

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2011

Warszawa, wrzesień 2010 r.

Ustalając *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011* Rada Polityki Pieniężnej wypełnia Artykuł 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, który nakłada na Radę obowiązek corocznego przedłożenia do wiadomości Sejmowi założeń polityki pieniężnej równocześnie z przedłożeniem przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej. Zgodnie z Artykułem 53 Ustawy o Narodowym Banku Polskim *Założenia polityki pieniężnej* są publikowane w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”.

W *Założeniach* są przedstawione podstawowe elementy realizowanej przez Narodowy Bank Polski strategii polityki pieniężnej, a także zarys uwarunkowań makroekonomicznych mogących wpływać na tę politykę w 2011 roku. Ponadto *Założenia* zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011* uwzględniono informacje dostępne do 10 września 2010 r.

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej.....	4
2. Polityka pieniężna w 2011 r.....	8
3. Instrumenty polityki pieniężnej	13

Rozdział 1

Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 ust. 1 stanowi, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym dotyczące inwestycji i oszczędzania. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągania wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, od 1998 r. opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Począwszy od 2004 r. Rada przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. Rada realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

Doświadczenia Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”, oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę powinny odgrywać czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia prowadzenie takiej polityki, stanowiąc wsparcie dla polityki regulacyjnej i nadzorczej wobec sektora finansowego.

Rada kieruje się następującymi zasadami prowadzenia polityki pieniężnej, będącymi w znacznym stopniu kontynuacją dotychczasowego sposobu ich rozumienia:

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak

stosowane w projekcji inflacji NBP, w budżecie państwa oraz w statystyce Unii Europejskiej (zwanej dalej „UE”), w tym zharmonizowanym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych - HICP. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej, które ułatwiają odróżnianie przejściowych zmian wskaźnika inflacji od bardziej trwałych zmian presji inflacyjnej.

- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianami parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji w danym okresie. W efekcie może się również zmniejszyć zmienność długoterminowych stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różna jest skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. W krajach o trwale niskiej inflacji bank centralny zazwyczaj nie reaguje na odchylenia inflacji od celu jeśli uznaje je za przejściowe, i to nawet wówczas, gdy nie mieszczą się one w przedziale wahań wokół celu. Rada oceniając potrzebę reakcji na wstrząsy będzie jednak brała pod uwagę to, że w Polsce niskie oczekiwania inflacyjne nadal nie są dostatecznie utrwalone. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację. W przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogą wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji utrwalić wzrost inflacji ze względu na pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy, bank centralny będzie odpowiednio modyfikował parametry polityki pieniężnej.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także od ich przyczyn i charakteru. W przypadku wstrząsów popytowych inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą w krótkim okresie i w dalszej kolejności presję inflacyjną. W przypadku wstrząsów podażowych dynamika produkcji i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do spadku dynamiki produkcji, która jest już obniżana przez sam wstrząs podażowy niekorzystnie wpływający na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost inflacji i spadek dynamiki produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się podwyższonej inflacji. W takiej sytuacji w następnych okresach konieczne jest prowadzenie znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej. Powoduje ona silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego niż zaostrzenie tej polityki nie dopuszczające do utrwalenia się podwyższonej inflacji. Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.
- Po piąte, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację, nie jest jednak stała. Zależy ona w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne mogą określić tę długość tylko w przybliżeniu. Dodatkowym czynnikiem zakłócającym działanie mechanizmu transmisji monetarnej mogą być zaburzenia w krajowym i międzynarodowym systemie finansowym.

-
- Po szóste, w polityce pieniężnej należy uwzględnić potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście przy ocenie bilansu czynników ryzyka dla przyszłej inflacji i wzrostu gospodarczego istotne jest kształtowanie się cen aktywów. Nadmierne redukcje stóp procentowych i długotrwałe utrzymywanie ich na obniżonym poziomie w warunkach niskiej inflacji i jednocześnie szybkiego wzrostu gospodarczego może prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów, a przez to zwiększać ryzyko utworzenia się tzw. bąbli spekulacyjnych. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów rośnie prawdopodobieństwo ich odchylenia od poziomów uzasadnionych czynnikami fundamentalnymi, co powoduje wzrost ryzyka gwałtownego i znacznego ich spadku w przyszłości. Szybki wzrost cen aktywów, szczególnie jeśli towarzyszy mu szybki wzrost kredytu, rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a przez to dla zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności cen w dłuższym okresie. Polityka pieniężna wspierająca stabilność systemu finansowego jest więc długookresowo spójna z realizacją podstawowego celu działalności banku centralnego, tj. zapewnieniem stabilności cen, choć niekiedy może stwarzać ryzyko przejściowego odchylenia się inflacji od celu. Zachowanie spójności pomiędzy dążeniem do utrzymania inflacji na poziomie celu i wspieraniem stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.
 - Po siódme, przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych. Szybki wzrost tych agregatów może prowadzić do narastania nierównowagi makroekonomicznej w gospodarce, w tym nierównowagi na rynkach aktywów. Ryzyko związane z nadmiernie szybkim wzrostem tych agregatów powinno być brane pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej. Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest polityka regulacyjna i nadzorcza w sektorze finansowym, która ma wpływ na tempo wzrostu kredytu i jego strukturę.
 - Po ósme, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa, wraz z realizowaną polityką fiskalną, na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Zapewnienie stabilności cen w sytuacji nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej może wymagać utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie.
 - Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych. Niepewność ta powoduje, że przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej konieczne jest uwzględnianie możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych, a nie tylko wyników projekcji inflacji. Modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą nie odwzorowywać właściwie zachowania gospodarki, chociażby ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Ponadto, nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która ex ante mogłaby być znana uczestnikom rynku.
 - Po dziesiąte, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie oceny przebiegu procesów gospodarczych, w tym na podstawie projekcji inflacji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, Rada bierze pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma ono wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. Rada uwzględnia w szczególności długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem, oraz okresu, w którym się od niego odchyłała.

W przypadku podjęcia decyzji o przystąpieniu Polski do mechanizmu ERM II, Rada dokona niezbędnych dostosowań strategii polityki pieniężnej oraz – w porozumieniu z Radą Ministrów – systemu kursowego do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro. Zdaniem Rady przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Rozdział 2

Polityka pieniężna w 2011 r.

Po silnym obniżeniu aktywności gospodarczej na przełomie 2008 i 2009 r., koniunktura w gospodarce światowej od II połowy 2009 r. wyraźnie się poprawiła. Skala jej poprawy w poszczególnych krajach była jednak zróżnicowana. W większości gospodarek rozwiniętych – pomimo stopniowego przyspieszania dynamiki PKB – aktywność gospodarcza pozostawała umiarkowana, natomiast w największych gospodarkach wschodzących wzrost PKB był wysoki. Wobec umiarkowanej aktywności gospodarczej, dużej niepewności odnośnie do trwałości ożywienia gospodarczego i ograniczonej presji inflacyjnej w największych krajach rozwiniętych, tamtejsze banki centralne utrzymywały ekspansywną politykę pieniężną. Natomiast banki centralne w największych gospodarkach rozwijających się, w których wysokiej koniunkturze towarzyszył wzrost inflacji, rozpoczęły stopniowe zaostrzenie polityki pieniężnej.

W 2010 r. procesy zachodzące w otoczeniu zewnętrznym nadal silnie wpływały na sytuację polskiej gospodarki. Z jednej strony, wraz z poprawą koniunktury za granicą umacniały się pozytywne tendencje w polskim handlu zagranicznym i produkcji przemysłowej. Z drugiej strony, w I połowie 2010 r. ponownie wystąpiły zaburzenia na rynkach finansowych oraz wzrosła niepewność w związku z kryzysem fiskalnym w Grecji i utrzymującą się znaczną nierównowagą fiskalną w wielu innych krajach. Zaburzenia te i wzrost niepewności znalazły odzwierciedlenie w wyhamowaniu następującej od I kw. 2009 r. aprecjacji walut krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego.

W Polsce tempo wzrostu gospodarczego od II kw. 2009 r. stopniowo przyspieszało. W I połowie 2010 r. PKB zwiększył się realnie o 3,2% w ujęciu rocznym, do czego przyczynił się głównie wzrost popytu krajowego związany z odbudową zapasów oraz rosnącym spożyciem indywidualnym i publicznym. Nadal obniżały się natomiast nakłady brutto na środki trwałe, choć skala ich spadku była ograniczana przez wzrost inwestycji publicznych.

Poprawiła się sytuacja na rynku pracy. Zarówno zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, jak i liczba pracujących w całej gospodarce zaczęły wzrastać, a stopa bezrobocia rejestrowanego – spadać. Jednocześnie nadal obniżała się dynamika wynagrodzeń w gospodarce, co sprzyjało utrzymaniu niskiej dynamiki jednostkowych kosztów pracy.

W 2010 r. utrzymał się bardzo wysoki deficyt sektora finansów publicznych.

Poprawa koniunktury i stopniowe łagodzenie polityki kredytowej przez banki (z wyjątkiem segmentu kredytów konsumpcyjnych) sprzyjały wyhamowaniu spadku dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego. Występowało jednak istotne zróżnicowanie dynamiki kredytów dla poszczególnych sektorów – stan zadłużenia przedsiębiorstw obniżył się, natomiast kredyty dla

gospodarstw domowych wzrosły, głównie ze względu na znaczny przyrost kredytów mieszkaniowych.

Ograniczona presja popytowa, niska dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz wcześniejsza aprecjacja kursu złotego sprzyjały obniżeniu się inflacji bazowej i – w efekcie – wskaźnika CPI w I połowie 2010 r. w pobliżu celu inflacyjnego NBP. Spadek tego wskaźnika (w ujęciu rocznym) w I połowie 2010 r. był także związany z ujemnymi efektami bazy¹.

W I połowie 2010 r. – wobec obniżającej się inflacji oraz umiarkowanej dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce, a także biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sytuacji w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki – Rada utrzymywała stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie – do sierpnia 2010 r. stopa referencyjna wynosiła 3,5%.

Jednocześnie w warunkach rosnącej nadpłynności w sektorze bankowym w 2010 r. NBP stopniowo ograniczał przeprowadzanie niestandardowych operacji polityki pieniężnej wprowadzonych w reakcji na zaburzenia związane z globalnym kryzysem finansowym².

* * *

W 2011 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie nadal utrzymanie inflacji na poziomie 2,5% w średnim okresie. Jednocześnie polityka pieniężna będzie w dalszym ciągu prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu.

Podobnie jak w poprzednich latach, parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do zmieniającej się sytuacji w gospodarce i wynikającej stąd oceny prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu inflacyjnego 2,5%.

W swoich decyzjach Rada będzie uwzględniała również sytuację sektora finansowego, którego stabilność jest warunkiem koniecznym utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

* * *

W 2011 r. istotnym czynnikiem wpływającym na polską gospodarkę pozostanie rozwój sytuacji w otoczeniu zewnętrznym. Aktualne prognozy wskazują, że w 2011 r. utrzyma się ożywienie w gospodarce światowej. Jednocześnie w głównych gospodarkach rozwiniętych presja inflacyjna pozostanie prawdopodobnie ograniczona. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących – wobec stopniowego zacieśnienia polityki makroekonomicznej – można oczekiwać obniżenia tempa wzrostu gospodarczego i zmniejszania presji inflacyjnej. Czynnikiem ryzyka oddziałującym w kierunku wyższej inflacji na świecie może być utrzymująca się wysoka płynność na globalnych rynkach finansowych.

Ze względu na silne powiązania handlowe i finansowe Polski ze strefą euro ważnym uwarunkowaniem wzrostu gospodarczego w Polsce będzie sytuacja gospodarcza w tym regionie. Na podstawie aktualnych prognoz można oczekiwać nieznacznego przyspieszenia wzrostu PKB w strefie euro w 2011 r., przy znaczącym zróżnicowaniu poziomu aktywności gospodarczej w poszczególnych jej krajach. Istotnym źródłem niepewności dotyczącym aktywności gospodarczej

¹ W 2009 r. silnie wzrosły ceny części towarów i usług, co okresowo podwyższało roczny wskaźnik inflacji. W 2010 r. ten statystyczny efekt stopniowo wygasł, co przełożyło się na obniżenie rocznego wskaźnika inflacji. Ujemne efekty bazy, które wystąpiły w 2010 r., dotyczyły cen żywności i napojów bezalkoholowych, cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania, a także były związane z wprowadzonymi w 2009 r. podwyżkami podatku akcyzowego.

² W II kwartale 2010 r. zaprzestano przeprowadzania 6-miesięcznych operacji repo zasilających sektor bankowy w płynność złotową, przy jednocześnie niższej skali 3-miesięcznych operacji repo. Z uwagi na brak popytu ze strony banków na oferowaną przez NBP płynność w walutach obcych w I połowie 2010 r. bank centralny zrezygnował także z przeprowadzania transakcji typu swap walutowy.

w strefie euro są skutki dużej nierównowagi fiskalnej w wielu krajach tego regionu, a także oczekiwanej jej ograniczania.

Ważnymi krajowymi uwarunkowaniami polityki pieniężnej w 2011 r. będą: stan koniunktury gospodarczej w Polsce, sytuacja na rynku pracy, polityka fiskalna oraz rozwój akcji kredytowej. Czynniki te mogą mieć istotny wpływ na przebieg procesów inflacyjnych zarówno w 2011 r., jak i w kolejnych latach.

W 2011 r. można oczekiwać przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce, który – podobnie jak wskazują wstępne dane za I połowę 2010 r. i prognozy na II połowę 2010 r. – będzie wspierany głównie przez popyt krajowy. Do przyspieszenia wzrostu o takiej strukturze w dużym stopniu może się przyczynić utrzymujący się wysoki wzrost inwestycji publicznych (głównie infrastrukturalnych o niskiej importochłonności), związanych ze spodziewanym znaczącym wykorzystaniem środków unijnych. Wsparciem dla wzrostu gospodarczego będzie prawdopodobnie też stabilna dynamika konsumpcji gospodarstw domowych, jak również możliwe ożywienie dynamiki inwestycji przedsiębiorstw. Oczekuje się, że stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski wpłynie pozytywnie na wzrost eksportu, jednak ze względu na rosnący popyt krajowy w 2011 r. wkład eksportu netto do PKB będzie prawdopodobnie ujemny.

Na przebieg procesów inflacyjnych w 2011 r. istotny wpływ będzie miała także sytuacja na krajowym rynku pracy. Można oczekiwać, że ze względu na ograniczony spadek zatrudnienia w sytuacji obniżonego popytu na pracę w trakcie spowolnienia gospodarczego, poprawa sytuacji na rynku pracy będzie prawdopodobnie następowała stopniowo. Poprawa ta może oddziaływać w kierunku zwiększenia presji płacowej i jednostkowych kosztów pracy.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej w 2011 r. będzie kształt polityki fiskalnej. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej, deficyt budżetu państwa w 2011 r. pozostanie na podwyższonym poziomie (40,2 mld zł). Jednocześnie prawdopodobne jest wystąpienie znaczących deficytów w finansach innych jednostek publicznych – m.in. jednostek samorządu terytorialnego, Funduszu Ubezpieczeń Społecznych oraz Krajowego Funduszu Drogowego. Oznacza to, że w 2011 r. prawdopodobne jest utrzymanie się deficytu sektora finansów publicznych na bardzo wysokim poziomie. Zadeklarowane dotychczas działania mające na celu ograniczenie nierównowagi finansów publicznych nie gwarantują nieprzekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych zawartych w ustawie o finansach publicznych oraz limitu określonego w Konstytucji RP.

Oczekiwana dalsza poprawa aktywności gospodarczej powinna sprzyjać zwiększaniu akcji kredytowej. Jednocześnie w kierunku ograniczenia przyrostu kredytu może oddziaływać utrzymująca się niepewność co do rozwoju sytuacji makroekonomicznej, a w przypadku kredytu dla gospodarstw domowych także wprowadzane do końca 2010 r. zasady zawarte w przyjętej przez Komisję Nadzoru Finansowego Rekomendacji T oraz już obowiązujące zapisy Rekomendacji S II. Rekomendacje te będą sprzyjały ograniczeniu ryzyka niestabilności systemu finansowego, co będzie czynnikiem ułatwiającym prowadzenie polityki pieniężnej nakierowanej na utrzymanie stabilności cen.

W 2011 r. czynnikiem, który może oddziaływać w kierunku wzrostu rocznego wskaźnika inflacji będzie zaplanowany na początek 2011 r. wzrost większości stawek VAT. Wpływ tego czynnika na inflację powinien być jednak niewielki. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen są także możliwe podwyżki cen nośników energii, jak również ewentualne podwyżki cen usług komunalnych, związane z niekorzystną sytuacją budżetową jednostek samorządu terytorialnego.

Istotnym czynnikiem wpływającym na inflację w Polsce będzie także kształtowanie się kursu złotego. Na zmiany kursu walutowego wpływ ma zarówno krajowa sytuacja gospodarcza, jak i sytuacja w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.

* * *

Oczekiwania dotyczące sytuacji gospodarczej w 2011 r. są obarczone szczególną niepewnością ze względu na skalę, zasięg i długość globalnego kryzysu.

Istotnym czynnikiem niepewności jest kształtowanie się koniunktury za granicą. Niepewność ta dotyczy w szczególności konsekwencji dużej nierównowagi fiskalnej w wielu krajach oraz jej zapowiadanego ograniczania. Jest ona również związana ze skutkami ekspansywnej polityki pieniężnej, w tym podejmowania przez banki centralne niestandardowych operacji w reakcji na globalny kryzys i jego następstwa.

Niższe od oczekiwanego tempo wzrostu PKB na świecie może utrudnić planowane zmniejszenie deficytów w finansach publicznych w wielu krajach. Opóźnienia w poprawie stanu finansów publicznych mogłyby z kolei prowadzić do wzrostu długoterminowych stóp procentowych oraz większej zmienności cen instrumentów finansowych, co dodatkowo przyczyniłoby się do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego na świecie. Tempo to będzie miało również wpływ na kształt polityki pieniężnej, w tym na skalę niestandardowych operacji prowadzonych przez banki centralne.

Tempo wzrostu gospodarki światowej w przyszłym roku i jego oddziaływanie na inflację będą również pod wpływem związanego z kryzysem finansowym spadku dynamiki produktu potencjalnego w wielu krajach. Skala tego spadku jest jednak niewiadoma.

Niższe od oczekiwań tempo wzrostu gospodarczego w gospodarce światowej może przyczynić się do obniżenia dynamiki PKB w Polsce oraz niższej presji inflacyjnej. W krajach wysoko rozwiniętych w sytuacji znaczącego obniżenia dynamiki popytu oraz utrzymywania się trudnej sytuacji na rynku pracy nie można wykluczyć pojawienia się tendencji deflacyjnych.

Istotnym źródłem niepewności pozostaje kształtowanie się cen surowców na świecie. Przy utrzymującej się znacznej nadpłynności na światowych rynkach finansowych i ewentualnym wystąpieniu wstrząsów podażowych na rynkach surowców, istnieje ryzyko znaczącego wzrostu tych cen. Ryzyko to jest jednak zależne od kształtowania się koniunktury w gospodarce światowej.

Występuje także niepewność dotycząca kierunku i skali międzynarodowych przepływów kapitału, która jest zwiększona przez utrzymującą się znaczną nadpłynność na światowych rynkach finansowych oraz zmienność przewidywań dotyczących tempa wzrostu gospodarki światowej. Związane z tym zmiany awersji do ryzyka mogą mieć wpływ na kształtowanie się cen instrumentów finansowych, w tym kursów walutowych.

Istotnym krajowym czynnikiem ryzyka jest wpływ wzrostu gospodarczego na dochody sektora finansów publicznych. W przypadku wolniejszego niż zakłada rząd w projekcie ustawy budżetowej na 2011 r. wzrostu tych dochodów dług publiczny w relacji do PKB może przekroczyć 55%, co przyczyniłoby się do relatywnego pogorszenia postrzegania polskiej gospodarki i – w efekcie – do większej zmienności kursu walutowego oraz wzrostu długoterminowych stóp procentowych. Mogłoby to prowadzić do pogorszenia warunków finansowania zarówno dla sektora publicznego, jak i prywatnego.

* * *

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego jest komunikacja banku centralnego z otoczeniem. W jej ramach Rada przedstawia swoją ocenę aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Najważniejszymi instrumentami w sferze komunikacji w 2011 r. będą nadal *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* oraz konferencje prasowe po posiedzeniach Rady, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej*, *Raporty o inflacji* i *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej*. W *Sprawozdaniu* Rada będzie przedstawiała ocenę przyczyn ewentualnych odchyłeń inflacji od celu.

Rozdział 3

Instrumenty polityki pieniężnej

Płynność sektora bankowego w 2011 r.

Przewiduje się, że w 2011 r., podobnie jak w latach 2009-2010, będzie rosła nadpłynność w krajowym sektorze bankowym. Jej poziom może przekroczyć 100 mld zł średnio w ciągu roku. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu płynności będzie napływ do Polski środków finansowych z Unii Europejskiej i ich zamiana na walutę krajową w NBP. Ponadto, do wzrostu płynności przyczyniać się może skup przez NBP środków w walutach obcych od Ministerstwa Finansów, pochodzących z kredytów z międzynarodowych instytucji finansowych oraz z emisji obligacji skarbowych na rynki zagraniczne. W kierunku ograniczenia płynności oddziaływać będzie głównie wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu.

Istotne znaczenie z punktu widzenia płynności sektora bankowego będzie miał sposób finansowania obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa. Pozyskiwanie przez Ministerstwo Finansów w NBP środków walutowych na obsługę zadłużenia zagranicznego w formie zakupu walut obcych będzie powodowało ograniczenie nadpłynności sektora bankowego.

Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wynikają z kierunku prowadzonej polityki pieniężnej. Poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP wyznaczają pasmo wahań stopy procentowej *overnight* na rynku międzybankowym.

Stopa referencyjna NBP określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP wyznacza koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa górny pułap wzrostu rynkowej stopy *overnight*.

Stopa depozytowa NBP wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa dolne ograniczenie dla wahań rynkowej stopy *overnight*.

Operacje otwartego rynku

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny będzie oddziaływał na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający utrzymywanie krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych na poziomie spójnym z ustalonym przez

Radę poziomem stopy referencyjnej NBP. W szczególności, bank centralny będzie przeprowadzał operacje otwartego rynku w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe będą standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), z 7-dniowym z reguły terminem zapadalności. Na przetargach będzie obowiązywać stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP. Z uwagi na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2011 r. operacje te polegać będą na emisji bonów pieniężnych NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia wpływu zmian w warunkach płynnościowych w sektorze bankowym na wysokość krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP, transakcje *reverse repo*) oraz zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje *repo*). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania operacji są uzależnione od sytuacji występującej w sektorze bankowym.

Operacje strukturalne mogą zostać przeprowadzone w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzić następujące operacje strukturalne: emisję obligacji, zakup oraz sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

Rezerwa obowiązkowa

Podstawową funkcją rezerwy obowiązkowej jest stabilizowanie stanu płynności w sektorze bankowym. Możliwość utrzymywania rezerwy obowiązkowej w systemie uśrednionym ogranicza zmienność najkrótszych rynkowych stóp procentowych.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe mają na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej *overnight*. Banki uczestniczą w tych operacjach z własnej inicjatywy.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie nadwyżek środków w banku centralnym na termin *overnight*. Jego oprocentowanie określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej kwotowanej na ten termin.

Kredyt lombardowy umożliwia bankom komercyjnym zaciągnięcie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany papierami wartościowymi, akceptowanymi przez bank centralny. Jego oprocentowanie wyraża krańcowy koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, co stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej *overnight*.

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego są oferowane przez NBP nieoprocentowane **kredyty** w złotych (kredyt techniczny) i w euro (intraday credit), stanowiące źródło pozyskania środków **w ciągu dnia operacyjnego**. Kredyty te są zabezpieczane papierami wartościowymi akceptowanymi przez bank centralny.

Swapy walutowe

W przypadku wystąpienia potrzeby zasilania sektora bankowego w płynność walutową, NBP może przeprowadzać swapy walutowe. Swap walutowy polega na tym, że NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaje (lub odkupuje) je, w ramach transakcji terminowej, w określonej dacie.

Interwencje walutowe

Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP, są interwencje na rynku walutowym.

W przypadku przystąpienia Polski do ERM II, interwencje na rynku walutowym mogą być również wykorzystywane do stabilizowania kursu złotego w celu spełnienia kryterium stabilności kursu walutowego.