostat.

Uwaga: Kolor niebieski – kraje strefy euro. Kolor żółty – kraje UE spoza strefy euro. Kolor fioletowy – kraj regionu ESW z euro.

Jednocześnie zwracam uwagę na to, że w krajach Europy Środkowo-Wschodniej z własną walutą bezrobocie w czasach kryzysów wzrosło wyraźnie mniej niż w krajach regionu, które przyjęły euro i pozostaje w tych krajach długo- okresowo niższe. Sygnalizuje to, że dostosowania nominalnego kursu walutowego oraz autonomiczna polityka stóp procentowych mogą w dużym stopniu chronić gospodarki przed wzrostem bezrobocia w sytuacji silnych negatywnych szoków (Wykres 11).

**Wykres 11.**

Stopa bezrobocia w krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: dane Eurostat.

Uwaga: Słowacja przystąpiła do strefy euro w 2009 r., Estonia w 2011 r., Łotwa w 2014 r., a Litwa w 2015 r. W okresie poprzedzającym przystąpienie do strefy euro kraje te uczestniczyły w mechanizmie kursów walutowych ERM2 (zaznaczono linią kropkowaną).

Po drugie, nawet w okresach „niekryzysowych” uczestnictwo w unii monetarnej (a co za tym idzie – rezygnacja z polityki kursowej) może wymuszać

prowadzenie polityki gospodarczej ukierunkowanej na utrzymywanie niskiej dynamiki płac w celu zachowania konkurencyjności. Kerschbaumer i Maschke (2021) analizując okres przed globalnym kryzysem finansowym, wskazują, że w związku z przyjęciem euro w Niemczech odnotowano wzrost wskaźnika Giniego o ok. 4 pp. Do wzrostu nierówności przyczyniły się wspierany przez uczestnictwo w unii walutowej niemiecki model wzrostu oparty na eksporcie i instytucje sprzyjające ograniczeniu dynamiki płac. Od 1995 do 2008 r. relatywne jednostkowe koszty pracy w Niemczech w stosunku do partnerów handlowych obniżyły się o 20% za sprawą ograniczenia dynamiki wzrostu płac realnych, w tym spadku wynagrodzeń najniżej opłacanych pracowników (Dustmann i in., 2018).

Po trzecie, przyjęcie euro może różnokierunkowo oddziaływać na sytuację finansową ubogich i zamożnych gospodarstw domowych poprzez wpływ na handel zagraniczny (choć należy pamiętać, że w przypadku krajów EŚW przyjęcie euro nie wydaje się kluczowym czynnikiem determinującym handel). Z jednej strony handel zagraniczny może przyczyniać się do specjalizacji kraju konwergującego w produkcji dóbr relatywnie mniej zaawansowanych technologicznie i w efekcie wzrostu popytu na pracowników niżej kwalifikowanych (MFW, 2007). Jednocześnie rozwój handlu mógłby zwiększyć zagregowany popyt, przyczyniając się do spadku bezrobocia. Z drugiej strony specjalizacja handlowa może skutkować wzrostem popytu na wyspecjalizowanych pracowników kosztem pozostałych (kanał technologiczny), co potęgowałoby wzrost nierówności. Wyniki badań empirycznych dotyczące gospodarek strefy euro (Cesaroni i in., 2019) wskazują, że wzrost wymiany handlowej ograniczał nierówności dochodowe w krajach rdzenia „strefy euro” i je wzmacniał w krajach peryferyjnych (mniej zamożnych).

Po czwarte, integracja monetarna wraz z eliminacją ryzyka kursowego i spadkiem kosztów transakcyjnych może sprzyjać przepływowi finansowym i rozwojowi rynków finansowych. W teorii, większa „otwartość finansowa” może sprzyjać dostępowi do kredytu i rynków finansowych przez szersze grupy społeczeństwa, co zwiększa możliwości wygładzania ich konsumpcji w czasie (Kose i in., 2009). W praktyce jednak, gdy z rynków finansowych korzystają przede wszystkim zamożniejsi, rozwój rynków finansowych może faworyzować zamożniejsze gospodarstwa domowe (Furceri i Loungani, 2015). Badania



bezpośrednio analizujące skutki przyjęcia euro wskazują, że większej otwartości na przepływy finansowe towarzyszył wzrost nierówności dochodowych w krajach peryferyjnych strefy euro. Arestis i Phelps (2018) szacują, że 2-krotny wzrost wskaźnika otwartości przepływów kapitałowych (tj. z poziomu Polski do poziomu krajów EŚW należących do strefy euro) może zwiększyć współczynnik Giniego o kilka, kilkanaście procent.

Uważam zatem, że w przypadku Polski eliminacja ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych wymiany walut byłaby korzystna przede wszystkim dla zamożnych gospodarstw domowych, a zwłaszcza tych, które często podróżują bądź też posiadają zobowiązania lub aktywa denominowane w walutach obcych. W tym kontekście chciałbym zwrócić uwagę na poniższe dane:

- w maju 2024 r. depozyty walutowe gospodarstw domowych w sektorze bankowym w Polsce wynosiły 152 mld zł, w tym 93 mld zł stanowiły depozyty denominowane w euro (jest to odpowiednio 13,5% oraz 8,3% wszystkich depozytów gospodarstw domowych),
- aktywa zagraniczne gospodarstw domowych na koniec 2023 r. można szacować na kwotę rzędu 50 mld zł, z czego 17 mld jest denominowane w euro. Większość tych aktywów zagranicznych to papiery wartościowe (obligacje, akcje, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych), depozyty bankowe, gotówka, a także nieruchomości (a więc aktywa o dużej wartości denominowanej w innych walutach niż złoty). Choć nie jest znana struktura inwestorów wg zamożności, to można zakładać, że to przede wszystkim bardziej zasobne gospodarstwa domowe lokują swoje środki za granicą, w szczególności przykładem są gospodarstwa posiadające nieruchomości za granicą (wśród nich można wymienić choćby gospodarstwa domowe, które zakupiły w ostatnich latach nieruchomości w Hiszpanii),
- jednocześnie należy pamiętać, że tylko niewielka część Polaków<sup>5</sup> wyjeżdża za granicę i musi ponosić koszty transakcyjne wymiany walut. Zatem ewentualne korzyści z eliminacji kosztów wymiany walut przez Polaków podróżujących za granicę dotyczyłyby mniejszej części społeczeństwa, jak można zakładać – tej zamożniejszej.

---

<sup>5</sup> Według badania CBOS jedynie 24% Polaków wyjechało w 2018 r. za granicę, a w kolejnych latach odsetek ten był jeszcze niższy (18% w 2022 r.).

## Rola polityki pieniężnej w stabilizowaniu koniunktury

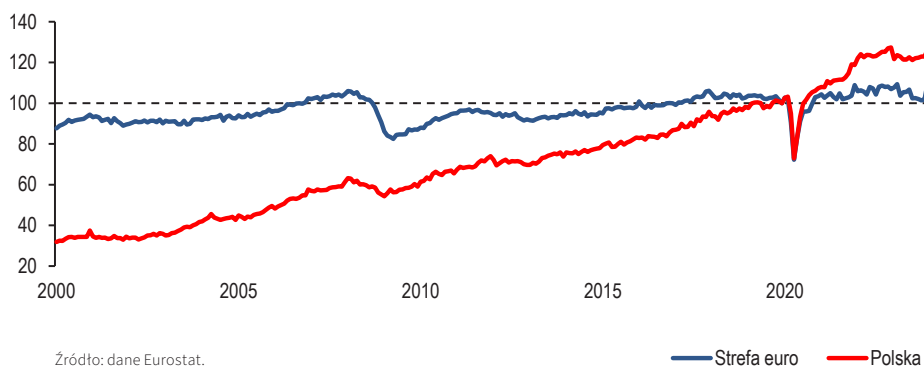
Synchronizacja cyklu koniunkturalnego Polski ze strefą euro jest niepełna i mniejsza niż w największych gospodarkach unii walutowej. Autonomiczna polityka pieniężna ma zatem do odegrania istotną rolę w stabilizowaniu koniunktury.

Zgodność cykli koniunkturalnych została uznana za jeden z wymogów przystąpienia do unii walutowej według teorii optymalnego obszaru walutowego (Mundell, 1961). Wynika to z faktu, że w sytuacji, w której okresy spowolnienia i ekspansji aktywności gospodarczej w krajach należących do unii walutowej nie są ze sobą zsynchronizowane, powstaje ryzyko, że wspólna polityka pieniężna będzie nieadekwatna do bieżącej sytuacji gospodarczej w części państw.

W przypadku Polski współczynniki korelacji cykli koniunkturalnych ze strefą euro w latach 1995–2019 wyniosły 0,6 dla PKB i 0,8 dla produkcji przemysłowej. Oznacza to, że o ile cykle koniunkturalne w Polsce i w strefie euro przebiegają na ogół podobnie, o tyle korelacja nie jest pełna (Wykres 12). Poziom korelacji ze strefą euro jest dużo mniejszy niż w przypadku takich gospodarek, jak: Niemcy, Włochy, Austria, Holandia czy Francja<sup>6</sup> (Wykres 13).

### Wykres 12.

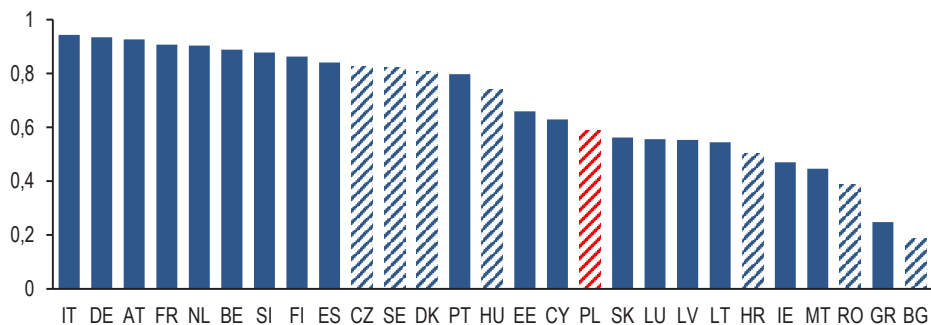
Produkcja przemysłowa w Polsce i strefie euro (indeks, 2019M12=100)



6 Częściowo wynika to z efektu statystycznego, tj. faktu, że są to kraje, które tworzą strefę euro.

### Wykres 13.

Korelacja komponentu cyklicznego PKB między krajami UE a krajami strefy euro w latach 1995–2019



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Eurostat.

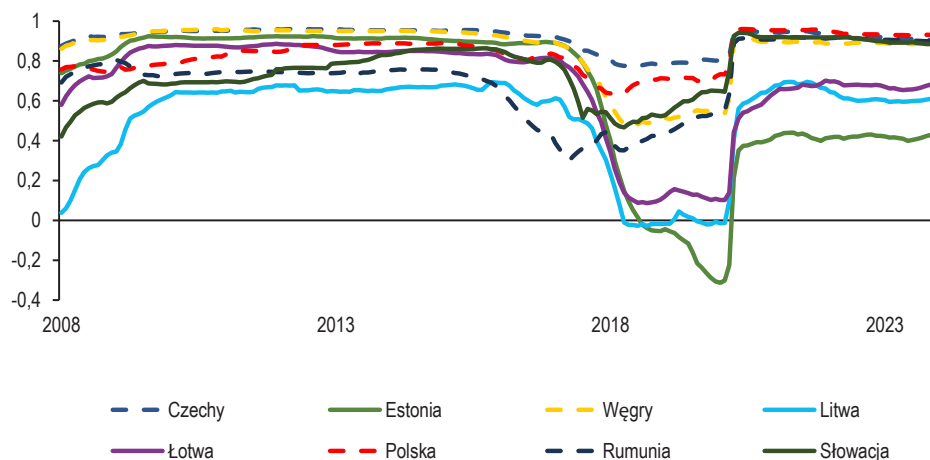
Uwaga: Za pomocą ukośnych pasów wyróżniono kraje, które posiadają własną walutę. Komponent cykliczny obliczony na podstawie filtru Hodricka-Prescotta.

Jednocześnie występują okresy, w których zbieżność cyklu koniunkturalnego między Polską a strefą euro maleje. Widoczne to było choćby w okresie kryzysu pandemicznego (Wykres 14).

Pragnę w tym miejscu przywołać badania z ostatnich lat, które pokazują, że wejście do strefy euro nie powoduje trwałego wzrostu synchronizacji cykli koniunkturalnych. Przykładowo, Guerini i in. (2023) pokazują, że po wprowadzeniu wspólnej waluty następował wzrost stopnia synchronizacji cykli, ale był on krótkotrwały i dotyczył okresu przed wystąpieniem globalnego kryzysu finansowego. Według tego badania po globalnym kryzysie finansowym nastąpił spadek synchronizacji cykli koniunkturalnych. Również według badania Milesa i Vijverberga (2018) przystąpienie do strefy euro nie wpływało na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych. Jednocześnie Belke i in. (2017) wskazały, że wzrost stopnia synchronizacji dotyczył jedynie krajów centralnych strefy euro. W przypadku krajów peryferyjnych nastąpił spadek synchronizacji cyklu koniunkturalnego ze strefą euro.

**Wykres 14.**

Współczynniki korelacji komponentu cyklicznego produkcji przemysłowej między krajami EŚW a strefą euro (kroczące okna 8-letnie)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Eurostat.

Uwaga: Linia przerywaną wyróżniono kraje, które posiadają własną walutę. Rok na osi poziomej oznacza koniec danego 8-letniego okna (np. dla roku 2008 pokazano korelację w oknie 2000–2008 r.).

Komponent cykliczny obliczony na podstawie filtru Hodricka-Prescotta.

Doświadczenia krajów EŚW, które przyjęły euro, również nie wskazują, aby przystąpienie do strefy euro pozytywnie wpływało na stopień synchronizacji cykli koniunkturalnych ze strefą euro. Współczynniki korelacji składowych cyklicznych produkcji przemysłowej Słowacji, Estonii, Łotwy i Litwy nie podlegały dużym wahaniom w latach 2001–2017, w szczególności nie były widoczne zmiany, które można by bezpośrednio przypisać przystąpieniu tych krajów do strefy euro (odpowiednio w 2009, 2011, 2014 i 2015 r.).

W tym świetle oczekiwania, że po wejściu Polski do strefy euro synchronizacja cykli koniunkturalnych by wzrosła, ograniczając ryzyka związane z utratą autonomii monetarnej, uznałbym za złudne.

## Wejście do strefy euro stwarza ryzyko spowolnienia konwergencji

Polska gospodarka rozwija się szybciej niż zamożniejsze kraje UE. Wejście do strefy euro nie prowadzi do przyspieszenia konwergencji, a nawet stwarza ryzyko jej zahamowania.

Chciałbym wyraźnie wskazać, że o ile posiadanie własnej waluty nie gwarantuje sukcesu gospodarczego, o tyle brak własnej waluty i trwałe niedopasowanie prowadzonej polityki pieniężnej do potrzeb gospodarki stwarza istotne ryzyko powstania nierównowag makroekonomicznych i finansowych (np. kryzysów zadłużenia czy utraty konkurencyjności), które mogą zahamować wzrost gospodarczy na wiele lat. Na takie kryzysy są podatne zwłaszcza gospodarki konwergujące, w których utrzymanie równowagi makroekonomicznej wymaga wyższych stóp procentowych niż w najzamożniejszych gospodarkach strefy euro.

Polska gospodarka rozwija się znacznie szybciej niż kraje strefy euro (ok. 2,5-krotnie). W latach 2013–2019 średnioroczna stopa wzrostu PKB wyniosła w Polsce 3,9% wobec 1,6% w strefie euro. Również po wybuchu pandemii COVID-19 PKB Polski odbudował się znacząco szybciej. W I kw. 2024 r. poziom PKB w Polsce był wyższy o blisko 11% niż przed wybuchem pandemii (tj. w IV kw. 2019 r.), a w strefie euro – jedynie o 3,4%.

Choć pojawiają się opinie, że wejście do strefy euro może przyczynić się do przyspieszenia procesu konwergencji mniej zamożnych gospodarek, to dotychczasowe doświadczenia pokazują odwrotną tendencję. Od utworzenia strefy euro w grupie jej 12 początkowych członków (EA12)<sup>7</sup> zróżnicowanie w poziomie PKB *per capita* wyrażonego w parytecie siły nabywczej (PPS) wzrosło (Wykres 15).

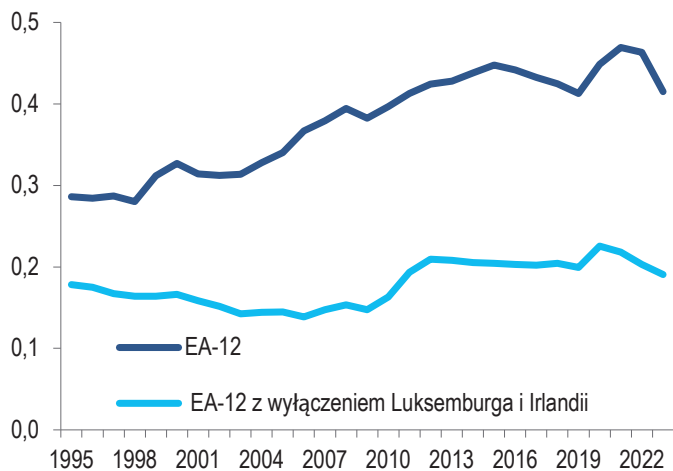
Doświadczenia krajów Południa Europy pokazują, że po wejściu do strefy euro może nastąpić przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jednak proces ten nie jest trwały. Do szybszego wzrostu po przyjęciu euro przyczynia się bowiem spadek stóp procentowych i wynikający z niego wzrost zadłużenia, który może doprowadzić do nierównowag makroekonomicznych. W przypadku Hiszpanii, Grecji i Portugalii po okresie ekspansji w pierwszych latach XXI w. nastąpiło głębokie i długotrwałe załamanie gospodarcze (Wykres 16).

---

<sup>7</sup> Strefę euro utworzyło w 1999 r. 11 krajów (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia i Włochy), a Grecja dołączyła do niej 1.01.2001 r.

**Wykres 15.**

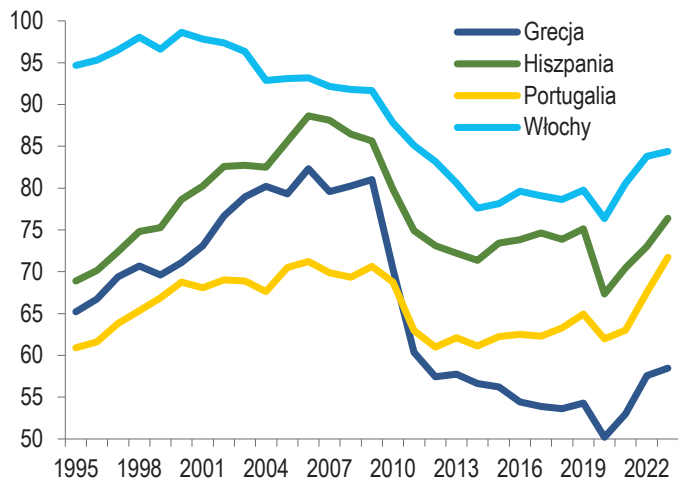
Współczynnik zmienności PKB *per capita* w PPS wśród gospodarek tworzących początkowo strefę euro



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP. Uwaga: Współczynnik zmienności – odchylenie standardowe podzielone przez średnią.

**Wykres 16.**

PKB *per capita* w PPS wybranych gospodarek strefy euro względem Niemiec (Niemcy = 100)



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

W efekcie w latach 1999–2023 zmniejszenie się różnicy w PKB *per capita* względem bogatszych gospodarek EA12 przez najslabiej rozwinięte gospodarki EA12 było raczej wyjątkiem niż regułą. Niewielką część dystansu względem Niemiec udało się zmniejszyć Portugalii. Z kolei różnica w PKB *per capita* w Grecji względem Niemiec wyraźnie wzrosła, a w Hiszpanii nie zmieniła się istotnie<sup>8</sup>. We wszystkich tych gospodarkach relacja ich PKB do PKB niemieckiego podlegała silnym wahaniom. Z kolei we Włoszech PKB *per capita* w 2000 r. był praktycznie na poziomie PKB Niemiec (98,6%), a w kolejnych latach relacja ta systematycznie malała. W 2023 r. PKB *per capita* Włoch był niższy od niemieckiego o ponad 15%.

Analizując dotychczasowy proces konwergencji krajów Europy Środkowo-Wschodniej w kontekście przyjęcia euro, odnotowałbym specyfikę krajów EŚW, w tym zwłaszcza dwa czynniki, które silnie determinowały proces konwergencji.

Po pierwsze, wszystkie kraje EŚW w 2004 r.<sup>9</sup> charakteryzowały się wyraźnie niższym PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej od krajów EA12. Również w samej grupie gospodarek EŚW były widoczne istotne różnice w zamożności. PKB *per capita* w 2004 r. (wg parytetu siły nabywczej) wynosił od ok. 30% średniej dla zamożnych krajów strefy euro (EA12) w Rumunii i Bułgarii do ok. 70% średniej dla EA12 w Czechach. Ten punkt startowy miał kluczowy wpływ na dalsze tempo konwergencji. Zgodnie z teorią ekonomii dystans nadrabiali szybciej kraje, które znajdowały się na niższym poziomie rozwoju niż kraje bardziej rozwinięte (Wykres 17).

Po drugie, konwergencja we wszystkich gospodarkach EŚW była możliwa dzięki przemianom strukturalnym związanym z transformacją w kierunku gospodarek rynkowych (co wiązało się z uwalnianiem potransformacyjnych rezerw w produktywności), napływem inwestycji zagranicznych i włączeniem tych krajów w globalne sieci handlowe, a także poprawą jakości kapitału ludzkiego.

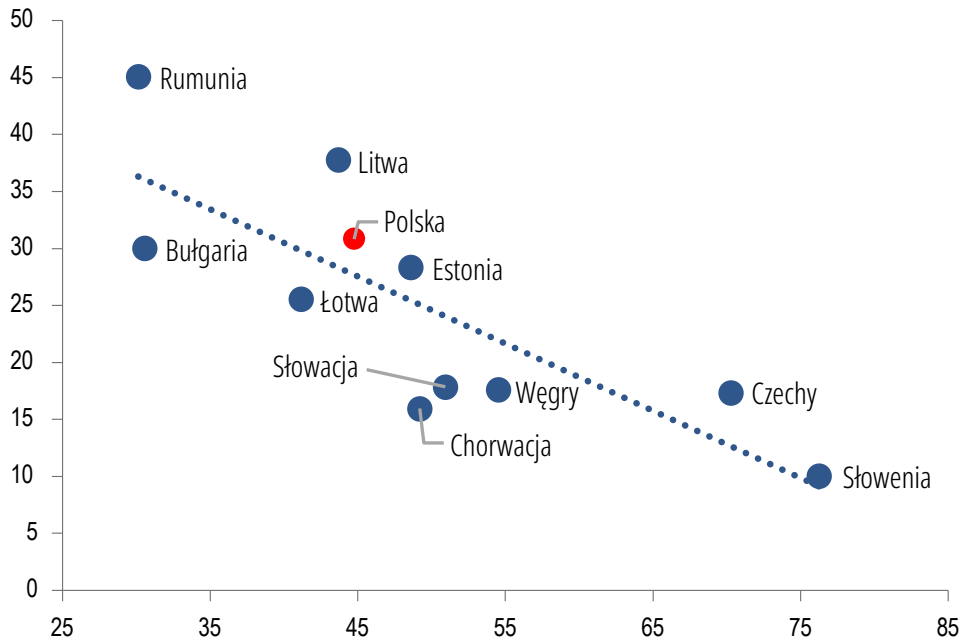
---

8 W 1999 r. PKB *per capita* w PPS w Niemczech był o 50% wyższy niż w Portugalii, 44% wyższy niż w Grecji i 33% wyższy niż w Hiszpanii. W 2023 r. PKB *per capita* w Niemczech był o 39% wyższy niż w Portugalii, o 71% wyższy niż w Grecji i 30% wyższy niż w Hiszpanii.

9 Rok 2004 został wybrany jako punkt startowy analizy ze względu na wejście w tym czasie większości krajów regionu do UE.

**Wykres 17.**

PKB *per capita* w 2004 r. (oś pozioma) a tempo konwergencji w latach 2004–2023 (oś pionowa) w gospodarkach EŚW



Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Analizując tempo wzrostu gospodarczego po przyjęciu euro, można zauważyć, że:

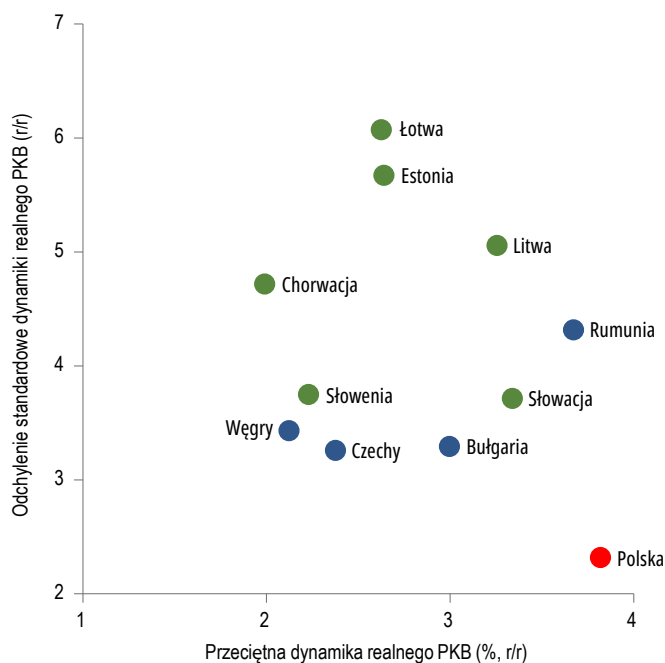
- Słowacja i Słowenia po przyjęciu euro rozwijały się wolniej niż kraje EŚW, które nie przyjęły euro,
- w krajach bałtyckich po przyjęciu euro tempo wzrostu PKB było zbliżone do obserwowanego w krajach EŚW, które nie przyjęły euro. Analizując gospodarki bałtyckie, należy brać pod uwagę ich specyfikę: są to bardzo małe gospodarki, swego rodzaju „państwa-miasta”, które nawet pozostając poza strefą euro, nie miałyby możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej w warunkach słabo rozwiniętych krajowych rynków finansowych oraz silnych powiązań handlowych i kapitałowych ze strefą euro.



Niezależnie od powyższych uwarunkowań zmienność wzrostu PKB w latach 2004–2023 w gospodarkach EŚW, które na pewnym etapie przyjęły euro, była wyraźnie wyższa niż w krajach EŚW z własną walutą<sup>10</sup> (Wykres 18, Wykres 19, Tabela 1). Wysokiej zmienności dynamiki PKB towarzyszyła również wyższa zmienność stopy bezrobocia. Warto przy tym zauważyć, że w Polsce zmienność dynamiki PKB była najniższa spośród wszystkich krajów EŚW.

**Wykres 18.**

Przeciętna dynamika PKB w latach 2004–2023 i jej odchylenie standardowe



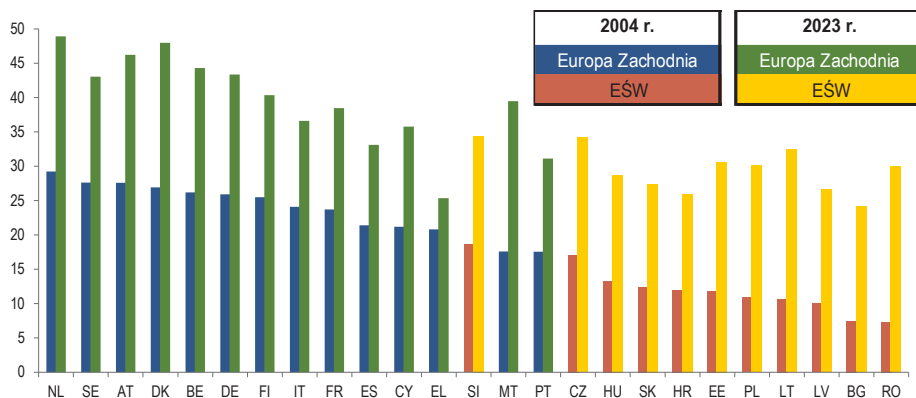
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

Uwaga: Kolorem zielonym oznaczono gospodarki, które przyjęły euro, kolorem czerwonym – Polskę, a kolorem niebieskim pozostałe gospodarki EŚW. Rok przyjęcia euro różni się między krajami (por. Tabela 2). Obliczenia na danych rocznych.

<sup>10</sup> Kraje EŚW przyjmowały euro w różnym momencie i nie przez cały okres 2004–2023 należały do strefy euro. Natomiast już na co najmniej 2 lata przed przyjęciem euro kraje nie prowadzą autonomicznej polityki pieniężnej, bowiem należą do systemu ERM2. Niezależnie od powyższego kraje bałtyckie zanim wprowadziły euro, stosowały sztywny kurs walutowy, a więc nie prowadziły autonomicznej polityki stóp procentowych.

**Wykres 19.**

Poziom PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej w krajach UE w 2004 i 2023 r. (tys. EUR PPS)



Źródło: dane Eurostat.

Uwaga: Na wykresie nie zaprezentowano danych dla Luksemburga i Irlandii z uwagi na wpływ działalności korporacji międzynarodowych na PKB tych krajów. Dla Chorwacji – dane za 2022 r.

**Tabela 1.**

Poziom PKB *per capita* w PPS w krajach ESW, które przyjęły euro na tle grupy krajów ESW nie będących członkami strefy euro (Polska, Rumunia, Czechy, Węgry i Bułgaria) w roku przyjęcia euro (t) oraz 5, 10 i 15 lat później (indeks, t=100)

	t	t+5	t+10	t+15
Słowenia (t=2007)	100	98,6	115,3	144,6
Średnia dla PL, RO, CZ, HU i BG (t=2007)	100	118,4	143,9	194,6
Słowacja (t=2009)	100	120,1	127,4	
Średnia dla PL, RO, CZ, HU i BG (t=2009).	100	117,6	153,1	
Estonia (t=2011)	100	119,1	156,5	
Średnia dla PL, RO, CZ, HU i BG (t=2011)	100	116,2	150,4	
Łotwa (t=2014)	100	126,9		
Średnia dla PL, RO, CZ, HU i BG (t=2014)	100	130,1		
Litwa (t=2015)	100	126,9		
Średnia dla PL, RO, CZ, HU i BG (t=2015)	100	122,1		

Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

## Wejście do strefy euro nie jest kluczowe dla integracji handlowej

Literatura wskazuje, że choć wspólna waluta może faktycznie intensyfikować wymianę handlową, to ilościowa ocena tego wpływu różni się istotnie między badaniami i wiele z nich sugeruje, że wpływ wspólnej waluty na rozwój powiązań handlowych jest ograniczony. Na kształtowanie się wymiany handlowej największy wpływ mają inne czynniki, w tym czynniki geopolityczne, technologiczne czy strukturalne. W przypadku regionu EŚW kluczowe znaczenie dla kształtowania się wymiany handlowej miał wzrost powiązań w ramach globalnych sieci podaży. Było to zjawisko powszechne dla całego regionu, niezależnie od przynależności do strefy euro.

Zgodnie z kompleksową analizą ekonomistów EBC (Gunnella i in., 2021) w wyniku przyjęcia wspólnej waluty wymiana handlowa pomiędzy państwami strefy euro zwiększyła się zaledwie o ok. 5%<sup>11</sup>. Wspólny obszar walutowy, pomimo możliwego pozytywnego wpływu na rozwój powiązań gospodarczych (Gunnella i in., 2021), jest jedynie jednym z kilku czynników, które w ostatnich 20 latach wpływały na wzrost wymiany handlowej pomiędzy państwami EA.

Jednocześnie przynależność do strefy euro nie musi bezpośrednio implikować większego udziału strefy euro w strukturze eksportu. Udział strefy euro w strukturze geograficznej eksportu Polski jest porównywalny z innymi krajami EŚW, w tym z krajami, które przyjęły euro. Udział państw strefy euro w eksporcie Polski wyniósł w 2023 r. 59% i był wyższy niż w krajach regionu, które dołączyły do strefy euro, tj. większy niż w Estonii (56%), na Łotwie (49%), na Słowacji (46%) oraz na Litwie (42%). Jednocześnie państwami, dla których kraje strefy euro mają wyższy udział w strukturze eksportu niż w Polsce, były Czechy (66%) oraz Węgry (61%), nienależące do strefy euro.

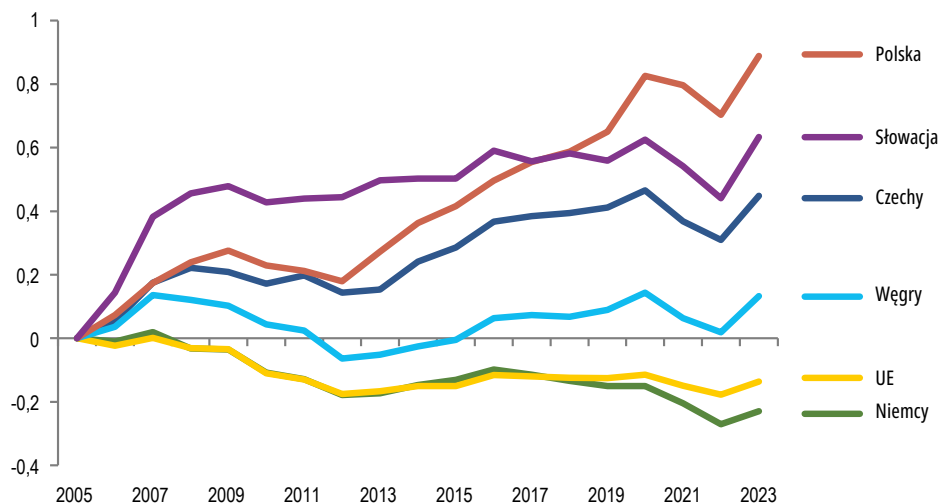
Posiadanie własnej waluty nie stanowiło istotnego obciążenia dla silnej ekspansji polskiego eksportu. Wręcz przeciwnie. W okresach zawirowań kurs złotego się deprecjonował, co pomagało polskiej gospodarce utrzymać konkurencyjność. W latach 2005–2023 wzrost udziału Polski w globalnym eksporcie dóbr oraz usług był największy wśród państw Unii Europejskiej (Wykres 20).

---

11 Pierwsze empiryczne badania na temat wpływu wprowadzenia wspólnej waluty na wartość wymiany handlowej wewnątrz strefy euro wskazują, że wpływ ten wyniósł pomiędzy +3% a +22% (Baldwin i Taglioni, 2004; Serlenga i Shin, 2007; Micco i in., 2003; Faruqee, 2004). W badaniu przygotowanym na dziesięciolecie wprowadzenia euro Baldwin i inni (2008) wskazują, że wpływ przystąpienia do strefy euro na wartość wymiany handlowej był pozytywny, jednak wyniósł zaledwie 2%. Późniejsze badania Glicka i Rose'a (2016) oraz Eichera i Henna (2011), oparte na większej próbie państw oraz danych od 1950 r., wskazują natomiast, że wpływ wspólnej waluty na wartość eksportu może wynieść nawet 50%. Jednocześnie na brak wpływu przystąpienia Słowacji i Słowenii na wartość eksportu tych gospodarek wskazuje badanie Cieślaka i in. (2012).

**Wykres 20.**

Udział w międzynarodowym eksporcie towarów (indeks, 2005 = 0)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych WTO.

W tym okresie udział Polski w globalnym eksporcie towarów wzrósł z 0,8% do 1,6%. Wzrost udziału w światowym eksporcie dotyczył wszystkich państw regionu. W tym samym okresie znaczący spadek udziału w eksporcie globalnym odnotowały natomiast Niemcy (z 9,2% w 2005 r. do 7,1% w 2023 r.) oraz Francja (z 4,4% do 2,7%).

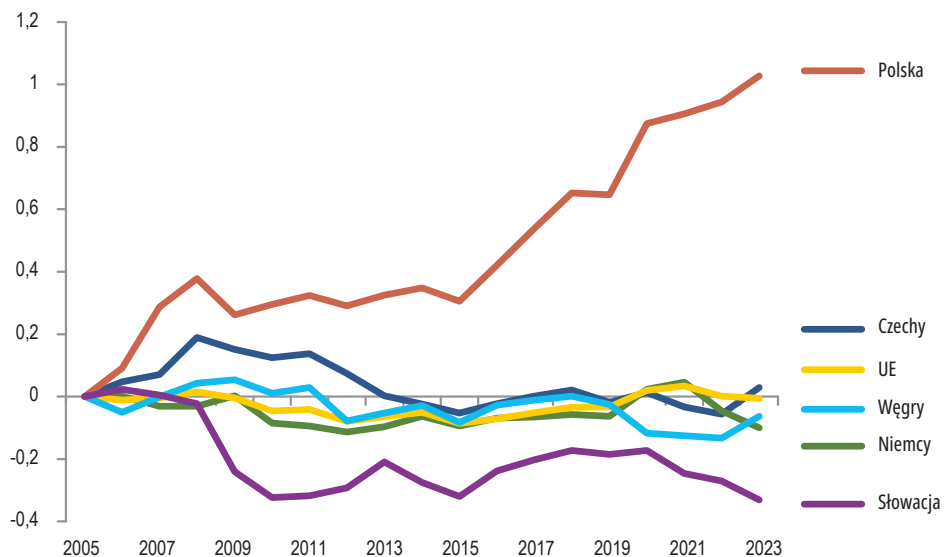
Udział Polski w światowym eksporcie usług również silnie wzrósł – z 0,7% w 2005 r. do 1,4% w 2023 r. (Wykres 21). Jednocześnie Polska, Litwa i Rumunia były jedynymi państwami regionu, które w analizowanym okresie odnotowały istotny wzrost udziału w globalnym eksporcie usług.

Zgodnie z wynikami analiz (Wykres 22) w przypadku Polski efekt konkurencyjności miał dominujący wpływ na wzrost udziału w unijnym eksporcie towarów<sup>12</sup>. Wysoka konkurencyjność polskich towarów wynika w dużej mierze z niskich kosztów produkcji oraz wysoko wykwalifikowanej siły roboczej.

12 Wzrost udziału w unijnym eksporcie dotyczył również innych państw EŚW, przy jednoczesnym znaczącym spadku udziału państw Europy Zachodniej, zwłaszcza Francji, Niemiec i Belgii.

**Wykres 21.**

Udział w międzynarodowym eksporcie usług (indeks, 2005 = 0)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych WTO.

**Wykres 22.**

Dekompozycja zmiany udziału Polski w eksporcie towarów UE w IV kw. 2023 (względem I kw. 2004 r., ceny bieżące, w pp.)

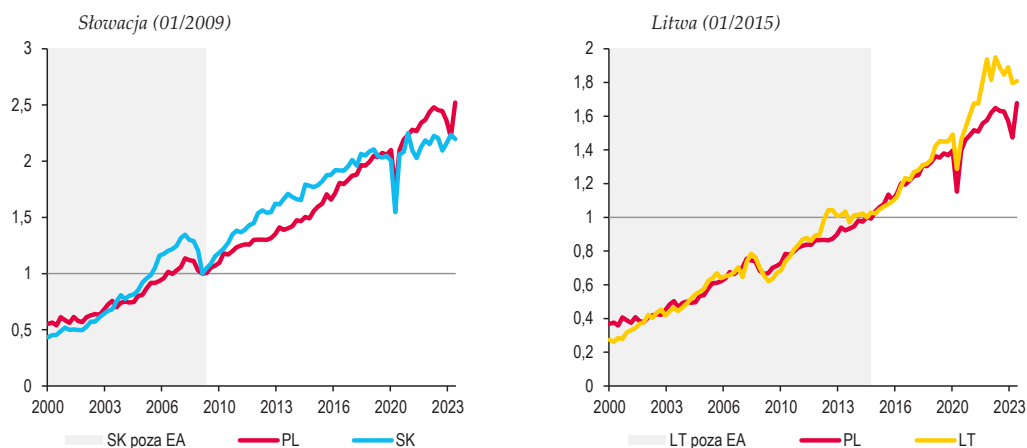


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat

W przypadku krajów EŚW decyzja o wstąpieniu do strefy nie wydaje się mieć istotnego wpływu na stopień integracji handlowej w ramach UE. Pomimo wykazanego w literaturze empirycznej, bazującej na szerszych danych międzynarodowych, dodatniego wpływu przyjęcia wspólnej waluty na wartość handlu zagranicznego poszczególnych krajów, w przypadku krajów EŚW efekt ten jest nieistotny na tle efektów pozostałych mechanizmów integracji europejskiej, oddziałujących m.in. poprzez realną konwergencję oraz rozwój regionalnych sieci podaży (Wykres 23 i Wykres 24).

### Wykres 23.

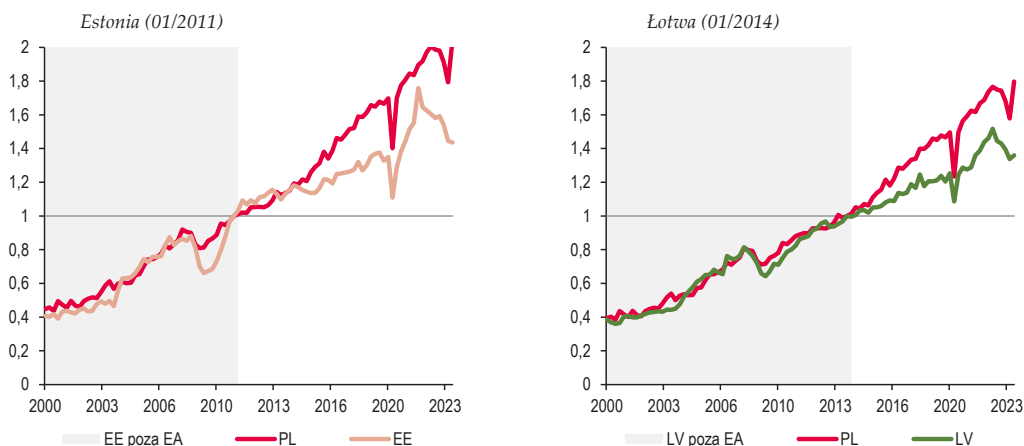
Porównanie wartości eksportu towarów i usług Polski oraz państw EŚW przystępujących do strefy euro (w cenach stałych, 1 = kwartał przystąpienia do strefy euro)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Eurostat.

### Wykres 24.

Porównanie wartości eksportu towarów i usług Polski oraz państw EŚW przystępujących do strefy euro (w cenach stałych, 1 = kwartał przystąpienia do strefy euro)



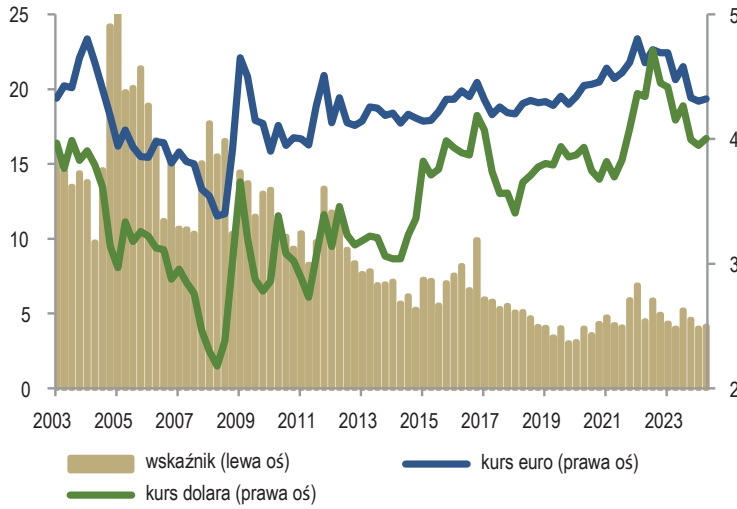
Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Eurostat.

## Zmienność kursu złotego nie zagraża polskiemu eksportowi

Kurs polskiego złotego względem euro pozostaje płynny, co implikuje występowanie ryzyka kursowego. Jednak w praktyce od 2013 r. jego zmienność – co pragnę odnotować – nie stanowiła znaczącej bariery rozwoju polskich przedsiębiorstw (NBP, 2024). W tym okresie odsetek przedsiębiorstw deklarujących kurs walutowy jako barierę rozwoju wynosił przeciętnie 5,5% i w żadnym kwartale nie przekroczył 10% (Wykres 25, Wykres 26). Przedsiębiorcy deklarują, że ważniejszą barierą rozwoju niż kurs walutowy są przepisy i podatki, popyt, ceny i koszty oraz niepewność. Niskie znaczenie bariery kursowej od 2013 r. sugeruje, że w tym okresie kurs walutowy relatywnie dobrze równoważył interesy eksporterów i importerów.

**Wykres 25.**

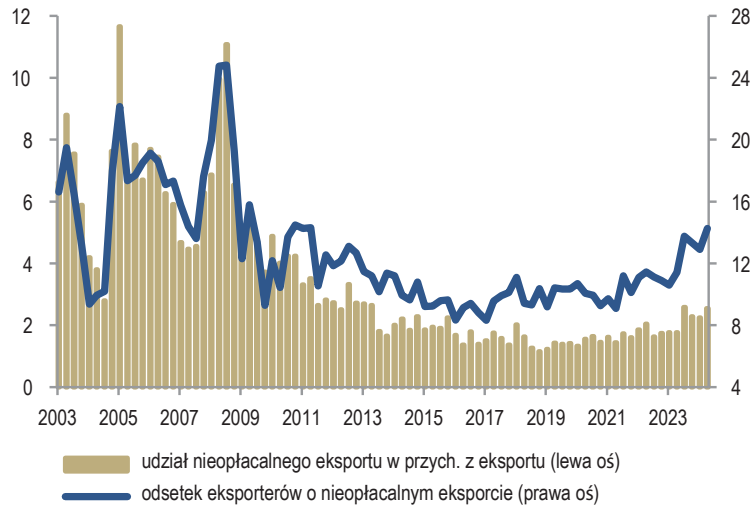
Bariera kursu (w proc.) oraz rzeczywiste kursy złotego względem euro i dolara [w zł]



Źródło: dane z Szybkiego Monitoringu NBP.

**Wykres 26.**

Opłacalność eksportu (w proc.)



Źródło: dane z Szybkiego Monitoringu NBP.



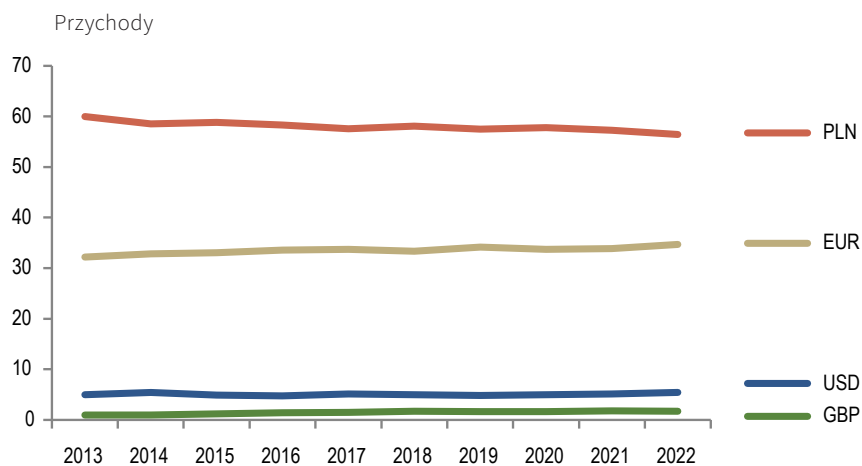
W przypadku występowania zmian kursu rynkowego przedsiębiorstwa rozliczające się w walutach zagranicznych podejmują liczne działania dostosowawcze. Według danych ankietowych za 2014 r. przedsiębiorstwa stosują odpowiednie instrumenty finansowe (65%), renegocjują ceny zakupu surowców (56%), poszukują nowych rynków zbytu lub zaopatrzenia (55%), zmieniają ceny własne (46%), zmieniają wielkość importu lub eksportu (24%) oraz podejmują inne działania (45%).

Przedsiębiorstwa są dobrze zabezpieczone przed ryzykiem kursowym. Po pierwsze, znaczna część eksporterów jest także importerami – w 2023 r. wśród przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników 55% stanowili eksporterzy, przy czym 82% eksporterów było równocześnie importerami. Po drugie, struktura walutowa przychodów i kosztów oraz eksportu i importu jest relatywnie stabilna w czasie i zrównoważona (tzw. hedging naturalny, Wykres 27). Udział euro w strukturze walutowej przychodów jest o ok. 7–8 pp. wyższy niż w przypadku kosztów; udział euro w strukturze walutowej eksportu jest natomiast o ok. 5–6 pp. wyższy niż w przypadku importu. Po trzecie, zdecydowana większość przedsiębiorstw stosuje różne rozwiązania i instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem kursowym – według danych ankietowych za 2022 r. ok. 74% eksporterów oraz 71% importerów nie jest narażonych na ryzyko kursowe lub się przed nim zabezpiecza.

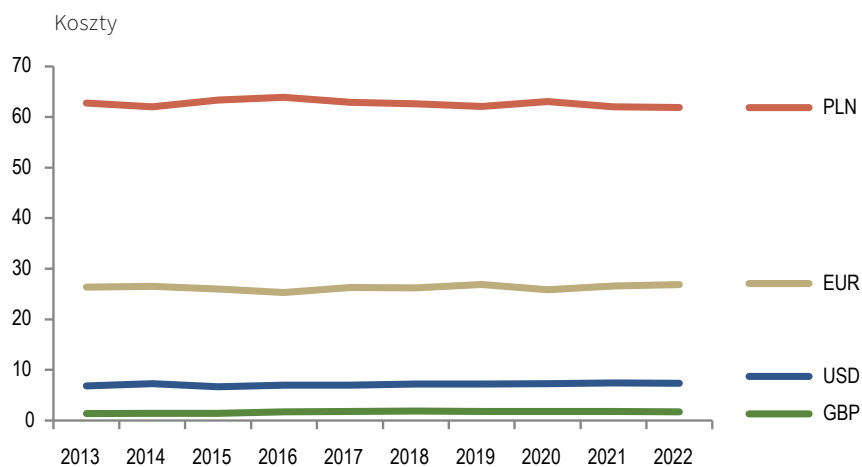
W efekcie ryzyko kursowe, eliminowane całkowicie przez przyjęcie wspólnej waluty, już teraz nie stanowi istotnej bariery rozwoju polskich przedsiębiorstw ze względu na występowanie hedgingu naturalnego oraz wielorakie sposoby zabezpieczania się firm przed tym ryzykiem, m.in. poprzez instrumenty finansowe czy renegocjacje cen zakupu surowców.

**Wykres 27.**

Struktura walutowa przychodów i kosztów w próbie przedsiębiorstw niefinansowych (proc.)



Źródło: szacunek na podstawie danych GUS.



Źródło: szacunek na podstawie danych GUS.

## Wpływ przyjęcia euro na inflację

Po przyjęciu euro (bądź bezpośrednio przed przyjęciem) kraje doświadczają jednorazowego wzrostu inflacji. Wynika on z tzw. efektu cappuccino, czyli praktyki zaokrąglania cen, głównie towarów i usług kupowanych często i o niewielkiej wartości jednostkowej, do ceny atrakcyjnej i łatwej do zapamiętania (np. cen z końcówką „99”).

Według Eurostatu skala tego wzrostu cen jest zauważalna, aczkolwiek relatywnie niewielka. Szacunki te dotyczą zmian inflacji bezpośrednio (do 1 kwartału) po wprowadzeniu euro, więc nie są w nich ujęte zmiany średnio- i długookresowe. Według opracowań Eurostatu, krótkookresowy wpływ wprowadzenia euro na inflację nie przekraczał 0,3 pp. (Tabela 2).

**Tabela 2.**

Krótkookresowy wpływ wprowadzenia euro na inflację  
w nowych krajach członkowskich strefy euro (pp.)

Kraj (rok przyjęcia euro)	Szacowany wpływ na inflację w momencie wprowadzenia euro (pp.)
Słowenia (2007)	0,3
Cypr i Malta (2008)	0,2–0,3
Słowacja (2009)	do 0,3
Estonia (2011)	0,2–0,3
Łotwa (2014)	0,12–0,21
Litwa (2015)	0,04–0,11
Chorwacja (2023)	0,04–0,18

Źródło: szacunki Eurostat (Komisja Europejska 2007, 2008, 2009, 2011, 2014, 2015, 2023).

Na nieco większy, choć w dalszym ciągu ograniczony wpływ wskazują analizy przeprowadzone przez banki centralne i instytucje rządowe (Tabela 3).

**Tabela 3.**

Krótkookresowy wpływ wprowadzenia euro na inflację w nowych krajach członkowskich strefy euro (pp.)

Kraj	Badanie	Szacowany wpływ na inflację (pp.)
Słowenia	Institute of Macroeconomic Analysis and Development of the Republic of Slovenia, (2007), <i>Euro Changeover Effect on Inflation in Slovenia, Slovenian Economic Mirror</i> , „Economic Analyses” vol. 13, No. 2	0,24
Słowacja	National Bank of Slovakia, (2006), <i>Effects of Euro Adoption on the Slovak Economy</i> , NBS Research Department	do 0,3
Estonia	Rõõm, T., and K. Urke, (2014), <i>The Euro Changeover in Estonia: Implications for Inflation</i> , „Bank of Estonia Working Papers” No. 6/2014	0,0–0,5
Chorwacja	Falagiarda M., Gartner C., Mužić I., Pufnik A., (2023), <i>Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?</i> , ECB Blog	0,4

Źródło: opracowanie NBP na podstawie wskazanych publikacji.

Przystąpienie do wspólnego obszaru walutowego przez kraje na niższym poziomie rozwoju gospodarczego i finansowego powinno w efekcie wspierać przyspieszenie akcji kredytowej (co może prowadzić do pojawienia się tzw. cyklu *boom-bust*), wzrost popytu i tym samym oddziaływać w kierunku przyspieszenia tempa wzrostu cen.

W średnim okresie – na podstawie analizy skumulowanego wzrostu cen – trudno jednak jednoznacznie stwierdzić, aby przyjęcie euro w krajach EŚW wiązało się z szybszym wzrostem cen, choć w części gospodarek faktycznie taki proces miał miejsce.

Skumulowany wzrost cen w Słowenii oraz na Słowacji po przyjęciu euro (do końca 2019 r.) był nawet istotnie niższy niż w analogicznym okresie w Polsce czy też średnio w Polsce, Czechach i na Węgrzech (CEE-3, Tabela 4), a więc w krajach, które nie przyjęły euro. Należy jednak pamiętać, że Słowacja i Słowenia to kraje o niższym wzroście gospodarczym. Ponadto, co istotne, Słowacja weszła do strefy euro przy przewartościowanym kursie wymiany (Fidrmuc, 2013), co przyczyniło się do spadku konkurencyjności cenowej, pogłębienia się spadku słowackiego eksportu i głębszej recesji w czasie globalnego kryzysu finansowego (PKB spadł w 2009 r. o 5,5%), co jednocześnie ograniczyło presję cenową. Słowenia natomiast jest krajem relatywnie wysoko rozwiniętym na tle innych gospodarek EŚW, a jednocześnie zmagającym się z kryzysem bankowym w latach 2012–2013. W efekcie mimo że bezpośrednio po wejściu do strefy euro inflacja w Słowenii wyraźnie wzrosła (do 7% w połowie 2007 r.) – do czego przyczyniał się zarówno silny wzrost cen żywności, jak i wzrost popytu konsumpcyjnego w warunkach luźnych warunków monetarnych i ekspansji akcji kredytowej (por. MFW, 2009) – to w dłuższym okresie skumulowany wzrost cen był niższy niż w innych krajach regionu.

Natomiast skumulowany wzrost cen na Litwie, Łotwie i w Estonii po przyjęciu euro był w tym samym okresie wyższy niż w Polsce i grupie krajów CEE-3 (Tabela 4). Według szacunków Banku Litwy z 2020 r. łączny wzrost cen w latach 2015–2019 był wskutek przystąpienia do strefy euro wyższy o 0,53–0,59 pp. (podczas gdy skumulowany wzrost cen na Litwie wyniósł wówczas 4,0 pp.).

**Tabela 4.**

Skumulowany wzrost poziomu cen HICP od momentu wstąpienia do strefy euro na tle krajów CEE-3 (proc.)

Kraj	Rok wejścia do strefy euro	Skumulowany wzrost cen od momentu przyjęcia euro w danym kraju przyjmującym euro		Skumulowany wzrost cen w analogicznym okresie w Polsce		Skumulowany wzrost cen w analogicznym okresie: średnia dla Polski, Czech i Węgier	
		do 2019	do 2023	do 2019	do 2023	do 2019	do 2023
Słowenia	2007	26,2	50,3	29,0	76,7	36,7	91,7
Słowacja	2009	17,9	53,8	20,7	65,3	24,0	74,0
Estonia	2011	25,7	70,1	13,1	54,9	17,2	64,5
Łotwa	2014	9,5	44,7	4,1	42,6	7,4	50,6
Litwa	2015	8,6	48,5	4,0	42,5	7,2	50,4

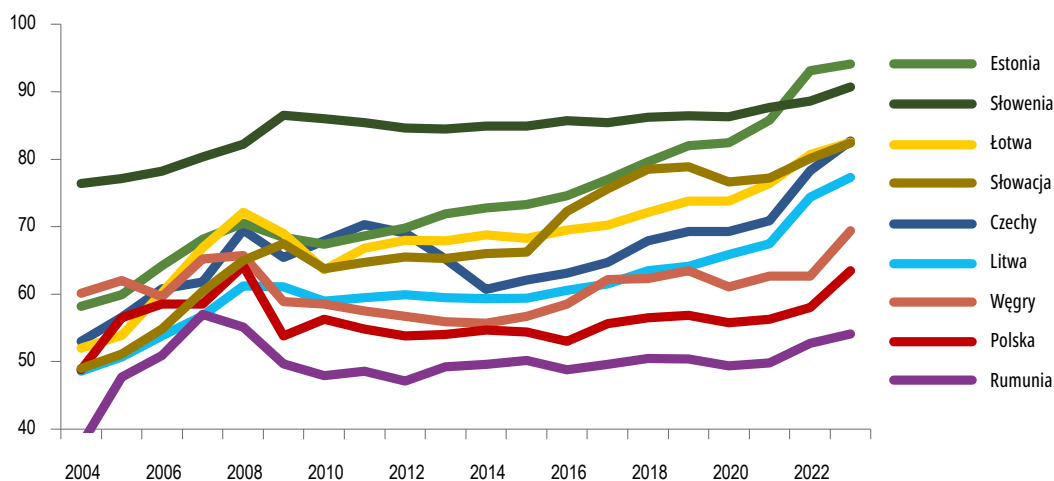
Źródło: dane Eurostat, obliczenia NBP.

W latach 2004–2022 we wszystkich gospodarkach EŚW miała miejsce konwergencja cen do cen w zamożniejszych krajach UE. Była ona jednak zróżnicowana co do skali i w dalszym ciągu utrzymuje się znaczne zróżnicowanie cen pomiędzy poszczególnymi krajami EŚW. Najszybsza konwergencja cen ujednoliconego koszyka dóbr konsumpcyjnych od 2004 r. miała miejsce w Estonii, Słowacji (krajach strefy euro) i w Czechach (kraju z własną walutą).

W 2023 r. Polska, Rumunia, Węgry, a więc kraje spoza strefy euro, charakteryzowały się najniższym średnim poziomem cen ujednoliconego koszyka dóbr konsumpcyjnych spośród analizowanych krajów EŚW (Wykres 28). Najwyższy poziom cen ujednoliconego koszyka dóbr konsumpcyjnych odnotowano w najzamożniejszych krajach regionu, a więc Słowenii, Estonii i Litwie (krajach, które przyjęły euro), ale także w Czechach (kraju spoza strefy euro). Jednocześnie można zauważyć, że większość krajów EŚW pozostających poza strefą euro (w tym Polska, Rumunia, Węgry) charakteryzowała się niższym poziomem cen niż kraje regionu, które przyjęły euro, choć należy to wiązać przede wszystkim z niższym poziomem PKB *per capita* liczonym w euro (Wykres 29).

#### Wykres 28.

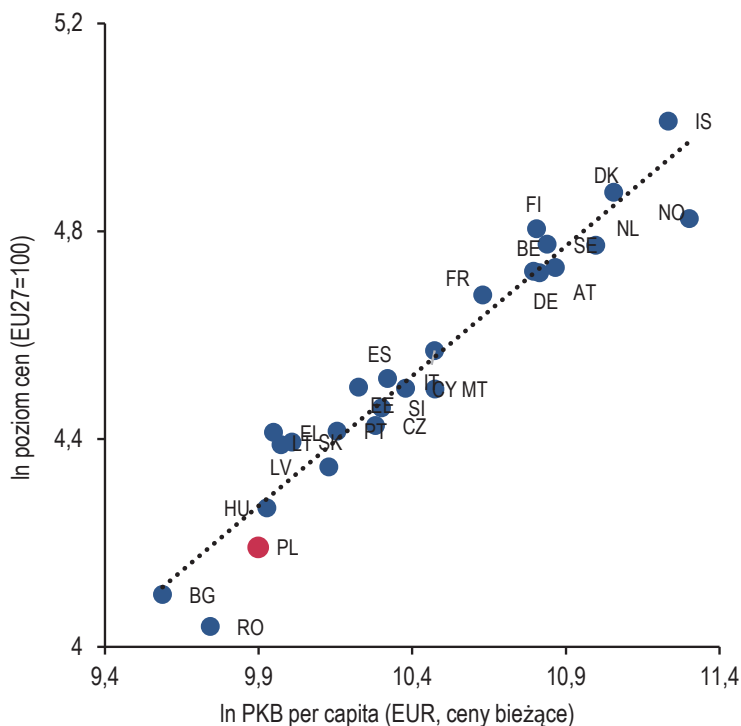
Średni poziom cen ujednoliconego koszyka dóbr konsumpcyjnych w krajach EŚW w latach 2004–2023 (UE27=100)



Źródło: dane Eurostat.

**Wykres 29.**

Poziom cen i PKB *per capita* w 2023 r.



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat.

Uwaga: Ze względu na wartości odstające na wykresie nie przedstawiono Irlandii oraz Luksemburga.

## Polityka fiskalna w kontekście przyjęcia euro

Analizując kwestie związane z polityką fiskalną w kontekście ewentualnego przyjęcia euro, pragnę zwrócić uwagę na trzy aspekty.

Po pierwsze, po wejściu do strefy euro w praktyce jedynym narzędziem do stabilizowania koniunktury pozostaje polityka fiskalna. Aby polityka fiskalna oddziaływała stabilizująco na wahania cykliczne gospodarki, powinna być ona zacieśniana w fazie ożywienia i luzowana w fazie spowolnienia.

W praktyce jednak postulat ten nie zawsze jest realizowany i polityka fiskalna bywa procykliczna, a więc wzmaga wahania aktywności, zamiast je stabilizować (por. Wykres 30, Wykres 31, Wykres 32, Wykres 33). W badaniu przeprowadzonym przez Komisję Europejską w 2018 r. dla wszystkich krajów UE stwierdzono, że ocena cykliczności polityki fiskalnej w tych krajach jest niejednoznaczna (Komisja Europejska, 2018). W pierwszej dekadzie funkcjonowania strefy euro, tj. w latach 1999–2008, polityka ta była acykliczna lub procykliczna, a więc mogła nawet potęgować zmienność aktywności i inflacji w cyklu koniunkturalnym. Natomiast w okresie po światowym kryzysie finansowym kraje członkowskie były mniej skłonne do luzowania polityki fiskalnej w czasie ożywienia gospodarczego i polityka była acykliczna lub antycykliczna<sup>13</sup>.

Po drugie, przystąpienie do strefy euro ma implikacje w zakresie stosowania europejskich reguł fiskalnych<sup>14</sup>. Wszystkie kraje UE są zobowiązane dążyć do utrzymywania deficytu finansów publicznych poniżej 3% PKB oraz długu publicznego poniżej 60% PKB. Jednak zasady dyscyplinowania państw UE za nieprzebrnięcie zaleceń w ramach procedury nadmiernego deficytu są różne dla krajów strefy euro oraz krajów spoza obszaru wspólnej waluty. Różnica dotyczy możliwości stosowania kar finansowych w ramach procedury nadmiernego deficytu – kary te mogą być stosowane wyłącznie wobec państw strefy euro, przy czym jak dotąd sankcja ta nie była stosowana. Oprócz kar finansowych istnieje inny mechanizm egzekwowania reguł dotyczących polityki fiskalnej, tj. mechanizm warunkowości makroekonomicznej funduszy strukturalnych UE. Mechanizm ten dotyczy wszystkich państw członkowskich i polega na możliwości zawieszenia funduszy UE w przypadku uporczywego niewypełnienia przez kraj członkowski zaleceń procedur zarządzania gospodarczego w UE (procedury nadmiernego deficytu i procedury nierównowag makroekonomicznych). Również te kary nie były jak dotąd stosowane.

---

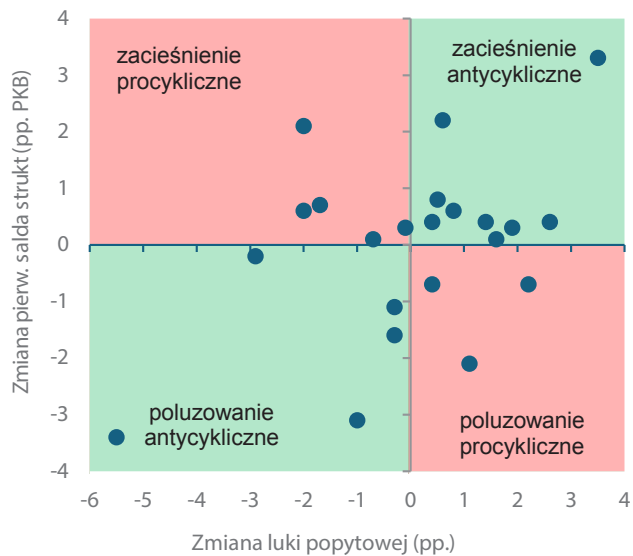
13 Kraje, które przestrzegały europejskich reguł fiskalnych prowadziły mniej procykliczną politykę. W krajach prowadzących luźną politykę fiskalną wystąpienie spowolnienia gospodarczego skutkowało przekroczeniem przez deficyt finansów publicznych wartości referencyjnej 3% PKB i koniecznością ograniczenia deficytu w warunkach dekonunktury, co miało charakter procykliczny. Tego rodzaju cięcia budżetowe były kosztowne społecznie i politycznie, co skutkowało „zmęczeniem reformami” (reform fatigue) i skłonnością do ponownego poluzowania polityki fiskalnej, gdy tylko gospodarka zaczęła się ponownie rozwijać, umożliwiając spełnienie kryterium deficytu.

14 Podstawę prawną funkcjonowania europejskich reguł fiskalnych, tj. Paktu Stabilności i Wzrostu (PSW), stanowi Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (artykuły 119–144 oraz protokół nr 12). W połączeniu z zapisami aktów drugiego rzędu, stanowi on, że kraje UE powinny dążyć do utrzymania deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB oraz długu publicznego poniżej 60% PKB. W razie gdy deficyt przekracza wartość referencyjną oraz/lub dług przekracza wartość referencyjną i nie jest ograniczany w satysfakcjonującym tempie, wobec danego kraju jest uruchamiana procedura nadmiernego deficytu, w ramach której jest też wyznaczany termin ograniczenia nadmiernego deficytu.



**Wykres 30.**

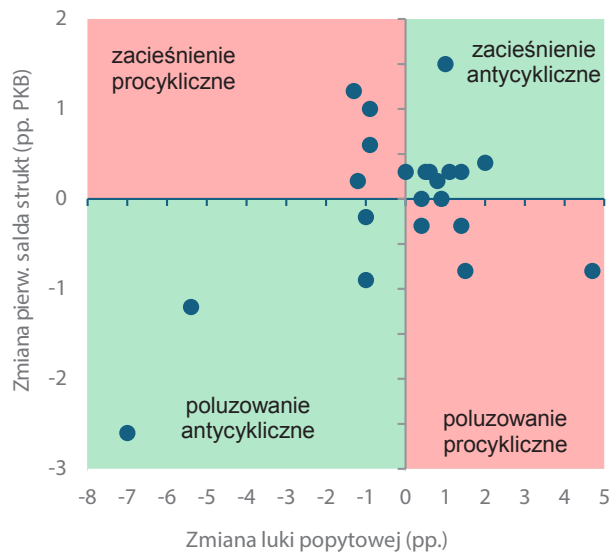
Cykliczność polityki fiskalnej w Polsce w latach 2002–2023



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Komisji Europejskiej (AMECO).

**Wykres 31.**

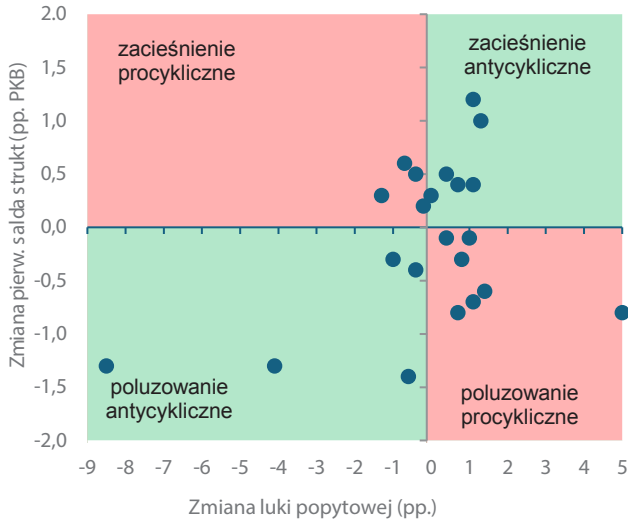
Cykliczność polityki fiskalnej w strefie euro w latach 2002–2023



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Komisji Europejskiej (AMECO).

**Wykres 32.**

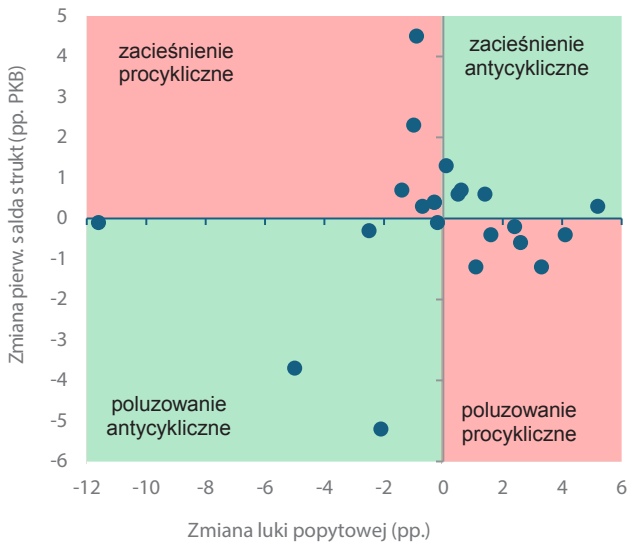
Cykliczność polityki fiskalnej we Francji w latach 2002–2023



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Komisji Europejskiej (AMECO).

**Wykres 33.**

Cykliczność polityki fiskalnej w Hiszpanii w latach 2002–2023



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Komisji Europejskiej (AMECO).

Po trzecie, w debacie publicznej wskazuje się, że wejście do strefy euro może przyczynić się do spadku rentowności obligacji skarbowych, obniżając koszty obsługi długu. Rentowności obligacji skarbowych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej prowadzących niezależną politykę pieniężną (Czechy, Polska, Rumunia i Węgry) zwykle utrzymują się na wyższym poziomie niż rentowności w krajach strefy euro (zwłaszcza w przypadku obligacji denominowanych w walutach lokalnych). Jest to związane przede wszystkim z bieżącą i oczekiwaną wysokością stóp procentowych banków centralnych, która jest kształtowana tak, aby zapewnić utrzymywanie się inflacji na poziomie celów inflacyjnych w średnim okresie. W krajach EŚW stopy procentowe banków centralnych są na ogół wyższe niż w strefie euro, co wynika z faktu, że są to gospodarki konwergujące.

Jednocześnie zwracam uwagę na to, że rentowności polskich obligacji rządowych denominowanych w euro (które nie zależą wprost od krajowej polityki pieniężnej NBP, a w większym stopniu są związane ze stopami procentowymi w strefie euro) obecnie kształtują się na niższym poziomie niż w np. we Włoszech, a więc w kraju o wysokim poziomie długu publicznego<sup>15</sup>.

Badania wskazują na brak jednoznacznego wpływu wejścia do strefy euro na ryzyko inwestycyjne państwa (Wykres 34). Przykładowo rating Słowenii po wejściu do strefy euro spadł z poziomu AA do poziomu A- i wciąż nie wrócił do poziomu AA. Także rating Włoch wielokrotnie się obniżał pomimo pozostawania Włoch w strefie euro. Dla porównania ratingi Polski czy Czech na przestrzeni lat ulegały sukcesywnemu podwyższaniu, pomimo pozostawania poza strefą euro. Dostępne oszacowania wskazują na istnienie dodatniej premii ratingowej z tytułu przynależności do strefy euro przez pierwsze lata jej funkcjonowania, jednak po globalnym kryzysie finansowym – który unaoczniał ryzyka związane z przynależnością do strefy euro – premia ta utraciła istotność (por. MFW, 2015; Erhart, 2021).

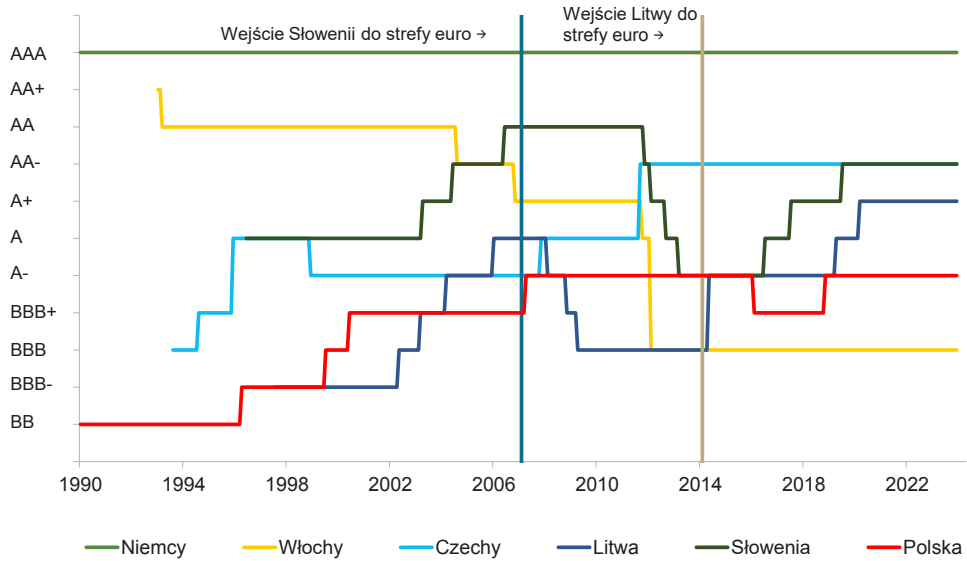
Należy również pamiętać, że postrzeganie ryzyka inwestycyjnego krajów będących w strefie euro jest podyktowane w dużej mierze oceną trwałości strefy euro przez inwestorów. Problem ten jest o wiele mniejszy dla pozostałych państw UE, na co wskazuje zdecydowanie mniejsza zmienność spreadów obligacji tych krajów. Przykładowo, w następstwie światowego kryzysu finansowego i kryzysu zadłużeniowego w strefie euro silnie wzrosły spready obligacji dla wielu gospodarek tego obszaru walutowego, w tym zwłaszcza dla krajów Południa Europy, zmagających się z wysokim zadłużeniem (Wykres 35). Wejście do strefy euro nie gwarantuje zatem trwałego obniżenia stóp procentowych i kosztów obsługi długu.

---

15 Od stycznia 2023 r. do czerwca 2024 r. rentowność obligacji 10-letnich Włoch była średnio o 0,2 pp. wyższa od rentowności obligacji Polski denominowanych w euro.

**Wykres 34.**

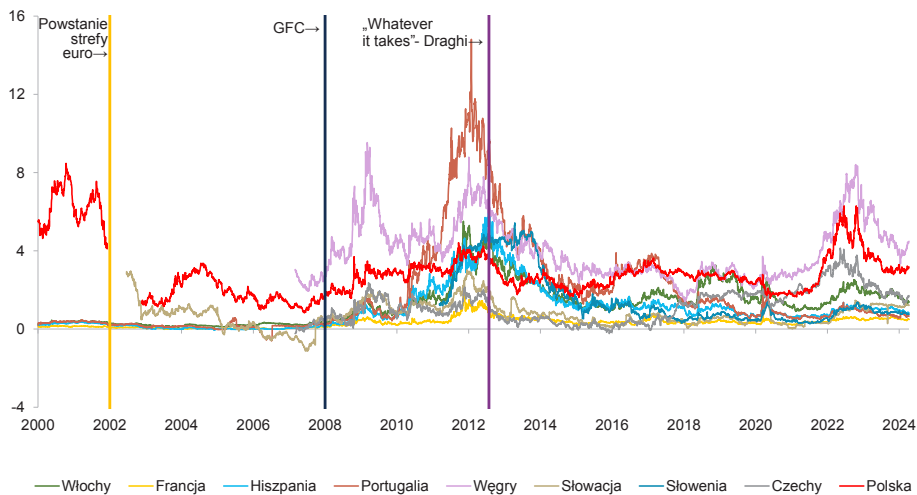
Ratingi wybranych państw Unii Europejskiej



Źródło: dane S&P, opracowanie NBP.

**Wykres 35.**

Spready 10-letnich obligacji skarbowych wybranych państw względem rentowności 10-letnich obligacji niemieckich (w p.p.)



Źródło: dane Bloomberg, opracowanie NBP.

## Bibliografia do rozdziału

1. Ahmed S., Appendino M., Ruta M., (2015), *Global value chains and the exchange rate elasticity of exports*, „IMF Working Paper” 15252, International Monetary Fund.
2. Arestis P., Phelps P., (2018), *Inequality implications of European economic and monetary union membership: A reassessment*, „Environment and Planning A: Economy and Space” vol. 50(7): 1443–1472.
3. Bakker M.B.B., Klingen M.C., (2012), *How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis: An Account by the Staff of the IMF’s European Department*, International Monetary Fund.
4. Baldwin R., Taglioni D., (2007), *Trade Effects of the Euro: a Comparison of Estimators*, „Journal of Economic Integration” vol. 22 (4): 780–818.
5. Belke A., Domnick C., Gros D., (2017), *Business Cycle Synchronization in the EMU: Core Vs. Periphery*, „Open Economies Review” 28 (5) (11): 863–892.
6. Bielecki M., Błażejowska A., Brzoza-Brzezina M., Kuziemska-Pawlak K., Szafrąński G., (2023), *Estimates and projections of the natural rate of interest or Poland and the euro area*, „NBP Working Papers” No. 364, Narodowy Bank Polski.
7. Bielecki M., Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., (2020), *Demographics and the natural interest rate in the euro area*, „European Economic Review” 129, 103535.
8. Bouvet F., (2021), *Regional integration and income inequality: a synthetic counterfactual analysis of the European Monetary Union*, „Oxford Review of Economic Policy” vol. 37 (1): 172–200.
9. Brzoza-Brzezina M., Makarski K., Wesołowski G., (2014), *Would it have paid to be in the eurozone?*, „Economic Modelling, Elsevier” vol. 41(C): 66–79.
10. Cesaroni T., D’Elia E., De Santis R., (2019), *Inequality in EMU: is there a core periphery dualism?*, „The Journal of Economic Asymmetries” vol. 20.
11. Cieślík A., Teresiński J., (2020), *Comparing business cycles in the Eurozone and in Poland: a Bayesian DSGE approach*, „Bank i Kredyt” vol. 51(4): 317–366.
12. Cieślík A., Michałek J., Mycielski J., (2012), *Consequences of the euro adoption by Central and Eastern European (CEE) countries for their trade flows*, „NBP Working Papers” No. 118, Narodowy Bank Polski.

13. Ciżkowicz-Pękała M., Kocięcki A., Łyziak T., Pipień M., Stanisławska E. [red.], (2023), *Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2023 roku*, „Materiały i Studia NBP” 346, Narodowy Bank Polski.
14. Dąbrowski M., Wróblewska J. (2016), *Exchange rate as a shock absorber in Poland and Slovakia: Evidence from Bayesian SVAR models with common serial correlation*, „Economic Modelling, Elsevier” vol. 58(C): 249–262.
15. Del Negro M., Giannone D., Giannoni M., Tambalotti A., (2017), *Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest*, „Brookings Papers on Economic Activity” 48: 235–316.
16. Del Negro M., Giannone D., Giannoni M., Tambalotti A., (2019), *Global trends in interest rates*, „Journal of International Economics” 118: 248–262.
17. Dustmann C., Fitzenberger B., Schönberg U., Spitz-Oener, A., (2014), *From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany’s Resurgent Economy*, „Journal of Economic Perspectives” vol. 28 (1): 167–88.
18. Eicher T. S., Henn C., (2011), *One money, one market: A revised benchmark*, „Review of International Economics” vol. 19, Issue 3: 419–435.
19. Erhart S., (2021), *The Impact of Euro Adoption on Sovereign Credit Ratings and Long-term Rates*, EUR 30617 EN, Publications Office of the European Union, Luxembourg.
20. Falagiarda M., Gartner C., Mužić I., Pufnik A., (2023), *Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?*, ECB Blog.
21. Faruqee H., (2004), *Measuring the trade effects of EMU*, „IMF Working Paper” No. 04/154.
22. Fidrmuc J., Wörgötter A., (2013), *Slovakia: The Consequences of Joining the Euro Area before the Crisis for a Small Catching-Up Economy*, CESifo Forum, 1/2013.
23. Furceri D., Loungani P., (2015), *Capital Account Liberalization and Inequality*, „IMF working paper” No. 2015/243.
24. Glick R., Rose A., (2002), *Does a currency union affect trade? The time-series evidence*, „European Economic Review” vol. 46, Issue 6: 1125–1151.
25. Guerini M., Luu D.T., Napoletano M., (2023), *Synchronization patterns in the European Union*, „Applied Economics” 55(18): 2038–2059.
26. Gunnella V., Lebastard L., López-García P., Serafin, R., Mattioli A.Z., (2021), *The impact of the euro on trade: Two decades into monetary union*, „ECB Occasional Paper” 2021/283.
27. IMAD (2007), *Euro Changeover Effect on Inflation in Slovenia*, „Slovenian Economic Mirror, Economic Analyses” vol. 13, No. 2.

28. Kerschbaumer F., Maschke A., (2021), *The Implications of Monetary Union for Income Inequality: An Empirical Assessment*, „Wirtschaft und Gesellschaft – WuG, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Abteilung Wirtschaftswissenschaft und Statistik” vol. 47(4): 537–574.
29. Komisja Europejska, (2007), *Euro changeover and inflation in Slovenia*, Directorate D: Economic and Regional Statistics [online], [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR\\_EURO\\_CHANGEOVER\\_INFLATION\\_SLOVENIA\\_2007\\_03.pdf/bfdo7712-28df-4bb2-8aa7-fc7198906da7](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR_EURO_CHANGEOVER_INFLATION_SLOVENIA_2007_03.pdf/bfdo7712-28df-4bb2-8aa7-fc7198906da7), dostęp: 20.08.2024.
30. Komisja Europejska, (2008), *Euro changeover and inflation in Cyprus and Malta*, Directorate D: Economic and Regional Statistics [online], [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR\\_EURO\\_CHANGEOVER\\_INFLATION\\_CYPRUS\\_MALTA\\_2008-04.pdf/9f986e4b-28a9-4952-a02e-c657c7c58fbc](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR_EURO_CHANGEOVER_INFLATION_CYPRUS_MALTA_2008-04.pdf/9f986e4b-28a9-4952-a02e-c657c7c58fbc), dostęp: 20.08.2024.
31. Komisja Europejska, (2009), *Euro changeover and inflation in Slovakia*, Directorate D: Economic and Regional Statistics [online], [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR\\_EURO\\_CHANGEOVER\\_INFLATION\\_SLOVAKIA\\_2009\\_03.pdf/a649b03c-8e56-4129-bobo-3ea863b1a1c9](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR_EURO_CHANGEOVER_INFLATION_SLOVAKIA_2009_03.pdf/a649b03c-8e56-4129-bobo-3ea863b1a1c9), dostęp: 20.08.2024.
32. Komisja Europejska, (2011), *Euro changeover and inflation in Estonia*, Directorate G: Business Statistics [online], [https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR\\_EURO\\_CHANGEOVER\\_INFLATION\\_ESTONIA\\_2011\\_05.pdf/64221a17-2430-432e-b46e-0eeof5b902e9](https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/TTNR_EURO_CHANGEOVER_INFLATION_ESTONIA_2011_05.pdf/64221a17-2430-432e-b46e-0eeof5b902e9), dostęp: 20.08.2024.
33. Komisja Europejska, (2014), *Euro changeover and inflation in Latvia*, Directorate C: National Accounts, Prices and Key Indicators [online], <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/273001/Euro-changeover-Latvia-2014.pdf/8961bd72-f99a-498c-a413-e6dc94802bb5>, dostęp: 20.08.2024.
34. Komisja Europejska, (2015), *Euro changeover and inflation in Lithuania*, Directorate C: National Accounts, Prices and Key Indicators [online], <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/7106809/euro-changeover-Lithuania-2015/>, dostęp: 20.08.2024.
35. Komisja Europejska, (2018), *Fiscal outcomes in the EU in a rules-based framework – new evidence*, Report on public finances in EMU: 105–156.

36. Komisja Europejska, (2023), *Euro changeover and inflation in Croatia*, Directorate C: Macro-economic Statistics [online], <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/7106809/euro-changeover-note-croatia-2023.pdf>, dostęp: 20.08.2024.
37. Kose M., Prasad E., Terrones M., (2009), *Does financial globalization promote risk sharing?*, „Journal of Development Economics, Elsevier” vol. 89(2): 258–270.
38. Laubach T., William, J., (2003), *Measuring the Natural Rate of Interest*, „Review of Economics and Statistics” 85: 1063–70.
39. MFW, (2007), *Globalization and Inequality*, „World Economic Outlook”, październik.
40. MFW, (2009), *Republic of Slovenia: 2009 Article IV Consultation—Staff Report*, „IMF Country Report” No. 09/161.
41. MFW, (2015), *Central and Eastern Europe: New Member States (NMS) Policy Forum, 2014*, „Selected Issues Paper, IMF Country Reports” 15/98.
42. Micco A., Stein E., Ordoñez G., (2003), *The currency union effect on trade: early evidence from EMU*, „Economic Policy” vol. 18, Issue 37: 315–356.
43. Miles W., Vijverberg C.P.C., (2018), *Did the euro common currency increase or decrease business cycle synchronization for its member countries?*, „Economica”, 85: 558–580.
44. Mundell R.A., (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, „American Economic Review” 51 (4): 657–665.
45. National Bank of Slovakia, (2006), *Effects of Euro Adoption on the Slovak Economy*, NBS Research Department.
46. NBP, (2024), *Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw*, lipiec 2024.
47. Rõõm T., Urke K., (2014), *The Euro Changeover in Estonia: Implications for Inflation*, „Bank of Estonia Working Papers” No. 6/2014.
48. Serlenga L., Shin Y., (2007), *Gravity models of intra EU trade: application of the CCEP HT estimation in heterogeneous panels with unobserved common time specific factors*, „Journal of Applied Econometrics” vol. 22 (2): 361–381.
49. Torój A., Konopczak K., (2012), *Crisis Resistance Versus Monetary Regime: A Polish–Slovak Counterfactual Exercise*, „Central European Journal of Economic Modelling and Econometrics” vol. 4(1): 1–22.
50. Walters A., (1990), *Monetary Constitutions for Europe*, przemówienie na 28. spotkaniu The Mont Pelerin Society, Monachium, Niemcy.



700-lecie konsekracji kościoła Mariackiego w Krakowie  
(2020, moneta kolekcjonerska)



Hołd pruski, Hołd ruski  
(2019, zestaw monet kolekcjonerskich)



100. rocznica odzyskania przez Polskę niepodległości  
(2018, moneta kolekcjonerska)



Powrót złota do Polski  
(2019, moneta kolekcjonerska)



# 3

## WZROST ZNACZENIA ZŁOTA W REZERWACH DEWIZOWYCH: NBP NA TLE INNYCH BANKÓW CENTRALNYCH\*

\* Dane zastosowane w tym rozdziale i pochodzące z bazy International Financial Statistics kończą się na roku 2022.

## Rezerwy złota na złe i dobre czasy

Solidne, a najlepiej potężne rezerwy dewizowe i bardzo duże zasoby złota w odpowiedniej lokalizacji mają dwa cele.

Po pierwsze cel ekonomiczny, powszechnie znany i uświadamiany, o którym szeroko piszę poniżej.

Po drugie cel związany z bezpieczeństwem państwa. Wyjątkowo ważny w przypadku Polski. Nasze położenie geopolityczne i łatwe do przewidzenia przyszłe poważne zagrożenia dla bezpieczeństwa militarnego i ekonomicznego naszego kraju oraz doświadczenia historyczne Polski nakazują stanowczo brać pod uwagę wszystkie scenariusze. W każdym złym dla Polski scenariuszu odpowiednio potężne rezerwy złota i dewiz są absolutnie niezbędne.

## Znaczenie rezerw dewizowych i złota

Rezerwy dewizowe Narodowego Banku Polskiego są to łatwo rozporządzalne, płynne aktywa zagraniczne. Obejmują one rezerwy walutowe, czyli aktywa w obcych walutach wymiennalnych, głównie w formie papierów wartościowych, lokat i gotówki, oraz złoto. Przez rezerwy dewizowe należy rozumieć jedną z najważniejszych pozycji wchodzących w skład sumy bilansowej banku centralnego. W niektórych modelach teoretycznych aktywa banków centralnych ograniczają się do kredytów (udzielanych przez bank centralny) oraz wspomnianych rezerw. Udział tych ostatnich w całości aktywów banku centralnego często może świadczyć o rodzaju polityki prowadzonej przez bank centralny. Im większy jest ich udział, tym większą wagę przywiązują władze monetarne do równowagi zewnętrznej i odwrotnie. Z kolei niewielka ilość rezerw oznacza najczęściej prymat równowagi wewnętrznej nad zewnętrzną. Zwracam uwagę, że rezerwy walutowe Stanów Zjednoczonych oraz strefy euro (czyli gospodarek dużych i relatywnie zamkniętych) stanowią niewielki udział zarówno sum bilansowych obu banków centralnych, jak i PKB gospodarek tych krajów. Ponadto w przypadku wielu krajów, które zdecydowały się na przejście do płynnego kursu walutowego, wyzbycie się rezerw walutowych nie jest łatwe. Rzecz w tym, że jakakolwiek ich zamiana na krajowe środki płatnicze będzie niemal z definicji postrzegana jako swoistego rodzaju interwencja walutowa. Jest to jeden z istotnych powodów, dla których władze monetarne wybranych krajów decydują się na zachowanie rezerw – mimo że ich uwarunkowania gospodarcze uzasadniałyby ich wyprzedaż. Co ważniejsze, często wysoki poziom rezerw walutowych zmusza władze monetarne do aktywnego zarządzania nimi w celu zwiększenia dochodowości tych aktywów.

Początkowo banki centralne utrzymywały rezerwy dewizowe jako swoistego rodzaju pokrycie dla emitowanego pieniądza. Pokrycie to nie musiało być zawsze w złocie. Innymi metalami pełniącymi podobną funkcję były srebro, platyna, a wcześniej nawet i miedź. Dopiero w 1873 r. rozwinął się system waluty złotej, za sprawą której złoto urosło do roli jednostki referencyjnej dla nowego systemu. Wbrew dość mylącej nazwie ówczesnego systemu walutowego (znanego pod nazwą waluty złotej), relacja złota (czy innego metalu) do emitowanego pieniądza nie wynosiła 1:1. Jako przykład można podać Wielką Brytanię,

gdzie dzięki jej silnej wiarygodności dochodziło często do efektu substytucji, za sprawą której funt szterling urastał do rzeczywistego substytutu złota. Taki stan rzeczy wynikał między innymi z tego, że ówczesna niezmiernie prężna sfera prywatna gospodarki rozliczała się w środkach płatniczych, a nie za pomocą złota. Tym samym chcąc zapewnić płynność tejże sferze, banki centralne musiały mieć w swoich rezerwach inne składniki niż złoto. Dlatego już nawet wtedy rodziła się potrzeba dywersyfikacji posiadanych rezerw walutowych. Bazując na badaniach P.H. Linderta z Princeton University wiemy, że w latach 1900–1913 udział rezerw walutowych w całości rezerw dewizowych nie przekraczał 20%. Stosunkowo dużą skłonność do dywersyfikacji swoich rezerw walutowych wykazywały zwłaszcza kraje o dużym potencjale gospodarczym. Z kolei w krajach o mniejszym potencjale gospodarczym wprowadzono bardziej restrykcyjne ustawodawstwo regulujące stosunek emitowanego pieniądza do posiadanego złota. Dla przykładu ustawodawstwo hiszpańskie z 1874 r. mówiło wprost o tym, że łączny wolumen emitowanych przez Bank Hiszpanii banknotów nie mógł przekraczać 4-krotności zasobów złota ani 5-krotności wniesionego kapitału.

Z upływem czasu rezerwy walutowe zaczęły służyć jako element gwarantujący wymienialność danego pieniądza. Szczególnie było to widoczne w dobie systemu z Bretton Woods. Szybki drenaż rezerw walutowych często prowadził do silnych zawirowań walutowych. Chyba najbardziej spektakularnym przykładem takiego drenażu był casus funta szterlinga z 1947 r., kiedy w niespełna po sześciu tygodniach od wprowadzenia wymienialności, na skutek niemalże błyskawicznego kurczenia się rezerw, władze Wielkiej Brytanii postanowiły zawiesić wymienialność funta.

Kolejną ważną cechą systemu z Bretton Woods było upolitycznienie zarówno stanu posiadania, jak i cen złota. W latach 60. XX w. Francja zaczęła – zgodnie z występującymi wówczas regułami funkcjonowania tego systemu – domagać się zamiany posiadanych dolarów na złoto. Z kolei sama cena złota była utrzymywana sztucznie na zbyt niskim poziomie z obawy o to, że ewentualna rewaluacja kruszcu mogłaby wzmocnić pozycję byłego ZSRR oraz RPA. Załamanie się systemu z Bretton Woods oznaczało de facto wprowadzenie pieniądza fiducjarnego – opartego na wzajemnym zaufaniu stron posługujących się takim pieniądzem. Walutą, która najdłużej (bo aż do maja 2000 r.) była (w ujęciu formalnym) powiązana ze złotem był frank szwajcarski.



Pragnę zauważyć, że złoto wydaje się być głęboko zakorzenione zarówno w polskiej tradycji, jak i sposobie prowadzenia polityki pieniężnej. Już sama nazwa polskiej waluty przynosi samoistnie skojarzenia z tym szlachetnym kruszcem. 123 lata zaborów oraz niemal równoczesna dezintegracja trzech zaborców (wraz z ich systemami pieniężnymi) czyniła ze złota *de facto* jedyny skuteczny środek tezauryzacji. Co ważniejsze, tak jak podkreślają w swojej książce Harold i Marzenna James, złoto oferowało wspólny mianownik dla wywodzących się z trzech różnych zaborów Polaków. W przeciwieństwie do innych środków płatniczych złoto nie miało swojego emitenta, a jego wartość była odporna na procesy zachodzące w szeroko rozumianej geopolityce. Stąd też ogromne przywiązanie ze strony Polaków w okresie międzywojennym do złota. Jednym z jego pierwszych przejawów było wprowadzenie we wrześniu 1922 r. przez ówczesnego ministra skarbu, Zygmunta Jastrzębskiego, w dramatycznie trudnych uwarunkowaniach makroekonomicznych tzw. pożyczki złotowej, której wartość była nominowana w starych (złoty) frankach szwajcarskich. Powołanie Banku Polskiego SA (z początkowym kapitałem, w skład którego wchodziło 25,55 ton złota) oraz wprowadzenie do obiegu polskiego złotego (którego wartość została zdefiniowana na poziomie 1/3,444 grama czystego złota) było kolejnym dowodem na silne przywiązanie Polaków do złota. Co ważniejsze, Bank Polski SA zobowiązał się, że pokrycie emitowanych przez niego banknotów w złocie miało wynosić przynajmniej 30%. W rzeczywistości kształtowało się ono na dużo wyższym poziomie i przykładowo na koniec 1929 r. wyniosło 38,7%.

Z upływem czasu przywiązanie do złota nie malało. Wręcz przeciwnie. H&M James zwracają uwagę na fakt, że wraz z odpływem złota w latach 30. XX w. przywiązanie Polaków do tego kruszcu stawało się jeszcze mocniejsze. Nie bez przyczyny Polska pozostawała do końca w tzw. złotym bloku – ugrupowaniu krajów, które wywiązywały się (ze wszystkimi tego skutkami) z zobowiązań płynących z funkcjonowania waluty sztabowo-złotej. Wspomniane przywiązanie było dodatkowo potęgowane rosnącym zagrożeniem dla polskiej państwowości. Kiedy to zagrożenie już się zmateriałizowało, wielu Polaków w pierwszych dniach II wojny światowej uczestniczyło w heroicznym wysiłkach wywiezienia złota, znajdującego się w skarbcach Banku Polskiego SA, poza dotknięty okupacją kraj. Ewakuacja odbywała się pod przewodnictwem

komisarza rządowego w Banku Polskim SA ppłk. Adama Koca, który powiedział: *Złoto podczas wojny ma służyć obronie państwa. Nie pełni już tej roli, jaką pełniło w czasie pokoju, gdy było podstawą polskiej waluty.*

Nawet w okresie PRL w ramach owianej bardzo złą sławą denominacji z października 1950 r. ówczesne władze ustaliły parytet polskiego złotego na poziomie 1 zł = 0,222168 grama czystego złota, identycznym do tego, na jakim ustalono wcześniej kurs rubla radzieckiego. Przywiązania rodaków do złota nie zmniejszył nawet obowiązujący pierwotnie (do 7 listopada 1956 r.) zakaz posiadania tego szlachetnego kruszcu. Obok zyskującego na coraz większej popularności dolara amerykańskiego, złoto nadal było postrzegane przez wielu Polaków jako inwestycja na czarną godzinę.

Lata 90. XX w. zbiegły się z dużymi spadkami cen złota zarówno w ujęciu realnym, jak i nominalnym. Działo się tak między innymi za sprawą zakończenia Zimnej Wojny i dywidendy pokojowej oraz intensyfikacji w gospodarce światowej procesów znanych pod nazwą Wielkiego Uspokojenia (*Great Moderation*). Pierwsze działania na rzecz zwiększenia zasobów złota nastąpiły za czasów urzędowania Hanny Gronkiewicz-Waltz w 1998 r. za sprawą zakupu ponad 74,5 tony złota (równowartość 709,9 mln USD) i w efekcie których zasoby NBP przekroczyły poziom 100 ton złota. O ile jeszcze do początku lat 90. nasz kraj cierpiał na chroniczny brak dewiz, o tyle z chwilą podpisania porozumienia z wierzycielami w ramach Klubu Londyńskiego rezerwy walutowe naszego kraju zaczęły szybko rosnąć. Taki stan rzeczy stanowił spore wyzwanie dla NBP. Rzecz w tym, że napływ kapitału należało odpowiednio sterylizować, a zakumulowane rezerwy właściwie dywersyfikować oraz inwestować.

Początek XXI w. był na świecie kontynuacją procesów zainicjowanych w latach 90. XX w. Ponadto szereg krajów (głównie gospodarek wschodzących) zdecydowało się na akumulację rezerw dewizowych, jednak udział złota w tych rezerwach malał. Sytuacja zmieniała się diametralnie na styku pierwszej i drugiej dekady XXI w. Przełomowym okazało się przemówienie Prezydenta Federacji Rosyjskiej W. Putina z 10 lutego 2007 r. ogłoszone w Monachium, w którym zakwestionowany został ówczesny ład polityczny. Nie bez przyczyny był też gwałtowny wzrost ceny złota, która w okresie od września 2009 r. do września 2011 r. uległa niemal podwojeniu.

Wspomniany wzrost rezerw dewizowych jest w dużej mierze generowany przez gospodarki wschodzące, których wizja światowego ładu często różni się zasadniczo od polskiej racji stanu. Taki układ stawia Polskę w niełatwym położeniu, gdyż mimo odmiennych interesów politycznych kierowana przez mnie instytucja dołącza do opisywanego wyżej trendu. Nasz kraj znajdował się jednak niemal w samym epicentrum dwóch najważniejszych wojen światowych w dziejach ludzkości. Nie chcąc szerzyć psychozy wojennej, ale świadom słów ppłk. Koca doszedłem do wniosku, że za mojej kadencji na stanowisku Prezesa NBP Polska powinna zwiększyć swoją ekspozycję na złoto. Warto też pamiętać o tym, że władze monetarne szeroko rozumianego świata zachodniego nadal zachowują wysoką ekspozycję na złoto. Powyższe argumenty utwierdzają mnie w przekonaniu o słuszności zainicjowanej w 2018 r. polityki zwiększania ekspozycji na złoto. Niniejszym opracowaniem chciałbym przybliżyć problematykę rezerw dewizowych ze szczególnym naciskiem na zagadnienie zwiększenia znaczenia złota.

## Istota i funkcje rezerw dewizowych

Zgodnie z definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego oficjalne aktywa rezerwowe (rezerwy dewizowe) są to zagraniczne aktywa rezerwowe, które są łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne danego kraju (zazwyczaj bank centralny), wykorzystywane w celu finansowania deficytów bilansu płatniczego, w interwencjach na rynku walutowym mających na celu oddziaływanie na kurs waluty krajowej oraz w innych powiązanych celach, takich jak utrzymywanie wiarygodności i zaufania do waluty i gospodarki krajowej oraz jako instrument zagranicznego kredytowania. Ze względu na szczególną funkcję oficjalne aktywa rezerwowe muszą cechować się wysokim poziomem bezpieczeństwa oraz płynności (muszą się dać spieniężyć łatwo i w krótkim czasie przy niewielkim koszcie, a ponadto sprzedaż nie powinna powodować spadku wartości tych aktywów).

Struktura oficjalnych aktywów rezerwowych (rezerw dewizowych) jest prezentowana najczęściej z wykorzystaniem klasyfikacji zawartej w wytycznych MFW, w której wyróżnia się cztery zasadnicze kategorie aktywów:

- aktywa w walutach wymiennalnych (rezerwy walutowe),
- złoto monetarne,
- specjalne prawa ciągnięcia (SDR),
- pozycja rezerwowa w MFW.

W strukturze rezerw walutowych (*foreign exchange*) najważniejszą pozycję stanowią dłużne papiery wartościowe nominowane w głównych walutach międzynarodowych, a lokaty i gotówka stanowią jedynie niewielką ich część.

Pragnę podkreślić, że utrzymywane przez banki centralne rezerwy dewizowe stanowią bezwarunkową płynność międzynarodową. Kraj dysponuje tym rodzajem płynności w sposób suwerenny i nieograniczony spełnieniem określonych warunków. Możliwe są oczywiście inne sposoby pozyskania płynności w walutach wymiennalnych. W tym przypadku mamy jednak do czynienia z warunkową płynnością międzynarodową. Jej najważniejszym elementem są swapy walutowe zawierane przez banki centralne, które stanowią swego rodzaju alternatywne w stosunku do akumulacji rezerw źródło płynności w najważniejszych walutach międzynarodowych. Szczególny wzrost znaczenia i wykorzystania tego instrumentu nastąpił w czasie globalnego kryzysu finansowego, kiedy powstały cztery sieci porozumień swapowych zogniskowane wokół Banku Rezerwy Federalnej, Europejskiego Banku Centralnego, Narodowego Banku Szwajcarii oraz Banku Japonii. Początkowo linie swapowe stanowiły instrument zarządzania kryzysowego i nie miały stałego charakteru. Kluczowe znaczenie miało podpisanie w październiku 2013 r. porozumienia o utworzeniu stałej sieci swapów walutowych o nieograniczonym dostępie do płynności w określonej walucie pomiędzy Fed, EBC, Bankiem Anglii, Narodowym Bankiem Szwajcarii, Bankiem Japonii i Bankiem Kanady. Należy jednak podkreślić, że dostęp do płynności w głównych walutach międzynarodowych w ramach swapów mają głównie banki centralne krajów rozwiniętych, natomiast w przypadku gospodarek wschodzących nadal podstawowym elementem zapewnienia dostępu do płynności międzynarodowej na wypadek kryzysu jest akumulacja rezerw. Wzrost napięć geopolitycznych i eskalacja konfliktów zbrojnych uwydatniają ponadto przewagę rezerw nad warunkowymi źródłami płynności w walutach międzynarodowych.

Ze względu na fakt, że bank centralny jest inwestorem publicznym, a rezerwy dewizowe stanowią część majątku narodowego, zarządzanie tymi

rezerwami różni się zasadniczo od strategii stosowanych przez inwestorów prywatnych. W literaturze wskazuje się na istnienie tzw. klasycznej trójcy celów (*classic trilogy of objectives*) zarządzania rezerwami dewizowymi, na którą składają się zapewnienie bezpieczeństwa rezerw, odpowiedniej ich płynności oraz możliwie dużego zysku. Cele te tworzą układ hierarchiczny, w którym priorytetowy charakter ma bezpieczeństwo, gdyż rezerwy są aktywami publicznymi i stanowią część majątku narodowego. Drugim pod względem istotności celem jest płynność, która oznacza, że aktywa można sprzedać szybko i bez generowania strat wskutek wywołanego wzrostem podaży spadku ich ceny. Jest to istotna cecha aktywów rezerwowych, które muszą być dostępne dla władz monetarnych, m.in. w celu ich wykorzystania w interwencjach na rynku walutowym. Tradycyjnie najmniej istotnym celem pozostaje dochodowość, jednakże wobec dynamicznej akumulacji rezerw dewizowych w gospodarce światowej znaczenie tego celu systematycznie wzrasta. W dalszym ciągu jednak motywem utrzymywania rezerw nie jest maksymalizacja zysku. Celem zarządzania rezerwami dewizowymi jest natomiast maksymalizacja ich dochodowości przy jednoczesnym zachowaniu wysokiego poziomu bezpieczeństwa i płynności.

Rola rezerw dewizowych oraz ich poziom są determinowane w szczególności przez typ systemu kursu walutowego stosowany przez dany kraj. W systemach kursu sztywnego i stałego, zakładających mniej lub bardziej sztywne powiązanie waluty krajowej z walutą obcą (zwykle z jedną z głównych walut międzynarodowych) lub koszykiem walut, bank centralny jest zobowiązany do stabilizowania kursu, który pełni funkcję numerycznie określonej kotwicy nominalnej. Bank centralny dąży zatem do osiągnięcia celu kursowego, a czyni to głównie poprzez interwencje walutowe. Powoduje to konieczność utrzymywania odpowiednio dużych rezerw dewizowych. W systemach kursu płynnego zazwyczaj cel kursowy nie występuje, a funkcję kotwicy nominalnej pełni najczęściej cel inflacyjny (rzadziej jest to cel odnoszący się do tempa wzrostu wybranego agregatu monetarnego). Nie oznacza to jednak, że w reżimie kursu płynnego rezerwy dewizowe nie występują. Często dzieje się tak – jak wskazuję we wstępie – za sprawą czynników historycznych. Ponadto rezerwy dewizowe pełnią wiele funkcji, niezależnie od rodzaju prowadzonej polityki monetarnej. W systemie płynnego kursu walutowego podstawową rolą rezerw dewizowych jest wzmacnianie wiarygodności kredytowej kraju.

Wielkość rezerw jest uwzględniana m.in. przy ocenie stabilności makroekonomicznej i finansowej dokonywanej przez MFW, agencje ratingowe czy też inwestorów zagranicznych. Z kolei im wyższa ocena wiarygodności kredytowej, tym niższy koszt finansowania na rynkach globalnych, mniejsza zmienność kursu walutowego i niższe ryzyko gwałtownego odpływu kapitału. Ponadto rezerwy dewizowe mogą być również wykorzystane do wsparcia stabilności rynków finansowych lub sektora bankowego. Wynika to z faktu, że bank centralny pełni funkcję pożyczkodawcy ostatniej instancji dla banków krajowych, zapewniając im dostęp do finansowania walutowego w sytuacjach kryzysowych.

Należy podkreślić, że w systemie kursu płynnego rezerwy dewizowe pełnią również funkcję protekcyjną, a ich gromadzenie wynika z motywu ostrożnościowego, czyli dążenia do zabezpieczenia się przed skutkami nagłych przepływów kapitału i ataków spekulacyjnych, które wywołują znaczne wahania poziomu kursu walutowego i jego nadmierne odchylenia od kursu równowagi. Inaczej mówiąc, gromadzenie rezerw stanowi formę zabezpieczania się przed kryzysami finansowymi. W szczególności adekwatne rezerwy pozwalają na powstrzymanie gwałtownej deprecjacji waluty krajowej w przypadku nagłego odpływu kapitału krótkoterminowego, a w związku z tym zmniejszają prawdopodobieństwo wystąpienia ataków spekulacyjnych. Ponadto gromadzenie rezerw dewizowych przez banki centralne jest podyktowane również motywem transakcyjnym, który wiąże się z zagwarantowaniem sprawnej i terminowej obsługi zobowiązań z tytułu handlu zagranicznego (importu) oraz zadłużenia zagranicznego. Rezerwy decydują tutaj bezpośrednio o wypłacalności kraju i jego zdolności do wywiązywania się z bieżących zobowiązań.

Adekwatny poziom rezerw dewizowych oznacza taką wielkość rezerw, która jest odpowiednia w stosunku do potrzeb danej gospodarki. Poziom adekwatny to inaczej poziom bezpieczny. Zwracam uwagę, że odpowiednio wysokie rezerwy dewizowe stanowią bufor zwiększający odporność kraju na negatywne szoki zewnętrzne. Tradycyjne miary adekwatności poziomu rezerw dewizowych oparte na wskaźnikach prostych odnoszą wielkość rezerw do wybranych zmiennych makroekonomicznych. Obliczona przy ich zastosowaniu relatywna wielkość rezerw jest określana jako bezpieczna oraz adekwatna do potrzeb danej gospodarki. Wraz z ewolucją źródeł popytu na rezerwy wynikających z procesów liberalizacji finansowej zmieniały się również wskaźniki adekwatności,

które uwzględniały pojawiające się nowe typy szoków, w przypadku których odpowiednie rezerwy pozwalają na skuteczne im przeciwdziałanie.

Najstarszym tradycyjnym wskaźnikiem adekwatności rezerw jest relacja poziomu rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu. Miarę tę zaproponował w 1947 r. Robert Triffin. Wskaźnik ten pokazuje, jak długo gospodarka pozbawiona zewnętrznych źródeł finansowania będzie w stanie importować na dotychczasowym poziomie. Za odpowiednią wielkość rezerw uważa się poziom odpowiadający wartości trzech miesięcy importu. Wskaźnik adekwatności oparty na imporcie powstał w czasach, gdy bilans obrotów handlowych stanowił znaczącą część bilansu płatniczego. Inaczej mówiąc, przepływy kapitału związane z wymianą handlową stanowiły przeważającą część światowych przepływów kapitału.

Wraz z liberalizacją przepływów kapitału rejestrowanych na rachunku finansowym bilansu płatniczego pojawiła się jednak potrzeba skonstruowania nowej miary adekwatności rezerw, która uwzględniałaby potrzeby wynikające z możliwych szoków płynących ze strony tego rachunku. Miarą tą jest tzw. wskaźnik Greenspana-Guidottiego (tzw. miara G-G), który stanowi relację poziomu rezerw dewizowych do wartości zadłużenia krótkoterminowego, tj. o terminie zapadalności do roku. Zgodnie z tą regułą adekwatny poziom rezerw dewizowych odpowiada wartości 100% zadłużenia krótkoterminowego. Wskaźnik Greenspana-Guidottiego jest wykorzystywany w ocenie podatności danego kraju na kryzysy finansowe. Koncentruje się on na ryzyku *external drain* w generowaniu kryzysu płynnościowego. Kryzys taki występuje wówczas, gdy nagły odpływ kapitału prowadzi do szybkiego wyczerpywania się rezerw dewizowych. Uważa się, że kraje o wyższym poziomie rezerw w stosunku do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego są mniej narażone na kryzysy finansowe, gdyż dzięki bezpiecznemu poziomowi rezerw ograniczają prawdopodobieństwo nagłego zwrotu w przepływach kapitału.

Adekwatna wielkość rezerw jest także wyznaczana za pomocą odniesienia do podaży pieniądza. Miara ta uwzględnia ryzyko wystąpienia zjawiska *internal drain*, czyli odpływu kapitału z krajowego systemu bankowego (ucieczka do zagranicznej waluty lub banków). W tym przypadku wskaźnik adekwatności rezerw przyjmuje postać relacji wielkości rezerw do agregatu pieniądza M2, a za odpowiednią wartość uznaje się 20%.

Zaletą tradycyjnych wskaźników adekwatności jest ich prostota oraz przejrzystość. Jednakże do oceny adekwatności rezerw niezbędne jest połączenie różnych czynników warunkujących ich odpowiednią wielkość. Z tego powodu konstruuje się kompozytowe wskaźniki adekwatności, z których najszerzej jest wykorzystywana jako miara – stworzony i stosowany przez MFV – wskaźnik oceny adekwatności rezerw (*Assessing Reserve Adequacy*, ARA). Wskaźnik ten uwzględnia szeroki katalog zagrożeń dla równowagi zewnętrznej kraju, które stanowią źródła szoków dla bilansu płatniczego. Jest on ważoną sumą czterech składników, które obejmują krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne, szeroki agregat pieniężny M2, dochody z eksportu oraz inne zobowiązania. Wartość referencyjna tego wskaźnika, obrazująca adekwatny poziom rezerw, to przedział od 100% do 150%.

## Wzrost rezerw dewizowych banków centralnych w XXI w.

Szczególną tendencją charakteryzującą gospodarkę światową od II poł. lat 90. XX w. jest dynamiczna akumulacja rezerw dewizowych przez kraje zaliczane do gospodarek wschodzących i rozwijających się (*emerging market and developing economies* – EMDEs). Działo się tak i dzieje się w dużej mierze za sprawą wniosków płynących z kryzysów walutowych, jakie dotknęły gospodarki wschodzące. Proces ten rozpoczął się po serii kryzysów walutowych, w szczególności w reakcji na kryzys azjatycki lat 1997–1998. Kraje korzystające wówczas z pomocy finansowej Międzynarodowego Funduszu Walutowego bardzo krytycznie oceniły efekty wymaganych przez Fundusz programów dostosowawczych, czego rezultatem stało się dążenie do uniezależnienia się od pomocy finansowej tej instytucji poprzez akumulację rezerw dewizowych, stanowiącą swego rodzaju samodzielne zabezpieczenie się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). W grę wchodziły również inne przyczyny kryjące się za akumulacją tychże rezerw. Po pierwsze, wpływały i wpływają na to czynniki wewnętrzne, związane przede wszystkim z proeksportowym modelem wzrostu gospodarczego (charakterystycznym zwłaszcza dla wielu krajów azjatyckich) generującym znaczne nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. Po drugie, oddziałują na analizowany tu wzrost rezerw czynniki systemowe,

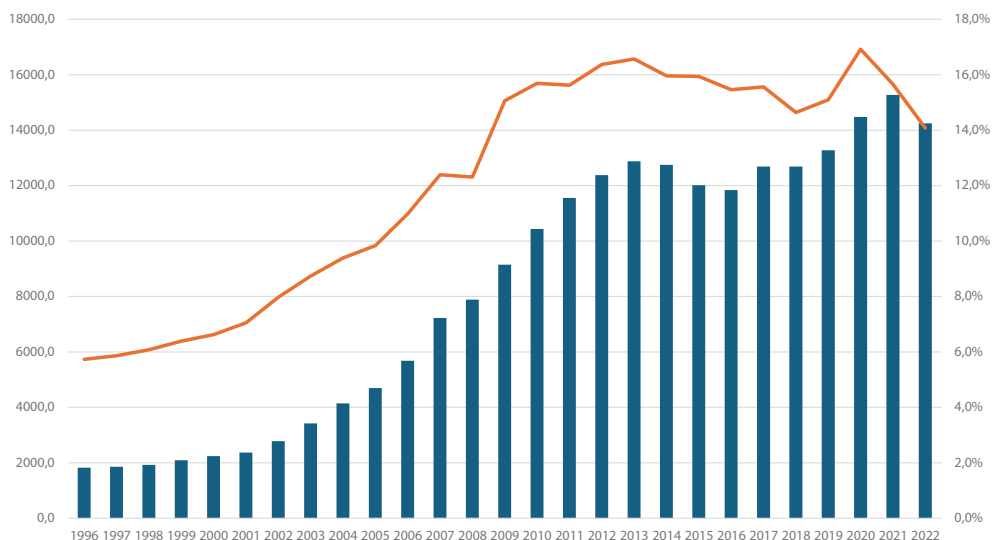


w szczególności turbulencje systemu monetarnego opartego na pieniądzu fiducyjnym oraz brak efektywnego globalnego pożyczkodawcy ostatekniej instancji w sytuacji wzrostu skali i zmienności przepływów kapitału i kryzysogenności gospodarki światowej. Wspomniany proces doprowadził do wzrostu globalnych rezerw dewizowych z 1,9 bln USD w 1996 r. do 14,3 bln USD w 2022 r. Relatywna wielkość światowych rezerw mierzona relacją ich wartości do globalnego produktu brutto wzrosła z 5,95% w 1996 r. do 16,9% w 2020 r., po czym nastąpił lekki spadek tej relacji do 14,1% w 2022 r.

Przeważającą część oficjalnych aktywów rezerwowych (rezerw dewizowych) stanowią rezerwy w walutach wymienialnych (czyli rezerwy walutowe). Ich udział w światowych rezerwach dewizowych rósł szybko z 78,9% w 1996 r. do 88,8% w 2015 r., jednak później obniżał się i w 2022 r. wyniósł 80,5%. Niezmiennie drugim co do wielkości składnikiem światowych rezerw dewizowych pozostaje złoto. Co prawda jego udział w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych spadł z 17% w 1996 r. do 12,6% w 2022 r., jednak wiązało się to z tym, że wielkość rezerw walutowych rosła znacznie szybciej niż oficjalne zasoby złota.

### Wykres 1.

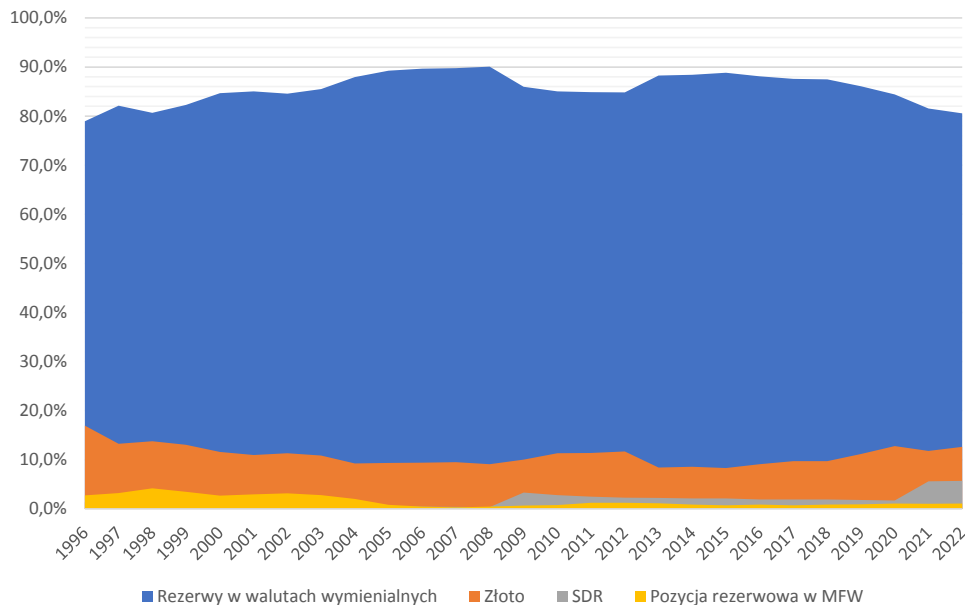
Światowe rezerwy dewizowe w mld USD i jako odsetek światowego produktu brutto



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych International Financial Statistics.

**Wykres 2.**

Struktura światowych oficjalnych aktywów rezerwowych



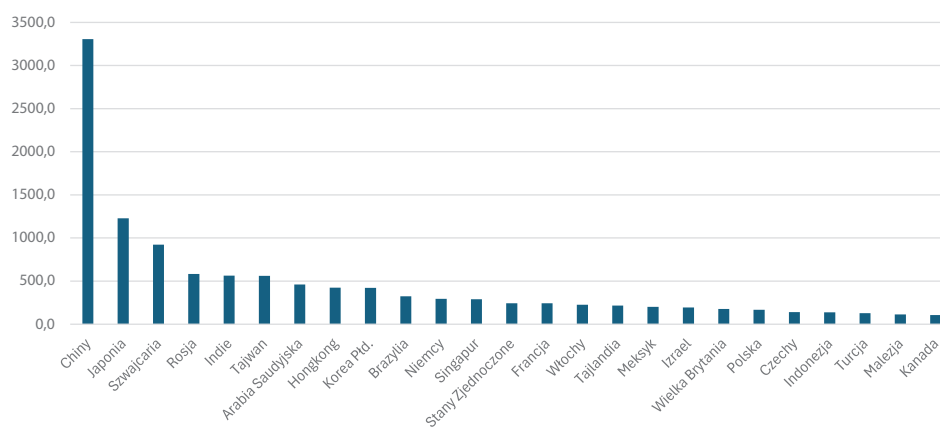
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych International Financial Statistics (dostępne są dane do 2022 r.).

Akumulacja rezerw dewizowych jest zjawiskiem zachodzącym głównie w gospodarkach wschodzących, co doprowadziło do znacznego wzrostu udziału tych krajów w światowych oficjalnych aktywach rezerwowych. Bezprecedensowym przypadkiem są Chiny, które na koniec 2022 r. utrzymywały aktywa rezerwowe o wartości 3,3 bln USD. Szczególne przyczyny zadecydowały o dynamicznej akumulacji rezerw dewizowych w dwóch krajach wysoko rozwiniętych, a mianowicie w Japonii i w Szwajcarii. W rezultacie tego procesu Japonia zajmuje drugą pozycję w rankingu krajów z największymi rezerwami dewizowymi (1,2 bln USD na koniec 2022 r.), a Szwajcaria pozycję trzecią z rezerwami na poziomie 924 mld USD na koniec 2022 r.

W przypadku obu wspomnianych krajów o akumulacji rezerw decydował motyw interwencyjny. W Japonii dynamiczny przyrost rezerw wynikał z przeciwdziałania przez bank centralny aprecjacji jena zwłaszcza w 2004 r. w celu zwiększenia konkurencyjności sektora eksportowego, co stanowiło jeden z instrumentów strategii walki z deflacją i słabym wzrostem gospodarczym poprzez kanał wzrostu eksportu. W przypadku Szwajcarii gromadzenie rezerw stanowiło rezultat interwencji Narodowego Banku Szwajcarii wobec silnej aprecjacji franka. Szwajcarskie rezerwy rosły dynamicznie od 2009 r., co miało bezpośredni związek z globalnym kryzysem finansowym oraz zmniejszeniem się różnicy w oprocentowaniu między Szwajcarią a pozostałymi głównymi bankami centralnymi (co było pochodną drastycznych obniżek ze strony tych ostatnich i wzrostem niepewności w gospodarce światowej). Rosnący popyt na franka prowadzący do jego aprecjacji wynikał z wystąpienia tzw. efektu aktywów bezpiecznej przystani, który polega na tym, że w okresach kryzysu i wzrostu niestabilności w światowym systemie finansowym inwestorzy uciekają do aktywów tradycyjnie postrzeganych jako bezpieczne. Wspomniana wyżej malejąca różnica w oprocentowaniu potęgowała jeszcze ten popyt.

### Wykres 3.

Kraje posiadające największe zasoby rezerw dewizowych na koniec 2022 r. (w mld USD)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych International Financial Statistics (dostępne są dane do 2022 r.).

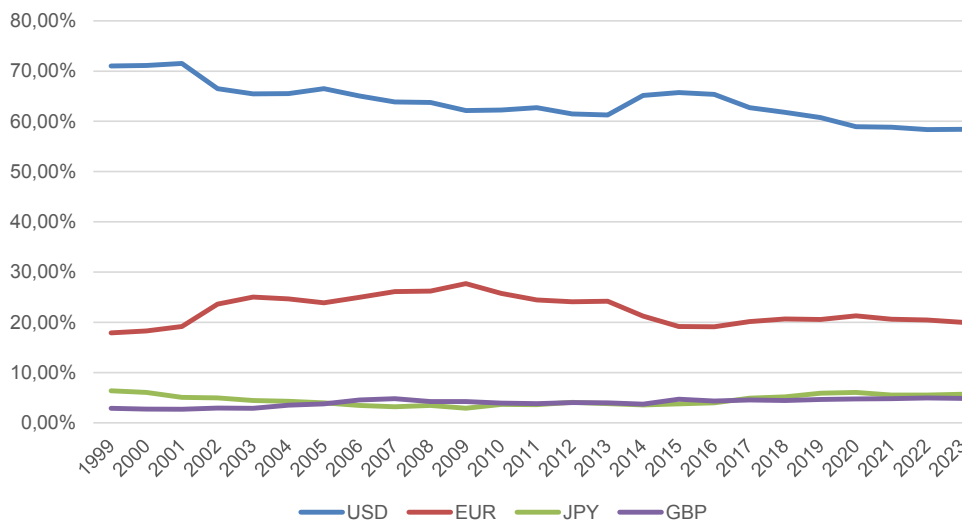
W strukturze walutowej światowych rezerw niezmiennie pozycję dominującą zajmuje dolar amerykański, a drugą – aczkolwiek odległą – pozycję zajmuje euro, przy czym obie te waluty stanowią ok. 80% światowych rezerw. Należy jednak podkreślić, że dotyczy to tzw. rezerw sklasyfikowanych (*allocated reserves*), tej części światowych rezerw, których struktura walutowa jest ujawniana MFW przez kraje członkowskie i publikowana przez Fundusz w postaci zagregowanych danych w bazie *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (COFER). Natomiast struktura walutowa rezerw niealokowanych (*unallocated reserves*) nie jest ujawniana przez kraje członkowskie Funduszu. Analiza struktury walutowej światowych rezerw w walutach wymienialnych przez długi czas była utrudniona ze względu na duży udział rezerw niesklasyfikowanych. Jednakże w tym obszarze nastąpiła duża zmiana i obecnie rezerwy niesklasyfikowane na koniec 2023 r. stanowiły 7,2% całkowitych światowych rezerw walutowych (wobec 37,6% na koniec 2015 r.). Stało się tak m.in. ze względu na rozszerzenie raportowania o strukturze rezerw przez bank centralny Chin.

Udział amerykańskiej waluty w światowych rezerwach walutowych co prawda spadł z 71,5% w 2001 r. do 58,4% w 2023 r., jednakże wynikało to nie tylko z dywersyfikacji portfeli rezerw przez banki centralne i wzrostu udziału alternatywnych walut rezerwowych (zwłaszcza CAD, AUD i CNY), lecz także było następstwem deprecjacji dolara. Ponadto należy podkreślić, że w tym samym czasie udział euro – pomimo przejściowego wzrostu – pozostał praktycznie niezmienny (w 2001 r. wynosił 19,2%, a w 2023 r. 19,9%). Nie potwierdziły się zatem tezy mówiące o zdetronizowaniu dolara przez euro. Pomimo wielkiego rozgłosu towarzyszącemu umiędzynarodowieniu waluty Chin, w 2023 r. banki centralne utrzymywały jedynie 2,3% rezerw w renminbi.

W strukturze inwestycyjnej światowych rezerw walutowych jest zauważalna dominacja dłużnych rządowych papierów wartościowych nominowanych w najważniejszych walutach międzynarodowych. Wynika to ze wspomnianych cech oficjalnych aktywów rezerwowych, które muszą być przede wszystkim aktywami bezpiecznymi. Cechą charakterystyczną zjawiska akumulacji oficjalnych rezerw dewizowych jest koncentracja inwestycyjna tego zjawiska, w szczególności inwestowanych w amerykańskie obligacje skarbowe. Należy podkreślić, że znaczny wzrost rezerw dewizowych powodował konieczność ich dywersyfikacji. Jednym ze sposobów tej dywersyfikacji stało się zwiększanie przez banki centralne rezerw złota po globalnym kryzysie finansowym.

**Wykres 4.**

Struktura walutowa światowych sklasyfikowanych rezerw w walutach wymiernalnych



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER).

## Zmiana podejścia banków centralnych do złota

Zawieszenie wymienialności dolara amerykańskiego na złoto, które nastąpiło 15 sierpnia 1971 r., jest szczególną cezurą w dziejach międzynarodowego systemu walutowego. W kwietniu 1978 r. weszła w życie druga poprawka do statutu MFW sankcjonująca eliminację złota jako kotwicy monetarnej i centralnego elementu tego systemu. Po latach pełnienia w większym bądź mniejszym stopniu funkcji pieniądza ten szlachetny metal został zdemonetyzowany, a jego formalne związki z pieniądzem krajowym ostatecznie zerwane. Należy podkreślić, że jego demonetyzacja w wyniku rozpadu systemu z Bretton Woods zakończyła erę powiązania waluty krajowej ze złotem, natomiast nie wyeliminowała go ze wszystkich funkcji pieniądza. We współczesnym międzynarodowym systemie walutowym, zwanym systemem z Kingston, kruszec ten nie pełni funkcji środka płatniczego i miernika wartości, natomiast w znaczącym stopniu pełni funkcję środka tezauryzacji zarówno w sektorze oficjalnym, jak i prywatnym.

Barry Eichengreen i Machael Bordo w artykule *The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System* wykazali, że przez ok. 20 lat po upadku systemu z Bretton Woods złoto utrzymywało dominującą pozycję w strukturze światowych oficjalnych aktywów rezerwowych. Wielkość rezerw złota w uncjach pozostała w tym okresie praktycznie bez zmian, natomiast ich wartość i udział w światowych rezerwach dewizowych wahały się ze względu na fluktuacje ceny kruszcu. W 1972 r. rezerwy złota stanowiły 41,9% światowych oficjalnych aktywów rezerwowych, następnie utrzymywały się na podwyższonym poziomie wskutek wzrostu cen złota. W 1989 r. relacja ta wynosiła 40,3% i dopiero od tego momentu zaczęła wyraźnie i systematycznie spadać. Bordo i Eichengreen wskazują na pięć przyczyn utrzymującej się dominacji złota w rezerwach dewizowych przez długi czas po upadku systemu z Bretton Woods: siła przyzwyczajenia i pamięć instytucjonalna banków centralnych (rezerwy złota nadal były kojarzone ze stabilnością walutową), lobbing przemysłu wydobywczego złota, motyw behawioralny (niechęć do zmniejszania udziału złota w rezerwach przez banki centralne posiadające znaczące ilości złota w obawie, że inne banki centralne postąpią podobnie i wówczas spadek cen spowoduje utratę wartości zgromadzonych w formie złota rezerw), pełnienie przez złoto funkcji szczególnego zabezpieczenia na wypadek wojny (*a war chest*), co było istotną przesłanką w kontekście zimnej wojny (nie dziwi więc, że rezerwy złota zaczęły wyraźnie spadać dopiero po 1989 r.), a także niezmienna cecha złota jako dobrego zabezpieczenia wartości w okresach wysokiej inflacji (co było istotne w kontekście silnego wzrostu inflacji i kryzysów naftowych w latach 70. XX w.).

Od początku lat 90. udział złota w rezerwach dewizowych zaczął jednak maleć. Działo się tak za sprawą wielu czynników. Po pierwsze, coraz więcej rezerw zaczęły akumulować kraje Azji Wschodniej (wpierw prym wiódł Tajwan, którego rezerwy rosły już od drugiej połowy lat 80., potem od połowy lat 90. Japonia, a następnie od początku XXI w. Chiny). Po drugie, w latach 90. XX w. niektóre banki centralne zdecydowały się na sprzedaż swoich rezerw. Wśród głównych przyczyn tego trendu były: generalnie dobra koniunktura światowa i sytuacja makroekonomiczna, w szczególności ustabilizowanie się inflacji, a także zmniejszenie ryzyka politycznego związane z zakończeniem zimnej wojny, co powodowało, że cechy złota jako bezpiecznej przystani (*safe-haven asset*)

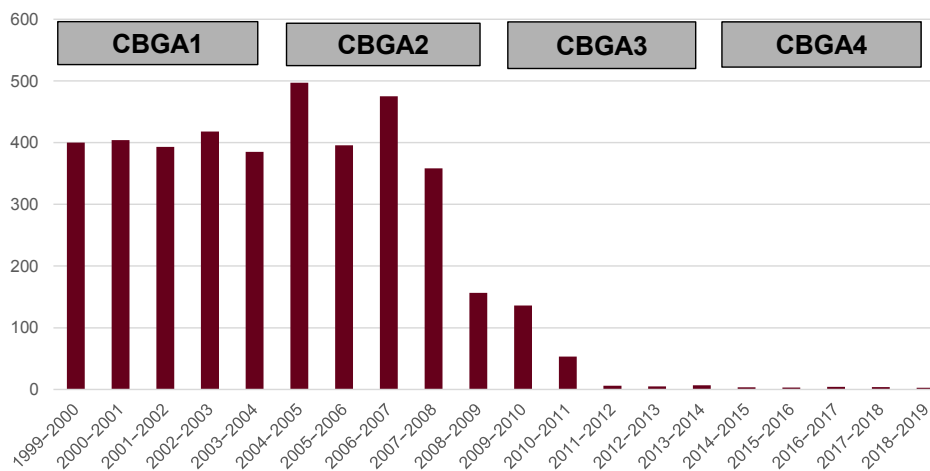
zdawały się już mniej istotne. Zmniejszenie udziału złota w rezerwach dewizowych dokonywało się zatem w okresie Wielkiego Uspokojenia (*Great Moderation*). Wyprzedaż złota prowadziła do spadku ceny kruszcu w drugiej połowie lat 90., co jeszcze bardziej zmniejszało jego atrakcyjność jako składnika rezerw dewizowych. Ponadto wzrost presji na zwiększenie dochodowości rezerw dewizowych sprzyjał również decyzjom o sprzedaży kruszcu. Tym samym w wyniku opisywanej sprzedaży kruszcu przez wybrane banki centralne i MFW udział złota w rezerwach dewizowych spadł z 35% w 1989 r. do 9,1% w 2008 r.

Obserwowany w latach 90. XX w. spadek cen złota – wywołany m.in. wspomnianą sprzedażą kruszcu przez banki centralne – był znaczący. Ze średniego poziomu 380–420 USD za uncję ukształtowanego w latach 80., w sierpniu 1999 r. – wskutek sygnałów o wyprzedaży – cena spadła do prawie 252 USD za uncję. Aby zapobiec dalszym spadkom cen kruszcu, które były związane z niejasnymi dla rynku intencjami banków centralnych, we wrześniu 1999 r. w Waszyngtonie podczas dorocznego spotkania gubernatorów MFW zawarto porozumienie 15 europejskich banków centralnych, w którym nieformalnie uczestniczyły także banki centralne Stanów Zjednoczonych, Japonii i Australii oraz MFW i Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Pierwsze Porozumienie Banków Centralnych w sprawie rezerw złota (CBGA 1 – *The First Central Bank Gold Agreement*) obowiązywało do września 2004 r. i miało na celu zmniejszenie rezerw złota znajdujących się w posiadaniu uczestniczących w nim banków centralnych w sposób kontrolowany i skoordynowany. Należy podkreślić, że banki centralne będące sygnatariuszami porozumienia posiadały 45% światowych rezerw złota, natomiast wraz z nieformalnymi uczestnikami aż 85% światowych rezerw utrzymywanych w postaci tego kruszcu. W ramach porozumienia wprowadzono górne limity sprzedaży złota dla poszczególnych banków centralnych. Całkowity limit dla całego porozumienia wynosił 2000 ton i w całości został wyczerpany sprzedażą złota. Drugie tego typu porozumienie (CBGA 2 – *The Second Central Bank Gold Agreement*) zostało zawarte na okres od kwietnia 2004 r. do września 2009 r. Limit sprzedaży złota został podwyższony do 2500 ton. Jednakże banki centralne sprzedały w ramach CBGA2 „tylko” 1884 tony złota, a więc znacząco mniej niż pozwalał na to ustalony limit. Ponadto nastąpił znaczny spadek dynamiki sprzedaży złota pod koniec okresu obowiązywania porozumienia.

Trzecie porozumienie banków centralnych w sprawie rezerw złota (CBGA 3 – *The Third Central Bank Gold Agreement*) zawarto na okres od września 2009 r. do września 2014 r. W porozumieniu obniżono limit sprzedaży złota do 2000 ton. W tym przypadku uderzający był spadek skłonności banków centralnych krajów rozwiniętych do pozbywania się rezerw złota. Większość banków centralnych z tych krajów w ogóle nie prowadziła sprzedaży złota (w niewielkim zakresie dokonały tego tylko Niemcy, a w marginalnym stopniu Grecja, Malta i Słowacja). W ramach CBGA sprzedano jedynie 207,2 tony złota, czyli zaledwie jedną dziesiątą planowanej sprzedaży, z czego większość (181,3 tony) przypadała na MFW, a banki centralne sprzedały jedynie 25,9 tony kruszcu. Należy to traktować jako pierwszy bardzo wyraźny sygnał zmian zachodzących w podejściu banków centralnych krajów rozwiniętych do znaczenia złota w oficjalnych aktywach rezerwowych.

#### Wykres 5.

Sprzedaż złota przez banki centralne w ramach sukcesywnych CBGA (w tonach)\*



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

\* Zakupy w kolejnych latach CBGA były realizowane w okresach wrzesień-wrzesień.

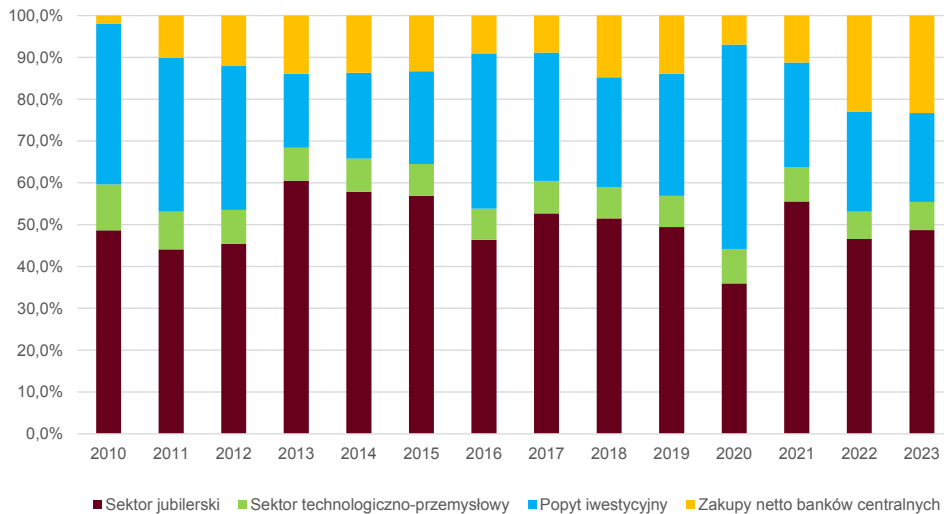


Pomimo niezrealizowania planowanej sprzedaży złota w ramach CBGA<sup>3</sup> banki centralne krajów europejskich zdecydowały się w maju 2014 r. na kontynuację współpracy w ramach czwartego porozumienia (CBGA 4 – *The Fourth Central Bank Gold Agreement*). Symptomatyczna była w tym przypadku rezygnacja z limitów sprzedaży złota. Najważniejszym sygnałem było jednak praktycznie całkowite zaniechanie sprzedaży kruszcu przez banki centralne uczestniczące w porozumieniu. W ramach CBGA banki centralne zbyły zaledwie 17,6 tony złota, z czego sprzedaż prowadził praktycznie tylko Bundesbank. Po zakończeniu CBGA banki centralne krajów europejskich zdecydowały o niekontynuowaniu współpracy w ramach CBGA ze względu na to, że żaden z nich nie planował wówczas sprzedaży znacznej ilości złota.

Trudno jest jednoznacznie oszacować skuteczność działań CBGA. Rzecz w tym, że już w pierwszych latach XXI w. cena złota zaczęła szybko rosnąć. Działo się tak za sprawą rosnącego popytu ze strony wielu coraz zamożniejszych krajów azjatyckich. Między marcem 2001 r. a marcem 2008 r. ceny złota wzrosły niemal 4-krotnie – mimo stosunkowo niskiej inflacji. Zwyżkujące ceny złota nie tylko wyhamowały dalszą wyprzedaż złota, ale wręcz zachęciły wiele banków centralnych do zwiększania swojej eskpozycji na złoto. Wybuch wielkiego kryzysu finansowego w 2008 r. jedynie przyspieszył rozwój nowego trendu. Tym samym banki centralne gospodarek wysoko rozwiniętych definitywnie zaprzestały sprzedaży złota i niezmiennie utrzymują największe rezerwy kruszcu. Natomiast banki centralne gospodarek wschodzących i rozwijających zaczęły dynamicznie zwiększać rezerwy złota. W 2008 r. banki centralne jako agregat stały się ponownie nabywcami netto złota. Zakończyło to definitywnie okres, w którym banki centralne były istotnym źródłem podaży złota. Od tego czasu zakupy netto złota banków centralnych stawały się coraz większą częścią światowego popytu na złoto. Udział banków centralnych w światowym popycie na złoto wzrastał niezwykle dynamicznie z zaledwie 1,9% w 2010 r. do 23,3% w 2023 r.

**Wykres 6.**

Struktura światowego popytu na złoto



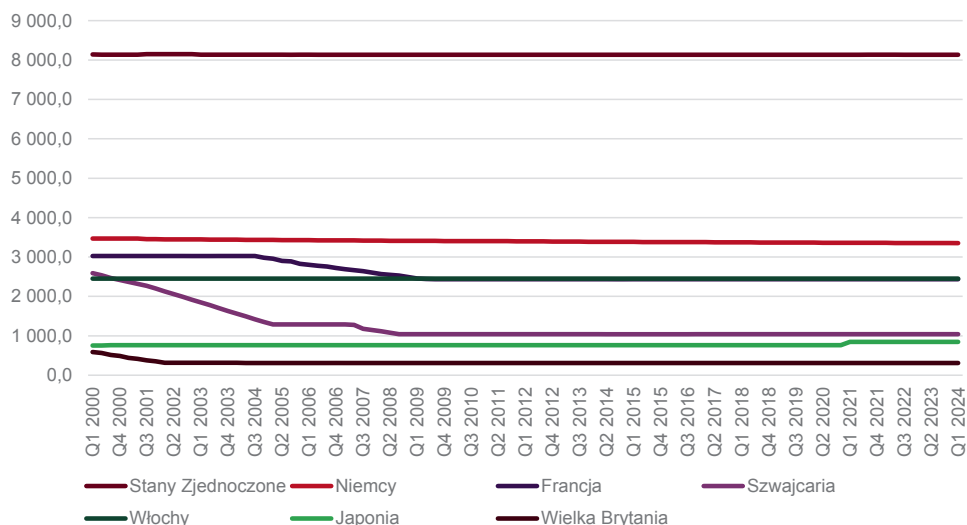
Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

Chciałbym jednocześnie podkreślić, że banki centralne krajów wysoko rozwiniętych nadal utrzymują największe rezerwy złota. Zasoby złota Stanów Zjednoczonych niezmiennie pozostają na poziomie 8,13 tys. ton. Poza USA w czołówce największych posiadaczy rezerw kruszcu znajdują się Niemcy (3,35 tys. ton), Włochy (2,45 tys. ton) i Francja (2,44 tys. ton). Łącznie te cztery kraje posiadają zatem 14,4 tys. ton złota, co stanowi aż 45% światowych oficjalnych rezerw kruszcu. Co więcej, kraje te cechuje również bardzo wysoki (znacząco powyżej średniej dla gospodarek rozwiniętych) udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych. W czerwcu 2024 r. wynosił on 72,4% w Stanach Zjednoczonych, 71,5% w Niemczech, 68,3% we Włoszech i 70% we Francji. Wśród krajów europejskich warto jeszcze wspomnieć o Holandii, Portugalii i Wielkiej Brytanii. Holandia dokonała znaczącej sprzedaży złota w ramach CBGA1 i CBGA2 w latach 1999–2008, kiedy bank centralny zbył aż 400 ton kruszcu. Jednakże Holandia zakończyła na tym zmniejszanie rezerw kruszcu i nie prowadziła już sprzedaży w ramach kolejnych

porozumień banków centralnych w sprawie złota i nadal utrzymuje 612,5 tony, a złoto stanowi 61,5% rezerw dewizowych. Bank centralny Portugalii utrzymuje mniej, bo 382,7 tony, jednak złoto stanowi w tym kraju aż 74,1% oficjalnych aktywów rezerwowych. Wielka Brytania przeprowadziła niefortunną sprzedaż ponad 50% zasobów złota w latach 1999–2002 w ramach CBGA1. Kraj ten zbył 345 ton złota za wyjątkowo niską cenę wynoszącą średnio 275 USD za uncję.

**Wykres 7.**

Rezerwy złota utrzymywane przez najważniejsze banki centralne gospodarek rozwiniętych (w tonach)



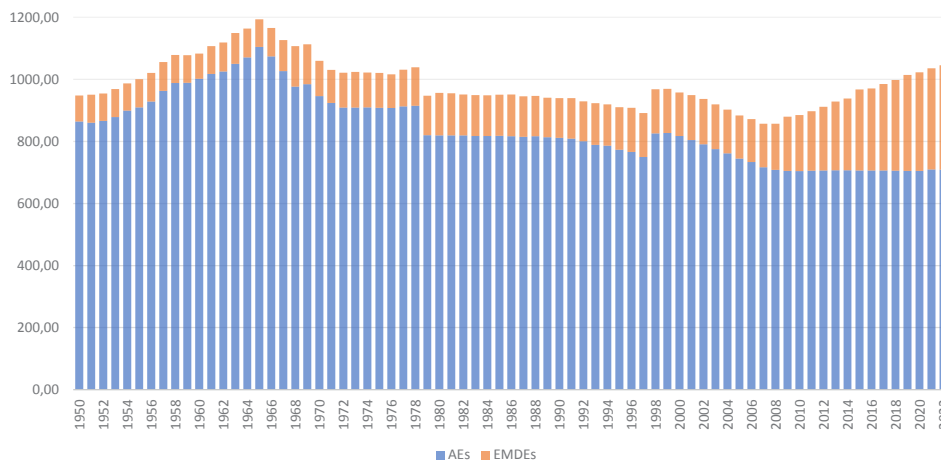
Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

Zwracam uwagę, że zakupy złota realizowane przez banki centralne od czasu globalnego kryzysu finansowego cechują niezmiennie dwie tendencje. Po pierwsze, kruszec kupują prawie wyłącznie banki centralne gospodarek wschodzących, podczas gdy rezerwy złota w gospodarkach rozwiniętych

pozostają na stałym poziomie. Po drugie, znaczący wzrost rezerw złota banków centralnych po 2008 r. nie jest zjawiskiem powszechnym i ogranicza się do bardzo dużych zakupów realizowanych przez kilka banków centralnych. W efekcie prowadzonych zakupów zmniejszyła się dysproporcja pomiędzy zasobami złota będącymi w posiadaniu gospodarek wysoko rozwiniętych i wschodzących. Udział zasobów złota gospodarek rozwiniętych w światowych rezerwach kruszcu zmniejszył się z 84,7% w 2000 r. do 68,4% w 2022 r., natomiast w przypadku gospodarek wschodzących relacja ta wzrosła z 15,3% do 31,6% w ww. okresie. Ponadto udział kruszcu w rezerwach dewizowych dużych gospodarek wschodzących pozostaje często znacząco niższy niż w gospodarkach wysoko rozwiniętych. W 2022 r. złoto stanowiło 19% oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwiniętych, natomiast w gospodarkach wschodzących relacja ta wynosiła 7,3%. Należy jednak podkreślić, że w wielu gospodarkach rozwiniętych Zachodu udział złota w rezerwach kształtuje się znacząco powyżej średniej dla całej tej grupy.

### Wykres 8.

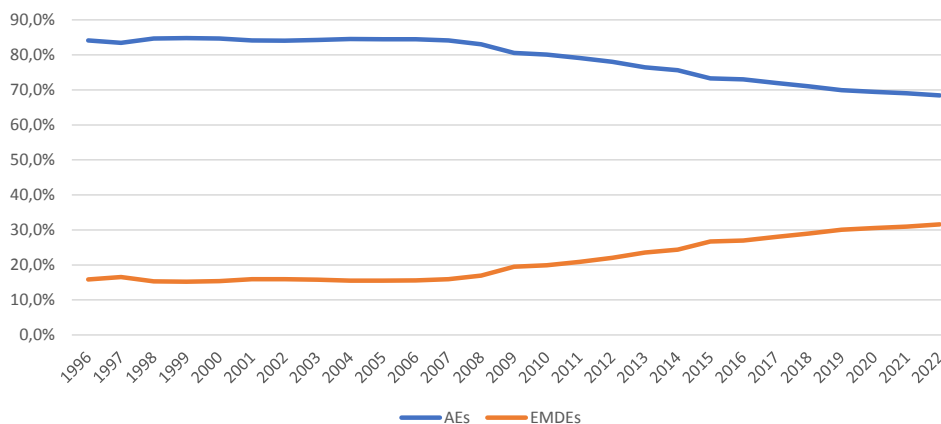
Światowe oficjalne rezerwy złota (w mln uncji trojańskich)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych International Financial Statistics (dostępne są dane do 2022 r.).

**Wykres 9.**

Udział krajów wysoko rozwiniętych oraz krajów wschodzących i rozwijających się w światowych rezerwach złota



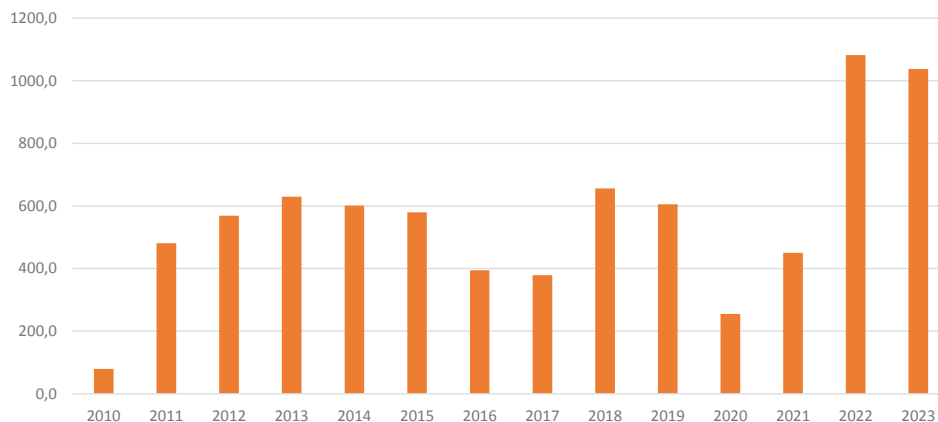
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych International Financial Statistics (dostępne są dane do 2022 r.).

Od 2010 r. banki centralne zwiększyły rezerwy złota o 7,8 tys. ton i na koniec 2023 r. utrzymywały łącznie 36,7 tys. ton. Stanowi to 17% światowych zasobów złota. Jednocześnie udział banków centralnych w światowym popycie na złoto wzrósł z zaledwie 1,9% w 2010 r. do 23,3% w 2023 r. W 2022 r. banki centralne nabyły 1082 ton, co stanowiło największe jego zakupy od 1967 r., natomiast w 2023 r. nabyły 1037,4 tony kruszcu, co stanowi jedynie nieznacznie niższy poziom zakupów w porównaniu z 2022 r.

Wiodącą rolę w zakupach złota odgrywały banki centralne dużych gospodarek wschodzących: Rosji, Chin, Turcji i Indii. Do 2019 r. największe zakupy kruszcu prowadził Bank Rosji, który od 2007 do 2022 r. zwiększył zasoby złota o ponad 1,93 tys. ton, co plasowało Rosję na pierwszym miejscu wśród krajów skupujących kruszec. Polityka zakupów złota była w tym przypadku elementem strategii dedolaryzacji rezerw, w wyniku której udział dolara amerykańskiego w rezerwach został zmniejszony z 43% w 2014 do 16,4% w 2021 r. W tym samym czasie Rosja znacznie zwiększyła udział złota w rezerwach dewizowych do poziomu 21,7% w 2021 r. (na koniec 2023 r. złoto stanowiło 25,7% rezerw).

**Wykres 10.**

Zakupy netto złota przez banki centralne (w tonach)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

Szczególną rolę w zakupach złota odgrywa również bank centralny Chin, który w latach 2009–2023 r. nabył ponad 1,63 tys. ton. Co prawda Ludowy Bank Chin zaprzestał kupowania złota jesienią 2019 r., jednakże powrócił do systematycznych zakupów w listopadzie 2022 r., co niewątpliwie miało związek z eskalacją napięć geopolitycznych i jednocześnie stanowiło przejaw spadku zaufania do aktywów dolarowych po nałożeniu sankcji na Bank Rosji i zamrożeniu znacznej części jego aktywów rezerwowych. W 2023 r. Ludowy Bank Chin zajął wiodącą pozycję w zakupach złota prowadzonych przez banki centralne, nabywając 225 ton kruszcu, a w pierwszym półroczu 2024 r. zakupił prawie 29 ton. Zasoby złota utrzymywane przez Chiny zwiększyły się w związku z tym do 2264 ton, co plasuje ten kraj na szóstym miejscu w rankingu banków centralnych utrzymujących największe rezerwy złota. Mimo ostatniej aktywności ze strony Banku Chin udział złota w rezerwach dewizowych Chin pozostaje nadal niski, stanowiąc zaledwie 4,9%.

Znaczące zakupy złota prowadził również bank centralny Indii (Reserve Bank of India, RBI). Politykę systematycznego zwiększania rezerw złota RBI

proceedi dopiero od 2018 r. (jednorazową operacją był zakup 200 ton złota od MFW w 2009 r.). Charakterystyczne jest przy tym, że bank ten skupuje złoto w niewielkich ilościach, ale za to dość regularnie. W 2023 r. RBI zmniejszył skalę zakupów w porównaniu do lat poprzednich i nabył 16,2 tony złota (wobec 77,5 tony w 2021 r. i 33,3 tony w 2022 r.). W latach 2018–2023 zwiększył swoje rezerwy złota o 245,5 tony. W pierwszym półroczu 2024 r. RBI kontynuował zakupy i nabył 37,2 tony złota, zwiększając tym samym zasoby kruszcu do 840,8 tony, a udział złota w rezerwach dewizowych osiągnął 9,6%. Należy przy tym podkreślić, że dla Indii jest charakterystyczny również bardzo silny prywatny popyt na złoto.

W latach 2017–2022 bank centralny Turcji (Central Bank of the Republic of Türkiye, CBRT) pozostawał niezmiennie jednym z kluczowych nabywców złota, a rezerwy kruszcu definiowane jako (*official sector gold reserves*)<sup>1</sup> zostały zwiększone łącznie o ponad 425 ton. W 2022 r. CBRT był bankiem centralnym skupującym największe ilości złota (147,3 tony). Warto przy tym wspomnieć, że zasoby wykazywane w bilansie banku centralnego Turcji są wyższe niż faktyczne rezerwy złota będące własnością CBRT. Wynika to z wprowadzenia w 2011 r. instrumentu *Reserve Option Mechanism* (ROM), który umożliwia bankom komercyjnym odprowadzanie części rezerwy obowiązkowej w złocie (do 10% wartości rezerwy obowiązkowej). W styczniu i lutym 2023 r. Turcja zakupiła 45,5 tony złota, natomiast pomiędzy marcem a majem sprzedała aż 158,9 tony kruszcu. Była to odpowiedź na silny wzrost popytu na złoto wobec hiperinflacji i znaczącej deprecjacji liry. Ponieważ Turcja wprowadziła tymczasowy zakaz importu złota, wzrost popytu stwarzał ryzyko destabilizacji lokalnego rynku złota. Sprzedaż złota przez CBRT miała również na celu obronę kursu liry. Jednakże od czerwca 2023 r. CBRT wznowił zakupy, co dowodzi, że sprzedaż była działaniem taktycznym i nie oznaczała zmiany strategii polegającej na zwiększaniu rezerw złota. Znaczące zakupy w II poł. 2023 r. pozwoliły na odbudowanie zasobów złota CBRT i na koniec roku wyniosły one 540 ton, co było poziomem jedynie nieznacznie (o 1,8 tony) niższym niż na koniec 2022 r. W pierwszym półroczu 2024 r. turecki bank centralny zakupił 44,7 tony złota, zwiększając

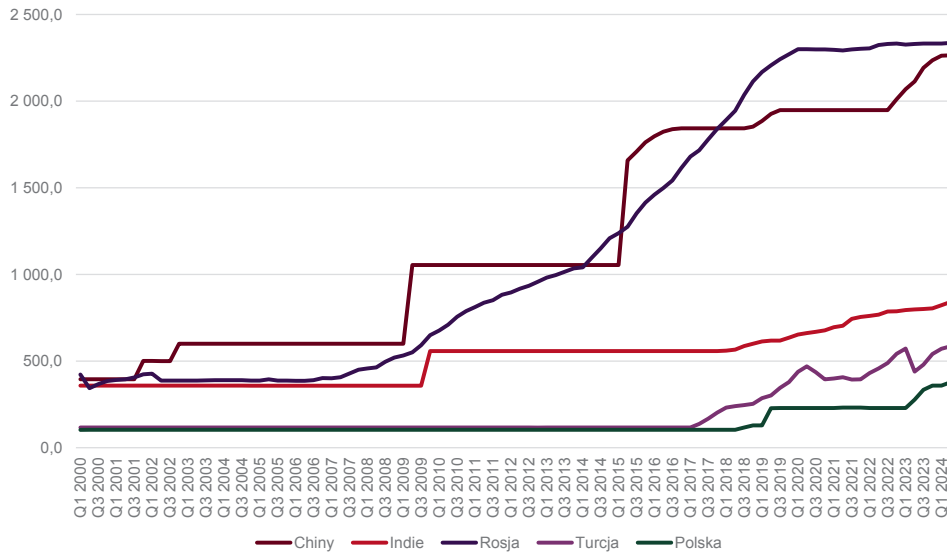
---

<sup>1</sup> Chodzi o tzw. rezerwy złota sektora oficjalnego (*official sector gold reserves*). Więcej informacji na temat liczenia rezerw złota w Turcji można znaleźć pod adresem: <https://www.gold.org/download/file/16208/Central-bank-stats-methodology-technical-adjustments.pdf>.

zasoby kruszcu do ok. 585 ton. Jednocześnie udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych Turcji pozostaje wysoki i wynosi 34,1%<sup>2</sup>.

**Wykres 11.**

Rezerwy złota wybranych gospodarek wschodzących (w tonach)



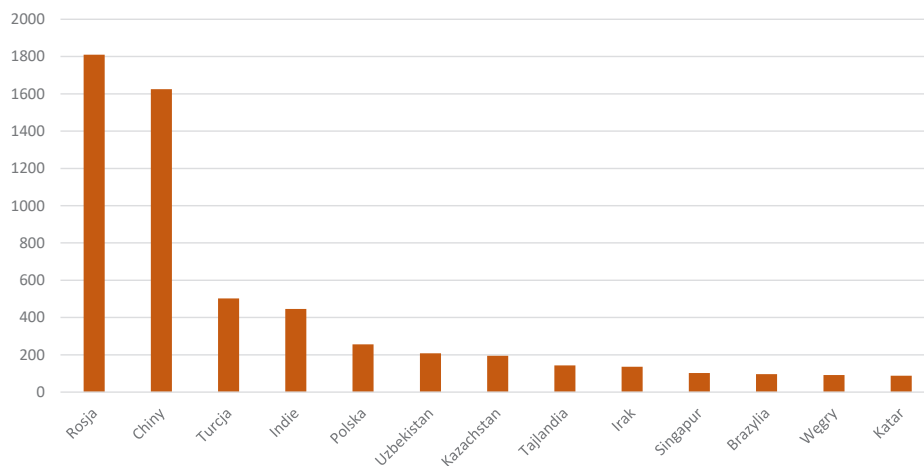
Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

<sup>2</sup> Dane te pochodzą z World Gold Council (WGC). Według danych wyświetlanych na tej stronie z dnia 20 sierpnia 2024 r. mowa jest o danych za listopad 2022 r. Jest to jednak najprawdopodobniej błąd ze strony WGC, ponieważ na stronach tej samej organizacji można przeczytać, że na koniec 2022 r. na skutek zakupów złota w grudniu 2022 r. rezerwy złota wzrosły do 542 ton (i stanowiły wówczas 28% wszystkich rezerw). <https://www.gold.org/goldhub/gold-focus/2023/02/central-banks-round-2022-more-net-purchases-december>.



**Wykres 12.**

Największe zakupy złota przez banki centralne w latach 2009–2023 (w tonach)

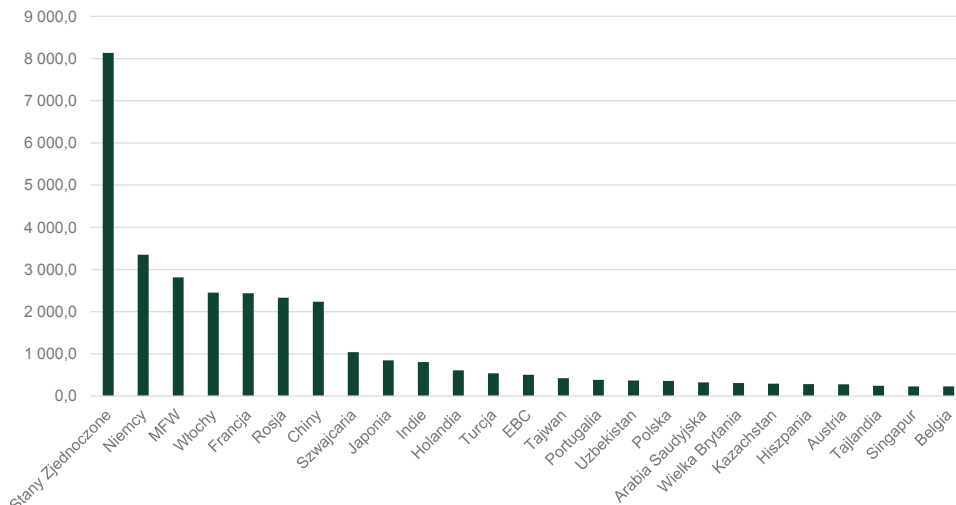


Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

W 2018 r. również banki centralne Polski i Węgier stały się ważnymi nabywcami złota. Strategię zakupów złota realizowaną przez NBP szczegółowo przedstawię w dalszej części materiału. W 2018 r. bank centralny Węgier zwiększył rezerwy złota z zaledwie 3,1 tony do 31,5 tony, natomiast w 2021 r. potroił swoje rezerwy złota (za sprawą zakupu 63 ton złota w marcu), zwiększając je do 94,5 tony. Wzrost udziału złota w rezerwach dewizowych Węgier był przy tym imponujący: w 2000 r. kruszec stanowił zaledwie 0,3% oficjalnych aktywów rezerwowych, natomiast na koniec 2023 r. jego udział stanowił już 13,8%, a do czerwca 2024 r. wzrósł do 14,3% (efekt wzrostu wartości złota). Strategię systematycznych zakupów złota od marca 2023 r. realizuje również bank centralny Czech. W tym przypadku zakupy są dokonywane bardzo regularnie, nieprzerwanie co miesiąc, natomiast w małych ilościach, nieprzekraczających trzech ton. Od czasu rozpoczęcia zakupów rezerwy złota Banku Czech zwiększyły się z 12 ton do 41,5 tony w II kw. 2024 r., jednakże udział złota w rezerwach dewizowych wynosił zaledwie 2,1%.

**Wykres 13.**

Banki centralne i instytucje utrzymujące największe rezerwy złota na koniec 2023 r. (w tonach)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych World Gold Council.

W efekcie znaczących zakupów złota banki centralne gospodarek wschodzących realizujących taką strategię dołączyły do grupy największych posiadaczy złota. Jednakże w dalszym ciągu dominują w niej gospodarki rozwinięte, a w pierwszej dziesiątce banków centralnych z największymi rezerwami kruszcu znajdują się jak dotąd tylko trzy gospodarki wschodzące – Rosja, Chiny i Indie.

## Przyczyny zmiany podejścia banków centralnych do złota

Znacząca zmiana podejścia banków centralnych do złota i skala prowadzonych zakupów kruszcu rodzą pytanie o przyczyny tego zjawiska. Są one zróżnicowane i mają charakter czynników zarówno o charakterze ekonomicznym, jak i pozaekonomicznym. Istnieją przesłanki do wyjścia z tezą, w myśl której tendencja do zwiększania rezerw złota widoczna w wielu bankach centralnych w gospodarkach wschodzących była również efektem polityki luzowania ilościowego realizowanej przez najważniejsze banki centralne oraz związanego z tym długotrwałego utrzymywania ujemnych realnych stóp procentowych. Ponadto istniały obawy, że luzowanie ilościowe może wywołać wzrost inflacji. Jednocześnie ujemne realne stopy procentowe zmniejszały alternatywny koszt utrzymywania rezerw dewizowych w złocie. Należy również podkreślić, że bezprecedensowy wzrost globalnych rezerw dewizowych – głównie zaś rezerw w walutach wymienialnych – stwarzał potrzebę ich dywersyfikacji. W tym kontekście nasilały się obawy o kondycję dolara amerykańskiego, głównie ze względu na pogarszającą się pozycję fiskalną Stanów Zjednoczonych. Symptomatyczna wśród banków centralnych jest zwłaszcza tendencja do dywersyfikacji rezerw walutowych poprzez zmniejszenie udziału dolara i zwiększenie udziału alternatywnych walut międzynarodowych. Coraz istotniejszym elementem dywersyfikacji oficjalnych aktywów rezerwowych stawało się również zwiększanie zasobów złota.

Zmiana nastawienia i powrót banków centralnych do zakupów złota wiążą się również ze strategiczną rolą złota w rezerwach dewizowych. Złoto gwarantuje bankom centralnym zachowanie wartości rezerw w długim okresie (*long-term store of value*). Co więcej, w okresach kryzysów cena kruszcu najczęściej rośnie, prowadząc do wzrostu wartości zasobów złota utrzymywanych przez banki centralne. Istotna pozostaje również historyczna rola złota w oficjalnych aktywach rezerwowych, a zasoby kruszcu bywają określane jako *war chest*. Motywy gromadzenia złota coraz częściej wiążą się z uwarunkowaniami geopolitycznymi. Silny wzrost ryzyka geopolitycznego nastąpił w związku z wojnami w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie, a także wiąże się z rosnącymi napięciami w relacjach Stanów Zjednoczonych z Chinami, w szczególności w odniesieniu do statusu Tajwanu. Widoczne stały się również symptomy deglobalizacji

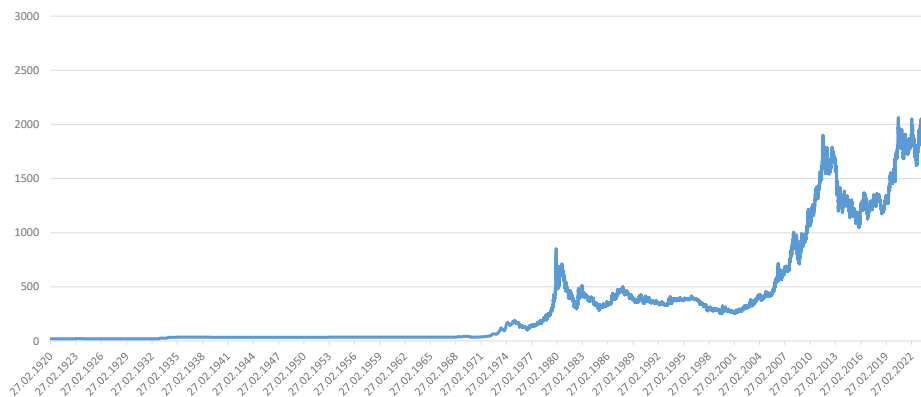
i fragmentacji gospodarki oraz wyłaniania się wyraźnego podziału na bloki polityczno-gospodarcze. Szczególne znaczenie ma tutaj wzrost liczby i zakresu stosowanych przez Stany Zjednoczone i kraje sojusznicze sankcji finansowych od początku XXI w. Dolar staje się w tym przypadku „bronią finansową” (*dollar's weaponisation*) Stanów Zjednoczonych i instrumentem realizacji geopolitycznych interesów tego kraju. W literaturze coraz częściej podkreśla się, że stosowanie sankcji zmniejsza atrakcyjność dolara jako waluty międzynarodowej, gdyż w efekcie sankcji dolar traci jedną z podstawowych cech globalnego dobra publicznego, a mianowicie nieograniczony dostęp do niego. Należy tu zwłaszcza zwrócić uwagę na sankcje nakładane na banki centralne, co dotychczas miało miejsce w przypadku Iranu, Wenezueli i Rosji. W szczególności zamrożenie oficjalnych aktywów rezerwowych banków centralnych i ryzyko ich konfiskaty mają silny efekt sygnałny i skłaniają banki centralne do zabezpieczenia się przed takim ryzykiem, między innymi poprzez zwiększanie udziału złota w rezerwach dewizowych. Chciałbym podkreślić, że złoto może być skutecznym zabezpieczeniem w razie nałożenia sankcji i zamrożenia rezerw banku centralnego jedynie wówczas, gdy kruszec znajduje się w skarbcach krajowych. Wówczas złoto faktycznie stanowi składnik oficjalnych aktywów rezerwowych, którego zamrożenie jest niemożliwe (*unfreezable asset*).

Szczególnie istotna w kontekście wzrostu rezerw złota banków centralnych jest ewolucja ceny kruszcu. Od początku XXI w. miał miejsce znaczący wzrost ceny złota na rynku londyńskim, który nadal pozostaje najważniejszym na świecie międzynarodowym rynkiem złota. Jeszcze w 2001 r. cena uncji złota spadła do najniższego od 20 lat poziomu 276,5 USD. Jednakże wskutek globalnego kryzysu finansowego i następnie kryzysu zadłużenia publicznego w strefie euro nastąpił dynamiczny wzrost cen złota. W lipcu 2007 r. cena uncji złota wynosiła ok. 660 USD, natomiast we wrześniu 2011 r. osiągnęła już poziom 1902 USD. Następnie ceny złota znacznie spadły (między innymi na skutek zacieśniania ze strony Fed) i utrzymywały się na obniżonym poziomie do marca 2020 r., kiedy w związku wybuchem koronakryzysu gwałtownie wzrosły. Wówczas cena uncji złota przekroczyła psychologiczną barierę i osiągnęła poziom 2060 USD w sierpniu 2020 r. Następnie ceny złota utrzymywały się na podwyższonym poziomie w czasie trwania koronakryzysu. Ponowny gwałtowny wzrost ceny kruszcu nastąpił wskutek zbrojnej agresji Rosji przeciw Ukrainie

24 lutego 2022 r., ponownie przekraczając barierę 2000 USD/oz. Okres szczególnie silnego wzrostu cen złota nastąpił po atakach Hamasu na Izrael 7 października 2023 r. Ze względu na trwające napięcia geopolityczne cena złota w 2023 r. utrzymywała się na historycznie wysokim poziomie i od listopada 2023 r. przez większość czasu znajdowała się powyżej 2000 USD/oz. Jednakże prawdziwie bezprecedensowy wzrost cen złota rozpoczął się w lutym 2024 r. i doprowadził do przekroczenia poziomu 2400 USD/oz. W sierpniu 2024 r. cena złota pobiła kolejny rekord osiągając 2508 USD/oz. Zjawisko to jest w dużej mierze napędzane przez dwa czynniki, a mianowicie stale rosnące napięcia geopolityczne i powszechne oczekiwania obniżek stóp procentowych przez główne banki centralne.

#### Wykres 14.

Cena złota na rynku spot (w USD)



Źródło: Bloomberg.

Poza przedstawionymi wyżej bezpośrednimi przyczynami wzrostu popytu banków centralnych gospodarek wschodzących na złoto wpłynęły na niego

również unikalne cechy tego metalu. Mają one uniwersalny i ponadczasowy charakter oraz odróżniają ten kruszec od pozostałych składników oficjalnych aktywów rezerwowych. Uważam, że ze względu na te cechy złoto lepiej zapewnia bezpieczeństwo finansowe kraju niż inne aktywa rezerwowe. W szczególności chciałbym uwypuklić poniższe kwestie. Przede wszystkim rezerwy złota są pozbawione ryzyka kredytowego związanego z niewypłacalnością emitenta. Ponadto nie występuje ryzyko walutowe. W odróżnieniu od papierów dłużnych nominowanych w walutach obcych, których deprecjacja bądź dewaluacja prowadzą do spadku wartości utrzymywanych w nich rezerw w przeliczeniu na walutę krajową, złoto nie może zostać zdewaluowane, jednak wahania jego ceny są znaczne. W przeciwieństwie do rezerw walutowych zasoby złota nie są również narażone na skutki polityki pieniężnej banków centralnych emitujących waluty rezerwowe. Ponadto nie ma możliwości nieograniczonego zwiększania ilości złota, podczas gdy w przypadku walut rezerwowych banki centralne mają prawo do nieograniczonej kreacji pieniądza. Istotne jest także to, że rezerwy złota nie są narażone na ryzyko inflacyjnego finansowania długu.

Znaczne rezerwy złota zwiększają zaufanie do banku centralnego i pieniądza krajowego. W tym przypadku złoto jest symbolem wartości i stanowi swego rodzaju kotwicę zaufania. Wynika to również z jego fizycznej postaci oraz trwałości i niezniszczalności (złoto nie ulega korozji). Ponadto badania wskazują, że duże rezerwy złota pozytywnie wpływają na ocenę ryzyka kredytowego kraju, co ma znaczenie dla kosztu pozyskania finansowania na rynkach międzynarodowych. Dodatni wpływ złota na wartość oficjalnych aktywów rezerwowych jest szczególnie widoczny w okresach kryzysów, kiedy jego cena rośnie w wyniku ucieczki inwestorów do aktywów bezpiecznej przystani (*safe haven assets*). Pozytywną korelację pomiędzy wzrostem ryzyka geopolitycznego a cenami złota potwierdzają również najnowsze badania. Wyniki ankiet prowadzonych przez Światową Radę Złota (*World Gold Council*) pokazują, że wzrost cen złota w okresach kryzysu jest obecnie drugą wśród najważniejszych przyczyn gromadzenia złota przez banki centralne. Ponadto wartość złota zachowuje w ciągu wielu lat – pomimo znacznych wahań jego ceny – stałą tendencję do wzrostu. Co więcej, szczególną cechą złota jest skuteczna ochrona przed inflacją (*inflation hedge*) w długim okresie. Wzrost inflacji lub

oczekiwań inflacyjnych powoduje, że rośnie popyt inwestorów na złoto, wskutek czego rośnie również jego cena. Złoto jest także skutecznym dywersyfikatorem aktywów rezerwowych banków centralnych, przede wszystkim ze względu na niski stopień korelacji ceny kruszcu z cenami innych aktywów oraz ujemną korelację z kursem dolara amerykańskiego. Złoto jest zatem antycyklicznym składnikiem portfela rezerw.

Złoto nie jest także narażone na ryzyko o charakterze politycznym, w szczególności jest wolne od bezpośrednich powiązań z polityką gospodarczą jakiegokolwiek kraju. Rola czynników politycznych natomiast szczególnie uwiadcza się w przypadku rezerw utrzymywanych w dolarach amerykańskich ze względu na poważne ryzyko zablokowania dostępu do nich. Podkreśla się również znaczną dyskrecjonalność administracji federalnej w podejmowaniu decyzji o zablokowaniu rezerw utrzymywanych w dolarach. Rezerwy złota stwarzają w tym kontekście szczególną ochronę, gdyż pozwalają na dywersyfikację ryzyka politycznego i stanowią strategiczne zabezpieczenie na wypadek konfliktu zbrojnego. Z tego powodu złoto określa się jako aktywa ostatniej szansy (*asset of last resort*).

Gospodarki wschodzące posiadające największe rezerwy złota cechuje w coraz większym stopniu tendencja do przechowywania ich w kraju. Trend ten nie ogranicza się zresztą tylko do gospodarek wschodzących, gdyż operacje sprowadzenia złota do kraju przeprowadziły również banki centralne Niemiec, Austrii, Belgii, Holandii i Francji. Repatriacja miała również miejsce w przypadku polskiego złota. W 2019 r. prawie połowa ówczesnych zasobów złota, tj. 100 ton, została przeniesiona z Banku Anglii do skarbców NBP na terenie Polski. Proces dywersyfikacji miejsc przechowywania wynika ze strategicznego charakteru rezerw złota i jest zgodny z tendencją, jaka panuje w innych krajach europejskich, które ok. 50% swoich zasobów złota przechowują we własnych skarbcach. W 2013 r. Bundesbank podjął jednak decyzję o relokacji części rezerw złota do skarbcza we Frankfurcie nad Menem w taki sposób, aby od 2020 r. połowa tych rezerw znajdowała się w kraju. W wyniku zakrojonej na szeroką skalę operacji przetransportowano do Frankfurtu 300 ton złota z Nowego Jorku i 374 tony z Paryża, a całe przedsięwzięcie zakończono już w 2017 r.

## Zakupy złota w strategii Narodowego Banku Polskiego

### Wzrost rezerw dewizowych NBP

Zgodnie z art. 52 ust. 1 ustawy o Narodowym Banku Polskim bank centralny gromadzi rezerwy dewizowe i zarządza nimi, a także podejmuje czynności mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa obrotu dewizowego i płynności płatniczej kraju. W Polsce od 2000 r. obowiązuje system płynnego kursu walutowego, a polityka pieniężna jest prowadzona w ramach strategii celu inflacyjnego. W tych warunkach rezerwy dewizowe służą przede wszystkim wzmocnieniu wiarygodności finansowej kraju, przez co przyczyniają się do obniżenia kosztu finansowania na globalnych rynkach i zmienności kursu złotego, a także do ograniczenia ryzyka gwałtownego odpływu kapitału. Wspierają tym samym stabilność polskiej waluty. Ponadto rezerwy mogą być wykorzystane do wsparcia stabilności rynków finansowych lub sektora bankowego w przypadku znacznych zaburzeń ich funkcjonowania.

System płynnego kursu walutowego oznacza, że relacja złotego do walut obcych jest zasadniczo kształtowana przez siły rynkowe, czyli podaż i popyt na walutę. Interwencje walutowe są przez NBP przeprowadzane incydentalnie, a ich celem nie jest osiągnięcie określonego poziomu kursu złotego względem walut obcych, a jedynie przeciwdziałanie negatywnym tendencjom, które mogłyby zakłócić sprawne funkcjonowanie rynku walutowego, finansowego lub też negatywnie wpływać na stabilność finansową czy skuteczność realizowanej przez NBP polityki pieniężnej.

Należy podkreślić, że po przełomie z 1989 r. Polska wchodziła w system rynkowy z dramatycznie małymi rezerwami walut, za to z ogromnym zadłużeniem, grożącym bankructwem państwa. Ryzyko to zażegnano, podpisując w 1994 r. porozumienia z wierzycielami wywodzącymi się z Klubu Londyńskiego. Do Polski zaczął napływać kapitał zagraniczny i rosła wartość walut zgromadzonych w NBP. Jednym z celów polityki kursowej po 1991 r. było utrzymanie wzrostu rezerw dewizowych zapewniającego ich bezpieczny poziom.

W 1994 r. miał miejsce silny wzrost rezerw dewizowych NBP. Wiązał się z napływem kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich i portfelowych. W latach 1994–1995 rezerwy wzrosły również wskutek nadwyżek bilansu



obrotów bieżących. Od 1995 r. NBP organizował sesje fixingowe z bankami krajowymi (w ramach tzw. fixingu transakcyjnego), na których dokonywał zakupu walut obcych od banków krajowych. Znaczny wzrost obrotów podczas fixingu był konsekwencją rozwoju krajowego rynku walutowego, stymulowanego decyzjami Rady Polityki Pieniężnej, które liberalizowały mechanizm ustalania kursu złotego. Ponadto występująca nadwyżka płynności na rynku międzybankowym zmuszała NBP do jej absorbowania przez sprzedaż własnych bonów pieniężnych. Na rynku walutowym przeważała zatem tendencja do aprecjacji złotego w stosunku do głównych walut. W tej sytuacji interwencje banku centralnego prowadzone w sytuacji nadmiernej aprecjacji złotego skutkowały również wzrostem rezerw dewizowych NBP. Należy podkreślić, że wzrost rezerw dewizowych NBP w latach 90. przyczynił się w dużej mierze do stopniowego uelastycznienia mechanizmu kursowego, a następnie przejścia w kwietniu 2000 r. do systemu płynnego kursu walutowego w warunkach polityki pieniężnej opartej na strategii celu inflacyjnego. Jednocześnie zniesienie w czerwcu 1999 r. fixingu transakcyjnego oraz faktyczny brak interwencji na rynku walutowym skutkowały przejściowym i niewielkim spadkiem rezerw dewizowych NBP.

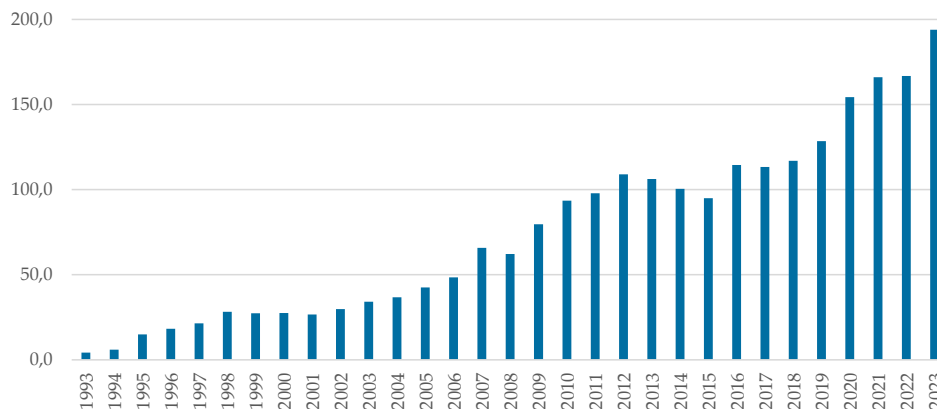
Od 2000 r. tempo akumulacji rezerw dewizowych NBP pozostaje zgodne z trendem światowym. Jednak główne źródła tej akumulacji były odmienne od typowych dla większości gospodarek wschodzących. W przypadku Polski sukcesywny wzrost wartości rezerw wynikał nie z prowadzonych interwencji walutowych, ale przede wszystkim z dodatniego salda przepływów zewnętrznych, pochodzącego w dużej mierze z napływu środków z Unii Europejskiej. W styczniu 2004 r. Ministerstwo Finansów i NBP podpisały Umowę w sprawie sprzedaży i skupu walut obcych na obsługę zobowiązań i należności zagranicznych skarbu państwa oraz zasad realizacji tej obsługi. Według danych Ministerstwa Finansów wartość netto napływów z UE w latach 2004–2021 wyniosła 143,4 mld EUR (178,0 mld USD). Znaczna część tych środków została przewalutowana na złote przez NBP i tym samym zwiększyła poziom rezerw dewizowych. Do wzrostu rezerw NBP przyczyniał się również wynik z ich inwestowania.

W światowym rankingu krajów dysponujących największymi rezerwami dewizowymi Polska plasuje się na wysokiej pozycji. Na koniec 2023 r. rezerwy dewizowe NBP osiągnęły równowartość 193,8 mld USD, wzrastając 7-krotnie

w stosunku do poziomu 27,5 mld USD w 2000 r. W 2023 r. wielkość rezerw dewizowych NBP odpowiadała blisko 24% PKB Polski. Ponadto wielkość rezerw zapewnia zachowanie właściwego poziomu powszechnie stosowanych wskaźników adekwatności rezerw, odzwierciedlających przede wszystkim potencjalne potrzeby bilansu płatniczego w sytuacjach kryzysowych.

#### Wykres 15.

Oficjalne aktywa rezerwowe NBP (w mld USD)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych NBP.

Wielkość rezerw dewizowych NBP można analizować poprzez pryzmat zaprezentowanych uprzednio miar adekwatności rezerw dewizowych. Jest to istotne również dlatego, że w podobny sposób wielkość rezerw NBP jest analizowana i oceniana m.in. przez MFW. W odniesieniu do miary importowej rezerwy dewizowe NBP pozostawały na poziomie nie tylko gwarantującym pokrycie referencyjnej wartości trzech miesięcy importu, lecz utrzymywały się na wyższym poziomie i w 2023 r. odpowiadały równowartości zobowiązań z tytułu 5,1 miesiący importu. W odniesieniu do miary adekwatności opartej

na relacji rezerw dewizowych do krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego poziom rezerw NBP również kształtował się znacząco powyżej wartości referencyjnej 100% i wynosił odpowiednio 145,9% w 2016 r., 135,4% w 2017 r., 139,6% w 2018 r., 140,6% w 2019 r., 156,4% w 2020 r., 161,3% w 2021 r. i 149% w 2022 r. W przypadku miary adekwatności odnoszącej wielkość rezerw dewizowych do agregatu pieniądza M2 oficjalne aktywa rezerwowe NBP znajdowały się również znacząco powyżej wartości referencyjnej 20% i w 2023 r. odpowiadały 33,6% agregatu M2.

**Wykres 16.**

Relacja rezerw dewizowych do wartości miesięcznego importu Polski

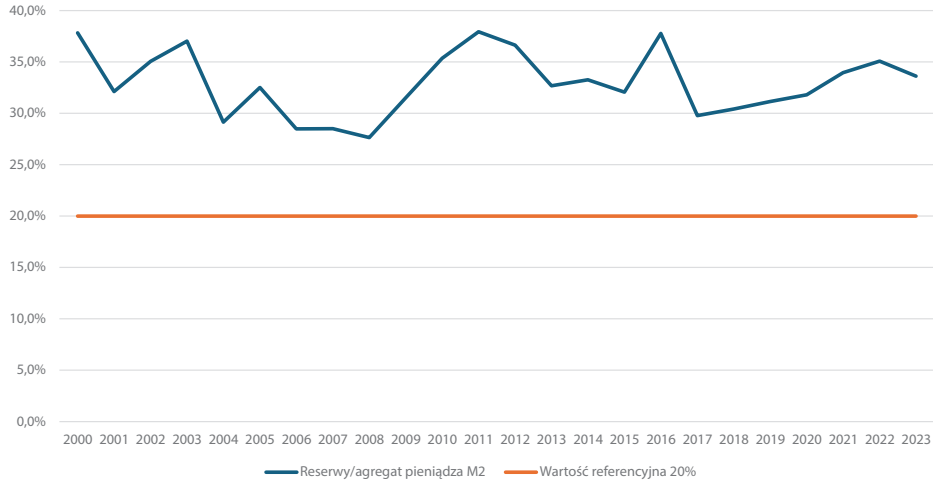


Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych MFW.

Ewolucja wskaźników adekwatności rezerw dewizowych NBP pokazuje, że polski bank centralny utrzymuje rezerwy na odpowiednim poziomie, gwarantując w ten sposób bezpieczeństwo finansowe i dużą odporność na szoki. Potwierdzają to również analizy Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

**Wykres 17.**

Rezerwy dewizowe jako odsetek agregatu pieniądza M2 w Polsce

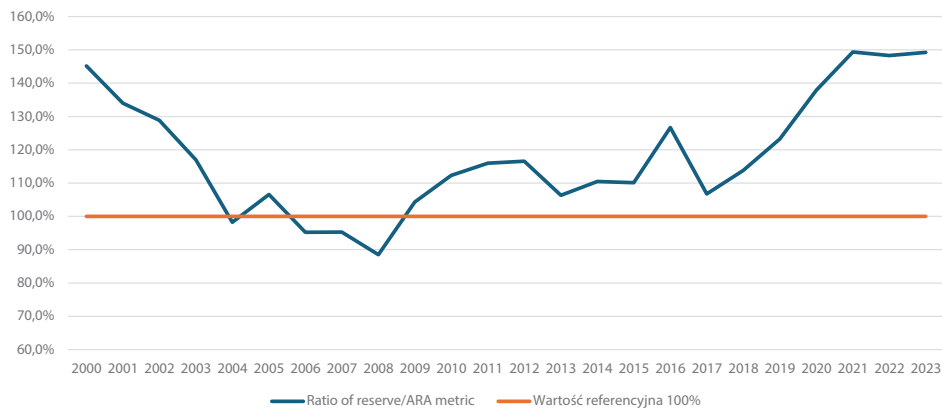


Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych MFW.

Również w odniesieniu do kompozytowej miary adekwatności rezerw dewizowych stosowanej przez MFW, a mianowicie wskaźnika ARA, widać wyraźnie, że od czasu globalnego kryzysu finansowego NBP utrzymuje adekwatny poziom oficjalnych aktywów rezerwowych, które w 2023 r. odpowiadały wartości 149,2% tej miary. Pozytywne oceny formułowane przez MFW zawarte są w raportach przygotowywanych przez Fundusz w ramach corocznych konsultacji w ramach art. IV statutu tej instytucji. W sprawozdaniach tych MFW podkreśla, że rezerwy dewizowe NBP znajdują się na adekwatnym poziomie, który gwarantuje odpowiednie zabezpieczenie na wypadek negatywnych szoków zewnętrznych oraz turbulencji na rynkach.

**Wykres 18.**

Ewolucja wartości wskaźnika adekwatności ARA w odniesieniu do rezerw dewizowych NBP



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych MFW.

**Strategia zarządzania rezerwami dewizowymi NBP**

Podejście NBP do zarządzania rezerwami dewizowymi jest pod względem celów podobne jak w innych bankach centralnych. Ze względu na rolę rezerw priorytetem w zarządzaniu nimi jest zapewnienie bezpieczeństwa inwestowanych środków oraz ich niezbędnej płynności. Narodowy Bank Polski spełniając te kryteria, podejmuje jednocześnie działania służące podwyższeniu dochodowości rezerw w horyzoncie długookresowym. Przyjęta przez Zarząd NBP w 2020 r. *Strategia zarządzania rezerwami dewizowymi* zakłada utrzymanie zdwersyfikowanej struktury walutowej rezerw w celu ograniczenia zmienności kursów walutowych i podwyższenia dochodowości rezerw w długim okresie.

Rezerwy dewizowe NBP są zarządzane wewnętrznie, co oznacza, że wszystkie decyzje inwestycyjne są podejmowane i realizowane bezpośrednio przez NBP, bez udziału zewnętrznych instytucji zarządzających aktywami. Ramy dla procesu inwestycyjnego stanowią zatwierdzone przez Zarząd NBP wytyczne,

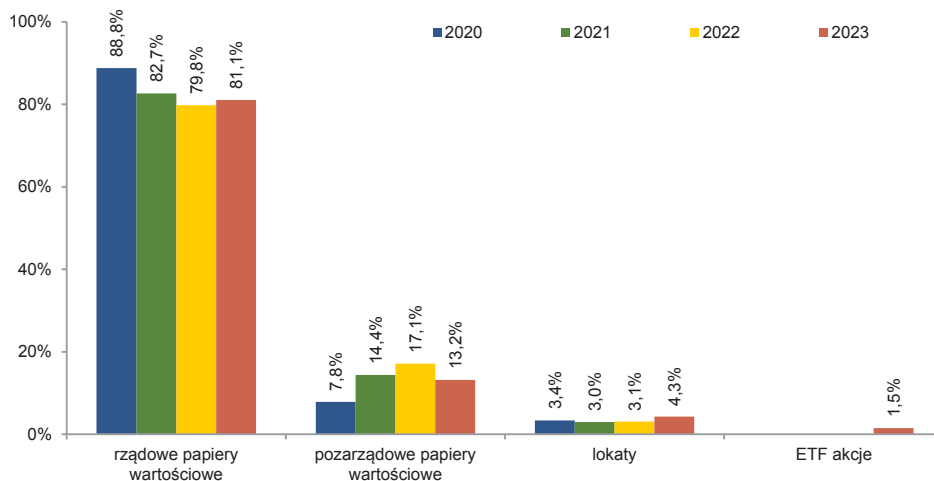
obejmujące zbiór zasad, przepisów i procedur dotyczących w szczególności procesu decyzyjnego, dopuszczalnych klas aktywów, a także zasad zarządzania ryzykiem finansowym, w tym ustalania limitów kredytowych oraz kryteriów wyboru kontrahentów.

## Struktura inwestycyjna rezerw NBP

NBP inwestuje rezerwy walutowe w typowe instrumenty stosowane przez banki centralne. Jednocześnie sukcesywny wzrost rezerw NBP oraz uwarunkowania rynkowe (zwłaszcza spadek rentowności dłużnych papierów wartościowych) stworzyły potrzebę poszukiwania inwestycji oferujących wyższą rentowność i stały się przesłanką do stopniowego rozszerzania przez NBP spektrum inwestycyjnego. Dominującą część rezerw NBP inwestuje w dłużne rządowe papiery wartościowe (głównie amerykańskie, niemieckie, francuskie). Charakteryzują się one najwyższym stopniem bezpieczeństwa i płynności. W 2023 r. stanowiły one 81% rezerw walutowych NBP. Bank inwestuje również w dłużne pozarządowe papiery wartościowe. Emitują je przede wszystkim instytucje międzynarodowe, agencje rządowe i stanowe oraz korporacje. W 2023 r. stanowiły one 13,2% rezerw walutowych NBP. Niewielką częścią rezerw są krótkoterminowe lokaty w bankach o wysokiej wiarygodności kredytowej (4,3% rezerw dewizowych w 2023 r.). Część papierów wartościowych w portfelu NBP (ok. 1,1% rezerw walutowych) stanowią zielone obligacje oraz obligacje zrównoważonego rozwoju. W 2023 r. rozpoczęto zakupy jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych (*exchange traded funds*, ETF) replikujących indeksy akcji na rynkach USA, strefy euro, Wielkiej Brytanii, Kanady i Australii. Na koniec 2023 r. stanowiły one 1,5% rezerw walutowych.

### Wykres 19.

Struktura inwestycyjna rezerw walutowych NBP w latach 2020–2023 (stan na koniec roku)



Źródło: dane NBP.

## Struktura walutowa rezerw NBP

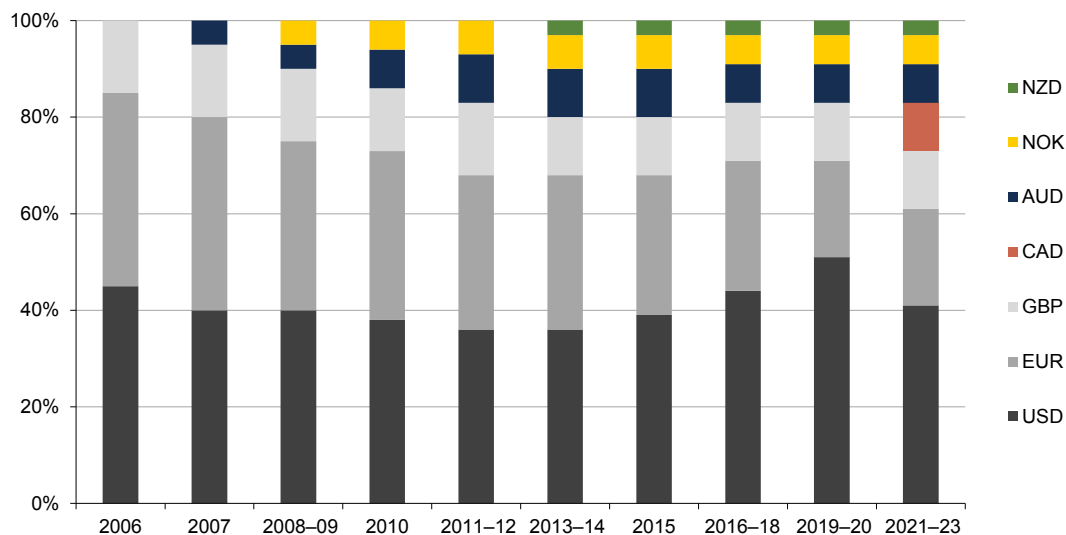
Zgodnie z praktyką większości banków centralnych dominującą rolę również w portfelu NBP odgrywają dolar amerykański i euro. Wynika to z najwyższej płynności tych walut i najszerszych możliwości inwestycyjnych, jakie zapewniają rynki amerykańskich, niemieckich i francuskich rządowych papierów wartościowych przy relatywnie niskim ryzyku kredytowym. Znaczne zaangażowanie na tych rynkach służy zachowaniu priorytetów zarządzania rezerwami dewizowymi banku centralnego, jakimi są wysoki poziom bezpieczeństwa inwestowanych środków i ich właściwa płynność.

Począwszy od 2006 r., gdy portfel rezerw NBP obejmował jedynie USD (45%), EUR (40%) i GBP (15%), NBP stopniowo włączał do rezerw kolejne waluty, czyli dolara australijskiego, koronę norweską i dolara nowozelandzkiego, a w 2021 r.

również dolara kanadyjskiego. Celem tego działania było podwyższenie dochodowości rezerw w długim okresie przy ograniczeniu ryzyka kursowego, czyli głównego ryzyka w procesie inwestowania rezerw. Na koniec 2023 r. struktura walutowa rezerw przedstawiała się następująco: 41% USD, 20% EUR, 12% GBP, 10% CAD, 8% AUD, 6% NOK i 3% NZD. Należy podkreślić, że pomimo dominującego udziału USD i EUR w rezerwach, NBP może być zaliczany do grona banków centralnych o relatywnie silnie zdywersyfikowanej strukturze walutowej rezerw. Łączny udział tych dwóch podstawowych walut w rezerwach NBP wynosi 61%, podczas gdy w globalnych rezerwach sięga ok. 80%.

**Wykres 20.**

Struktura walutowa rezerw NBP (stan na koniec roku)



Źródło: dane NBP.



## Zakupy złota prowadzone przez NBP

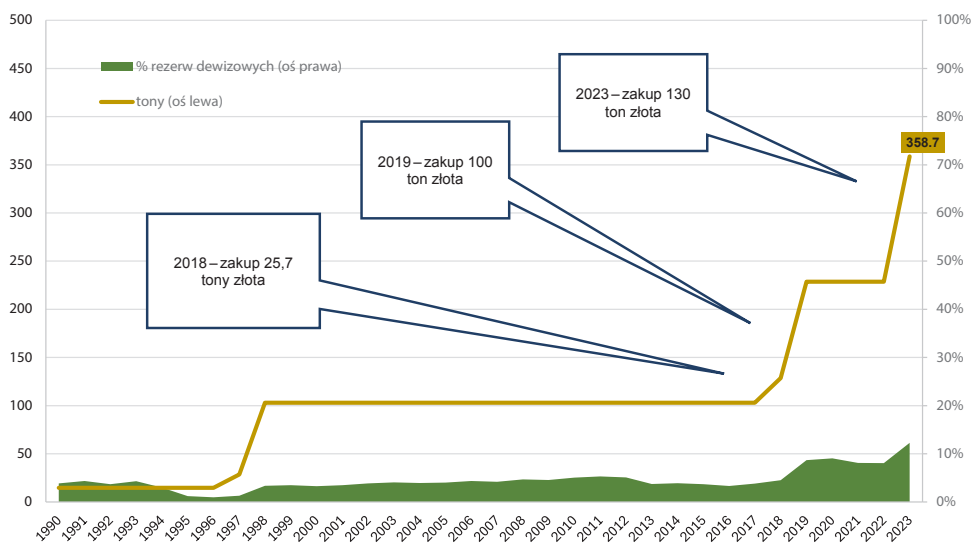
Złoto stanowi drugą co do wielkości część rezerw dewizowych NBP, co odzwierciedla też tendencję w kształtowaniu się struktury światowych rezerw dewizowych. Ponadto kruszec jest strategicznym składnikiem oficjalnych aktywów rezerwowych. Warto zauważyć, że od 1990 do 1996 r. rezerwy złota NBP wynosiły zaledwie 14,7 tony. W 1997 r. NBP zmienił sposób prezentowania złota jako składnika oficjalnych aktywów rezerwowych. Do końca 1996 r. wykazywano tylko część złota monetarnego ulokowaną w bankach za granicą. Od 1997 r. w oficjalnych aktywach rezerwowych jest wykazywana całość złota monetarnego stanowiącego aktywa NBP. Pierwsze zakupy złota polski bank centralny przeprowadził w 1998 r., co wiązało się z powołaniem komisji do spraw zagospodarowania złota w NBP. Miała ona za zadanie rozstrzygnąć, jakie stanowisko w kwestii złota powinien zająć NBP: wyprzedać, jak inne banki centralne, zwiększyć udział, utrzymać za granicą czy sprowadzić do Polski. W wyniku prac komisja zarekomendowała zwiększenie zasobów złota NBP. W efekcie bank centralny Polski kupił w czerwcu 1998 r. 74,5 ton złota, co zwiększyło całkowity zasób kruszcu w posiadaniu NBP do 103 ton i na tym poziomie utrzymywał się on przez kolejne 20 lat.

W 2018 r. zainicjowany został nowy etap w postaci znaczącego wzrostu rezerw złota NBP w wyniku dokonywanych zakupów kruszcu. Zakupy złota pozwoliły nie tylko zwiększyć strategiczny bufor bezpieczeństwa finansowego Polski, lecz spowodowały także, że pod względem udziału tego kruszcu w rezerwach dewizowych NBP zbliżył się do średniej banków centralnych na świecie. Ponadto zakupy złota pozwoliły na dywersyfikację rosnących rezerw dewizowych NBP. W 2018 r. Zarząd NBP podjął strategiczną decyzję o zwiększeniu rezerw złota o 25%. Za tą decyzją przemawiał fakt, że relacja zasobów złota NBP do ogólnej wielkości rezerw banku centralnego była niższa niż w innych krajach. W związku z tym w latach 2018–2019 NBP kupił 125,7 tony złota (25,7 tony w 2018 r. i 100 ton w 2019 r.), co zwiększyło zasób rezerw kruszcu do 231,8 tony. W 2023 r. NBP zajął drugą pozycję wśród banków centralnych prowadzących największe zakupy złota. Polski bank centralny nabył 130 ton kruszcu, zwiększając swoje rezerwy złota do 358,7 tony. Znacząco wzrósł również udział złota w oficjalnych aktywach rezerwowych NBP z 3,3% w 2000 r.

do 12,3% w 2023 r. W II kw. 2024 r. NBP zakupił łącznie 18,7 tony złota i uplasował się na pierwszym miejscu wśród banków centralnych pod względem wielkości zakupów złota. Rezerwy złota NBP zwiększyły się w związku z tym do 377,4 tony. W lipcu 2024 r. złoto stanowiło 14,2% rezerw dewizowych NBP. Pod względem wielkości rezerw złota NBP zajmuje 14. miejsce wśród krajowych banków centralnych na świecie i 7. wśród europejskich (MFW i EBC jako międzynarodowe instytucje finansowe nie zostały tutaj uwzględnione). W wyniku realizowanych zakupów zasoby złota w posiadaniu NBP są obecnie większe niż Wielkiej Brytanii (320 ton) i Hiszpanii (282 tony) i nieco mniejsze niż Portugalii (383 tony).

**Wykres 21.**

Rezerwy złota NBP (w tonach i jako % rezerw dewizowych)



Źródło: opracowanie NBP na podstawie danych NBP i International Financial Statistics.

W 2024 r. Zarząd NBP podjął decyzję o zwiększeniu udziału złota w oficjalnych aktywach rezerwowych do 20%. W wyniku tej operacji rezerwy złota polskiego banku centralnego osiągną poziom prawie 600 ton, czyli zbliżony do zasobów kruszcu Banku Holandii, a Polska stanie się jednym z większych posiadaczy złota na świecie.

W odniesieniu do lokalizacji zasobów złota Zarząd NBP podjął w lipcu 2019 r. decyzję o dywersyfikacji miejsc przechowywania złota przez sprowadzenie do kraju 100 ton tego kruszcu. Decyzja ta była powiązana z wcześniejszymi decyzjami władz banku o zwiększeniu rezerw kruszcu łącznie o 125,7 tony. Operacja relokacji złota została zakończona w listopadzie 2019 r. Decyzja Zarządu NBP o repatriacji złota miała charakter strategiczny i była podyktowana dążeniem do zwiększenia bezpieczeństwa finansowego Polski, w szczególności do umożliwienia swobodnego dysponowania złotem w warunkach materializacji ryzyka geopolitycznego. Polskie złoto jest obecnie przechowywane zarówno w skarbcach NBP, jak i w Banku Anglii oraz Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku.

Przechowywane w skarbcach krajowych i zagranicznych złoto ma postać sztab spełniających międzynarodowe standardy London Good Delivery – każda sztaba ma zbliżoną masę (ok. 12,5 kg) i zawiera co najmniej 99,5% czystego złota. Jest to gwarancją łatwego obrotu oraz wysokiej płynności, czyli możliwości szybkiej zamiany na gotówkę. Należy również podkreślić, że złoto NBP przechowywane poza granicami kraju ma postać *allocated gold*, co oznacza, że każda sztaba przypisana do rachunku NBP jest jednoznacznie identyfikowalna, oznaczona unikatowym numerem seryjnym i znakiem rafinera. Przechowywanie przez NBP złota w Londynie stwarza możliwość podwyższenia dochodowości rezerw dzięki lokowaniu kruszcu w postaci depozytów na rynku międzybankowym.

## Podsumowanie

Zainicjowany 16 lat temu trend polegający na zwiększaniu przez banki centralne rezerw złota ma charakter trwały i jest odporny na czynniki sezonowe czy cykliczne. Prognozy Światowej Rady Złota wskazują, że banki centralne pozostaną nabywcami netto złota, jednakże mało prawdopodobne jest, aby w 2024 r. skala zakupów przekroczyła 1000 ton trzeci rok z rzędu.

Popyt banków centralnych na złoto jest co prawda w dużej mierze generowany przez gospodarki wchodzące, jednak różne źródła wskazują na możliwość dołączenia ze strony krajów najwyżej rozwiniętych. Przykład Polski nie pozostaje bez echa. Wiele wskazuje na to, że działania NBP mogły zachęcić Czeski Bank Narodowy do zainicjowania w marcu 2023 r. zakupów złota. Pod względem wielkości rezerw złota nasz kraj mimo wzmożonej działalności ze strony NBP pozostaje w tyle nie tylko za wielką trójką europejską (Niemcy, Francja i Włochy), ale także takimi krajami, jak Holandia czy Portugalia. Wysokie zasoby złota w wyżej wymienionych krajach (mierzone różnymi wskaźnikami) potwierdzają słuszność kierunku podjętego przez NBP w 2018. Prowadzone przez NBP zakupy złota przyczyniają się nie tylko do wzrostu prestiżu polskiego banku centralnego, ale także poprawy bezpieczeństwa finansowego naszego kraju, co jest szczególnie ważne w obliczu obecnej, napiętej sytuacji geopolitycznej. Pozytywne oczekiwania dotyczące zakupów złota potwierdzają również wyniki badań ankietowych prowadzonych przez WGC wśród banków centralnych. W najnowszej edycji *Central Bank Gold Reserves Survey* z czerwca 2024 r. wynika, że aż 29% ankietowanych banków centralnych zamierza zwiększyć swoje rezerwy złota w ciągu kolejnych dwunastu miesięcy, co jest najwyższym zaobserwowanym poziomem od początku wydawania tego raportu w 2018 r.

## Bibliografia do rozdziału

1. Anderson G., Ando S., Boswell E., Gamba A., Hakobyan S., Iancu A., Lusinyan L., Meads N., Wu Y., (2020), *Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System*, „Departmental Paper” No 2020/002, International Monetary Fund.
2. Arslanalp S., Eichengreen B., Simpson-Bell C., (2023), *Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?*, „Working Paper” No. 2023/014, International Monetary Fund.
3. Baltensperger E., (2016), *Der Schweizer Franken, Eine Erfolgsgeschichte*, „Verlag Neue Zuercher Zeitung” 3, Ueberarbeitete Auflage.
4. Barwiński M., Bratkowski A., Rzeszutek E., Szpunar P., Szwaja R., Wyżnikiewicz D., (2003), *Przesłanki oceny poziomu rezerw dewizowych*, Narodowy Bank Polski.
5. Baur D., McDermott T., (2009), *Is Gold a Safe Haven? International Evidence*, „Discussion Paper” No. 310, Institute for International Integration Studies.
6. Baur D.G., Smales L.A., (2020), *Hedging geopolitical risk with precious metals*, „Journal of Banking and Finance” 117.
7. Berłowska B., Bezzubik B., Żaczek M., (2019), *Reserves accumulation and diversification: the case of Poland*, „BIS Papers” No 104, Bank for International Settlements.
8. Bertaut C., von Beschwitz B., Curcuru S., (2023), *The International Role of the U.S. Dollar. Post-COVID Edition*, Fed Notes, June.
9. Bilski J., (2006), *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
10. Bordo M., Eichengreen B., (1998) *The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System*, „NBER Working Papers” 6436, National Bureau of Economic Research.
11. Borio C., Galati G., Heath A., (2008), *FX Reserve Management: Trends and Challenges*, Bank for International Settlements.
12. EBC, (2024), *The international role of the euro*. June 2024, European Central Bank.

13. Eichengreen B., (2011), *Exorbitant Privilege, The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press.
14. Eichengreen B., (2022), *International Reserves after the Russia Sanctions: A Role for Gold?*, World Gold Council.
15. *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, (1999), Oxford University Press (commissioned by Deutsche Bundesbank).
16. Gourinchas P.-O., Jeanne O., (2012), *Global safe assets*, „BIS Working Papers” No. 399, Bank for International Settlements.
17. IMF, (2009), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, Sixth Edition (BPM6), International Monetary Fund.
18. IMF, (2011a), *Assessing Reserve Adequacy*, International Monetary Fund.
19. IMF, (2011b), *Assessing Reserve Adequacy-Supplementary Information*, International Monetary Fund.
20. IMF, (2016), *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations*, International Monetary Fund.
21. IMF, (2021), *Republic Of Poland: 2020 Article IV Consultation*, „Country Report” No. 21/35, International Monetary Fund.
22. IMF, (2023a), *Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism*, Staff Discussion Note, International Monetary Fund.
23. IMF, (2023b), *Republic Of Poland: 2023 Article IV Consultation*, „Country Report” No. 23/189, International Monetary Fund.
24. Irvin D.A., Obstfeld M., (2024), *Floating Exchange Rates at Fifty*, Peterson Institute for International Economics.
25. James H., (2009), *The Creation and destruction of value. The Globalization Cycle*, Harvard University Press.
26. James H., (2012) *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press.
27. James H., (2020), *Making a Modern Central Bank: The Bank of England 1979–2003*, Cambridge University Press.

28. James H., James M., (2024), *The Złoty: A Polish Odyssey 1924–2024*, Narodowy Bank Polski. [publikacja w przygotowaniu, ukaże się pod koniec 2024 r.]
29. Kowalewski P., (2001), *Euro a międzynarodowy system walutowy*, Twigger.
30. Kowalewski P., Skopiec D.A., (2023), *Wzrost znaczenia złota w rezerwach dewizowych banków centralnych gospodarek wschodzących*, „Bank i Kredyt” 54(3).
31. Kowalewski P., Skopiec D.A., (2024), *Price processes in the global gold market*, „Bank i Kredyt” 55(4).
32. Lindert P.H., (1969), *Key Currencies and Gold 1900–1963*, „Princeton Studies in International Finance” No. 24, Princeton University.
33. McDowell D., (2023), *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*, Oxford University Press.
34. McKinnon R.I., (1996), *The Rules of the Game, International Money and Exchange Rates*, The MIT Press.
35. Narodowy Bank Polski (1997–2022), *Raporty roczne z lat 1997–2022*, Narodowy Bank Polski.
36. Nölke A., (2022), *The weaponization of global payment infrastructures: A strategic dilemma*, „Leibniz Institute for Financial Research White Paper” No. 89.
37. Nugee J., (2000), *Foreign Exchange Reserves Management*, „Handbook” No. 19, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
38. Pietrzak E., (1984), *Funt Sterling we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Gdańskiego, Rozprawy i monografie” nr 55.
39. Pietrzak E., (1996), *Wymienialność złotego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca.
40. Pietrzak E., (2000), *System dewizowy w Polsce w latach 1989–1999*, „Bank i Kredyt” nr 4.
41. Polášková I., Komárek L., Škoda M., (2019), *The Contemporary Role of Gold in Central Banks’ Balance Sheets*, Czech National Bank.

42. Skopiec D.A., (2016), *Akumulacja oficjalnych rezerw walutowych jako determinanta stabilności współczesnej gospodarki światowej*, „Studia Ekonomiczne” nr 266/2016, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.
43. Skopiec D.A., (2016), *Znaczenie porozumień swapowych banków centralnych w kreacji oficjalnej płynności międzynarodowej*, „International Business and Global Economy” nr 35/2016.
44. Skopiec D.A., (2017), *Akumulacja rezerw dewizowych we współczesnej gospodarce światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017.
45. Skopiec D.A., (2022), *Rola złota we współczesnym międzynarodowym systemie walutowym i perspektywy jej zwiększenia (w:) System z Bretton Woods i jego dziedzictwo: Od pieniądza złotego do cyfrowego*, red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski i Z. Polański, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
46. WGC, (2021), *A Central Banker’s Guide to Gold as a Reserve Asset*, World Gold Council.
47. WGC, (2023), *The relevance of gold as a strategic asset 2023*, World Gold Council.
48. WGC, (2024a), *Gold Demand Trends: Full Year and Q4 2023*, World Gold Council.
49. WGC, (2024b), *Gold Demand Trends Q2 2024*, World Gold Council.
50. WGC, (2024c), *Central Bank Gold Reserves Survey June 2024*, World Gold Council.
51. Wheatley A., (2013), *The Power of Currencies and Currencies of Power*, The International Institute for Strategic Studies.



Wielcy polscy ekonomiści – Władysław Grabski  
(2022, moneta kolekcjonerska)



W Polskę wierzę – Polska wolna i suwerenna  
(2024, moneta kolekcjonerska)



Polskie banknoty obiegowe – banknot o nominale 10 zł  
(2023, moneta kolekcjonerska)







DLACZEGO  
WAŻNE JEST  
UTRZYMANIE  
PIENIĄDZA  
GOTÓWKOWEGO  
W OBIĘGU?

## Gotówka gwarantem bezpieczeństwa kraju i wolności jednostki

Stopniowe wypieranie gotówki przez cyfrowe systemy płatności pozbawia nas prywatności i anonimowości w transakcjach rynkowych. Zagroza to podstawowym zasadom wolności jednostki. Po wyparciu gotówki rządy i duże instytucje finansowe, w tym ponadnarodowe, będą kontrolować wszelką aktywność człowieka, a podstawowe wartości swobód obywatelskich i wolność jednostki zostaną unicestwione i znajdą się pod całkowitą kontrolą.

Nadmierne wyparcie gotówki z obiegu bardzo zagraża też bezpieczeństwu Polski, i to nie tylko ekonomicznemu. Ataki cybernetyczne na cyfrowe systemy łączności i płatności mogą się zdarzyć w każdej chwili na mniejszą lub większą skalę i o różnym charakterze. Poprzedzają one oczywiście każdą poważną agresję.

Rozważając powyższe, pamiętajmy, że gotówka jest gwarantem bezpieczeństwa kraju i wolności jednostki.

Narodowy Bank Polski obchodzi w tym roku 100-lecie wprowadzenia złotego do obiegu. W tym kontekście chciałbym przypomnieć, jak ważne jest posiadanie własnej waluty oraz utrzymanie pieniądza gotówkowego w obiegu, nie tylko jako czynnika sprzyjającego rozwojowi gospodarstwu, ale również stabilizatora nastrojów społecznych w czasach ogólnoswiatowych kryzysów.

W opinii niektórych ekspertów korzystanie z gotówki odchodzi do lamusa. Nawołują oni do posługiwania się wyłącznie płatnościami bezgotówkowymi. Te same osoby, które wybierają na co dzień płatności bezgotówkowe, w sytuacji zagrożenia wywołanego wybuchem pandemii COVID-19 czy rosyjską inwazją na Ukrainę pierwsze swoje kroki skierowały do bankomatów i oddziałów banków, aby wypłacić gotówkę na wszelki wypadek.

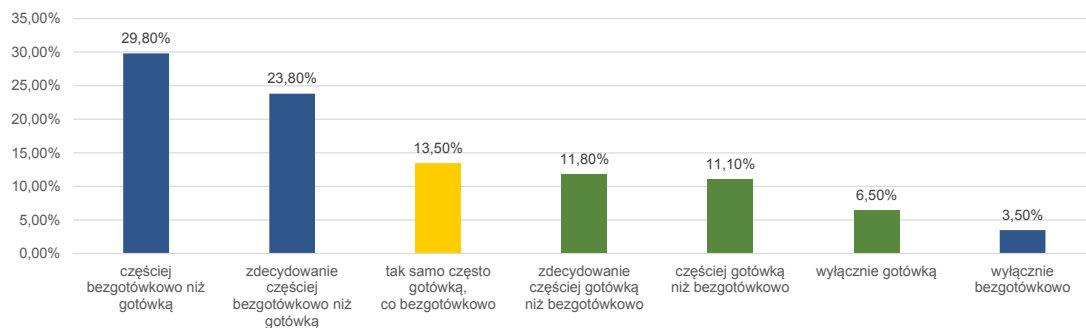
W przestrzeni publicznej pojawiają się także głosy wieszczące rychły koniec gotówki. Chciałbym Państwu wyjaśnić, dlaczego utrzymanie pieniądza gotówkowego w obiegu jest potrzebne, a nawet konieczne dla wszystkich obywateli, również tych, którzy na co dzień gotówką się nie posługują, i dlaczego NBP broni gotówki. Wokół gotówki narasta bowiem wiele mitów, które jako emitent jesteśmy zobowiązani obalić.

Pierwszy mit głosi, że gotówka jest już bliska wycofania z codziennych transakcji płatniczych. W rzeczywistości odsetek osób, które deklarują, że posługują się najczęściej gotówką, utrzymuje się na niezmiennym poziomie od 2019 r. i wynosi, z wyłączeniem lat pandemii, ok. 30%. Jednocześnie wyniki badania zwyczajów płatniczych w Polsce z 2023 r. wskazują, że ok. 60% liczby i 72% wartości płatności zrealizowanych w punktach handlowo-usługowych, urządach oraz między osobami fizycznymi dokonano z użyciem instrumentów bezgotówkowych.

Kto kreuje, wspiera i kontroluje obrót bezgotówkowy? Płatności bezgotówkowe bazują głównie na rozwiązaniach opracowanych przez globalne podmioty dostarczające infrastrukturę płatniczą, organizacje kartowe, a także tzw. gigantów technologicznych produkujących oprogramowanie oraz urządzenia mobilne. Są to firmy spoza Polski, a nawet spoza Europy, więc rodzą się wątpliwości m.in. co do gromadzenia i wykorzystania danych wytworzonych w procesie obsługi płatności. Ponadto podmioty te wraz z bankami mają ogromny wpływ na określanie zasad korzystania z kart płatniczych i związanych z tym opłat. Wpływ banku centralnego na rozwiązania i mechanizmy na rynku

**Wykres 1.**

Jak często posługuje się Pan(i) gotówką?



Źródło: badanie opinii publicznej dotyczące znaków pieniężnych będących w obiegu, wykonane na zlecenie NBP przez Grupę: Agencja Badawcza EDBAD sp. z o.o., Grupę WW sp. z o.o., Instytut Badawczy IPC sp. z o.o., Warszawa, 2024.

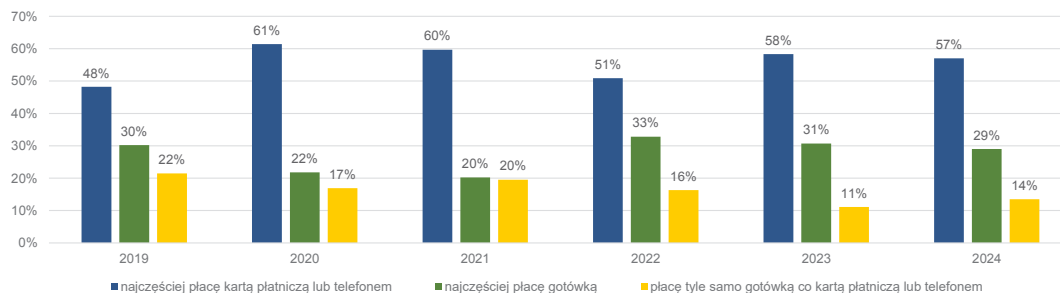
bezugotówkowych usług płatniczych jest ograniczony. Pragnę podkreślić, że powyższe dowodzi dobitnie, że posiadanie własnej waluty oraz możliwość dokonywania tą walutą płatności gotówkowych, które są niezależne od globalnych firm, jest nie tylko zabezpieczeniem na wypadek ewentualnych awarii, ale również warunkiem zachowania stabilności państwa w warunkach kryzysowych.

Dbając o własne interesy, sektor bankowy intensywnie wspiera obrót bezgotówkowy. W tym celu w Polsce powołano Fundację Polska Bezgotówkowa, której zadaniem jest rozbudowa sieci akceptacji instrumentów płatniczych oraz promowanie płatności bezgotówkowych wśród polskich przedsiębiorców i konsumentów. Tymczasem nie podlega dyskusji, że prawidłowo funkcjonujący system płatniczy powinien składać się nie tylko ze sprawnego rynku usług bezgotówkowych, ale także z silnego i stabilnego obrotu gotówkowego, który zapewnia bezpieczeństwo tego systemu, anonimowość użytkowników, łatwość w obsłudze płatności i odporność na wypadek kryzysu. Dlatego z całym naciskiem podkreślę, że, w obliczu tak silnego wsparcia dla obrotu bezgotówkowego, NBP musi dbać o tych, którzy w wyniku postępującej cyfryzacji i promocji instrumentów bezgotówkowych mogą stać się ofiarami wykluczenia finansowego ze względu na swoje przywiązanie do polskiego złotego w formie gotówki.



**Wykres 2.**

Sposoby płatności wybierane przez respondentów 2019–2024



Źródło: opracowanie własne NBP na podstawie wyników badań opinii publicznej (edycje 2019–2024).

Chciałbym także zwrócić uwagę, że korzystając z elektronicznej formy płatności, tracimy naszą anonimowość, udostępniamy informacje o naszych zakupach, a także ryzykujemy, że cyberprzestępcy pozbawią nas zgromadzonych na koncie oszczędności.

Według danych przekazanych do NBP przez banki w sprawozdaniach tylko w I kwartale 2024 r. liczba transakcji oszukańczych przy użyciu bezgotówkowych instrumentów płatniczych wyniosła 105,6 tys., a ich wartość – 165,9 mln zł, podczas gdy w całym 2023 r. ujawniono w Polsce 4,1 tys. sztuk fałszyfikatów znaków pieniężnych, a wskaźnik liczby ujawnionych fałszyfikatów na milion autentycznych znaków pieniężnych w obiegu gotówkowym wyniósł 1,0. Wartość nominalna ujawnionych w 2023 r. fałszyfikatów znaków pieniężnych wyniosła 371 tys. zł.

W 2024 r. kontynuowany jest trend wzrostowy wartości pieniądza gotówkowego w obiegu. Na koniec czerwca 2024 r. wyniosła ona 393,5 mld zł. To znaczy, że podczas mojej kadencji na stanowisku Prezesa NBP wartość gotówki pozostającej poza kasami banku centralnego wzrosła ponad 2-krotnie – o 218,4 mld zł. Mitem jest zatem twierdzenie, że gotówka odchodzi do lamusa, skoro jej wartość w obiegu systematycznie rośnie. Ten ogromny przyrost jest oczywiście efektem wzrostu PKB, ale także świadczy o tym, że obywatele potrzebują gotówki – w celach transakcyjnych, ale także tezauryzacyjnych i przezornościowych.

Proszę pamiętać, że liczba banknotów i monet pozostających w obiegu nie jest wynikiem decyzji Narodowego Banku Polskiego, a jedynie efektem popytu na pieniądź w tej formie zgłaszanego przez uczestników obrotu gospodarczego (tj. osoby fizyczne i podmioty gospodarcze), który za pośrednictwem banków jest zaspokajany przez NBP.

Narodowy Bank Polski zasila banknotami i monetami banki zgodnie z ich zapotrzebowaniem. Za przekazane przez NBP do tych podmiotów banknoty i monety zapłata następuje w formie pieniądza elektronicznego. Tak więc wprowadzanie przez NBP do obiegu banknotów i monet nie powoduje przyrostu wartości pieniądza w gospodarce, a jedynie zamianę jego formy z pieniądza elektronicznego na postać gotówkową. Emitując gotówkę, NBP nie drukuje więc pieniędzy, a jedynie odpowiada na potrzeby rynku.

W przeciwieństwie natomiast do nieprawdziwych informacji o końcu gotówki faktem jest, że podczas wybuchu pandemii COVID-19 i w pierwszych dniach agresji Rosji na Ukrainę gotówka stała się testem zaufania obywateli do polskiego systemu finansowego. Tylko w pierwszych dniach wojny w Ukrainie, tj. od 25 lutego do 7 marca 2022 r., NBP zaspokoił niespotykany wcześniej popyt na pieniądź gotówkowy, realizując zamówienia banków na banknoty i monety o łącznej wartości 42 mld zł, czyli zbliżonej do pobrań w całym I kw. 2021 r. NBP 28 lutego 2022 r. zanotował historyczne pobrania gotówki przez banki osiągające rekordową wartość 12,5 mld zł, tj. 17-krotność średniej dziennej pobrań z 2021 r. Kwota ta jest również 2-krotnie wyższa od wartości gotówki pobranej z NBP w początkowym okresie pandemii COVID-19, odnotowanej 13 marca 2020 r. i wynoszącej 6 mld zł.

Znaczny wzrost popytu na gotówkę w okresie pandemii COVID-19 i w pierwszych dniach wojny w Ukrainie zaobserwowano w wielu krajach. W pierwszym okresie po wybuchu wojny w Ukrainie, nie tylko w Polsce, ale również w innych krajach regionu, odnotowano wzmożony popyt na gotówkę, wynoszący od 3-krotności wcześniejszych średnich dziennych pobrań w Rumunii aż do 25-krotności na Litwie<sup>1</sup>. Podobnie jak w Polsce, po tym wzroście nastąpił powrót gotówki do banków centralnych. Bazując na reakcji rynku obrotu gotówkowego na wydarzenia na terytorium Ukrainy, należy wskazać, że zarówno w Polsce, jak w innych krajach istotnego znaczenia nabrała przezornościowa

---

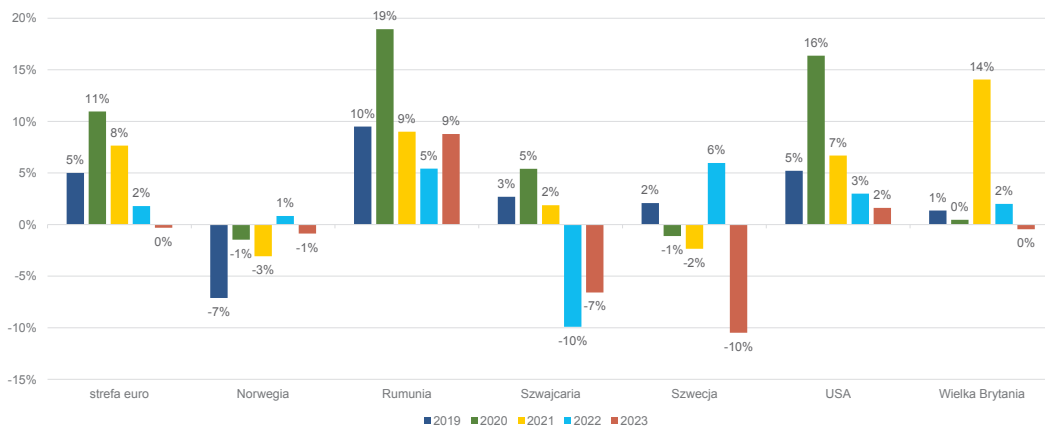
1 W Austrii – 4-krotność, w Czechach – 5-krotność, na Słowacji – 6-krotność, na Węgrzech – 10-krotność, w Polsce – 17-krotność.

funkcja pieniądza, ponieważ daje on posiadaczowi poczucie bezpieczeństwa, szczególnie w sytuacjach kryzysowych.

W 2022 r., tj. w roku agresji Rosji na Ukrainę, przyrost wartości banknotów w obiegu w Polsce wyniósł 3,6% r/r – znacząco więcej niż w strefie euro (1,8%), USA (3,0%), Norwegii (0,8%) czy Szwajcarii (-9,9%). Również po wystąpieniu pandemii koronawirusa w 2020 r. notowane w Polsce przyrosty obiegu były zdecydowanie wyższe niż w innych krajach. Przyrost wartości banknotów w obiegu w 2020 r. w Polsce wyniósł 35%, tj. istotnie więcej niż np. w strefie euro (11%), USA (16,4%), Szwajcarii (5,4%) czy Wielkiej Brytanii (0,5%). Dzieje się tak, gdy popyt na gotówkę gwałtownie rośnie i zmienia się jej przeznaczenie, a zwłaszcza gdy zwiększa się niepewność w gospodarce i pojawiają się obawy np. o brak sprawności i powszechnej dostępności elektronicznych systemów płatniczych oraz możliwości realizowania bezgotówkowych płatności.

**Wykres 3.**

Roczne zmiany wartości banknotów w obiegu w wybranych krajach w latach 2019–2023



Źródło: opracowanie własne NBP na podstawie danych publikowanych przez wybrane banki centralne.

Chciałbym podkreślić, że gotówka odgrywa nadzwyczajną rolę podczas cyberataków na system rozliczeniowy w całym kraju, kiedy zostają sparaliżowane wszystkie formy płatności elektronicznych i operacji bankowych. W takiej sytuacji gotówka wykazuje się największą odpornością i pozwala m.in. kontynuować wymianę handlową, przynajmniej w zakresie podstawowych towarów i usług. Dwie trzecie respondentów badania przeprowadzonego przez NBP przechowuje gotówkę na wszelki wypadek, przy czym blisko 50% spośród nich kwotę powyżej 1 000 złotych.

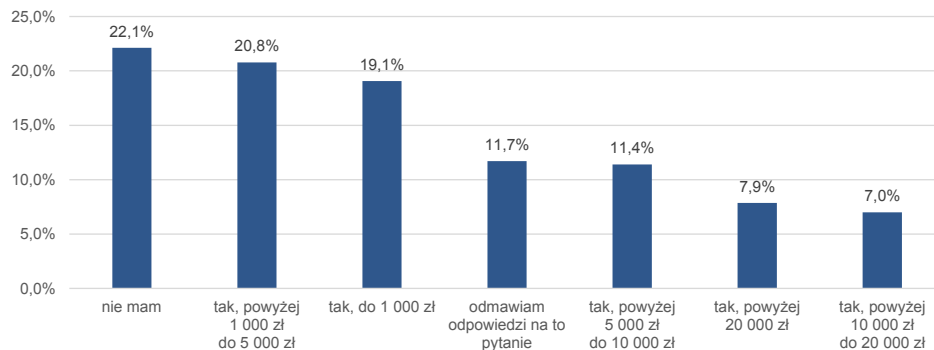
Działania podejmowane przez Narodowy Bank Polski w ostatnich trudnych latach są dowodem na to, że bank centralny rozumie swoją rolę emisyjną i wywiązuje się ze swoich zadań. Pomimo olbrzymiego i gwałtownego wzrostu zapotrzebowania na gotówkę Narodowy Bank Polski realizował w trudnych dla Polski okresach zamówienia banków na pieniądź gotówkowy nieprzerwanie i w pełnej strukturze nominałowej.

Sprostanie temu wyzwaniu było możliwe między innymi dzięki *Narodowej Strategii Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego* przyjętej przez Zarząd NBP w 2021 r., a więc na kwartał przed wystąpieniem szokowego przyrostu popytu na gotówkę. Ten unikalny na skalę europejską dokument ma na celu wzmocnienie bezpieczeństwa obrotu gotówką w Polsce, zapobieganie eliminowaniu gotówki z obrotu gospodarczego, obronę wolności wyboru instrumentów płatniczych oraz wspieranie dalszego zrównoważonego rozwoju rynku obrotu gotówkowego przy zachowaniu wysokiego poziomu jego bezpieczeństwa.

#### Wykres 4.

Czy ma Pan(i) odłożoną gotówkę na tak zwany „wszelki wypadek”

(czyli na wypadek poważnego kryzysu, jakiejś klęski naturalnej albo katastrofy)?



Źródło: badanie opinii publicznej dotyczące znaków pieniężnych będących w obiegu, wykonane na zlecenie NBP przez Grupę Agencja Badawcza EDBAD sp. z o.o., Grupę WW sp. z o.o., Instytut Badawczy IPC sp. z o.o., Warszawa, 2024.

W ramach *Strategii* realizowane są działania z obszarów: dostępności i akceptacji gotówki, płynnego zaopatrywania w gotówkę, cyberbezpieczeństwa systemów informatycznych wykorzystywanych w procesach zaopatrywania w gotówkę oraz bezpieczeństwa fizycznego gotówki. *Narodowa Strategia Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego* została opracowana przy współudziale Rady do spraw obrotu gotówkowego – organu opiniodawczo-doradczego powołanego przy Zarządzie NBP w lutym 2019 r., reprezentującego przedstawicieli rynku oraz regulatorów.

NBP od lat intensywnie pracuje nad ograniczeniem kosztów emisji znaków pieniężnych. Wykazaliśmy się dużą zapobiegliwością, zmieniając stop średnich nominałów monet w 2020 r., wprowadzając banknot o nominale 500 zł w 2017 r. oraz pierwszą maszynę do zamiany monet w Oddziałach Okręgowych NBP w 2019 r., jeszcze przed pandemią COVID-19. Dzięki tym działaniom zaoszczędziliśmy w następnych latach łącznie ok. 400 mln złotych.

Zgromadzenie wysokiej wartości zapasów znaków pieniężnych, usprawnienie i automatyzacja procesów w NBP oraz zmiana regulacji procesów na rynku spowodowała, że kiedy nadeszły kryzysy, byliśmy na nie przygotowani.

Podstawowym kanałem dostępu do gotówki w Polsce pozostają bankomaty, uzupełniają je oddziały banków z obsługą kasową oraz placówki Poczty Polskiej SA. Liczba tradycyjnych punktów dostępu do gotówki, wprawdzie powoli, ale spada. Sieć dostępu do gotówki uzupełnia usługa tzw. wypłaty sklepowej (*cash back*).

Wyniki przeprowadzonego przez NBP badania wskazują, że przyjęte w *Narodowej Strategii Bezpieczeństwa Obrotu Gotówkowego* kryterium dostępności gotówki<sup>2</sup> jest spełnione. Według stanu na 15 grudnia 2023 r., uwzględniającego sieci punktów dostępu, ok. 86% respondentów ma dostęp do punktu dostępu do gotówki w odległości nie większej niż 5 km od miejsca zamieszkania. Z kolei dostęp do gotówki w odległości do 10 km od miejsca zamieszkania ma ponad 98% respondentów.

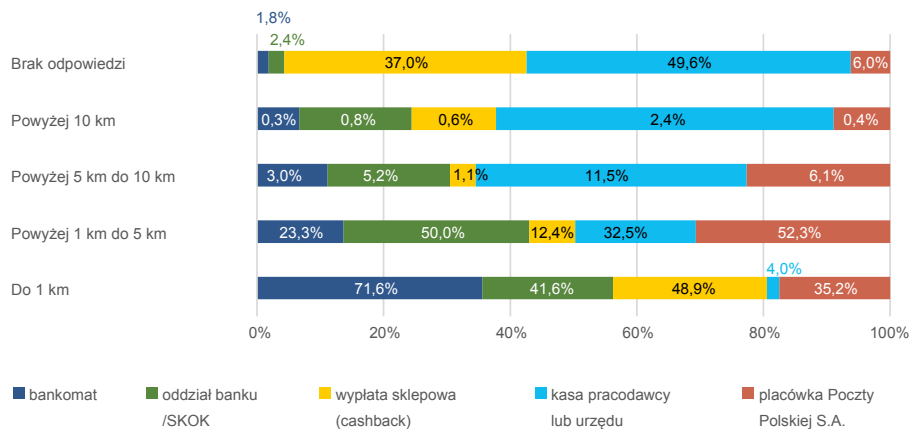
Wyniki te zostały potwierdzone w badaniu opinii publicznej z 2024 r. Odpowiedzi ankietowanych wskazują, że blisko 95% z nich ma dostęp do bankomatu w odległości 5 km od miejsca zamieszkania. W 2024 r. respondenci dobrze oceniali dostępność punktów dostępu do gotówki: dostęp do bankomatu jako zadowalający lub raczej zadowalający oceniło 92% respondentów, a dostęp do placówki bankowej – blisko 80% respondentów.

---

<sup>2</sup> Zapewnienie 90% populacji w Polsce dostępu do najbliższego oddziału banku z obsługą kasową lub bankomatu w odległości nie większej niż 10 km.

**Wykres 5.**

Proszę wskazać, jaka odległość dzieli Pana(-ią) od najbliższego miejsca dostępu do gotówki z Pana(-i) miejsca zamieszkania?



Źródło: badanie opinii publicznej dotyczące znaków pieniężnych będących w obiegu, wykonane na zlecenie NBP przez Grupę: Agencja Badawcza EDBAD sp. z o.o., Grupę WW sp. z o.o., Instytut Badawczy IPC sp. z o.o., Warszawa, 2024.

W dobie rozwoju bezgotówkowych transakcji płatniczych w wielu krajach dostrzeżono potrzebę zadbania o akceptację i dostępność gotówki. W Polsce, z inicjatywy NBP, został wprowadzony ustawowy obowiązek akceptacji gotówki. W strefie euro prowadzone są prace legislacyjne mające na celu zwiększenie roli banknotów i monet euro jako prawnego środka płatniczego oraz zapewnienie akceptacji i dostępu do gotówki. Działania mające na celu ochronę gotówki są podejmowane również w Irlandii czy w Holandii. W Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej w czerwcu 2023 r. ponownie złożono w Kongresie projekt ustawy w sprawie wyboru środka płatniczego.

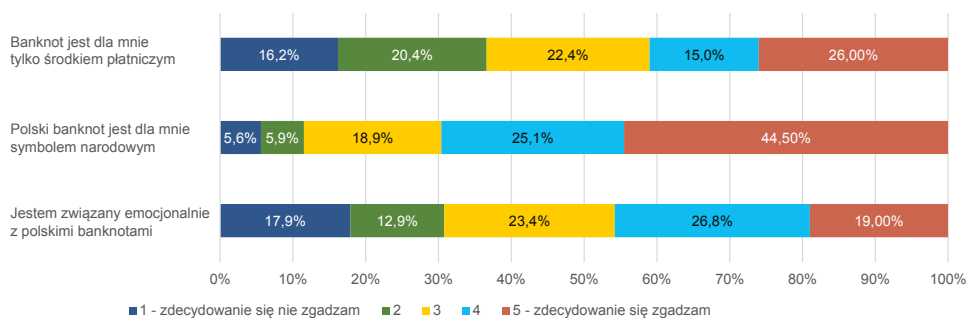
W niektórych krajach dostępność gotówki jest już uregulowana prawnie. Na przykład w Szwecji, która słynie z płatności bezgotówkowych, od stycznia 2021 r. obowiązują przepisy obligujące największe banki w Szwecji, świadczące konsumentom usługi prowadzenia rachunków płatniczych z podstawowymi funkcjami, do zapewnienia możliwości wypłaty gotówki z tych rachunków,

tj. miejsc wypłaty gotówki w odpowiedniej liczbie na terenie całego kraju. W Wielkiej Brytanii, poprzez wprowadzone w 2023 r. zmiany w ustawie o usługach finansowych i rynkach kapitałowych, Parlament wzmocnił ramy prawne dla Financial Conduct Authority (FCA), organu odpowiedzialnego za nadzоровanie i regulowanie firm oferujących obywatelom Wielkiej Brytanii wszelkiego rodzaju usługi finansowe. W konsekwencji FCA zaproponowała nowe zasady, aby zapewnić racjonalny dostęp do gotówki dla klientów indywidualnych i firmowych w całym Zjednoczonym Królestwie.

W niektórych krajach w celu poprawy dostępu klientów do gotówki prowadzone są inicjatywy bazujące na współpracy pomiędzy interesariuszami rynku i regulatorami, np. w formule porozumień. W Belgii wiosną 2023 r. zostało zawarte kolejne porozumienie w zakresie dostępu do bankomatów pomiędzy rządem federalnym Belgii a belgijskim sektorem usług finansowych. Z kolei w w Holandii w kwietniu 2022 r. interesariusze branży płatności zgodzili się na zawarcie pięcioletniego porozumienia gotówkowego (*Cash Covenant*), w którym ustalono dobrowolne działania mające na celu poprawę jakości usług gotówkowych.

### Wykres 6.

Proszę oznaczyć na skali od 1 do 5, na ile zgadza się Pan(i) z następującymi stwierdzeniami



Źródło: badanie opinii publicznej dotyczące znaków pieniężnych będących w obiegu, wykonane na zlecenie NBP przez Grupę: Agencja Badawcza EDBAD sp. z o.o., Grupę WW sp. z o.o., Instytut Badawczy IPC sp. z o.o., Warszawa, 2024.

W tych trudnych czasach, kiedy za naszą wschodnią granicą trwa wojna z rosyjskim agresorem, naszym wspólnym obowiązkiem jest utrzymywanie bezpieczeństwa pieniądza gotówkowego w obiegu. Blisko 70% Polaków uważa polskiego złotego za symbol narodowy. Ten symbol nas jednoczy, daje stabilizację i poczucie bezpieczeństwa. Dlatego jako Prezes Narodowego Banku Polskiego zawsze będę bronił gotówki jako dobra narodowego. Ceńmy to, na co tak ciężko pracowali nasi przodkowie, dając nam sto lat temu naszą narodową walutę. Pamiętajmy, że odpowiedni poziom gotówki w obiegu jest fundamentalną gwarancją wolności jednostki i warunkuje bezpieczeństwo ekonomiczne Polski.



100.  
ROZNIKA WPROWADZENIA  
ZŁOTEGO DO OBIEGU

1924–2024



*Polski złoty jest jednym  
z fundamentów dobrobytu  
i wolności Polaków.*

PROF. ADAM GLAPIŃSKI  
PREZES NBP



STULECIE UTWORZENIA  
BANKU POLSKIEGO SA  
I WPROWADZENIA  
ZŁOTEGO DO OBIEGU