

Magdalena REDO 

Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Wydział Nauk o Polityce i Bezpieczeństwie, Toruń, Polska

Zbyt długo utrzymywane zbyt niskie stopy procentowe NBP zagrożeniem dla bezpieczeństwa finansowego Polaków i rozwoju gospodarczego Polski

**The Polish National Bank's Interest Rates Kept Too Low for Far Too Long:
A Threat to the Financial Security of Poles and the Economic Development of Poland**

• Abstrakt •

Narzędzia polityki gospodarczej generują różnorakie skutki – nie tylko te pożądane i łatwo dostrzegalne. Dlatego zwłaszcza w przypadku Polski, gospodarki nadrabiającej dystans rozwojowy do państw Zachodu, ważne są umiejętności analitycznego myślenia i korzystanie z doświadczeń nie tylko własnej polityki gospodarczej, by nie popełniać błędów, których można było uniknąć, i zapobiec tym samym obniżeniu bezpieczeństwa finansowego polskiego społeczeństwa i pogorszeniu poziomu jego życia w nadchodzących dekadach. NBP, utrzymując zbyt długo zbyt niskie stopy procentowe, wzmacnia nie tylko presję inflacyjną w Polsce, ale również przyczynia się do pogłębiania problemu nadmiernego zadłużenia (nie tylko) gospodarstw domowych w Polsce w relacji do poziomu zamożności i zdolności kredytowej. Obniża tym samym bezpieczeństwo finansowe Polski i Polaków. Dlatego tak istotne jest, by bank centralny w XXI w., zgodnie z opiniami rosnącej liczby ekspertów, zapewniał szerzej rozumianą stabilność finansową – a nie pilnował

• Abstract •

Economic policy tools generate various effects – not only the desired and easily perceived ones. That is why, especially in the case of Poland, which is an economy that is catching up with the developmental gap with Western countries, it is so important to have analytical thinking skills and to use the experience of not only own economic policy, so as not to make mistakes that could have been avoided and thus prevent the reduction of the financial security of Polish society and the deterioration of its standard of living in the coming decades. By keeping interest rates too low for far too long, the Polish National Bank not only increases the inflationary pressure in Poland, but also contributes to the deepening of the problem of excessive indebtedness (not only) of households in Poland in relation to their level of wealth and creditworthiness. That is why it is so important that the central bank in the 21st century – according to the opinions of a growing number of experts – should ensure a broader financial stability, rather than just keep

jedynie inflacji – i przeciwdziałal nierównowagom finansowym.

an eye on inflation and counteracting financial imbalances.

Słowa kluczowe: stopy procentowe; polityka pieniężna; zadłużenie; nierównowagi finansowe; bańki spekulacyjne

Keywords: interest rates; monetary policy; debt; financial imbalances; speculative asset bubbles

Wprowadzenie

Stopa procentowa to główne narzędzie banków centralnych i jeden z podstawowych instrumentów całej polityki gospodarczej. Z biegiem ostatnich dekad siła tego narzędzia topniała wraz z przywiązywaniem coraz większej wagi do stabilnych warunków gospodarczych (czyli m.in. utrzymywaniem niskiej inflacji, znajdującej odzwierciedlenie w niższym poziomie oprocentowania) oraz namnażaniem się kapitału na dynamicznie rozwijających się rynkach finansowych (którego coraz większa ilość wywoływała coraz silniejszą presję na spadek jego kosztu, czyli rynkowych stóp procentowych). W konsekwencji stopy procentowe na świecie stawały się coraz niższe, ograniczając pole manewru bankom centralnym i odbierając siłę ich głównemu narzędziu, obniżając tym samym skuteczność ich polityk pieniężnych, a w obliczu rosnących i coraz większych długów publicznych – skuteczność całych polityk gospodarczych wielu państw.

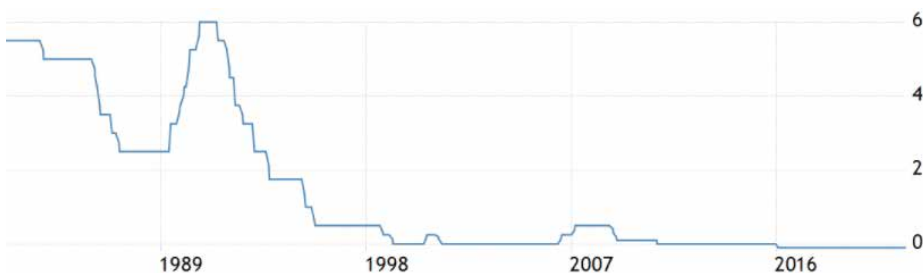
Pierwszym celem opracowania jest identyfikacja zależności między zbyt długo utrzymywanymi na zbyt niskim poziomie stopami procentowymi banku centralnego a dynamicznym wzrostem zadłużenia gospodarstw domowych, ograniczającego poziom konsumpcji i inwestycji w nadchodzących latach, a tym samym tempo przyszłego rozwoju gospodarczego kraju oraz poziom życia następnych pokoleń, i co ważniejsze – zagrażającego stabilności finansowej obywateli i ich poczuciu bezpieczeństwa. Dlatego drugim celem opracowania jest zwrócenie uwagi na to, że stopy procentowe NBP są utrzymywane w Polsce zbyt długo na bezprecedensowo niskim poziomie. Poza innymi negatywnymi konsekwencjami (głównie związanymi z nadmiernym wzrostem inflacji i bańką spekulacyjną na rynku nieruchomości¹) doprowadzi to do nawarstwienia się jeszcze większych długów gospodarstw domowych w Polsce – za wysokich w stosunku do możliwości finansowych większości Polaków, obniżających bezpieczeństwo finansowe polskiego społeczeństwa i skazujących większą część z nas na niższy poziom życia w nadchodzących dekadach. By zrealizować wskazane cele, przeprowadzono analizę *case study* oraz analizę porównawczą

¹ Szerzej por. (Redo, 2021).

wybranych statystyk ekonomicznych oraz dokumentów i aktów prawnych, a następnie wykorzystano metodę wnioskowania indukcyjnego.

Zbyt niskie stopy procentowe w Japonii w drugiej połowie lat 80. XX w.

Pierwszym krajem, który już od ponad ćwierć wieku mierzy się z problemem za niskich stóp procentowych, była Japonia (por. rys. 1). Głębokie redukcje stóp procentowych banku centralnego Japonii w latach 90. XX w. stanowiły odpowiedź na wielki kryzys gospodarczy, w którym pogrążyła się Japonia po pęknięciu baniek spekulacyjnych na rynku akcji i nieruchomości w 1990 r.



Rys. 1. Podstawowa stopa procentowa banku centralnego Japonii (Bank of Japan) w latach 1982–2021 (w %)

Źródło: tradingeconomics.com.

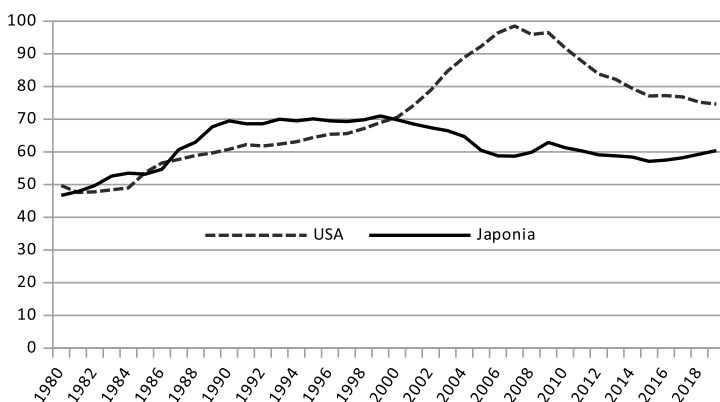
Bańki te były z kolei konsekwencją silnych redukcji stóp procentowych w Japonii przeprowadzonych w okresie od stycznia 1986 do lutego 1987 r. – z 5% do 2,5% (por. rys. 1), co miało zapobiec dalszej aprecjacji jena, obniżającej konkurencyjność japońskiego eksportu². Te o połowę niższe stopy procentowe w drugiej połowie lat 80. XX w. w bardzo krótkim okresie doprowadziły do ogromnych wzrostów cen akcji na tokijskiej giełdzie oraz cen gruntów i nieruchomości, a także wzrostu zadłużenia gospodarki. Już w 1989 r. bank centralny Japonii próbował studiować nastroje na rynkach i radykalnie podniósł oprocentowanie (z 2,5% do 6% w 1990 r.), powodując

² Aprecjacja jena była po części skutkiem interwencji walutowych największych potęg gospodarczych – USA, Japonii, Wielkiej Brytanii, Niemiec i Francji – podjętych w ramach porozumienia Plaza z 1985 r., mających doprowadzić do osłabienia amerykańskiego dolara. Była też konsekwencją dynamicznego rozwoju gospodarki Japonii i w efekcie ogromnych nadwyżek w bilansie handlowym (Powell, 2002).

pęknięcie baniek spekulacyjnych – załamanie się giełdy w Tokio w 1990 r. oraz cen nieruchomości i gruntów. Japonia pogrzażyła się w wielkim kryzysie, z którego nie podniosła się po dziś dzień:

- mimo utrzymywania od dwóch dekad stóp procentowych w okolicach zera procent,
- mimo dodruku pieniędzy przez Bank Japonii już w latach 2001–2006 (*quantitative easing*), a potem ponownie od 2010 r. po wybuchu kryzysu finansowego w USA³,
- mimo manipulacji kursem jena
- i mimo bezprecedensowego zwiększenia zadłużenia publicznego do 266% PKB (2020; czterokrotnie od 1989 r. z ówczesnych 67% PKB).

Poza oczywistą konsekwencją w postaci utrzymującej się do dziś niezdolności polityki gospodarczej do skutecznej stymulacji i walki ze zjawiskami kryzysowymi, o czym mówi się od lat względnie głośno, okres nienaturalnie obniżonych stóp procentowych w Japonii w latach 1986–1989 doprowadził do ogromnego wzrostu zadłużenia także sektora prywatnego, w tym gospodarstw domowych. W latach 1980–1990 wzrosło ono o połowę: z 46,7% PKB w 1980 r. do 69,5% PKB w 1990 r. (por. rys. 2). Problemy finansowe kredytobiorców nadmiernie obciążonych długami, w połączeniu z kryzysem gospodarczym i wzrostem bezrobocia, nie tylko zatrzymały trwający trzy dekady proces dynamicznego wzrostu poziomu zamożności Japończyków, ale także doprowadziły do zubożenia sporej części społeczeństwa,



Rys. 2. Wartość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym w Japonii i USA w latach 1980–2019 w relacji do PKB (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: BIS, 2021.

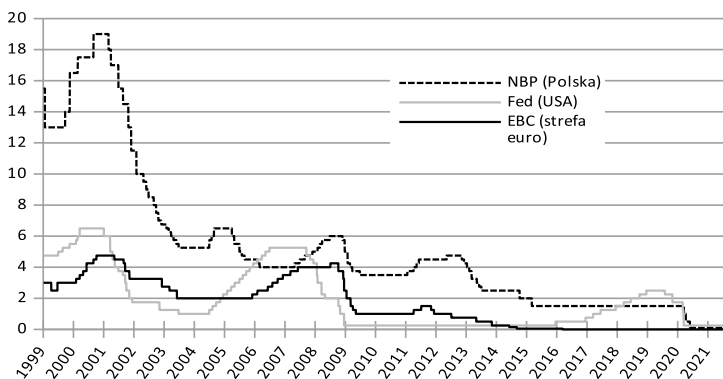
³ Szerzej por. (Redo, 2017).

ograniczając konsumpcję i inwestycje, a więc możliwości rozwojowe Japonii i – z racji jej znaczenia – całej gospodarki światowej.

Zbyt niskie stopy procentowe w USA w pierwszej dekadzie XXI w.

Analogiczna sytuacja wystąpiła w USA w pierwszej dekadzie XXI w., kiedy po pęknięciu bańki spekulacyjnej na tzw. dot.comach (.com) amerykański Fed, by złagodzić jego skutki, radykalnie obniżył główną stopę procentową – w samym tylko 2001 r. z 6,5% do 1,75% i dalej do 1% w 2003 r. (por. rys. 3). Wywołało to w następnych latach ogromny boom kredytowy w USA i przyczyniło się do powstania kolejnych baniek – na (nie tylko amerykańskim) rynku nieruchomości i opartym na nim rynku instrumentów pochodnych oraz na giełdach. Doprowadziło to – podobnie jak w Japonii – do bezprecedensowego wzrostu zadłużenia. Zadłużenie kredytami gospodarstw domowych wzrosło z niemałego już poziomu 70,6% PKB w 2000 r. do 98,5% PKB w 2007 r. (por. rys. 2), tj. o 30%. Próbując wyhamować przyrost długów i skalę przeszacowań na rynkach, Fed zareagował dwuletnią serią sukcesywnych podwyżek stóp procentowych (2004–2006), w wyniku której bazowa stopa w USA wzrosła ponadpięciokrotnie – z 1% w połowie 2004 r. do 5,25% w połowie 2006 r. (por. rys. 3).

Podwyżki te, tak jak w Japonii na przełomie lat 80. i 90. XX w., wywołały pęknięcie baniek spekulacyjnych w USA, a z racji finansowych powiązań – wielki kryzys finansowy na rynkach światowych i w konsekwencji ogólnoswiatowy kryzys gospodarczy. Doprowadziły do niewypłacalności wielu kredytobiorców, fali upadłości



Rys. 3. Stopa referencyjna NBP w latach 1999–2021 (w %) na tle podstawowych stop procentowych w USA (Fed) i strefie euro (EBC)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: NBP, EBC i Fed.

i wzrostu bezrobocia, a w efekcie do zubożenia sporej części społeczeństwa – nie tylko amerykańskiego, gdyż w zglobalizowanym dziś świecie skutki kryzysu finansowego na największym rynku finansowym odczuł i długo jeszcze będzie odczuwał cały świat. A jeszcze większe obecnie, spowodowane nim zadłużenie będzie hamowało rozwój gospodarki światowej w następnych dekadach i obniżało poziom życia zwłaszcza biedniejszych mieszkańców globu – to oni bowiem jak zwykle zapłacą najwyższą cenę.

Zbyt niskie stopy procentowe w słabszych gospodarkach państw UE po wejściu do strefy euro

Podobny scenariusz powtórzył się w słabszych gospodarkach „starej Piętnastki” (sprzed rozszerzenia Unii Europejskiej na wschód), gdy przechodziły one na euro⁴ i na wspólną politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego (EBC), co w praktyce oznacza, że na obszarze strefy euro nie tylko funkcjonuje jedna wspólna waluta, ale obowiązuje także jeden poziom bazowych stóp procentowych wspólnego banku centralnego strefy euro – EBC⁵. W konsekwencji w poszczególnych krajach nastąpiło zauważalne zbliżenie się do siebie poziomu rynkowego oprocentowania. I choć różnice w wycenie ryzyka i rynkowych stóp procentowych między państwami występują do dziś, to w przypadku najsłabszych gospodarek nastąpiło wówczas znaczne ich obniżenie i zbliżenie do poziomu zachodnich państw. A ponieważ rynki spodziewały się tego, już kilka lat wcześniej wzrosło zainteresowanie inwestorów słabszymi państwami UE i zwiększył się tam napływ kapitału, a także spadła wycena ryzyka inwestycyjnego, co znalazło odzwierciedlenie w spadku rynkowego oprocentowania (por. rys. 4). Już bowiem sama ratyfikacja traktatu z Maastricht w 1993 r. podniosła wiarygodność państw decydujących się na wprowadzenie euro, gdyż stanowiła ona ich deklarację o realizacji w nadchodzących latach dalece stabilizującej polityki gospodarczej, a w szczególności o dążeniu do uelastycznienia polityki fiskalnej, by najpóźniej przed 1999 r. spełnić kryteria konwergencji.

⁴ Strefę euro założyło 11 państw UE15 w 1999 r. – Niemcy, Francja, Włochy, Holandia, Belgia, Luksemburg, Austria, Finlandia, Irlandia, Portugalia i Hiszpania. Grecja dołączyła do tego grona dwa lata później – w 2001 r. Obecnie (2021) strefa euro liczy 19 członków – po rozszerzeniu UE na euro przeszły także kolejno: Słowenia (2007), Cypr i Malta (2008), Słowacja (2009), Estonia (2011), Łotwa (2014) i Litwa (2015).

⁵ Krajowe banki centralne państw wchodzących do strefy euro traciły swoją rolę, tj. przestawały prowadzić własną politykę pieniężną i ustalać własne stopy procentowe.



Rys. 4. Międzybankowe stopy procentowe (3M) w Hiszpanii, Portugalii i Grecji w latach 90. XX w. (w %) W zależności od dostępności danych: dla Hiszpanii w latach 1992–2007, dla Portugalii w latach 1993–2007, a dla Grecji od połowy 1994 do 2007 r.)

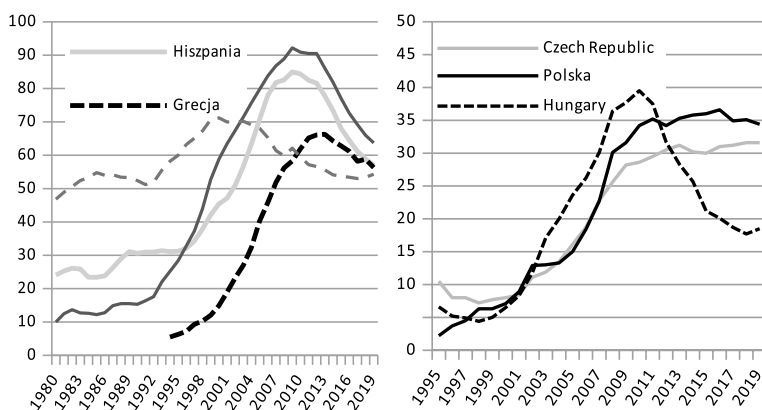
Źródło: tradingeconomics.com.

Należy więc zauważyć, że na początku lat 90. XX w. międzybankowe stopy procentowe w Hiszpanii i Portugalii sięgały 10–15%, a w Grecji 20% (3M) – por. rys. 4. Do wejścia do strefy euro⁶ spadły znacząco – do poziomu poniżej 5%, a w latach 2003–2006 wynosiły raptem ok. 2% (por. rys. 4). Nic więc dziwnego, że tak silny spadek rynkowego kosztu kapitału – połączony z łatwiejszą jego dostępnością, w przypadku zwłaszcza uboższych państw, wywołał boom kredytowy i bezprecedensowo silny wzrost zadłużenia w tych trzech państwach (por. lewy wykres na rys. 5).

Należy jednak podkreślić, że dynamiczny przyrost długów w części południowych krajów EWG zaobserwowano jeszcze przed wprowadzeniem euro. Napływ kapitału i rozluźnienie warunków kredytowych potęgowała tam bowiem poprawa konkurencyjności eksportu i perspektyw rozwojowych państw, których waluty znacząco się osłabiły po rozpadzie Europejskiego Systemu Walutowego w wyniku ataków spekulacyjnych na funta brytyjskiego jesienią 1992 r.

Wartość kredytów udzielonych gospodarstwu domowemu w Portugalii zaczęła dynamicznie rosnąć już od 1993 r., a w Hiszpanii i Grecji później – dopiero 2–3 lata przed przejściem na euro (lewy wykres na rys. 5). Wzrost zadłużenia mieszkańców tych krajów między połową lat 90. XX w. a pierwszą dekadą XXI w. był kilkukrotny, musiał więc doprowadzić do problemów finansowych – zarówno obywateli, jak i instytucji finansowych, nawet gdyby nie wybuchł kryzys finansowy w USA w 2008 r.

⁶ Grecja dołączyła do strefy euro dopiero w 2001 r. W 1999 r. nie została wpuszczona z uwagi na niespełnienie kryteriów konwergencji warunkujących członkostwo w strefie euro – szerzej por. (Redo, 2015).



Rys. 5. Wartość kredytów udzielonych gospodarstwom domowym wybranych państw UE w latach 1980–2019 w relacji do PKB (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: BIS, 2021.

Dla porównania w Niemczech nie zanotowano w ogóle wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych po utworzeniu strefy euro (por. lewy wykres na rys. 5). Był on za to – choć o mniejszej sile – zauważalny od 1993 r., co, poza silną aprecjacją marki niemieckiej po wspomnianej spekulacji w 1992 r., wiązało się też z uzyskaniem przez gospodarkę NRD po zjednoczeniu Niemiec dostępu do nieporównanie bardziej rozwiniętego rynku finansowego RFN o dogodniejszych warunkach finansowania. Po wprowadzeniu euro wzrostowy trend zadłużania się gospodarstw domowych w Niemczech całkowicie się odwrócił. Po kilku latach utrzymywania się na poziomie ok. 70% PKB poziom zadłużenia obywateli Niemiec zaczął sukcesywnie spadać do obecnych ok. 54% PKB (2019) i jest dziś niższy niż we wszystkich wspomnianych trzech krajach południowej UE (por. lewy wykres na rys. 5). Mimo że Niemcy są znacznie bogatszym społeczeństwem o wyższych zarobkach i oszczędnościach – mają więc nieporównywalnie wyższą zdolność kredytową i stabilność finansową.

Zbyt długo utrzymywane niskie stopy procentowe w Polsce

Przedstawione powyżej przykłady głośnych baniek kredytowych i powiązanych z nimi szczególnie niebezpiecznych dla gospodarstw domowych baniek na rynku nieruchomości powinny być przestrożą zwłaszcza dla słabszych państw rozwijających się. Choć, jak widać, nawet wysoko rozwinięte gospodarki mogą paść ofiarą zbyt

długo prowadzonej nadmiernie ekspansywnej polityki gospodarczej, a w szczególności polityki pieniężnej swych banków centralnych.

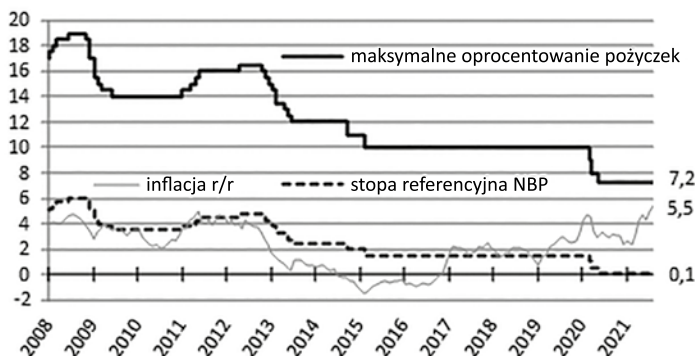
Frustrujące, że mimo upływu kolejnych dekad i kolejnych bolesnych doświadczeń coraz większej liczby państw nie umiemy uczyć się na błędach i przyzwalamy, by rządzący skazywali nas na ryzyko wystąpienia podobnych problemów w Polsce. Szczególnie smutne, że zagrożenia tych nie dostrzega NBP – teoretycznie niezależna od wpływów politycznych instytucja, którą powinni zarządzać wysocy specjaliści o ugruntowanej pozycji ekspertów i niekwestionowanym autorytecie, rozumiejący rolę i cele banku centralnego oraz znaczenie skutecznej polityki pieniężnej dla rozwoju gospodarczego państwa nadrabiającego zaległości rozwojowe w zglobalizowanym świecie.

Należy więc podkreślić, że od 8 lat żyjemy w Polsce w realiach historycznie niskich stóp procentowych i w konsekwencji bardzo taniego kapitału oraz coraz łatwiejszej dostępności do niego. Choć do bezprecedensowego poziomu 0,1% NBP obniżył stopę referencyjną względnie niedawno – w maju 2020 r. po wybuchu pandemii COVID-19, to jednak już w latach 2013–2015 stopy NBP zostały głęboko zredukowane: wskazana główna stopa z 4,75% w 2012 r. do 2,5% w połowie 2013 r., a następnie do 1,5% od marca 2015 r. (por. rys. 3). Trzeba przypomnieć, że przez 10 wcześniejszych lat oscylowała ona w okolicach 4–6%. Co więcej, dwie dekady temu, gdy ostatni raz w Polsce występowała tak wysoka inflacja jak dziś (inflacja sierpień 2021: 5,5% r/r = inflacja 2001: 5,5%; GUS), stopa referencyjna NBP wynosiła 19% (!) – por. rys. 3. Była więc 190-krotnie wyższa niż obecnie.

Rynkowe oprocentowanie a regulacje prawne

Redukcje stóp procentowych przez bank centralny znajdują odzwierciedlenie w spadku rynkowego oprocentowania. Oczywiście nie jest to zmiana 1: 1, ale obowiązujące regulacje prawne zmuszają instytucje finansowe do odpowiedniej redukcji oprocentowania produktów kredytowych, mimo że sytuacja rynkowa – np. wzmożone ryzyko, odpływ kapitału czy wysoka inflacja – uzasadniałaby mniejszą obniżkę. Kodeks cywilny definiuje bowiem limit maksymalnego nominalnego oprocentowania kredytów i pożyczek w Polsce (art. 359 § 2 k.k.). Wynosi on dwukrotność odsetek ustawowych (zdefiniowanych także w Kodeksie cywilnym; art. 359 § 2¹) wyznaczanych jako suma obowiązującej stopy referencyjnej NBP oraz 3,5 punktu procentowego.

Wskutek redukcji przez NBP stopy referencyjnej do poziomu 0,1% w maju 2020 r. znacznie zmniejszył się więc ustawowy limit maksymalnego nominalnego



Rys. 6. Ustawowe maksymalne nominalne oprocentowanie pożyczek w Polsce a stopa referencyjna NBP w latach 2008–2021 i inflacja r/r (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: NBP i GUS.

oprocentowania kredytów i pożyczek w Polsce – do poziomu 7,2% w skali roku. W konsekwencji znacznie spaść musiało rynkowe oprocentowanie udzielanych kredytów i pożyczek w Polsce. Wcześniej (od marca 2015 r.) limit odsetek wynosił 10%, a dekadę temu było to 16% w skali roku (2011 r.) – por. rys. 6 – czyli instytucje finansowe mogły wtedy nakładać – mimo niższej inflacji – nawet ponaddwukrotnie wyższe odsetki od pożyczek niż dziś.

Trzeba przy tym podkreślić, że obecny limit maksymalnego nominalnego oprocentowania pożyczek w Polsce (7,2%) jest już niewiele wyższy od bieżącego poziomu inflacji (5,5% r/r, sierpień 2021). W efekcie marża zysku instytucji finansowych jest obecnie znikoma – należy się więc spodziewać, że gdy NBP w końcu podniesie bazowe stopy, to rynkowe oprocentowanie kredytów wzrośnie bardziej niż proporcjonalnie. Instytucje finansowe będą odkuwać w ten sposób niskie zyski, a być może nawet straty poniesione w okresie historycznie niskiego w Polsce limitu maksymalnego nominalnego oprocentowania pożyczek i wysokiej inflacji, a dodatkowo jeszcze zredukowanego na czas COVID-19 poziomu maksymalnych pozaodsetkowych kosztów kredytu (MPKK).

COVID-19 a redukcja limitu pozaodsetkowych kosztów kredytu

Należy wreszcie dodać, że po wybuchu pandemii COVID-19, poza bezprecedensową redukcją stóp procentowych, podjęto też drugie szczególne działanie mające wspomóc gospodarkę i kredytobiorców w tym wyjątkowo trudnym czasie. Ustawodawca

polski⁷ już w marcu 2020 r. znacząco obniżył limity maksymalnych pozaodsetkowych kosztów kredytu – MPKK (zdefiniowane w ustawie o kredycie konsumenckim z 2011 r.), zmuszając instytucje finansowe do istotnej ich redukcji:

1. O ponad połowę zredukowano generalny górny limit pozaodsetkowych kosztów kredytu konsumenckiego – do poziomu 45% całkowitej kwoty kredytu (wcześniej limit ten wynosił 100% wartości kredytu).
2. Ponadto dla kredytów o okresie spłaty 30 dni lub dłuższym zredukowano limity w ustawowej formule (art. 36a ust. 1 ustawy o kredycie konsumenckim), wyznaczającej maksymalny poziom pozaodsetkowych kosztów kredytu zależnie od długości trwania kredytu. Pierwszy limit (tzw. część stała) został obniżony do poziomu 15% (normalnie wynosił 25% kwoty kredytu), a drugi (tzw. część zmienna – zależna od długości trwania kredytu) do poziomu 6% (normalnie wynosił 30%)⁸.
3. Kredyty o okresie spłaty krótszym niż 30 dni wyjęto spod działania powyższej formuły i ustanowiono dla nich wyjątkowo niskie maksymalne pozaodsetkowe koszty kredytu na jednolitym poziomie 5% kwoty kredytu.

W okresie marzec 2020–czerwiec 2021 (ustawa COVID-19 wprowadziła bowiem przejściową obniżkę limitów MPKK do końca czerwca 2021 r.; art. 36 ust. 3a) swoboda definiowania poziomu pozaodsetkowych kosztów kredytu przez instytucje finansowe uległa drastycznemu ograniczeniu. Na rys. 7 ukazano, jak bardzo ustawa COVID-19 zredukowała limit pozaodsetkowych kosztów kredytu na okres od 8 marca 2020 do 30 czerwca 2021 r.⁹

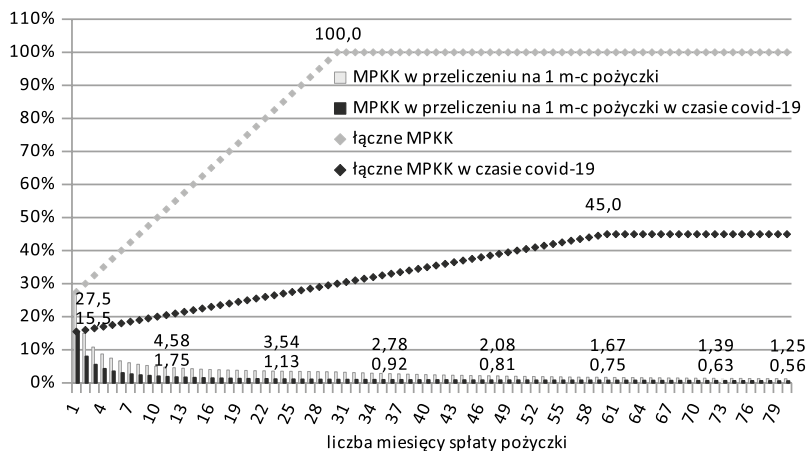
Covidowa obniżka limitu MPKK zgodnie z powyżej przedstawionymi zasadami doprowadziła do tego, że relatywnie najbardziej obniżył się limit pozaodsetkowych kosztów kredytu dla kredytów o długości od półtora roku do 3 lat (18–36 miesięcy) – por. rys. 7 i 8.

Największa różnica była zauważalna przy 2,5-rocznym okresie kredytowania, kiedy to normalnie obowiązujące limity pozwalałyby na definiowanie 3,3-krotnie droższych PKK (por. lewy wykres na rys. 8). Najmniejsza różnica dotyczyła z kolei najwyżej kilkumiesięcznych kredytów (na miesiąc czy dwa) oraz tych na 5 lat i dłużej. Choć i w ich przypadku różnica była spora: przy takich terminach kredytowania

⁷ Art. 8d Ustawy 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 (Dz.U. z 2020 r., poz. 374) – zwanej dalej ustawą COVID-19.

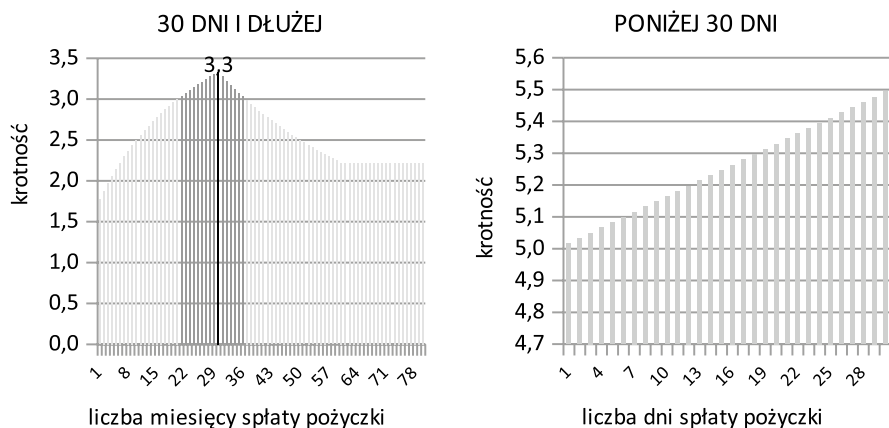
⁸ Szerzej por. (Redo, Prewysz-Kwinto, 2021, s. 36–38).

⁹ I faktycznie, mimo dyskusji nad okresem trwania tej redukcji MPKK, terminu tego nie przedłużono.



Rys. 7. Porównanie normalnego poziomu maksymalnych pozaodsetkowych kosztów kredytu z tymi obowiązującymi w czasie ustawy COVID-19 (tj. od 8 marca 2020 do 30 czerwca 2021 r.) – jako % kwoty pożyczki zaciąganej na okres od 1 do 80 miesięcy (łącznie oraz w przeliczeniu na 1 miesiąc pożyczki)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

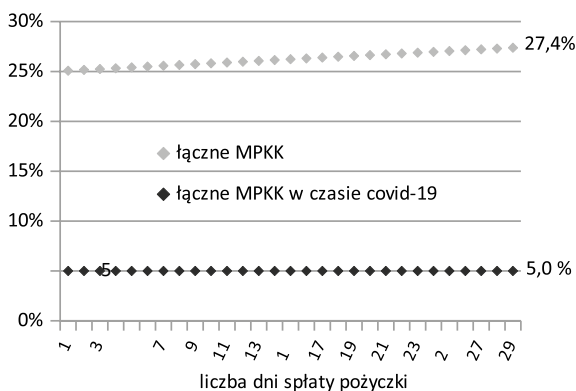


Rys. 8. Poziom normalnego limitu MPKK jako krotność tego, który obowiązywał w czasie ustawy covidowej (tj. od 8 marca 2020 do 30 czerwca 2021 r.) – w przypadku pożyczek o okresie spłaty 30 dni lub dłuższym (lewy wykres) oraz do 30 dni (prawy wykres)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

PKK mogą być dziś nawet o odpowiednio ok. 80% oraz 122% wyższe niż w czasie obowiązywania ustawy COVID-19.

W przypadku chwilówek, a dokładniej pożyczek do 30 dni, ustawa COVID-19 wprowadziła jeszcze korzystniejsze warunki dla pożyczkobiorców. Normalnie MPKK od takich pożyczek mogą być nawet pięcio-, a nawet pięciopółkrotnie wyższe niż w okresie od 8 marca 2020 do 30 czerwca 2021 r. (por. rys. 9 i 8).

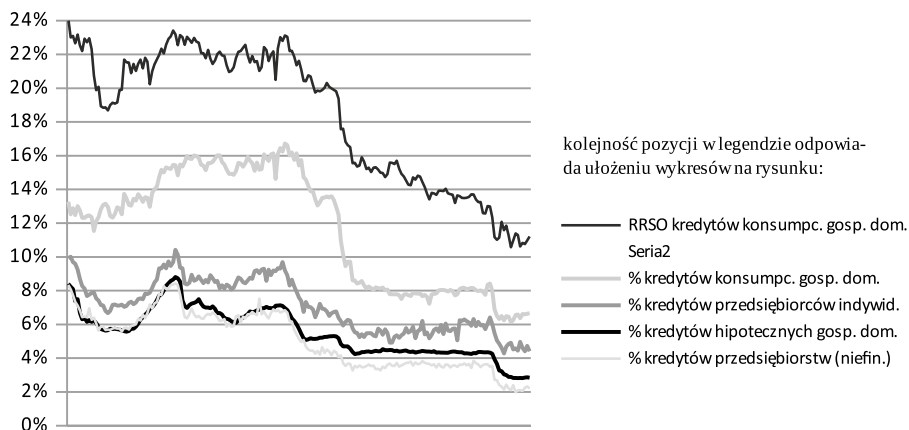


Rys. 9. Porównanie normalnego poziomu maksymalnych pozaodsetkowych kosztów kredytu z tymi obowiązującymi w czasie pandemii COVID-19 (tj. od 8 marca 2020 do 30 czerwca 2021 r.) – jako % kwoty pożyczki zaciąganej na okres do 30 dni

Źródło: obliczenia i opracowanie własne.

Powyższe porównanie zredukowanych przez ustawę COVID-19 limitów MPKK dowodzi, że w szczególności od połowy 2020 (kiedy to dodatkowo NBP jeszcze bardziej obniżył niskie już wcześniej stopy procentowe) do połowy 2021 r. oferty kredytowe stały się w Polsce wyjątkowo tanie w porównaniu z wcześniejszymi latami (por. rys. 10). Nic więc dziwnego, że w tej sytuacji instytucje finansowe ograniczyły podaż przynajmniej części z nich. W sytuacji znacznie podwyższonego w okresie pandemii ryzyka kredytowego, rosnącej inflacji i obniżonego limitu maksymalnego oprocentowania pożyczek stały się one nieopłacalne.

Średnie oprocentowanie nowych (i renegocjowanych) kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych spadło od maja 2020 r. do poziomu ok. 6%, a ich średnie RRSO do ok. 11% (por. rys. 10). Wcześniej – w latach 2015–2020 – były one droższe o ok. $\frac{1}{3}$ – ich oprocentowanie wynosiło średnio ok. 8%, a RRSO ok. 14–15%. Co ważne, w latach 2007–2014 – czyli dekadę temu – ich oprocentowanie było dwuipółkrotnie wyższe niż dziś (ok. 16%), a RRSO dwukrotnie wyższe (22%).



Rys. 10. Średnie oprocentowanie nowych i renegocjowanych kredytów złotych w Polsce w latach 2005–2021

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: NBP, 2021.

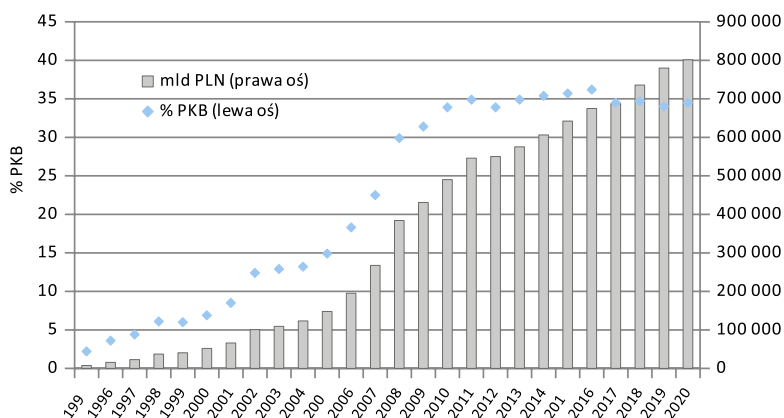
Podobnie wysokie różnice dotyczą innych kredytów – hipotecznych, dla przedsiębiorców indywidualnych czy przedsiębiorstw (por. rys. 10). Trudno przewidzieć, co przyniosą kolejne lata, ale chyba wszyscy życzą sobie wreszcie powrotu gospodarki światowej na ścieżkę bardziej dynamicznego wzrostu gospodarczego – po ponad dekadzie stagnacji i zjawisk kryzysowych. Wówczas podwyżki oprocentowania przez banki centralne będą nieuniknione. Jeśli stopy wrócą do poziomu sprzed dekady (stopa referencyjna ok. 4%), to dla kredytobiorców w Polsce będzie to oznaczało podwojenie comiesięcznych rat kredytowych. A ponieważ inflacja jest dziś nieporównywalnie wyższa niż wówczas, a instytucje finansowe mogą chcieć zrekompensować sobie okres niższych zysków w czasie prawie zerowych stóp procentowych i covidowo obniżonych PKK – raty kredytowe mogą wzrosnąć bardziej.

Rosnące zadłużenie gospodarstw domowych w Polsce

Scenariusz ten, nawet w delikatniejszym wydaniu, zagraża rozwojowi gospodarczemu Polski i procesowi nadrobienia dystansu rozwojowego. Mocno nadwerżone pandemią COVID-19 branże, w których pracuje wielu Polaków, uszczuplone dochody i oszczędności wielu gospodarstw domowych (zjadane dodatkowo przez wysoką inflację) oraz ich dynamicznie rosnące długi – zagrażają poziomowi konsumpcji

w Polsce w następnych latach, a przez to inwestycjom i w konsekwencji rozwojowi gospodarczemu Polski oraz poziomowi życia Polaków w nadchodzących dekadach.

Należy zwrócić uwagę, że zadłużenie gospodarstw domowych rośnie w Polsce dynamicznie praktycznie z roku na rok. Na koniec 2020 r. sięgnęło ono 801,4 mld zł, co stanowi dziś 34,5% PKB (por. rys. 11). I nie powinien absolutnie uspokajać fakt, że od prawie dekady utrzymuje się ono na tym samym poziomie. Nominalna wartość zadłużenia gospodarstw domowych wzrosła bowiem w tym czasie (w latach 2010–2020) o prawie $\frac{2}{3}$, tj. o 310 mld zł (z 490,4 mld zł na koniec 2010 r.). To ogromny wzrost zadłużenia i comiesięcznego ciężaru jego obsługi przez Polaków, z których większość nadal zarabia (albo i nie) najniższą krajową lub niewiele więcej.

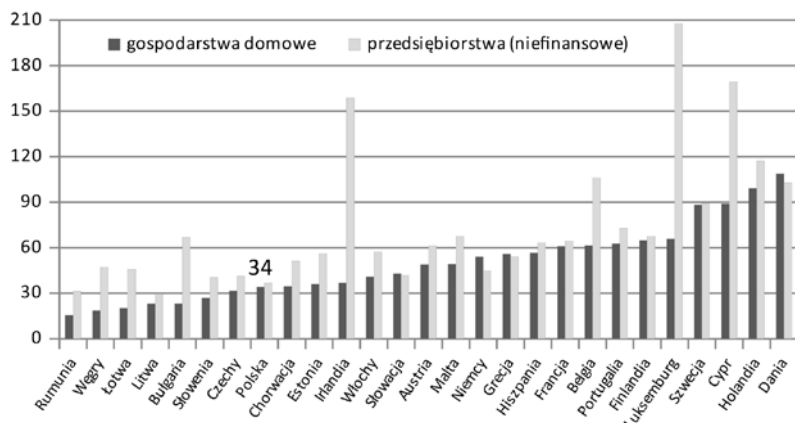


Rys. 11. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce w latach 1995–2020 w mld zł (słupki – prawa oś) oraz w relacji do PKB (w %, punktory – lewa oś)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: Eurostat, 2021.

Należy przy tym podkreślić, że poziom zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce jest jednym z najwyższych wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej należących do UE (por. rys. 12). Większe zadłużenie mają jedynie gospodarstwa domowe w Estonii i na Słowacji, gdzie sięgało ono na koniec 2019 r. odpowiednio 36,1% oraz 41,8% PKB (w Chorwacji wynosi tyle samo co w Polsce).

Analizując dane na rys. 12, nie można absolutnie pocieszać się faktem, że zadłużenie gospodarstw domowych w wielu zachodnich państwach UE jest ok. dwukrotnie większe niż w Polsce (a w czterech nawet ok. trzykrotnie – por. rys. 12). Większość z nich to wysoko rozwinięte gospodarki o znacznie wyższym poziomie zamożności obywateli, którzy mają nieporównanie wyższe dochody i oszczędności. Posiadają więc wyższą zdolność kredytową i wyższą zdolność do obsługi znacznie większych



Rys. 12. Poziom zadłużenia gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw w państwach UE w relacji do PKB na koniec 2019 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: Eurostat, 2021.

długów – również w sytuacjach kryzysowych. Co więcej, żyją oni w krajach o wyższej wycenie wiarygodności i niższej wycenie ryzyka inwestycyjnego, a także lepiej rozwiniętych i bardziej zasobnych rynkach finansowych, dzięki czemu rynkowe stopy procentowe są tam od lat zauważalnie niższe niż w Polsce i stabilniejsze, a kapitał łatwiej dostępny i tańszy. Ponadto część tych krajów to tzw. bezpieczne przystanie, do których kapitał chętnie napływa w czasach zawirowań na rynkach finansowych i kryzysów, dzięki czemu ich obywatele nie odczuwają powszechnych w słabszych gospodarkach w tych okresach zjawisk masowego odpływu kapitału, *sudden stop* czy *credit crunch*, skutkujących wzrostem rynkowego kosztu kapitału i utrudnionym dostępem do niego. Wreszcie większość państw UE (19 spośród pozostałych 26) posiada euro – drugą najtwardszą walutę międzynarodową, od której świat jest silnie uzależniony.

Podsumowanie

Choć polska gospodarka jest mniej podatna na bańkę na rynku nieruchomości niż inne, ponieważ polski rynek finansowy nie jest tak zasobny w kapitał, większość Polaków zarabia mniej niż na Zachodzie i ma niewielkie oszczędności, a klimat w Polsce odbiega od tego w Hiszpanii, to nie znaczy to jednak, że mechanizmy gospodarcze działają w Polsce odmiennie niż poza nią. Działają tak samo, ale

adekwatnie do polskich realiów. Od czasu zmiany ustroju przeżyliśmy w Polsce tylko jeden okres o klasycznym charakterze spekulacyjnym w połowie pierwszej dekady XXI w., czego skutkiem były silne przeszacowania na wielu rynkach. W wyniku hossy na światowych rynkach finansowych i okresu bardzo dobrej koniunktury w gospodarce światowej, w połączeniu z przystąpieniem Polski do UE i uzyskaniem swobodnego dostępu do wspólnego rynku, nastąpiło silne ożywienie polskiej gospodarki, połączone z silnymi wzrostami cen – i przeszacowaniami – m.in. na rynku nieruchomości i na warszawskiej giełdzie oraz kursu złotego. W konsekwencji największe marzenie części Polaków – własne mieszkanie – mimo kilkunastu lat ciężkiej pracy w nowych rozwiązaniach stało się nierealne, a inni na wiele lat stali się niewolnikami hipotek (również w CHF), które ciążyą po dziś dzień nie tylko im, ale także bankom i całej polskiej gospodarce. Potwierdzeniem tego jest dynamiczny wzrost zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce w okolicach połowy pierwszej dekady XXI w. (por. rys. 12). Dziś wydaje się, że mamy do czynienia z drugą w ciągu ostatnich trzech dekad hossą na rynku nieruchomości w Polsce. I choć jest ona powiązana z pandemicznymi bezprecedensowymi cięciami stóp procentowych obserwowanymi na całym świecie, to jednak ma ona tym razem bardziej lokalny charakter. Jest bowiem dodatkowo potęgowana mocno ekspansywną od 2015 r. polityką fiskalną w Polsce. Nie zmienia to faktu, że w jej konsekwencji kolejnej grupie Polaków, którzy ciężko pracowali w minionych latach, wymyka się poza ich możliwości finansowe marzenie o własnym mieszkaniu. Znowu kolejne pokolenie Polaków – skuszone historycznie niskimi stopami procentowymi i PKK – znacznie się zadłuży, co nie tylko obniży standard życia ich i ich dzieci, ale także ograniczy możliwości rozwojowe polskiej gospodarki w nadchodzących dekadach.

Należy więc podkreślić, że przyczyniają się do tego zbyt długo utrzymywane zbyt niskie – od maja 2020 r. praktycznie zerowe – stopy procentowe NBP. Potwierdzeniem słuszności tezy, że bank centralny powinien zapewniać szerzej rozumianą stabilność finansową – aniżeli tylko pilnować statystyki pt. inflacja – i przeciwdziałać nierównowagom finansowym, są coraz liczniejsze opinie ekspertów i wyniki coraz większej liczby badań dowodzących słuszności postulatów Cecchetti, Genberg, Lipsky, Wadhwani (2000) czy Borio, Lowe (2002), że polityka pieniężna powinna reagować na nierównowagi na rynkach aktywów, by redukować prawdopodobieństwo tworzenia się baniek spekulacyjnych i zapewniać nie tylko pieniężną, ale i finansową stabilność (m.in. White, 2006; Selody, Wilkins, 2007; Basant Roi, Mendes, 2007; Bank of Canada, 2011; Cayen, Corbett, Perrier, 2006; Mishkin, 2011¹⁰). I choć póki co w Polsce z obiektywnych powodów nie zagrażają nam takie bańki jak ta

¹⁰ Szerzej por. (Redo, 2018, s. 139–147, 103–109).

na dot.comach czy amerykańskim albo nawet hiszpańskim rynku nieruchomości, to jednak zagraża polskiej gospodarce i Polakom problem nadmiernego zadłużenia w stosunku do poziomu zamożności i posiadanej zdolności kredytowej. Co ważne, bezpieczeństwu finansowemu Polski i Polaków zagraża problem zadłużenia nie tylko gospodarstw domowych i sektora prywatnego, ale także sektora publicznego, które będzie hamowało rozwój gospodarczy w Polsce w nadchodzących dekadach i obniżało poziom życia kolejnych pokoleń Polaków. Dlatego tak ważne jest, by NBP dbał nie tylko o stabilną siłę nabywczą naszych dochodów i oszczędności, ale również o szeroko rozumiane bezpieczeństwo finansowe polskiej gospodarki i Polaków – dziś i w przyszłości.

NBP, utrzymując zbyt długo zbyt niskie stopy procentowe w Polsce – poza stworzeniem złudnego poczucia poprawy zdolności kredytowej Polaków – zachęcił w ten sposób do dalszego zadłużania się i doprowadził do przyspieszenia inflacji: do poziomu przekraczającego obecnie ponaddwukrotnie cel inflacyjny NBP (2,5%). Rodzi to uzasadnione pytanie o odpowiedzialność członków RPP za łamanie art. 3 ust. 1 ustawy o NBP, zgodnie z którym podstawowym celem polityki pieniężnej w Polsce jest zapewnienie stabilnego poziomu cen. Przecież pięcioprocentowa inflacja to tylko statystyka. Faktyczny spadek siły nabywczej dochodów Kowalskiego jest dziś w Polsce znacznie wyższy. Każdy z nas, robiąc codzienne zakupy, czuje, że podrożały one znacznie bardziej niż o 5,5% względem ubiegłego roku. Niestety to dopiero początek problemów z inflacją, ponieważ w kryzysie ceny zachowują się bardziej stabilnie. Jednak gdy wreszcie świat poradzi sobie z pandemią COVID-19, a gospodarka światowa wejdzie na ścieżkę (miejmy nadzieję) dynamicznego rozwoju – ceny pójną mocno w górę. Zresztą już po pierwszych lockdownach w 2020 r. mieliśmy przedsmak tego, co nas czeka. Pozamykane fabryki nie tylko w Azji oznaczały wielotygodniowe opóźnienia w dostawach i logistyczne problemy z transportem w sytuacji ponownego otwarcia i wznowienia zamówień. Zerwane łańcuchy dostaw świat będzie odbudowywał latami, a póki to nie nastąpi, zmuszeni będziemy płacić wyższe ceny dostawcom i przewoźnikom¹¹.

Na koniec trzeba zauważyć, że wyższa inflacja jest korzystna dla rządzących. Oznacza bowiem wyższe wpływy z podatków i innych danin publicznych do finansów państwa – wyższe ceny czy wyższe dochody to przecież wyższe kwoty odprowadzanych podatków i składek na ubezpieczenia społeczne. A z racji tego, że zdecydowana część wydatków publicznych jest planowana kwotowo, wyższe dzięki inflacji dochody publiczne generują dodatkową ponadplanową pulę dochodów, którą rządzący mogą sfinansować kolejne obietnice wyborcze. Niestety Kowalski zostaje

¹¹ Szerzej por. (Redo, 2021).

z wyższymi cenami i mniejszą siłą nabywczą jego dochodów, a całe społeczeństwo ze słabiej dofinansowanymi usługami publicznymi. Jak bowiem wspomniano, wydatki publiczne na służbę zdrowia czy edukację są w zdecydowanej mierze planowane w budżecie państwa w konkretnych kwotach. Beneficjenci otrzymają więc dokładnie tyle, ile zapisano. Tyle że z uwagi na wyższą inflację niższa siła nabywcza tych środków finansowych spowoduje gorsze dofinansowanie szpitali czy szkół.

Szkoda, że wyborcy tego nie rozumieją. Dlatego tak ważna jest dziś edukacja finansowa i ekonomiczna od najmłodszych lat, by kolejne pokolenia Polaków były bardziej świadome otaczającej ich rzeczywistości i skutków działań polityków. Dzieci od pierwszej klasy szkoły podstawowej powinny mieć jedną lekcję podstaw finansów i ekonomii (oraz prawa) przez cały cykl edukacji.

Coraz mniej elastyczne polityki gospodarcze w wielu państwach – z uwagi na wysokie długi publiczne i niskie już wcześniej stopy procentowe – przetrwały w ostatnich latach szlaki nowym rozwiązaniom na czas kryzysów. Można więc przypuszczać, że przy następnych narzędzia te będą ponownie wykorzystywane. Ważne więc, by zawczasu przeanalizować i ocenić ich dotychczasowe skutki, aby podnieść skuteczność pomocowych działań w przyszłości i zminimalizować ryzyko błędnych decyzji. Jednocześnie należy podkreślić, że warunki funkcjonowania się zmieniają i różnią w poszczególnych gospodarkach. Dlatego rozwiązania nie mogą być ślepo kopiowane. Każdorazowo muszą być poprzedzone szerokimi analizami ekspertów, uwzględniającymi nowe realia w gospodarce światowej i specyfikę sytuacji społeczno-gospodarczej w pojedynczym kraju.

Bibliografia:

- Bank of Canada. (2011). The Bank's Flexible Approach to Inflation Targeting. W: *Renewal of the Inflation-Control Target*. November.
- Basant Roi, M., Mendes, R.R. (2007). Should Central Banks Adjust Their Target Horizons in Response to House-Price Bubbles? *Bank of Canada Discussion Paper*, 4, May.
- Borio, C., Lowe, P. (2002). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. *BIS Working Papers*, 114, July.
- Cayen, J.P., Corbet, A., Perrier, P. (2006). An Optimized Monetary Policy Rule for ToTEM. *Bank of Canada Working Paper*, 41, November.
- Cecchetti, S.G., Genberg, H., Lipsky, J., Wadhvani, S. (2000). Asset Prices and Central Bank Policy. *The Geneva Report on the World Economy*, 2, 30 May.
- Mishkin, F.S. (2011). How Should Central Bank Respond to Asset-Price Bubbles? *Reserve Bank of Australia Bulletin*, June, 59–70.
- Powell, B. (2002). *Explaining Japan's Recession*, Mises Institute, 11.19.
- Redo, M. (2015). Euro w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. W: E. Cieślík, E. Jankowska,

- G. Górniewicz, A. Piotrowicz, J. Redo, M. Redo, P. Siemiątkowski. *Ekonomiczne aspekty integracji wybranych państw Europy Środkowo-Wschodniej* (s. 123–162). Toruń: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.
- Redo, M. (2017). Shutting Down of the Quantitative Easing Programme by European Central Bank as a Threat to the Market Cost of Capital Among Less Credible EU Member States. *Torun International Studies*, 1(10), 111–126. DOI: <http://dx.doi.org/10.12775/TIS.2017.009>.
- Redo, M. (2018). *Znaczenie skuteczności polityki pieniężnej dla bezpieczeństwa państwa*. Toruń: Wydawnictwo Adam Marszałek.
- Redo, M. (2021). *Inflacja lat 20. XXI wieku zagrożeniem dla bezpieczeństwa finansowego Polaków*. Wydawnictwo Akademii Sztuki Wojennej (w druku).
- Redo, M., Prewysz-Kwinto, P. (2021). *Matematyka finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Selody, J., Wilkins, C. (2007). Asset-Price Misalignments and Monetary Policy: How Flexible Should Inflation-Targeting Regimes Be? *Bank of Canada Discussion Paper*, 6, July.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. z 2020 r., poz. 1740).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. z 1997 r. Nr 140, poz. 938).
- Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jedn. Dz.U. z 2019 r., poz. 1083).
- 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 (Dz.U. z 2020 r., poz. 374).
- White, W.R. (2006). Is Price Stability Enough? *BIS Working Papers*, 205, April.

Źródła danych:

- BIS. (2021). Total Credit to Households (core debt). As a Percentage of GDP.
- ECB. (2021). Key ECB Interest Rates.
- Eurostat. (2021). Private Sector Debt: Loans, by Sectors, Consolidated – Million Units of National Currency [TIPSPD26].
- Federal Reserve. (2021). Current Interest Rates.
- NBP. (2021). Statystyka stóp procentowych.
- Tradingeconomics.com.