

Jolanta Kosman

Michał M. Kosman¹

Polityka Narodowego Banku Polskiego w zakresie stóp procentowych wobec pierwszej fali pandemii COVID-19

STRESZCZENIE Celem artykułu jest omówienie zarysu polityki Narodowego Banku Polskiego, przede wszystkim w zakresie stóp procentowych, w reakcji na pandemię COVID-19 w przedziale czasowym od marca do sierpnia 2020 r., tj. w okresie pierwszej fali pandemii. Ponadto przybliżone zostały działania polskich władz, znane jako tarcze antykryzysowe. Dokonano także porównania stóp procentowych ustalanych przez banki centralne innych państw, zwłaszcza wysoko rozwiniętych. W tekście posłużono się odpowiednimi metodami badawczymi: statystyczną, komparatystyczną i analizą instytucjonalno-prawną.

SŁOWA KLUCZOWE Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, COVID-19, pandemia, kryzys gospodarczy, stopy procentowe, Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny

W lutym 2020 r. do opinii publicznej w Polsce zaczęły docierać informacje o rozprzestrzenianiu się w Chinach epidemii niebezpiecznej odmiany koronawirusa, atakującej głównie drogi oddechowe, pochłaniającej wiele ofiar śmiertelnych. Wkrótce zaczęto informować o licznych zachorowaniach na COVID-19 we Włoszech i kolejnych państwach zachodniej Europy. W Polsce pierwsze oficjalne przypadki odnotowano na początku marca 2020 r., niebawem pojawiły się kolejne, początkowo liczone w dziesiątkach, później w setkach, a następnie

¹ Dr Jolanta Kosman, Uniwersytet Kazimierza Wielkiego w Bydgoszczy, Instytut Matematyki, e-mail: jolak@ukw.edu.pl, ORCID: 0000-0001-8712-2315; dr hab. Michał Kosman, prof. uczelni, Uniwersytet Kazimierza Wielkiego w Bydgoszczy, Wydział Nauk o Polityce i Administracji, e-mail: m.kosman@ukw.edu.pl, ORCID: 0000-0002-1966-9658.

tysiącach zakażonych. Władze polskie w reakcji na pandemię zaczęły wprowadzać szereg obostrzeń prowadzących do ograniczenia kontaktów społecznych, mających na celu zmniejszenie tempa rozprzestrzeniania się wirusa. Ich skutki dotknęły jednakże w ogromnym stopniu gospodarkę, prowadząc do znacznego ograniczenia działalności wielu branż, szczególnie handlowej, usługowej oraz transportowej. Czasowe zamknięcie większości sklepów, restauracji i innych placówek musiało odbić się na ich kondycji finansowej, często prowadząc na skraj bankructwa, jak alarmowali przedsiębiorcy.

W związku z problemami w gospodarce wywołanymi pandemią jeszcze w pierwszej połowie marca 2020 r. rząd ogłosił pakiet działań określanych jako tarcza antykryzysowa. Jednocześnie szereg kroków podjął Narodowy Bank Polski (NBP), a wśród nich decyzje dotyczące obniżek stóp procentowych. Celem artykułu jest prześledzenie powyższych posunięć, zwłaszcza w zakresie zmiany stóp procentowych i ich porównanie z analogicznymi działaniami w wybranych państwach Unii Europejskiej i Stanach Zjednoczonych. Przedział czasowy mieści się pomiędzy marcem a sierpniem 2020 r., czyli okresem, który zazwyczaj definiowany był jako pierwsza fala pandemii (choć pojawiały się także opinie, że w zasadzie nie skończyła się ona w sierpniu, jednak – nie wdając się w dywagacje natury medycznej – jest faktem, że jesienią nastąpił gwałtowny przyrost wykrytych zakażeń, co można określić jako drugą falę). Dla celów opracowania wykorzystano przede wszystkim analizę instytucjonalno-prawną oraz metodę statystyczną i komparatystyczną.

* * *

Pojawianie się banków centralnych na świecie było konsekwencją wprowadzania do obiegu banknotów, których emisja stała się początkowo głównym zadaniem powyższych instytucji. Banki emisyjne, otrzymując monopol na wydruk papierowego pieniądza, miały z czasem stawać się właśnie bankami centralnymi. Zaczęły one powstawać już w drugiej połowie XVII w. (aczkolwiek ich korzeni poszukuje się niekiedy nawet w okresie schyłkowego średniowiecza, zob. Roberds & Velde, 2016). Pionierem był bank centralny utworzony w 1668 r. w Szwecji (Riskens Ständers Bank), jednak – jak podają William Roberds i François R. Velde – emisję banknotów zaczął on dopiero w 1701 r. (Roberds & Velde, 2016, s. 34). Nieco później, bowiem w 1694 r., taka instytucja powstała w Anglii (Ruśkowski, 2018, s. 72). Niemniej jednak dopiero w XIX w. nastąpił rozkwit tego typu bankowości – u schyłku tego stulecia

i na początku XX w. banki centralne powoli stawały się normą w ówczesnych państwach (Niczyporuk & Talecka, 2011, s. 125). W 1900 r. było ich 18, pół wieku później 59, zaś z końcem XX w. ich liczba wzrosła do 172 (Giannini, 2011, s. XX).

Korzenie Narodowego Banku Polskiego sięgają okresu zaborów, gdy w 1828 r. na mocy dekretu cara Mikołaja I powołano do życia Bank Polski (aczkolwiek warto odnotować, że już w 1763 r. Stanisław Konarski proponował utworzenie narodowego banku). Jego autonomia jednak ulegała ograniczeniom po powstaniach listopadowym i styczniowym. W grudniu 1916 r. na ziemiach zaboru rosyjskiego zajętych przez siły niemieckie podjęta została decyzja o utworzeniu Polskiej Krajowej Kasy Pożyczkowej. Została ona upoważniona m.in. do emisji waluty znanej jako marka polska. Z chwilą odzyskania niepodległości wspomniana instytucja została przejęta przez polskie władze i kontynuowała swą działalność. Do jej najważniejszych dokonań należy zaliczyć ujednoczenie systemu monetarnego w warunkach istnienia różnych walut odziedziczonych po zaborcach. Kika lat później – w 1924 r. w jej miejsce utworzono Bank Polski o charakterze spółki akcyjnej. W latach II wojny światowej jego siedzibę przeniesiono do Paryża, a następnie Londynu. Niemieckie władze okupacyjne z kolei utworzyły Bank Emisyjny na ziemiach Generalnej Gubernii. U schyłku II wojny światowej – 15 stycznia 1945 r. – mocą dekretu komunistycznego Rządu Tymczasowego powołany został Narodowy Bank Polski. Jego zadania były dostosowane do wymogów gospodarki centralnie sterowanej, dopiero w drugiej połowie lat 80. zaczęły następować poważniejsze zmiany w strukturze polskiej bankowości. Reformy ustrojowe z przełomu lat 80. i 90. XX w. nie ominęły sektora bankowego i samego NBP, przekształcając go w typowy dla gospodarki rynkowej bank centralny (Myślak, 2013, s. 18–44). Jego obecna pozycja ustrojowa została określona w Konstytucji z dnia 2 kwietnia 1997 r. oraz ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim.

Pod koniec 2019 r. opinię publiczną zelektryzowały pierwsze informacje o pojawieniu się w chińskim mieście Wuhan nowej odzwierzęcej choroby, atakującej głównie układ oddechowy. Wkrótce odnotowano pierwsze potwierdzone przypadki w Europie. Szczególnie dramatycznie brzmiały doniesienia o ogromnej liczbie zachorowań i ofiar we Włoszech, a następnie w innych państwach. W Polsce pierwsze zachorowanie na COVID-19 odnotowano na początku marca 2020 r. Wystąpienie zakażeń na terenie Polski skutkowało wprowadzeniem, począwszy od marca 2020 r., licznych ograniczeń w kontaktach społecznych i gospodarce. Jako podstawa prawna posłużyła ustawa

o zapobieganiu oraz zwalczaniu zakażeń i chorób zakaźnych u ludzi z dnia 5 grudnia 2008 r. (*Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r.*) oraz uchwalona już 2 marca 2020 r. ustawa o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (*Ustawa z dnia 2 marca 2020 r.*). 12 marca 2020 r. zawieszono zajęcia w szkołach, uczelniach, żłobkach i placówkach oświatowych. Dzień później rząd wprowadził znaczne ograniczenia w funkcjonowaniu centrów i galerii handlowych, wydano zakaz zgromadzeń powyżej 50 osób, spożywania posiłków w restauracjach, zamknięto baseny, kluby fitness, muzea, biblioteki, kina i kluby taneczne. Ponadto przyjęto pewne ograniczenia w przemieszczaniu się. 13 marca 2020 r. ogłoszono rozporządzenie ograniczające możliwość przekraczania granic Polski (*Rozporządzenie Ministra Spraw Wewnętrznych i Administracji z dnia 13 marca 2020 r.*). Kilka dni później ukazało się rozporządzenie o nauczaniu szkolnym na odległość za pomocą środków komunikacji elektronicznej (*Rozporządzenie Ministra Edukacji Narodowej z dnia 20 marca 2020 r.*). Tego samego dnia wprowadzono dalsze ograniczenia w zakresie przemieszczania się oraz m.in. obowiązek dwutygodniowej kwarantanny po wjeździe na terytorium Polski (*Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r.*). Wspomniane akty prawne były w następnych tygodniach i miesiącach uzupełniane. Kolejne ograniczenia wprowadzono jeszcze w marcu oraz na początku kwietnia – m.in. zawieszenie działalności salonów fryzjerskich, kosmetycznych oraz zamknięcie hoteli i innych miejsc noclegowych. Z kolei znoszenie ograniczeń w kontaktach międzyludzkich i odmrażanie gospodarki następowało stopniowo, podzielone było na kolejne etapy począwszy od 20 kwietnia 2020 r. i trwało aż do czerwca 2020 r.

Wszystkie kroki ograniczające rozprzestrzenianie się choroby COVID-19 powodowały jednocześnie negatywne skutki dla gospodarki i budżetów gospodarstw domowych. W związku z tym polskie władze 18 marca 2020 r. zapowiedziały zestaw działań określanych jako tarcza antykryzysowa, zmierzających do wsparcia podmiotów dotkniętych skutkami kryzysu spowodowanego pandemią. Zgodnie z ówczesną wypowiedzią premiera Mateusza Morawieckiego wydatki w ramach wspomnianej tarczy miały wynieść około 212 mld zł, według następującego schematu: bezpieczeństwo pracowników – 30 mld zł, finansowanie przedsiębiorstw – 74 mld zł, ochrona zdrowia – 7,5 mld zł, wzmocnienie systemu finansowego – 70,3 mld zł, inwestycje publiczne – 30 mld zł. Wśród najważniejszych rozwiązań przewidywano: dopłaty do wynagrodzeń

pracowników (połowa wynagrodzenia, przy limicie 40% średniego wynagrodzenia z 2019 r.), przesunięcie o trzy miesiące płatności składek na ZUS, wypłata z ZUS jednorazowego świadczenia w wysokości około 2 tys. zł brutto dla osób samozatrudnionych lub zatrudnionych w ramach umów cywilnoprawnych, mikropożyczki do 5 tys. zł dla przedsiębiorców i inne (*Premier, 2020*). Stosunkowo szybko, bo już 31 marca 2020 r. uchwalone zostały ustawy w ramach zapowiedzianego pakietu antykryzysowego, m.in. ustawa zmieniająca wspomnianą wcześniej ustawę antycovidową z 2 marca 2020 r. (*Ustawa z dnia 31 marca 2020 r.*). Kolejne zapowiedzi wsparcia przedsiębiorstw pojawiły się w wypowiedzi premiera z 8 kwietnia 2020 r. Pod hasłem tarczy finansowej dla firm zawarte było wsparcie w wysokości około 100 mld zł. Stosowne pule pieniędzy przeznaczono dla firm w zależności od liczby zatrudnianych pracowników, tj. 75 mld zł dla firm zatrudniających do 250 osób i 25 mld zł dla przedsiębiorstw powyżej tej liczby pracowników (*Tarcza finansowa, 2020*). Przytoczone zapowiedzi wkrótce przybrały kształt ustawy przewidującej wsparcie dla przedsiębiorców (*Ustawa z dnia 16 kwietnia 2020 r.*). Dalsze warianty tarczy antykryzysowej odzwierciedlały kolejne ustawy (*Ustawa z dnia 14 maja 2020 r.; Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r.*).

Do działań związanych z łagodzeniem negatywnych skutków pandemii dla gospodarki i gospodarstw domowych na wczesnym etapie włączył się Narodowy Bank Polski. W sensie prawnym zakotwiczony jest on w art. 227 Konstytucji RP, który potwierdza jego status jako centralnego banku państwa (*Konstytucja, art. 227*). Z kolei ustawa o NBP z 1997 r. jako jego główne zadanie wskazuje „utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP” (*Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r.*). Innymi słowy, najważniejszym celem NBP jest utrzymanie inflacji pod kontrolą. W uzupełnieniu tego wątku dodajmy, że Rada Polityki Pieniężnej (RPP) podjęła decyzję o wdrożeniu tzw. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, której realizacja nastąpiła od 1999 r. Reguły polityki finansowej w tamtym okresie zostały zawarte w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999–2003* oraz *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*. Na początku 2004 r. wprowadzono tzw. zasadę celu ciągłego, czyli osiąganego na bieżąco, a nie tylko na koniec danego roku. Ustalono jego wysokość na poziomie 2,5% z dopuszczalnymi odchyleniami wynoszącymi +/- 1 punkt procentowy (Polański, 2012, s. 159). Zasada ta pozostaje aktualna do dziś.

Narodowy Bank Polski w reakcji na pandemię COVID-19 podjął szereg działań zmierzających do ograniczenia niepożądanych zjawisk w gospodarce i systemie finansowym. Należy zaznaczyć, że podstawowym instrumentem NBP pozwalającym wpływać na gospodarkę jest możliwość ustalania wysokości stóp procentowych, które przekładają się przede wszystkim na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach (tym samym popyt), koniunkturę gospodarczą, poziom inflacji, jak również kurs walutowy. Rozmiary niniejszego opracowania nie pozwalają na szczegółowe omówienie powyższych mechanizmów, ograniczmy się zatem do wyjaśnienia absolutnego minimum, użytecznego dla naszych rozważań: obniżka stóp procentowych, przy pozostałych warunkach stałych, z reguły prowadzi do spadku oprocentowania kredytów i depozytów w bankach, wzrostu popytu i aktywności gospodarczej, deprecjacji kursu walutowego oraz wzrostu inflacji. Odwrotne zjawiska następują w przypadku podwyższenia stóp procentowych (na temat wpływu polityki banków centralnych w zakresie kształtowania stóp procentowych na powyższe zjawiska zob. Polański, 2012, s. 135–139 oraz *Mechanizm transmisji*, 2020). Zaakcentujmy, że w reakcji na pandemię wprowadzono działania od lat niepraktykowane, a w niektórych przypadkach nigdy wcześniej niestosowane przez polski bank centralny. Jednakże zdaniem większości członków RPP bieżąca sytuacja dyktowała taką konieczność. Narodowy Bank Polski zastosował niekonwencjonalne działania i poluzował politykę pieniężną na bardzo dużą skalę. Poniżej zostaną przedstawione kluczowe decyzje NBP według porządku chronologicznego.

Pierwsze posiedzenie RPP, na którym podjęto istotne decyzje, nastąpiło stosunkowo wcześniej, bowiem już 17 marca 2020 r., czyli kilkanaście dni po potwierdzeniu pierwszego oficjalnego przypadku zachorowania na COVID-19 w Polsce (4 marca 2020 r.) i wprowadzeniu przez rząd pierwszych ograniczeń. Odnotujmy, że w lutym 2020 r. inflacja w Polsce znajdowała się na stosunkowo wysokim poziomie, tj. wynosiła 4,7%, jednak jak wynikało z przebiegu dyskusji na wspomnianym posiedzeniu, większość członków RPP przewidywała znaczny jej spadek, poniżej celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%, m.in. z uwagi na duże spadki cen wielu surowców, przede wszystkim ropy naftowej. Prognozy dotyczące spadku inflacji oraz znacznego pogorszenia sytuacji gospodarczej w Polsce i na świecie wpłynęły na podjęcie przez RPP decyzji o obniżeniu stóp procentowych. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała przede wszystkim

o obniżeniu stopy referencyjnej² z 1,5% do poziomu 1%, stopę lombardową³ ustalono na poziomie 1,5% (obniżając ją o 1 punkt procentowy), zaś stopa depozytowa⁴ pozostała na niezmiennym poziomie 0,5%. Ponadto podjęto również decyzję o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej⁵ z 3,5% do poziomu zaledwie 0,5%, tym samym istotnie zwiększając możliwości kredytowe banków komercyjnych i spółdzielczych (*Uchwała nr 1/2020; Uchwała nr 2/2020*). Odnotujemy, że stopa rezerwy obowiązkowej utrzymywała się w Polsce na poziomie 3,5% przez ponad dziewięć lat, dokładnie od 31 grudnia 2010 r. (dane wieloletnie zob.: *Statystyka i sprawozdawczość*, 2020). Kolejne nadzwyczajne posiedzenie RPP odbyło się 8 kwietnia 2020 r. Zapadły na nim m.in. decyzje o obniżkach każdej ze stóp: referencyjnej, depozytowej i lombardowej o 0,5 pkt proc. (*Uchwała nr 4/2020*). Następnie, na posiedzeniu RPP 28 maja 2020 r. zdecydowano o kolejnych obniżkach stóp procentowych. Po serii trzech obniżek ostatecznie główna stopa procentowa NBP, to jest stopa referencyjna, wynosiła 0,1%, stopa depozytowa 0%, zaś stopa lombardowa 0,5% (*Uchwała nr 7/2020*). Pokreślmy, że już przed pandemią stopy procentowe NBP były na rekordowo niskich poziomach, a okres ich utrzymywania na niezmiennym poziomie był najdłuższy w historii – wartości stóp nie były zmieniane przez RPP przez pięć lat (*Podstawowe stopy...*).

Odnotujemy także, że na posiedzeniach RPP w dniach 17 marca, 8 kwietnia i 28 maja 2020 r. zadeklarowano – opierając się na *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2020* – iż NBP będzie wspierał sektor bankowy, stosując operacje zasilające banki w płynność m.in. poprzez transakcje repo, tj. skupowanie przez bank centralny papierów wartościowych od banków komercyjnych z zobowiązaniem ich odsprzedaży w określonym terminie po określonej cenie (definicja operacji repo: Polański, 2012, s. 142). Jednocześnie RPP zapowiedziała dokonywanie zakupów obligacji skarbowych na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku oraz oferowanie bankom kredytu

² Stopa referencyjna jest ustalana na posiedzeniach RPP i określona jest jako minimalna stopa podstawowych operacji otwartego rynku – obecnie siedmiodniowych bonów pieniężnych emitowanych przez NBP (zob. Szpunar, 2012, s. 232).

³ Stopa lombardowa jest stopą procentową, po której banki komercyjne mogą zaciągać jednodniowe pożyczki w banku centralnym pod zastaw papierów wartościowych (zob. Dynus & Prewysz-Kwinto, 2005, s. 10).

⁴ Stopa depozytowa określa poziom oprocentowania jednodniowych depozytów, które w banku centralnym mogą składać banki komercyjne (zob. Dynus & Prewysz-Kwinto, 2005, s. 11).

⁵ Rezerwy obowiązkowe to część środków banków, którą są one zobowiązane przetrzymywać na rachunkach w banku centralnym (zob. Polański, 2012, s. 138).

wekslowego na refinansowanie nowych kredytów udzielanych przez banki przedsiębiorcom (*Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.*; *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020 r.*; *Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r.*). Wszystkie zapowiedziane przez RPP działania zostały szybko wdrożone, szczegółowe informacje na ten temat można odnaleźć w licznych komunikatach zamieszczonych na stronie NBP (*Komunikaty NBP*). Dowiadujemy się z nich m.in., że pierwszą operacją repo NBP przeprowadził już 16 marca 2020 r. Ponadto z podsumowaniem działań NBP w zakresie łagodzenia negatywnych skutków wywołanych przez pandemię można zapoznać się między innymi w wywiadach udzielanych mediom przez prezesa NBP Adama Glapińskiego. I tak z tekstu, który został opublikowany w *Dzienniku Gazecie Prawnej* 20 kwietnia 2020 r., dowiadujemy się m.in. o finansowej skali tej działalności: „Do dnia dzisiejszego NBP przeprowadził cztery operacje skupu skarbowych papierów wartościowych na rynku wtórnym (19, 23, 26 marca oraz 16 kwietnia 2020 r.), w efekcie zasilając banki na kwotę prawie 55 mld zł” (*NBP łagodzi*, 2020). Z późniejszych wypowiedzi Prezesa NBP, opublikowanych w *Dzienniku Gazecie Prawnej* 18 września 2020 r. możemy również uzyskać informację, że „NBP nabył aktywa o wartości ponad 109 mld zł – licząc w cenach zakupu. W wyniku tych operacji istotnie wzrosła płynność sektora bankowego” (Glapiński, 2020). Ponadto z przywołanego kwietniowego tekstu wynika, że „NBP wprowadził po raz pierwszy od początku transformacji program skupu aktywów finansowych, kupując obligacje Skarbu Państwa na rynku wtórnym w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku” (*NBP łagodzi*, 2020). W tym miejscu należy podkreślić, że NBP nie może bezpośrednio finansować podmiotów sektora publicznego, skupować ich obligacji na rynku pierwotnym czy też udzielać im kredytu. Byłoby to niezgodne z polskim porządkiem prawnym – artykuł 220 Konstytucji RP zabrania bowiem pokrywania deficytu budżetowego poprzez zaciąganie zobowiązań z NBP (*Konstytucja*).

Działania podjęte przez NBP nie odbiegały od kroków podejmowanych przez inne banki centralne w dobie rozkręcającej się pandemii. Znaczne luzowanie polityki pieniężnej było ogólną tendencją. Amerykańska Rezerwa Federalna (Fed) rozpoczęła skup aktywów i obniżyła stopy procentowe niemal do zera. Zbliżone kroki podjął Europejski Bank Centralny (EBC), zasilając banki w płynność. Dodajmy jednak, że EBC nie podjął decyzji o obniżce stóp procentowych, gdyż jeszcze przed pandemią główna stopa procentowa EBC wynosiła 0%, a stopa depozytowa była ujemna (-0,5%). Jednakże wiele innych

banków centralnych, które posiadały przestrzeń do obniżek, znacząco obniżyło stopy procentowe, w tym także do poziomów bliskich zera (*Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r.*).

Dla uzupełnienia porównajmy teraz wartości głównych stóp procentowych wybranych banków centralnych, opierając się na danych z października 2020 r. (*Stopa procentowa*, 2020). Bez wątplenia zwraca uwagę znaczna ich rozpiętość: od stóp ujemnych obowiązujących w Szwajcarii, Danii czy Japonii aż po przekraczające 30% w Zimbabwie (35%), Argentynie (36%) czy stojącej na czele tej listy Wenezueli (38,76%), pogrążonej w potężnym kryzysie gospodarczym i politycznym jeszcze przed pandemią (Goćłowska-Bolek, 2019). W Europie stopy procentowe banków centralnych były zazwyczaj niskie. Najwyższa główna stopa procentowa obowiązywała na Białorusi (7,75%), zaś spośród państw Unii Europejskiej najwyższy poziom głównej stopy procentowej banku centralnego notowano w Chorwacji (2,5%). W reakcji na pandemię wiele banków centralnych zareagowało bardzo szybko i w podobny sposób, obniżając główne stopy procentowe do najniższych poziomów w historii, także bliskich 0%. Takie działania podjęła w Stanach Zjednoczonych Rezerwa Federalna (Fed), która w kolejnych krokach, począwszy od 4 marca 2020 r., obniżyła główną stopę procentową do poziomu 0,25%. Podobny poziom stóp procentowych obowiązywał w USA w latach 2008–2015, co było reakcją Fed na globalny kryzys finansowy z 2008 r. Jak już wcześniej podkreślano, także polski bank centralny obniżył, w trzech krokach, główną stopę procentową łącznie o 1,4 punktu procentowego, do najniższego w historii poziomu 0,1%. Analogicznie zareagował Narodowy Bank Czech, obniżając główną stopę procentową na trzech kolejnych posiedzeniach (17 marca, 27 marca i 11 maja 2020 r.), łącznie o 2 punkty procentowe, do poziomu 0,25% (*How has the CNB*). Ponadto spośród wysoko rozwiniętych państw, na obniżki stóp procentowych do poziomów bliskich 0% zdecydowały się m.in. Bank Anglii, Bank Rezerwy Australii czy Bank Kanady (Frączyk, 2020). W państwach, w których przed pandemią główne stopy procentowe banków centralnych były ujemne (Szwajcaria, Dania, Japonia) lub wynosiły 0% (państwa strefy euro, Bułgaria, Szwecja), banki centralne pozostawiły je na niezmiennych poziomach. Zwraca uwagę fakt, że żaden bank centralny w państwach, w których przed pandemią obowiązywały główne stopy procentowe banków centralnych na nieujemnym poziomie, nie zdecydował się na wprowadzenie stóp ujemnych. W takiej sytuacji znalazł się np. EBC, utrzymujący od kilku lat główną stopę procentową na poziomie 0%. Oznaczało to, że jedynym praktycznym orężem w arsenale

EBC stał się dodruk pieniędzy, wynoszący ok. 120 mld euro miesięcznie (dane z marca 2020 r.) (Frączyk, 2020). Dodajmy, że wprowadzanie przez banki centralne stóp ujemnych przez wielu ekspertów zaliczane jest do działań bardzo kontrowersyjnych. Część państw deklarowała jednoznacznie, że nie zdecyduje się na ujemne stopy, jak np. amerykański Fed (Powell, 2020).

Kolejny istotny wątek wiąże się z analizą zagrożeń dla systemu finansowego w obliczu pandemii (stabilność systemu finansowego może być definiowana jako sytuacja, w której system finansowy realizuje swoje funkcje w sposób skuteczny i nieprzerwany, nawet w przypadku pojawienia się poważnych zaburzeń w gospodarce). Ważne informacje i prognozy na ten temat pojawiły się w opublikowanym przez NBP w czerwcu 2020 r. dokumencie zatytułowanym *Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19*. Jedną z diagnoz mówiła o ryzyku ograniczenia dostępności kredytów z uwagi na prawdopodobne problemy z obsługą długów, co w efekcie miało negatywnie wpłynąć na gospodarkę i system finansowy. Jako remedium łagodzące te negatywne zjawiska miałyby służyć odpowiednie działania osłowne, zmniejszające ryzyko ograniczenia dostępności kredytów (tzw. *credit crunch*). Sprowadzałyby się one do wsparcia finansowego dla obywateli i przedsiębiorstw oraz poluzowania polityki pieniężnej NBP. Jednym z kluczowych narzędzi miało stać się obniżenie stóp procentowych w celu zmniejszenia zagrożenia dla wypłacalności gospodarstw domowych i firm, a w konsekwencji strat kredytowych banków. Do istotnych czynników wywołujących zakłócenia w gospodarce zaliczono także skalę i czas ograniczeń w kontaktach społecznych. Zwrócono uwagę na kredyty mieszkaniowe, w tym kredyty hipoteczne w walutach obcych, akcentując negatywny wpływ deprecjacji złotego na kondycję finansową kredytobiorców. Oprócz kredytów hipotecznych szczególnie znaczenie przypisano kredytom dla przedsiębiorców, stanowiącym – jak wskazywały dane – około jednej trzeciej portfela kredytowego banków. Ponadto stwierdzono, że skala inwestycji sektora bankowego w obligacje skarbowe i obligacje gwarantowane przez skarb państwa pogłębiała wzajemne uzależnienie pomiędzy państwem (rządem) a sektorem bankowym. Powstało zatem zagrożenie, iż spadek zdolności do spłaty kredytów zagrozi bankom, a tym samym stabilności finansów państwa z uwagi na możliwą niewydolność systemu gwarancji depozytów. W związku z powyższym wśród rekomendacji NBP znalazły się „wakacje kredytowe” (czasowe zawieszenie spłaty rat kredytu) dla kredytobiorców bądź restrukturyzacja zadłużenia.

Dodajmy w tym miejscu, że czasową karencję w spłacie długów na okres 3–6 miesięcy bardzo szybko zaoferowała większość polskich banków (część jeszcze w kwietniu, ale większość w maju 2020 r.). Wprowadzenie takiej ulgi dla kredytobiorców rekomendował Związek Banków Polskich (ZBP). W komunikacie ZBP z 16 marca 2020 r. zadeklarowano, że banki ułatwią odroczenie spłaty rat kredytów mieszkaniowych, konsumpcyjnych i kredytów dla przedsiębiorców udzielonych kredytobiorcom, których sytuacja finansowa pogorszyła się na skutek pandemii (*Komunikat ZBP*, 2020). Ponadto w uchwalonej w czerwcu 2020 r. tarczy antykryzysowej również znalazł się zapis o trzymiesięcznych wakacjach kredytowych dla kredytobiorców, ale skorzystać z tej formy wsparcia mogły wyłącznie osoby, które straciły pracę lub inne główne źródło dochodu po 13 marca 2020 r. (Kostrzewski, 2000). Wakacje kredytowe były dużym wsparciem dla tych kredytobiorców, którzy nagle, z dnia na dzień, tracili znaczną część, a wielokrotnie także całe swoje dochody. Z drugiej strony trzeba pamiętać, że wakacje kredytowe to rozwiązanie tylko na krótki okres, przesunięcie zobowiązań w czasie. Dla wielu zadłużonych przedsiębiorców i gospodarstw domowych obniżenie rat kredytów, wynikające z obniżki stóp procentowych NBP, było kolejnym, istotnym elementem pomocy.

Niebagatelny zagadnieniem w naszych analizach jest oddziaływanie poziomu stóp procentowych NBP na oprocentowanie kredytów i pożyczek w bankach. Stopa referencyjna NBP ma kluczowy wpływ na poziom rynkowych stóp procentowych i w konsekwencji na oprocentowanie kredytów i pożyczek w bankach. Bardzo istotne w tym kontekście są również poziomy stopy depozytowej i stopy lombardowej, które wyznaczają przedział (tzw. korytarz) wahań stóp procentowych na międzybankowym rynku pieniężnym. Jedną z ważnych konsekwencji obniżek stóp procentowych NBP – stopy referencyjnej, depozytowej i lombardowej – były obniżki wskaźnika WIBOR (*Warsaw Interbank Offered Rate*), czyli ustalonej codziennie rocznej stopy procentowej, po jakiej banki komercyjne skłonne są udzielać pożyczek innym bankom na polskim rynku pieniężnym (Dynus & Prewysz-Kwinto, 2005, s. 13; Dziawgo, 2007, s. 18). Dodajmy, że w zależności od terminów, na jakie udzielane są pożyczki na rynku międzybankowym, wyróżnia się różne rodzaje stawek WIBOR, w szczególności WIBOR 3M, który dotyczy pożyczki trzymiesięcznej oraz WIBOR 6M – sześciomiesięcznej (Szpunar, 2012, s. 212).

Stawka WIBOR ma istotny wpływ na wysokość rat kredytów ze zmienną stopą procentową, gdyż to właśnie ona jest często wykorzystywana przez banki komercyjne i spółdzielcze jako zmienny parametr oprocentowania kredytu czy

pożyczki (Dynus & Prewysz-Kwinto, 2005, s. 14). Banki w Polsce dla kredytów w złotych, w tym kredytów mieszkaniowych, stosują jako parametr zazwyczaj WIBOR 3M albo WIBOR 6M. Stopy procentowe kredytów i pożyczek bankowych w Polsce według zmiennej stopy procentowej określane są zwykle jako suma stałej marży banku i zmiennej stawki WIBOR (Dziawgo, 2007, s. 18). Potwierdzają to również aktualnie obowiązujące oferty oprocentowania wielu kredytów i pożyczek, w tym kredytów mieszkaniowych, zamieszczone na stronach banków.

Obniżka stopy referencyjnej łącznie o 1,4 punktu procentowego w okresie od marca do końca maja 2020 r. pociągnęła za sobą podobną skalę obniżek stawek WIBOR 3M i 6M (*Archiwum notowań...*). Przełożyło się to na obniżenie rat kredytów. Uzupełnijmy, że zgodnie z danymi z omawianego wcześniej raportu (*Raport o stabilności, 2020, s. 73*) obniżenie stóp procentowych przez RPP przyniosło przeciętne obniżenie raty kredytu o około 10–15%.

Uzupełnijmy, że jeszcze 1 stycznia 2016 r. nastąpiło wejście w życie nowych przepisów dotyczących sposobu naliczania i wysokości odsetek ustawowych, wprowadzonych ustawą z dnia 9 października 2015 r. o zmianie ustawy o terminach zapłaty w transakcjach handlowych, ustawy – Kodeks cywilny oraz niektórych innych ustaw (*Ustawa z dnia 9 października 2015 r.*). W Kodeksie cywilnym w art. 359 określono, że maksymalne oprocentowanie odsetek wynikających z czynności prawnej w Polsce jest zgodne ze wzorem: $2 \times$ (stopa referencyjna NBP + 3,5 punktów procentowych) (*Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r.*). W związku z tym, po trzech obniżkach stopy referencyjnej, z 1,5% do 0,1%, od 29 maja 2020 r. maksymalne oprocentowanie kredytów i pożyczek w polskich bankach wynosiło 7,2% (przed 17 marca 2020 r. było to 10%). Zaznaczmy jednak, że w przypadku nowych kredytów straty z tytułu niższego oprocentowania banki mogą zrekompensować sobie wyższą prowizją.

Podkreślając pozytywne aspekty niskich stóp procentowych dla kredytobiorców, musimy zwrócić uwagę także na zagrożenia związane z kredytami o zmiennej stopie, którymi są w zdecydowanej większości kredyty mieszkaniowe z długim okresem spłaty. Ryzyko to dotyczy szczególnie kredytów zaciąganych w czasie, gdy stopy procentowe osiągnęły już rekordowo niskie poziomy. Jeżeli stopy procentowe zostaną znacznie podniesione, wówczas oczywiście również raty kredytów istotnie wzrosną i w związku z tym mogą pojawić się problemy ze spłatą takiego zadłużenia.

Przeanalizujemy na przykładzie konkretnego kredytu mieszkaniowego o zmiennej stopie, jak podniesienie stopy procentowej o jeden punkt

procentowy przełoży się na wysokość raty i całkowity koszt tego kredytu. Załóżmy że, kredytobiorcy pozostało jeszcze do spłaty 400 tys. zł przez okres 25 lat. Kredyt ten spłacany jest w równych miesięcznych ratach, a stopa procentowa wynosi 3% w skali roku (jako suma zmiennej stawki WIBOR 3M i stałej marży). Jeżeli stopa procentowa wzrośnie do poziomu 4% w skali roku, w wyniku podniesienia stawki WIBOR 3M o jeden punkt procentowy, to wówczas rata wynosząca początkowo 1896,85 zł będzie wyższa o 214,5 zł (obliczenia własne z zastosowaniem funkcji finansowej PMT w arkuszu kalkulacyjnym Excel), czyli aż o ponad 10%, zaś całkowity koszt kredytu wzrośnie o ponad 64 tys. zł w stosunku do pierwotnie naliczonego przy rocznej stopie wynoszącej 3%. Przykład ten obrazuje, z jakim ryzykiem dla kredytów o zmiennej stopie wiążą się podwyżki stóp procentowych.

Podkreślmy także, iż znaczące obniżki stóp oraz zakup przez NBP na rynku wtórnym obligacji skarbowych oraz obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa przełożyły się także pośrednio na stan finansów państwa. W efekcie działań podjętych przez NBP nastąpił istotny spadek rentowności obligacji skarbowych, a to spowodowało obniżenie kosztów obsługi długu publicznego (*Wywiad Prezesa NBP*, 2021). Jednocześnie znaczne obniżki oprocentowania lokat bankowych, jako konsekwencja obniżek stóp procentowych NBP, wpłynęły m.in. na duży wzrost zainteresowania nabywców indywidualnych skarbowymi obligacjami oszczędnościowymi. Dzięki temu państwo po niskiej cenie mogło pożyczyć więcej pieniędzy od obywateli. Analizując przedstawione przez Ministerstwo Finansów dane dotyczące wyników sprzedaży skarbowych obligacji oszczędnościowych za okres od początku 2019 r. do końca 2020 r., zauważamy wzrost ich sprzedaży od kwietnia 2020 r. Każdego miesiąca 2019 r. kwoty sprzedaży skarbowych obligacji oszczędnościowych mieściły się w przedziale od 980 mln (luty 2019 r.) zł do niespełna 2 mld (październik 2019 r.). W kwietniu 2020 r. sprzedaż była rekordowa i osiągnęła wartość prawie 5,5 mld zł (*Wyniki sprzedaży*, 2020). Na potwierdzenie możemy przytoczyć również dane całoroczne: sprzedaż skarbowych obligacji oszczędnościowych za cały rok 2019 wyniosła 17,29 mld zł (Zatoński, 2020), natomiast w 2020 r. aż 28,4 mld zł, co oznaczało wzrost sprzedaży o 64% (*Rekordowa sprzedaż*, 2021).

Nie można także pominąć zagrożeń i negatywnych konsekwencji, które wynikają z rekordowo niskich stóp procentowych. Obniżenie stóp procentowych NBP jest bardzo niekorzystne dla osób posiadających nadwyżki finansowe ulokowane w bankach. Bardzo niskie, często bliskie zera nominalne

stopy procentowe depozytów bankowych, po uwzględnieniu inflacji i podatku od dochodów kapitałowych powodują, że realne stopy procentowe depozytów bankowych są ujemne. Dla przykładu, jak wynika z wyliczeń Expandera (na podstawie danych Eurostatu i banków centralnych), w lipcu 2020 r. realne oprocentowanie lokat w Polsce wynoszące -3,38 proc. było najniższe w całej UE (*Mamy najniższe...*, 2020). Odnotujmy także, że korzyści, jakie z obniżki stóp procentowych do bardzo niskich poziomów odniosło wielu kredytobiorców, wpłynęły negatywnie na wyniki i stabilność finansową banków komercyjnych i spółdzielczych. Od początku pandemii rosła liczba banków odnotowujących mniejsze zyski bądź straty (Słomski, 2020). Potwierdzają to także dane publikowane przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) (*Dane miesięczne sektora*, 2020). Zdaniem ekspertów, szczególnie niebezpieczne było to w przypadku małych banków, które jeszcze przed pandemią zmagaly się z kłopotami (Rudke, 2020).

Wróćmy teraz do ryzyka wzrostu wysokości rat związanego z kredytami o zmiennej stopie, którymi są w zdecydowanej większości kredyty mieszkaniowe. Na zagrożenie to zwracała uwagę również KNF. W wydanym w maju 2021 r. komunikacie znalazło się ostrzeżenie przed ryzykiem wzrostu stopy procentowej kredytów o zmiennym oprocentowaniu (*Ryzyko...*). KNF prowadziła również kampanię społeczną, nagłaśniając to realne zagrożenie dla kredytobiorców (*Kampanie...*). Dodajmy, że w 2021 r. Polacy zaciągali coraz więcej kredytów mieszkaniowych, na coraz wyższe kwoty (*Newsletter*, 2021). Przyczyniły się do tego przede wszystkim nisko oprocentowane kredyty i depozyty w bankach, wynikające z bardzo niskich stóp procentowych NBP, oraz rosnące ceny mieszkań.

Uzupełnijmy, że niskie stopy procentowe wraz z operacjami walutowymi prowadzonymi przez NBP wpłynęły na osłabienie złotego. Polska waluta straciła na wartości przede wszystkim w stosunku do dolara, euro i franka szwajcarskiego, co – jak wiadomo – wywiera istotny wpływ na eksport i import. Niski kurs polskiego złotego jest korzystny dla eksporterów i tym samym przyczynia się do wzrostu gospodarczego, ale z drugiej strony skutkuje wzrostem cen towarów importowanych, a wśród nich przede wszystkim cen paliw, to z kolei jest jednym z czynników wzrostu inflacji. Nie można także pominąć faktu, że deprecjacja złotego jest niekorzystna dla kredytobiorców, którzy spłacają długi w walucie obcej. Dodajmy na koniec tego wątku, że niskie stopy procentowe przyczyniają się do wzrostu konsumpcji, która powiązana jest z inflacją. Duży popyt jest jednym z czynników wpływających na wzrost

cen. Z drugiej strony wysoka inflacja oraz bardzo nisko oprocentowane kredyty i depozyty w bankach skutkują zwiększeniem konsumpcji, co jest korzystne dla budżetu państwa.

* * *

Dokonując podsumowania i oceny, podkreśliśmy, że pomoc wyasygnowana przez polski rząd w ramach tarczy antykryzysowej niewątpliwie stanowiła ważny element łagodzenia negatywnych ekonomicznych skutków pandemii dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Należy przy tym zauważyć, że oceny niektórych ekspertów co do faktycznych rozmiarów tarczy antykryzysowej różniły się z szacunkami Ministerstwa Rozwoju, Pracy i Technologii (15% PKB *versus* 11,3% PKB) (Słomski, 2020). Mnożyły się wątpliwości, m.in. jaka kwota w ramach tarczy trafi *de facto* do przedsiębiorców i pracowników czy też dotyczące dostępności i łatwości uzyskania środków pomocowych (Szymański, 2020). Niemniej jednak dzięki pomocy państwa utrzymano wiele miejsc pracy. Na skutek pandemii bezrobocie w Polsce wzrosło, jednak skalę tego wzrostu można uznać za relatywnie niską w obliczu poważnego kryzysu gospodarczego, z jakim zmierzyła się Polska i cały świat oraz zestawiając ją z innymi państwami UE. W styczniu 2020 r. stopa bezrobocia w Polsce wynosiła 5,5%, w kwietniu wzrosła do 5,8%, od czerwca utrzymywała się na poziomie 6,1%, a najwyższy poziom 6,2% osiągnęła w grudniu (*Stopa bezrobocia rejestrowanego*, 2020). Utrzymanie bezrobocia na stosunkowo niewysokim poziomie w dużej mierze jest efektem tarcz antykryzysowych wprowadzonych przez rząd. Nie można jednak przy tym zapominać, że wprowadzone działania osłonowe zostały okupione ogromnym wzrostem wydatków i długu publicznego. Długi te będą spłacać obywatele i przedsiębiorstwa także poprzez podwyższone lub nowe podatki bądź opłaty.

Jeszcze w trakcie trwania pierwszej fali pandemii w Polsce pojawiały się wypowiedzi ekspertów, którzy ostrzegali przed ryzykiem wysokiej inflacji, powyżej celu NBP. Podkreślano również, że tzw. pusty pieniądz, trafiający na rynek poprzez tarcze antykryzysowe może być czynnikiem napędzającym wzrost cen towarów i usług (*Inflacja w latach...*, 2020). Pieniądz emitowany przez NBP w dużej mierze nie miał swojego odpowiednika w gospodarce, biorąc pod uwagę znaczny spadek PKB, jaki nastąpił w 2020 r., szczególnie w drugim kwartale, tuż po wybuchu pandemii (*Wstępny szacunek*, 2020).

Przewidywania te się sprawdziły. Inflacja w Polsce w 2020 r. wyniosła 3,4% rok do roku, czyli była istotnie wyższa od celu inflacyjnego NBP wynoszącego 2,5%. Podkreślimy, że był to najwyższy wynik od ośmiu lat, gdy w 2012 r. inflacja była równa 3,7% (*Roczne wskaźniki...*). Od kwietnia 2021 r. inflacja nie tylko przekraczała znacznie cel inflacyjny NBP, ale co więcej, była wyższa od górnej granicy dopuszczalnego przedziału jej wahań wynoszącej 3,5% (kwiecień – 4,3%, maj – 4,7%, czerwiec – 4,4%, lipiec – 5,0%, sierpień aż 5,5% – inflacja rok do roku podana w stosunku do analogicznego miesiąca 2020 r.) (*Wykres*). Dodajmy, że tak wysokie poziomy inflacji, powyżej 5%, były osiągnięte w Polsce ostatnio 20 lat temu, w 2001 r. (*Roczne wskaźniki...*). Coraz większy problem stanowiła, co podkreślał m.in. były prezes NBP Marek Belka, spirala płacowo-cenowa (*Belka o inflacji, 2021*). Istotny wzrost dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych w połączeniu z coraz lepszą sytuacją gospodarczą, szczególnie od drugiego kwartału 2021 r., co potwierdzają publikowane przez GUS wskaźniki makroekonomiczne opisujące podstawowe tendencje rozwoju społeczno-gospodarczego Polski (*Wskaźniki makroekonomiczne*), dawały podstawy do stopniowego podnoszenia stóp procentowych NBP jeszcze w 2021 r. Dodajmy, że Polska miała w omawianym okresie jedną z najwyższych inflacji spośród wszystkich krajów UE. Węgry, które także należały do grona liderów w tej klasyfikacji, od czerwca do sierpnia 2021 r. w trzech krokach podniosły główną stopę procentową o 0,9 punktu proc., podobnie bank centralny Czech w tym okresie dokonał podwyżki głównej stopy procentowej łącznie o 0,75 punktu proc. Uzupełnijmy, że jednak wiele głównych banków centralnych na świecie, pomimo istotnie większej dynamiki cen (np. inflacja w sierpniu 2021 r. w USA wynosiła 5,3%, zaś w Niemczech osiągnęła poziom 3,9% rok do roku) (*Inflacja – lista krajów*) i coraz lepszych perspektyw dla gospodarki utrzymywało, podobnie jak NBP, stopy procentowe na bardzo niskich, bliskich zera poziomach (dane z września 2021 r.: *Stopa procentowa – lista...*). Zauważmy przy tym, że inflacja w Polsce, która uderza w konsumentów, jest w pewnym sensie korzystna dla finansów państwa. Wyższa inflacja zwiększa wpływy do budżetu państwa, gdyż podatki są naliczane od wyższych cen towarów i usług. Istotny wzrost inflacji wynikał w znacznej mierze z dużego popytu, w tym efektu odłożonego popytu, przy jednoczesnych problemach podażowych, jak również rosnących cen paliw i żywności na świecie oraz podwyżek cen energii elektrycznej, czyli czynników, które nie zależą od działań podejmowanych przez NBP. Ponadto niewiadomą stanowiła siła oddziaływania przewidywanych kolejnych fal pandemii w Polsce na dalszą

sytuację gospodarczą kraju. Wszystko to mogło mieć wpływ na niepodjęcie przez RPP (do chwili ukończenia tego artykułu) decyzji o podwyżkach stóp procentowych. Na koniec przypomnimy jednak ustawę o NBP, która jednoznacznie wyznacza podstawowy cel działalności NBP jako „utrzymaniu stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Reasumując, decyzje RPP z 2020 r. o obniżkach stóp procentowych w reakcji na pandemię COVID-19 generalnie można ocenić jako uzasadnione. W podobny sposób zareagowało wiele banków centralnych na świecie. Znaczna część z nich obniżyła stopy procentowe, analogicznie do postanowień NBP, do historycznie najniższych poziomów, oczywiście pod warunkiem że posiadały przestrzeń do takich obniżek. Decyzje RPP o obniżeniu stóp procentowych przyczyniły się do złagodzenia i ograniczenia negatywnych skutków pandemii dla wielu zadłużonych gospodarstw domowych i przedsiębiorców, były korzystne dla gospodarki oraz budżetu państwa. Niskie stopy procentowe pomagały wyjść gospodarce z kryzysu, przyczyniały się do wzrostu konsumpcji i inwestycji, a w konsekwencji wspomagały wzrost gospodarczy, szczególnie po zniesieniu obostrzeń związanych z kolejnymi falami pandemii. Obniżanie stóp procentowych w reakcji na kryzysy gospodarcze to standardowy instrument stosowany przez banki centralne. Z instrumentu tego NBP korzystał także m.in. w reakcji na kryzys z lat 2008–2009 – od listopada 2008 r. do czerwca 2009 r. RPP obniżyła stopę referencyjną z poziomu 6% do wówczas rekordowo niskiego poziomu 3,5% (*Podstawowe stopy...*). Dodajmy, że inflacja w 2008 r. wynosiła 4,2%, a w 2009 r. 3,5%, czyli wyraźnie przekraczała cel inflacyjny NBP (*Wskaźniki...*). Oczywiście rekordowo niskie stopy procentowe, utrzymywane przez trzy kwartały 2021 r., pomimo wysokiej inflacji, miały również skutki negatywne – przede wszystkim przyczyniły się do dalszego wzrostu inflacji. Wysoka inflacja jest szczególnie niekorzystna dla osób najuboższych, stwarza problemy dla gospodarstw domowych i przedsiębiorców. W związku z tym bardzo istotną kwestią jest pytanie kiedy, do jakich poziomów i w jakim tempie RPP będzie podwyższała stopy procentowe w reakcji na coraz wyższą inflację, zdecydowanie przekraczającą cel inflacyjny NBP. Ostateczne oceny działań rządu i NBP będą wymagały jednak dłuższej perspektywy czasowej.

Bibliografia

- Archiwum notowań ciągłych według depozytów. *Money.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.money.pl/pieniadze/depozyty/zlotowearch/> [dostęp: 25.09.2021].
- Dane miesięczne sektora bankowego według stanu na 31 sierpnia 2020 r. *Urząd Komisji Nadzoru Finansowego*. Pobrano z lokalizacji: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/2020_08_Sektor%20bankowy_PL.pdf [dostęp: 23.09.2021].
- Dynus, M., Prewysz-Kwinto, P. (2005). *Matematyka finansowa*. Toruń: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania.
- Dziawgo, D. (2007). *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*. Warszawa: Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.
- Frączyk, J. (2020, 16 marca). Banki centralne mają coraz mniej amunicji. Walka z koronawirusem się zaostrza. *Business Insider*. Pobrano z lokalizacji: <https://businessinsider.com.pl/finanse/zerowe-stopy-procentowe-czy-banki-centralne-moga-zrobic-wiecej/8z75yx2> [dostęp: 11.09.2021].
- Giannini, C. (2011). *The Age of Central Banks*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Glapiński, A. (2020, 18 września). Gospodarka nadal potrzebuje wsparcia ze strony polityki pieniężnej NBP. *Dziennik Gazeta Prawna*. Pobrano z lokalizacji: <https://finanse.gazeta-prawna.pl/artykuly/1491246,gospodarka-nadal-potrzuje-wsparcia-ze-strony-polityki-pienieznej-nbp.html> [dostęp: 19.09.2021].
- Gocłowska-Bolek, J. (red.) (2019). Kryzys w Wenezueli. *Raport OAP UW, 1. Ośrodek Analiz Politologicznych UW*. Pobrano z lokalizacji: <http://oapuw.pl/wp-content/uploads/2019/06/Raport-Kryzys-w-Wenezueli-OAP-UW.pdf> [dostęp: 27.08.2021].
- How has the CNB two-week repo rate changed over time? *Czech National Bank*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.cnb.cz/en/faq/How-has-the-CNB-two-week-repo-rate-changed-over-time/> [dostęp: 22.09.2021].
- Belka o inflacji: Rząd cieszy się z uruchomienia spirali płacowo-cenowej. To analfabetyzm gospodarczy. (2021). *Tokfm.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.tokfm.pl/Tokfm/7,103090,27518153,belka-o-inflacji-rzad-cieszy-sie-z-uruchomienia-spirali.html> [dostęp: 27.09.2021].
- Inflacja – lista krajów. *Trading Economics*. Pobrano z lokalizacji: <https://pl.tradingeconomics.com/country-list/inflation-rate> [dostęp: 29.09.2021].
- Kampanie społeczne – ryzyko stopy procentowej. *KNF*. Pobrano z lokalizacji: https://www.knf.gov.pl/dla_konsumenta/kampanie_spoeczne/ryzyko_stopy_procentowej [dostęp: 30.09.2021].
- Mamy najniższe w UE realne oprocentowanie lokat. (2020). *Expander*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.expander.pl/mamy-najnizsze-w-ue-realne-oprocentowanie-lokat/> [dostęp: 29.09.2021].
- Newsletter kredytowy BIK – najnowsze dane o sprzedaży kredytów w Polsce. (2021). *Biuro Informacji Kredytowej*. Pobrano z lokalizacji: <https://media.bik.pl/informacje-prasowe/689020/newsletter-kredytowy-bik-najnowsze-dane-o-sprzedazy-kredytow-w-polsce-2021-08-23> [dostęp: 2.09.2021].
- Polska – wskaźniki makroekonomiczne. *GUS*. Pobrano z lokalizacji: <https://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne> [dostęp: 27.09.2021].

- Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych od 1950 roku. GUS. Pobrano z lokalizacji: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/roczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych> [dostęp: 24.09.2021].
- Ryzyko stopy procentowej zobowiązań kredytowych. UKNF. Pobrano z lokalizacji: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_UKNF_dot_ryzyka_stop_procentowych_73678.pdf [dostęp: 30.09.2021].
- Wykres CPI. GUS. Pobrano z lokalizacji: <https://stat.gov.pl/wykres/1.html> [dostęp: 28.09.2021].
- Inflacja w latach 2020–2022. Polska z największym wzrostem cen w Unii Europejskiej.* (2020, 6 listopada). Pobrano z lokalizacji: <https://www.polsatnews.pl/wiadomosc/2020-11-06/inflacja-w-latach-2020-22-polska-z-najwiekszym-wzrostem-cen-w-unii-europejskiej/> [dostęp: 27.09.2021].
- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 17 marca 2020 r. (2020). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_03_17.pdf [dostęp: 22.08.2021].
- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r. (2020). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_05_28.pdf [dostęp: 25.08.2021].
- Komunikaty NBP (2020). Pobrano z lokalizacji: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/koronawirus/index.html> [dostęp: 11.08.2021].
- Informacja po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w dniu 8 kwietnia 2020 r. (2020). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/files/rpp_2020_04_08.pdf [dostęp: 16.08.2021].
- Komunikat ZBP w sprawie działań pomocowych podejmowanych przez banki w związku z pandemią koronawirusa COVID 19. (2020, 16 marca). *Związek Banków Polskich*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.zbp.pl/Aktualnosci/Wydarzenia/Komunikat-ZBP-w-sprawie-dzialan-pomocowych-podejmowanych-przez-banki> [dostęp: 27.08.2021].
- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (1997). *Dziennik Ustaw*, 78, poz. 483.
- Koronawirus: Tarcza 2.0 – opinie ekspertów. (2020, 23 kwietnia). *Rzeczpospolita*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.rp.pl/Firma/304239868-Koronawirus-Tarcza-20---opinie-ekspertow.html> [dostęp: 28.07.2021].
- Kostrzewski, L. (2000, 2 czerwca). Tarcza antykryzysowa 4.0. Rząd wprowadza nowe wakacje kredytowe. *Gazeta Wyborcza*. Pobrano z lokalizacji: <https://wyborcza.biz/biznes/7,147582,25976826,rzad-wprowadza-wakacje-kredytowe.html> [dostęp: 27.09.2021].
- Mechanizm transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Stan wiedzy w 2019 roku. (2020). *Materiały i Studia*, 337.
- Mysłak, E. (2013). *Narodowy Bank Polski w systemie ustrojowym Rzeczypospolitej Polskiej*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- NBP łagodzi skutki pandemii i utrzymuje stabilność polskiego pieniądza. NBP. Pobrano z lokalizacji: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/koronawirus/index.html> [dostęp: 23.09.2021].
- Niczyporuk, P., Talecka, A. (2011). *Bankowość. Podstawowe zagadnienia*. Białystok: Temida 2.

- Opis dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej w dniu 28 maja 2020 r. (2020). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/polityka_pieniezna/dokumenty/minutes/mi_v2020.pdf [dostęp: 30.08.2021].
- Podstawowe stopy procentowe NBP w latach 1998–2020*. (2020). *NBP*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy_archiwum.htm [dostęp: 22.08.2021].
- Polański, Z. (2012). *Polityka pieniężna*. W: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Powell: Nie rozważamy ujemnych stóp. (2020, 13 maja). *Rzeczpospolita*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.rp.pl/Gospodarka/305139898-Powell-Nie-rozwazamy-ujemnych-stop.html> [dostęp: 19.09.2021].
- Premier: Tarcza antykryzysowa pomoże przedsiębiorcom i pracownikom. (2020, 18 marca). Pobrano z lokalizacji: <https://www.premier.gov.pl/wydarzenia/aktualnosci/premier-tarcza-antykryzysowa-pomoze-przedsiębiorcom-i-pracownikom.html> [dostęp: 29.07.2021].
- Projekcje inflacji i PKB – listopad 2020. *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/dokumenty/projekcja_inflacji.html [dostęp: 4.08.2021].
- Raport o stabilności systemu finansowego. Wydanie specjalne: skutki pandemii COVID-19. (2020, czerwiec). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf062020.pdf> [dostęp: 19.09.2021].
- Rekordowa sprzedaż obligacji oszczędnościowych. (2021, 15 stycznia). *Interia.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://biznes.interia.pl/finanse/news-rekordowa-sprzedaz-obligacji-oszczednosciowych,nId,4988514> [dostęp: 28.09.2021].
- Roberds, W., Velde, F.R. (2016). *The Descent of Central Banks (1400–1815)*. W: M.D. Bordo, Ø. Eitheim, M. Flandreau, J.F. Qvigstad (red.), *Central Banks at a Crossroads. What Can We learn from History?* (s. 18–61). New York: Cambridge University Press.
- Rozporządzenie Ministra Edukacji Narodowej z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie szczególnych rozwiązań w okresie czasowego ograniczenia funkcjonowania jednostek systemu oświaty w związku z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19. (2020, 20 marca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 493.
- Rozporządzenie Ministra Spraw Wewnętrznych i Administracji z dnia 13 marca 2020 r. w sprawie czasowego zawieszenia lub ograniczenia ruchu granicznego na określonych przejściach granicznych. (2020, 13 marca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 345.
- Rozporządzenie Ministra Zdrowia z dnia 20 marca 2020 r. w sprawie ogłoszenia na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej stanu epidemii. (2020, 20 marca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 491.
- Rudke, M. (2020, 6 października). Coraz więcej banków pod kreską. Najslabsi nie przetrwają. *Rzeczpospolita*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.rp.pl/Banki/310069873-Coraz-wiecej-bankow-pod-kreska-Najslabsi-nie-przetrwaja.html> [dostęp: 2.09.2021].
- Ruśkowski, E. (2018). *Finanse publiczne i prawo finansowe. Instrumenty prawnofinansowe i warunki ich stosowania*. Białystok: Temida 2.
- Słomski, D. (2020, 5 października). Coraz więcej banków bez zysków. Łączne straty przekraczają miliard złotych. *Money.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.money.pl/gielda/coraz-wiecej-bankow-bez-zyskow-laczne-straty-przekraczaja-miliard-zlotych-6561328072022912a.html> [dostęp: 6.09.2021].

- Słomski, D. (2020, 14 maja). Tarcza antykryzysowa ma być skuteczna, a nie największa. Jak wypadamy na tle Europy? *Money.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.money.pl/gospodarka/tarcza-antykryzysowa-ma-byc-skuteczna-a-nie-najwieksza-jak-wypadamy-na-tle-europy-6510015743489665a.html> [dostęp: 8.09.2021].
- Statystyka i sprawozdawczość. Instrumenty banku centralnego. (2020). *Narodowy Bank Polski*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/instrumenty/instrumenty.html> [dostęp: 22.08.2021].
- Stopa bezrobocia rejestrowanego w latach 1990–2020. *Główny Urząd Statystyczny*. Pobrano z lokalizacji: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/bezrobocie-rejestrowane/stopa-bezrobocia-rejestrowanego-w-latach-1990-2020,4,1.html> [dostęp: 19.09.2021].
- Stopa procentowa – lista krajów. (2020). *Trading Economics*. Pobrano z lokalizacji: <https://pl.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate> [dostęp: 14.09.2021].
- Szpunar, P. (2012). Międzybankowy rynek pieniężny. W: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Szymański, D. (2020, 18 marca). Braki, braki, braki. Przedsiębiorcy o tarczy antykryzysowej: „Rząd nie docenia zagrożenia”. *Business Insider*. Pobrano z lokalizacji: <https://businessinsider.com.pl/firmy/tarcza-antykryzysowa-rzadu-ws-koronawirusa-komentarze-pracodawcow/06sc43q> [dostęp: 18.09.2021].
- Tarcza finansowa dla firm. Rząd ogłasza szczegóły programu. (2020, 8 kwietnia). *Forsal.pl*. Pobrano z lokalizacji: <https://forsal.pl/artykuly/1468001,tarcza-finansowa-dla-firm-szczegoly-programu-wsparcie-dla-przedsiębiorstw.html> [dostęp: 13.09.2021].
- Uchwała nr 1/2020 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 17 marca 2020 r. w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim. (2020, 17 marca). *Dziennik Urzędowy Narodowego Banku Polskiego*. Poz. 4.
- Uchwała nr 2/2020 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 17 marca 2020 r. zmieniająca uchwałę w sprawie stóp rezerwy obowiązkowej banków, spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej oraz wysokości oprocentowania rezerwy obowiązkowej. (2020, 17 marca). *Dziennik Urzędowy Narodowego Banku Polskiego*. Poz. 5.
- Uchwała nr 4/2020 Rady Polityki pieniężnej z dnia 8 kwietnia 2020 r. w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim. (2020, 8 kwietnia). *Dziennik Urzędowy Narodowego Banku Polskiego*. Poz. 7.
- Uchwała nr 7/2020 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 28 maja 2020 r. w sprawie stopy referencyjnej, oprocentowania kredytów refinansowych, oprocentowania lokaty terminowej oraz stopy redyskontowej i stopy dyskontowej weksli w Narodowym Banku Polskim. (2020, 28 maja). *Dziennik Urzędowy Narodowego Banku Polskiego*. Poz. 10.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 – Kodeks cywilny. (1964, 23 kwietnia). *Dziennik Ustaw*. Poz. 93.
- Ustawa z dnia 9 października 2015 r. o zmianie ustawy o terminach zapłaty w transakcjach handlowych, ustawy – Kodeks Cywilny oraz niektórych innych ustaw. (2015, 9 października). *Dziennik Ustaw*. Poz. 1830.

- Ustawa z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych. (2020, 7 marca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 374.
- Ustawa z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw. (2020, 31 marca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 568.
- Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zapobieganiu oraz zwalczaniu zakażeń i chorób zakaźnych u ludzi. (2008). *Dziennik Ustaw*, 234. Poz. 1570.
- Ustawa z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2. (2020, 17 kwietnia). *Dziennik Ustaw*. Poz. 695.
- Ustawa z dnia 14 maja 2020 r. o zmianie niektórych ustaw w zakresie działań osłonowych w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-Cov-2. (2020, 15 maja). *Dziennik Ustaw*. Poz. 875.
- Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19. (2020, 23 czerwca). *Dziennik Ustaw*. Poz. 1086.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim. (1997). *Dziennik Ustaw*, 140. Poz. 938.
- Wstępny szacunek produktu krajowego brutto w drugim kwartale 2020 r. (2020, 31 sierpnia). *Główny Urząd Statystyczny*. Pobrano z lokalizacji: <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rachunki-narodowe/kwartalne-rachunki-narodowe/wstepny-szacunek-produktu-krajowego-brutto-w-drugim-kwartale-2020-r-,3,72.html> [dostęp: 4.09.2021].
- Wywiad Prezesa NBP podsumowujący 2020 rok dla Obserwatora Finansowego, (2021, 5 stycznia). *Obserwator Finansowy*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/wywiad-prezesa-nbp-podsumowujacy-2020-rok-dla-obszawatora-finansowego/> [dostęp: 16.09.2021].
- Wyniki sprzedaży obligacji oszczędnościowych w sierpniu 2020 roku. (2020, 14 września). *Ministerstwo Finansów*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.gov.pl/web/finanse/wyniki-sprzedazy-obligacji-oszczednosciowych-w-sierpniu-2020-roku> [dostęp: 18.09.2021].
- Zatoński, K. (2020, 15 stycznia). W 2019 r. padł rekord sprzedaży obligacji oszczędnościowych. *Puls biznesu*. Pobrano z lokalizacji: <https://www.pb.pl/w-2019-r-padl-rekord-sprzedazy-obligacji-oszczednosciowych-979868> [dostęp: 19.09.2021].

Activities of the National Bank of Poland on the financial market in terms of interest rates in the face of the first wave of the COVID-19 pandemic (March–August 2020)

SUMMARY The aim of the article is to discuss the outline of the National Bank of Poland's interest rate policy in response to the economic crisis caused by the SARS-CoV-2 virus pandemic in the period from March to August 2020, i.e. during the first wave of the pandemic. In addition, the actions of the Polish authorities, known as anti-crisis shields, were presented. A comparison was also made of the interest

rates set by the central banks of other countries, especially in highly developed countries, but also, for example, in Venezuela, plunged in a deep political and economic crisis. The text uses the appropriate research methods: statistical, comparative and institutional and legal analysis.

KEYWORDS National Bank of Poland, Monetary Policy Council, coronavirus, pandemic, economic crisis, interest rates, Federal Reserve, European Central Bank

Data przekazania tekstu: 13.04.2021; data zaakceptowania tekstu: 19.11.2021.