

Komentarz Ekonomiczny

Co wiemy o projekcie „polski SAFE 0%”

Piotr Bielski, tel. 691 393 119, piotr.bielski@santander.pl

Projekt „polski SAFE 0%” omawiany w środę przez prezydenta Karola Nawrockiego i prezesa NBP Adama Glapińskiego nie został wyjaśniony w szczegółach. Na podstawie dostępnych informacji nie mamy pewności, jak miałby wyglądać mechanizm, który ma gwarantować 185 mld zł finansowania, nie wiąże się z odsetkami i kredytem oraz funkcjonuje (przynajmniej w pierwszym etapie) w ramach obowiązujących ram prawnych. Warianty, które jesteśmy w stanie sobie wyobrazić, można by traktować jako de facto próbę obejścia przepisów, zakazujących bankowi centralnemu finansowania deficytów rządowych, niosącą ze sobą ryzyko inflacyjne i dla wiarygodności banku centralnego. Prezydent Nawrocki nie odpowiedział wprost na pytanie, czy w związku z własnym projektem podpisze rządową ustawę o SAFE, ale jego stwierdzenie, że projekt „polski SAFE 0%” jest zdecydowanie lepszą alternatywą sugeruje ryzyko weta. Z wcześniejszych wypowiedzi przedstawicieli rządu wynikało, że nawet w przypadku weta prezydenta Polska uruchomi środki z europejskiej pożyczki SAFE. Stanowisko rządu w sprawie nowego projektu nie jest na razie znane.

Prezydent Karol Nawrocki i prezes NBP Adam Glapiński omawiali w środę rozwiązanie, które nazwali „polski SAFE 0%”. Podczas konferencji prasowej po południu nie zostały przedstawione szczegóły tego mechanizmu. Wiemy niewiele, ale spróbujemy podsumować wszystkie fakty, których dowiedzieliśmy się z konferencji prezydenta i prezesa NBP:

- Wg słów prezydenta ma to być projekt „który zagwarantuje 185 mld zł, które nie będą wiązać się z żadnymi odsetkami”, i „nie będą się wiązać z kredytem”, w czym „pomogły inwestycje oraz zakup i kumulowanie złota przez NBP”.
- Do tego mechanizmu potrzebna jest zgoda Prezydenta RP, inicjatywa i zgoda prezesa NBP, ale także zaangażowanie polskiego rządu.
- Propozycja zakłada, aby „zacząć od tego co jest możliwe w obecnym systemie prawnym”, ale NBP ma gotowe pomysły, aby rozszerzyć możliwości finansowania, które jednak będą wymagały zmian ustawowych.
- Jeśli będzie taka potrzeba, to Kancelaria Prezydenta wyjdzie z inicjatywą ustawodawczą.
- Prezes NBP wykluczył wykorzystanie rezerw walutowych do finansowania programu „w tym sensie, że część rezerw zostanie przekazana, bo to jest wbrew prawu”.
- Wykluczył też „powtórzenie tego mechanizmu, którym wspieraliśmy państwo polskie w czasie COVID-u i agresji rosyjskiej”.
- Powiedział, że na szczegóły rozwiązania przyjdzie czas, ale zwrócił uwagę na to, że zysk NBP w 95% jest przekazywany rządowi „i on jest wykorzystywany w określonym celu (...) w tym wypadku w celu wzmacniania polskiej obronności”.
- Dodał, że „środki, które zostaną wykreowane, zostaną przekazane, tak jak każde prawo, rządowi czy Funduszowi Wsparcia Sił Zbrojnych”.
- Projekt nie był wcześniej konsultowany z rządem, Prezydent miał dopiero wieczorem wystać zaproszenie na spotkanie w tej sprawie do premiera i ministra obrony.
- Prezydent nie ma wątpliwości, że projekt „polski SAFE 0%” jest lepszy dla polskich Sił Zbrojnych niż europejski SAFE – „jest to zdecydowanie lepsza alternatywa”.

Na podstawie tych informacji nie umiemy powiedzieć, jak miałby wyglądać mechanizm, który „gwarantuje” 185 mld zł, nie wiąże się z odsetkami i kredytem oraz funkcjonuje w ramach obowiązujących ram prawnych.

Skoro na konferencji padły odniesienia do zakupów złota przez NBP, a także do możliwości przekazania zysku NBP do budżetu, to jedną z pierwszych hipotez, które przychodzą do głowy jest operacja, która pozwoliłaby na realizację/zaksięgowanie zysku ze zgromadzonych rezerw złota. W ramach obowiązującego obecnie prawa mogłoby to nastąpić, gdyby NBP zdecydował się na sprzedaż złota na rynku.

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www.santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

Z tą hipotezą wiąże się jednak kilka wątpliwości: Na konferencji w styczniu br. prezes NBP stwierdził: „Gdybyśmy chcieli sprzedawać to złoto zakupione za moich dwóch kadencji – co absolutnie nie wchodzi w grę, bo to jest strategiczny zasób – to byśmy zarobili na tym 115 mld zł”. Czyli, po pierwsze, jeszcze niedawno Adam Glapiński zupełnie wykluczał uszczuplanie rezerw złota i rezerw dewizowych w ogóle (stwierdzając m.in., że rezerwy są bardzo duże, ale „nie zaszkodzi, jeśli będą jeszcze większe”). To oczywiście nie jest argument decydujący – zdanie można zmienić, a poza tym być może bank centralny mógłby sprzedać złoto tylko na chwilę, aby zaraz potem je odkupić, przez co nie uszczupliłby docelowego poziomu rezerw, ale wykazał zysk księgowy. Po drugie, i chyba ważniejsze – wartość niezrealizowanych zysków NBP na złocie wydaje się za niska aby „gwarantować” finansowanie w kwocie 185 mld zł. Nawet gdyby sprzedano całe złoto z rezerw, kwota byłaby zbyt skromna. Jakiś czas temu przepisy stanowiły, że jeśli bank centralny w poprzednich latach notował straty finansowe (a te – jak informował sam NBP – mogły zbliżyć się do 100 mld zł na koniec 2025 r.), to po wystąpieniu zysku w pierwszej kolejności powinien uzupełnić tzw. fundusz rezerwowy. Jednak uchwała RPP z 2019 r. zmieniła zasady rachunkowości, znosząc to wymaganie. Osobną kwestią jest to, że sprzedaż (i odkup?) 550 ton złota bez wywołania istotnej reakcji cenowej na rynku wymagałaby zapewne znacznego rozłożenia w czasie. Poza tym najbliższym możliwym momentem przekazania zysku z NBP do budżetu jest połowa 2027 roku. Tymczasem z wypowiedzi prezesa NBP na konferencji wynikało, że efekty planowanych działań będą „natychmiast” widoczne.

Z informacji portalu WP.pl wynika, że oprócz sprzedaży złota może być rozważane wygenerowanie zysku księgowego poprzez przeliczenie wartości zgromadzonego w NBP złota. Ale to wymagałoby zmian w przepisach, więc – jak rozumiemy – nie wchodzi w zakres działań, które początkowo mają bazować na obecnym stanie prawnym. Plus to rozwiązanie również rozbija się o konieczność pokrycia strat NBP z lat ubiegłych.

Wg WP.pl inną rozważaną opcją jest emisja obligacji na rzecz FIZB (nowego funduszu obsługującego wydatki zbrojeniowe), które potem z rynku wtórnego skupowałby NBP. Byłoby to jednak rozwiązanie bliźniaczo podobne do stosowanego wcześniej w latach 2020-21, co wydaje się sprzeczne z wypowiedzią prezesa Glapińskiego na środowej konferencji. Nie jest to też spójne z deklaracją, że nowy mechanizm nie będzie się wiązał z odsetkami.

Swoją drogą, nawet rozwiązanie bazujące na przekazaniu wykreowanego z rezerw zysku NBP do budżetu trudno byłoby określić mianem „0%”, ponieważ dodatkowa podaż pieniądza wygenerowana w ten sposób powinna być sterylizowana przez bank centralny, generując koszty operacji otwartego rynku, proporcjonalne do poziomu stóp procentowych.

Wśród innych hipotetycznych opcji, które pojawiały się wczoraj w dyskusji publicznej, można wymienić jakiś rodzaj pożyczki zabezpieczonej np. złotem z rezerw, czy też gwarantowanych przez NBP. Jednak takie rozwiązania ani nie wydają się spójne z obowiązującym prawem, zabraniającym bankowi centralnemu finansowania deficytu rządowego, ani z deklaracją prezydenta Nawrockiego, że nie będą się wiązać z odsetkami, czy kredytem.

Podsumowując, trudno jednoznacznie wskazać na rozwiązanie, które miałyby zastąpić europejską pożyczkę SAFE i spełniać kryteria postawione wczoraj na konferencji prezydenta Nawrockiego i prezesa Glapińskiego, więc trzeba poczekać na publikację bardziej szczegółowych informacji. Opcje, które jesteśmy sobie w stanie wyobrazić, niosą ze sobą ryzyko inflacyjne i dla wiarygodności banku centralnego (jako de facto obejście przepisów, zakazujących bankowi centralnemu finansowanie deficytów rządowych). Prezydent Nawrocki nie odpowiedział wprost na pytanie, czy w związku z własnym projektem podpisze rządową ustawę o SAFE, ale jego stwierdzenie, że projekt „polski SAFE 0%” jest zdecydowanie lepszą alternatywą sugeruje ryzyko weta. Z wcześniejszych wypowiedzi przedstawicieli rządu wynikało, że nawet w przypadku weta prezydenta Polska uruchomi środki z europejskiej pożyczki SAFE. Stanowisko rządu w sprawie nowego projektu nie jest na razie znane.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl