

Narodowy Bank Polski  
Rada Polityki Pieniężnej

# **Założenia polityki pieniężnej na rok 2013**

Warszawa, wrzesień 2012 r.

Ustalając *Założenia polityki pieniężnej na rok 2013* 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 2013 r. Ponadto *Założenia* zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2013* uwzględniono informacje dostępne do dnia 10 września 2012 r.

# Spis treści

<b>1. Strategia polityki pieniężnej.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Instrumenty polityki pieniężnej.....</b>	<b>11</b>
<b>3. Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r.....</b>	<b>15</b>



## Rozdział 1

# Strategia polityki pieniężnej

Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP przedstawione w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012*. W 2013 r. strategia polityki pieniężnej będzie realizowana zgodnie z przedstawionymi poniżej zasadami.

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 stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się do osiągnięcia 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  $\pm 1$  punkt procentowy. Rada realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza 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 w średnim okresie. Umożliwia ona jednocześnie elastyczne reagowanie przez banki centralne na zewnętrzne wstrząsy.

W ostatnich latach w gospodarce światowej występowały silne wstrząsy, które – w warunkach rosnącej integracji gospodarczej i swobody przepływu kapitału – wpływały na sytuację makroekonomiczną i procesy inflacyjne w większości krajów, w tym również w Polsce. Eskalacja światowego kryzysu finansowego, który w Europie przybrał także postać kryzysu nadmiernego zadłużenia sektora publicznego, przyczyniła się najpierw do znacznego wzrostu, a następnie okresowych fluktuacji awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. Zmianom awersji do

ryzyka towarzyszyły wahania cen aktywów, w tym kursów walutowych, jak również silne zmiany cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie znaczny wzrost długu publicznego i kosztów jego obsługi zmusił rządy wielu krajów do ograniczenia skali nierównowagi fiskalnej. Istotnym elementem zacieśnienia fiskalnego było podniesienie podatków pośrednich w szeregu krajów.

Wymienione czynniki, związane ze zjawiskami kryzysowymi na świecie, przyczyniały się do wzrostu bieżącej inflacji w wielu gospodarkach. Jednak natura wstrząsów wpływających na poziom cen i stan koniunktury gospodarczej sprawiały, że w dłuższym horyzoncie ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji można było ocenić jako ograniczone. W przypadku kursu walutowego jego wpływ na inflację jest relatywnie krótkotrwały. Ponadto w krajach rozwijających się wstrząsy, które w ostatnich latach prowadziły do deprecjacji kursu walutowego, wynikały najczęściej z nasilenia zjawisk kryzysowych za granicą i osłabienia globalnej koniunktury, co – poprzez pogorszenie perspektyw eksportu, a w efekcie również krajowego wzrostu gospodarczego – zmniejszało ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji w tych krajach. Również wzrosty cen surowców oraz podwyżki podatków pośrednich, choć w krótkiej perspektywie przekładały się na wyższą inflację, to jednocześnie – negatywnie oddziałując na aktywność gospodarczą – ograniczały ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie.

W swoich decyzjach banki centralne biorą pod uwagę przede wszystkim ocenę ryzyka utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Jeżeli pojawieniu się czynników podwyższających inflację towarzyszy pogorszenie średniookresowych perspektyw wzrostu gospodarczego, to ryzyko nasilenia się presji płacowej, a w konsekwencji ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy – prowadzących do utrwalenia się podwyższonej inflacji – może być ograniczone. Elastyczna reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy, dostosowana do oceny ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy, pozwala na zmniejszenie wahań produkcji i inflacji.

Zarówno przed kryzysem, jak i w okresie największych napięć związanych ze zjawiskami kryzysowymi w gospodarce światowej, polityka pieniężna NBP – w ramach przyjętej strategii bezpośredniego celu inflacyjnego – reagowała w sposób elastyczny na wstrząsy, jakich doznawała polska gospodarka, dostosowując poziom stóp do zmieniających się uwarunkowań makroekonomicznych.

Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie polityka pieniężna powinna być prowadzona w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w szczególności wynikających z sytuacji w systemie finansowym. Czynnikiem sprzyjającym ograniczaniu tego ryzyka jest możliwość elastycznego kształtowania parametrów i sposobu zastosowania dostępnych instrumentów polityki pieniężnej w zależności od sytuacji w krajowym systemie finansowym. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwiła prowadzenie tak ukierunkowanej polityki pieniężnej, zwłaszcza gdy jest ona wspomagana przez politykę makroostrożnościową (traktowaną jako dodatkowy instrument polityki stabilizacyjnej banku centralnego). W tym kontekście ważna jest realizacja zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego dotyczącego utworzenia na poziomie krajowym instytucji odpowiedzialnych za politykę makroostrożnościową oraz zapewnienie bankowi centralnemu wiodącej roli w prowadzeniu tej polityki.

W 2013 r. polityka pieniężna NBP pozostanie ukierunkowana na realizację celu inflacyjnego w średnim okresie.

W kształtowaniu polityki pieniężnej Rada będzie się kierować następującymi zasadami:

- Po pierwsze, określenie celu ciągłego 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. Przy ocenie 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. Ponadto, ułatwiają one odróżnianie wpływu na inflację wstrząsów podażowych od wpływu czynników popytowych.
- 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 i kierunku oddziaływania wstrząsu oraz 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. Dylematy polityki pieniężnej w przypadku tego typu wstrząsów przedstawiają się następująco:

- ♦ Próba neutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może pogłębiać spadek dynamiki produkcji, wynikający z niekorzystnego oddziaływania tego wstrząsu na konsumpcję i inwestycje.
- ♦ Z kolei próba 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, niedopuszczające do utrwalenia się podwyższonej inflacji.

W przypadku wstrząsów wynikających z fluktuacji awersji do ryzyka (czynnika zmiennego), przedwczesna reakcja polityki pieniężnej, może – w sytuacji nagłego odwrócenia ich znaku – prowadzić do nadmiernej zmienności stóp procentowych, a w efekcie również zmienności inflacji i tempa wzrostu.

Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy. Istotne znaczenie w ocenie ryzyka utrwalenia się podwyższonej inflacji ma zatem stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oraz całokształt sytuacji makroekonomicznej, który może sprzyjać narastaniu presji płacowej albo ją ograniczać.

W kontekście reakcji banku centralnego na wstrząsy ważna jest możliwość elastycznego określania długości horyzontu powrotu inflacji do celu inflacyjnego w zależności od natury wstrząsu.

- 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 te powodują, że banki centralne mogą oceniać długość opóźnień 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 uwzględniać 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. z 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 prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych. Ta naturalna niepewność 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 prawdopodobieństwo 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 odchylała.

Od przystąpienia do UE Polska jest zobowiązana do dążenia do pełnego uczestnictwa w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), co musi być w szczególności poprzedzone uczestnictwem w ERM II. 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 być rozważane, gdy zostanie przezwyciężony kryzys finansowy w krajach należących do tego obszaru walutowego, w sytuacji sprzyjającej maksymalizacji korzyści związanych z integracją walutową i minimalizacji związanych z nią kosztów.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Dla utrzymania stabilności makroekonomicznej gospodarki, w tym dla utrzymania stabilności cen, niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewniałaby długookresową stabilność finansów publicznych. Polityka pieniężna nakierowana na stabilność cen, sprzyja jednocześnie stabilności w finansach publicznych.



## Rozdział 2

# Instrumenty polityki pieniężnej

### 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 sprzyjającym realizacji założonego przez Radę celu inflacyjnego. 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 2013 r. operacje te będą polegać na emisji bonów pieniężnych NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia zmienności 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 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**

System rezerwy obowiązkowej przyczynia się do stabilizacji najkrótszych rynkowych stóp procentowych w okresach rezerwowych. Utrzymywanie przez banki środków w ramach systemu rezerwy obowiązkowej sprawia, iż banki każdego dnia dysponują funduszami ułatwiającymi wzajemne rozliczenia. Jednocześnie, uśredniony charakter systemu rezerwy stwarza bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunku bieżącym w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego.

Obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ogranicza ponadto wielkość nadwyżek środków pozostających do dyspozycji banków. Oznacza to, iż system rezerwy obowiązkowej – w warunkach nadpłynności systemu bankowego – pozwala zmniejszyć skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji płynności.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się poziomu płynności w sektorze bankowym, a także od warunków utrzymujących się na rynku międzybankowym.

### **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 zaciąganie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny. Jego oprocentowanie wyraża 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 aktywami akceptowanymi przez bank centralny.

**Swapy walutowe**

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.



## Rozdział 3

# Polityka pieniężna i jej uwarunkowania w 2013 r.

### Sytuacja makroekonomiczna w 2012 r.

W I połowie 2012 r. nasiliły się obawy dotyczące możliwości przewyciężenia skutków światowego kryzysu finansowego, co przyczyniło się do utrzymania aktywności w gospodarce globalnej na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszyło pewne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. Równocześnie wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych pozostał umiarkowany, przy czym pojawiły się sygnały wskazujące na możliwość jego obniżenia w porównaniu z poprzednimi kwartałami. Wraz z osłabieniem popytu ze strony gospodarek rozwiniętych, spowolnił również wzrost gospodarczy w największych gospodarkach wschodzących.

W części gospodarek rozwiniętych nadal negatywnie na dynamikę popytu oddziaływał trwający proces dostosowań w bilansach sektora finansowego i niefinansowego, zacieśnienie polityki fiskalnej oraz niekorzystna sytuacja na rynkach pracy i nieruchomości. Równocześnie czynnikiem hamującym wzrost gospodarczy na świecie były wysokie ceny surowców.

W I połowie 2012 r. inflacja w gospodarkach rozwiniętych oraz – w nieco mniejszym stopniu – w gospodarkach wschodzących obniżała się i była niższa niż w 2011 r. W kierunku obniżenia inflacji na świecie oddziaływała przede wszystkim spowalniająca dynamika cen energii – a w niektórych gospodarkach – również cen żywności.

W omawianym okresie sytuacja na rynkach finansowych pozostawała pod wpływem zmiennych nastrojów i ocen dotyczących perspektyw gospodarki światowej. W 2012 r. fluktuacje awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych przyczyniały się do zmian kierunku przepływów kapitału, prowadząc do wahań kursów walutowych oraz cen aktywów finansowych. Na początku 2012 r. nastroje inwestorów poprawiły się, co doprowadziło do obniżenia rentowności obligacji krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym, a także do napływu kapitału do gospodarek wschodzących i umocnienia kursów ich walut. Choć w kolejnych miesiącach – wraz ze wzrostem obaw o sytuację gospodarczą na świecie, w tym o nasilenie się kryzysu w strefie euro – nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych pogorszyły się, to na początku II połowy 2012 r. nastąpiła ich pewna poprawa.

W I połowie 2012 r. główne banki centralne zwiększyły skalę ekspansji monetarnej, utrzymując krótkoterminowe stopy procentowe na historycznie niskich poziomach oraz kontynuując programy luzowania ilościowego. Rezerwa Federalna (Fed) utrzymała krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera i wydłużyła przewidywany okres, w którym stopy te pozostaną bliskie zera. Dodatkowo, w czerwcu 2012 r. Fed zwiększył skalę i przedłużył termin realizacji programu sprzedaży krótkoterminowych i zakupu długoterminowych obligacji, co miało na celu dalsze obniżenie długoterminowej stopy procentowej (tzw. operacja *twist*). Z kolei Europejski Bank Centralny (EBC) przeprowadzał dodatkowe operacje zasilające w płynność instytucje finansowe krajów strefy euro i zapowiedział, że Nielimitowane dłuższe operacje refinansujące będą przeprowadzane do końca 2012 r. Ponadto, w lipcu EBC obniżył główną stopę procentową o 0,25 pkt proc., do 0,75%, a we wrześniu ogłosił decyzję o możliwości Nielimitowanego skupu obligacji skarbowych krajów strefy euro dotkniętych kryzysem zadłużenia.

W Polsce wzrost aktywności gospodarczej w I połowie 2012 r. był niższy niż w 2011 r. Do osłabienia wzrostu gospodarczego w tym okresie przyczyniło się zarówno spowolnienie wzrostu inwestycji, jak i obniżenie dynamiki konsumpcji. Spadła również dynamika eksportu, co było w dużej mierze związane ze zmniejszeniem popytu ze strony krajów UE. Jednocześnie silniej niż dynamika eksportu obniżyła się dynamika importu, co z kolei wynikało ze spowolnienia wzrostu popytu krajowego. W rezultacie wkład eksportu netto do PKB pozostał dodatni.

Pogorszeniu koniunktury towarzyszyło obniżenie dynamiki zatrudnienia, co w połączeniu z dalszym wzrostem aktywności zawodowej, przyczyniło się do stopniowego wzrostu bezrobocia. Wzrost podaży pracy, przekraczający wzrost popytu na pracę, ograniczał wzrost wynagrodzeń w gospodarce, który pozostał umiarkowany.

Oslabienie wzrostu gospodarczego w I połowie 2012 r. było częściowo związane z procesem ograniczania nierównowagi w sektorze finansów publicznych. W 2011 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych obniżył się do 5,1% PKB (z 7,8% PKB w 2010 r.) i w 2012 r. ma być dalej ograniczany. Zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2012*, w 2012 r. planowano jego redukcję do poziomu 2,9% PKB, jednak niższe od zakładanego wpływy podatkowe prawdopodobnie nie pozwolą na osiągnięcie tego celu i deficyt wyniesie ok. 3,5% PKB<sup>1</sup>. Do zmniejszenia deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych ma przyczynić się w zbliżonym stopniu wzrost dochodów sektora (w tym wynikający z podwyższenia składki rentowej o 2 pkt proc. od lutego 2012 r.), jak i obniżenie wydatków (w tym w wyniku działania tymczasowej reguły wydatkowej oraz zamrożenia płac w sferze budżetowej).

W I połowie 2012 r. osłabiła się akcja kredytowa w gospodarce. Dynamika kredytu dla gospodarstw domowych obniżyła się, co wynikało zarówno z zaostrzenia kryteriów i warunków ich udzielania, jak i z jednoczesnego osłabienia popytu na kredyt. Spowolnił przyrost kredytów mieszkaniowych oraz obniżyła się wartość kredytów konsumpcyjnych. Niższa była również dynamika akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, co z kolei – przy braku istotnych zmian polityki kredytowej wobec firm – mogło być związane z osłabieniem popytu na kredyt.

---

<sup>1</sup> Zgodnie z oświadczeniem Ministra Finansów z dn. 5 września 2012 r.



W omawianym okresie, wraz ze spadkiem dynamiki cen wszystkich głównych kategorii towarów i usług, w tym przede wszystkim cen żywności, inflacja stopniowo się obniżała, choć pozostała powyżej celu inflacyjnego NBP. Jej kształtowanie się na podwyższonym poziomie wynikało w dużym stopniu z utrzymującej się wysokiej dynamiki cen energii oraz cen administrowanych. Jednocześnie wpływ czynników popytowych na poziom inflacji był ograniczony, na co wskazuje stopniowe osłabianie się aktywności gospodarczej w I połowie 2012 r., w tym niska dynamika konsumpcji. W I połowie 2012 r. – podobnie jak w II połowie 2011 r. – Rada oceniała, że spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżeniu inflacji. Rada uznała jednak, że ze względu na utrzymywanie się istotnego negatywnego wpływu na inflację czynników pozostających poza wpływem krajowej polityki pieniężnej, oczekiwana skala spowolnienia może okazać się niewystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu w średnim okresie. Równocześnie ryzyko utrwalenia się podwyższonej inflacji zwiększały utrzymujące się na relatywnie wysokim poziomie oczekiwania inflacyjne. W związku z tym w maju 2012 r. Rada podwyższyła stopy procentowe NBP o 0,25 pkt proc., kontynuując zacieśnienie polityki pieniężnej z I połowy 2011 r. W efekcie stopa referencyjna została podwyższona do 4,75%.

### **Polityka pieniężna w 2013 r.**

W 2013 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie stabilizowanie inflacji w średnim okresie na poziomie  $2,5\% \pm 1$  punkt procentowy, co będzie sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu.

Podobnie jak w poprzednich latach, parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane elastycznie do zmieniającej się sytuacji w gospodarce i wynikającej stąd oceny prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji w średnim okresie na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym. W swoich decyzjach Rada będzie uwzględniała również sytuację sektora finansowego, którego stabilność jest koniecznym warunkiem utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

W przypadku gwałtownej eskalacji kryzysu w otoczeniu Polski i pojawienia się poważnych zaburzeń na krajowym rynku finansowym, Rada dopuszcza możliwość elastycznego kształtowania instrumentów polityki pieniężnej, w szczególności stosowania operacji otwartego rynku na różne okresy, jak również dostosowania typów zabezpieczeń do sytuacji na rynkach.

Polityka pieniężna w 2013 r. będzie prawdopodobnie nadal prowadzona w warunkach zmiennych nastrojów i fluktuacji awersji do ryzyka w gospodarce globalnej. Istotnym źródłem niepewności pozostaną prawdopodobnie perspektywy wzrostu w gospodarce światowej. Niepewność ta jest związana z wysokim zadłużeniem publicznym i prywatnym w niektórych krajach strefy euro oraz w Stanach Zjednoczonych, a także z sytuacją sektora bankowego. Niepewność co do perspektyw wzrostu w gospodarce światowej dotyczy również skutków silnie ekspansywnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych, prowadzącej do utrzymywania się znacznej nadpłynności na międzynarodowych rynkach finansowych. Zmiany awersji do ryzyka w warunkach silnie ekspansywnej polityki pieniężnej mogą przyczyniać się do utrzymania znacznej zmienności cen surowców oraz kursów walutowych, co może nadal istotnie wpływać na krajowe procesy gospodarcze, w tym inflację.

### **Makroekonomiczne uwarunkowania polityki pieniężnej w 2013 r.**

W 2013 r. istotnym czynnikiem wpływającym na polską gospodarkę pozostanie kształtowanie się koniunktury w gospodarce światowej. Aktualne prognozy wskazują, że w 2013 r. wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych będzie – podobnie jak w 2012 r. – umiarkowany. Natomiast w strefie euro, po niewielkim spadku aktywności w 2012 r., w 2013 r. PKB ma nieznacznie wzrosnąć, choć aktywność gospodarcza w poszczególnych krajach regionu pozostanie zróżnicowana. Po okresie pewnego spowolnienia, koniunktura gospodarcza w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski, prawdopodobnie poprawi się i pozostanie stosunkowo korzystna, podczas gdy w większości krajów najsilniej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym może utrzymać się recesja.

Równocześnie, zgodnie z aktualnymi prognozami, inflacja na świecie w 2013 r. będzie się dalej stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie wpływu na nią wzrostu cen surowców na rynkach światowych w 2010 i 2011 r., w warunkach przewidywanej niskiej aktywności gospodarczej w wielu gospodarkach.

Niska aktywność gospodarcza w strefie euro będzie prawdopodobnie ograniczać dynamikę PKB w Polsce. Zgodnie z aktualnymi prognozami, w 2013 r. wzrost gospodarczy w Polsce będzie niższy niż w 2012 r., co powinno osłabiać presję inflacyjną. W kierunku niższego niż w 2012 r. wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać istotne ograniczenie inwestycji publicznych, przy prawdopodobnie wciąż umiarkowanej dynamice konsumpcji.

W krótkim i średnim okresie negatywnie na popyt w polskiej gospodarce będzie prawdopodobnie oddziaływało dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej, które jednak jest niezbędne dla podtrzymania zrównoważonego rozwoju Polski w dłuższej perspektywie. W 2013 r. nadal obowiązywać będzie tzw. tymczasowa reguła wydatkowa oraz zamrożenie płac w sektorze publicznym. Ponadto, zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2012*, przewidywane jest ograniczenie nakładów na inwestycje publiczne. Jednak ze względu na pogorszenie perspektyw wzrostu polskiej gospodarki, jakie nastąpiło od chwili opracowania *Programu*, założona w nim skala redukcji deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych (do 2,2% PKB w 2013 r.) może nie zostać zrealizowana.

Na przebieg procesów inflacyjnych w 2013 r. istotny wpływ będzie miała także sytuacja na krajowym rynku pracy. Można oczekiwać, że niski popyt na pracę będzie ograniczać dynamikę zatrudnienia w gospodarce i oddziaływać w kierunku utrzymania podwyższonego bezrobocia. W takiej sytuacji, przy jednoczesnym zamrożeniu płac w sferze budżetowej, wzrost wynagrodzeń w gospodarce pozostanie prawdopodobnie umiarkowany.

Można oczekiwać, że umiarkowany wzrost PKB oraz niepewność dotycząca perspektyw gospodarki wpłyną negatywnie zarówno na popyt, jak i na podaż kredytu w 2013 r., co może ograniczać akcję kredytową. Do ograniczenia podaży kredytu dla niektórych podmiotów mogą przyczynić się również regulacje nadzorcze, które jednak sprzyjają średniookresowej stabilności systemu finansowego<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Zaostrzenie regulacji nadzorczych w ostatnim okresie obejmuje wdrożenie od końca 2011 r. wszystkich zapisów znowelizowanej Rekomendacji S oraz podniesienie od czerwca 2012 r. węg ryzyka do 100% w odniesieniu do walutowych ekspozycji detalicznych, co obniży adekwatność kapitałową niektórych banków posiadających znaczną część portfela kredytów mieszkaniowych nominowaną w walutach obcych. Banki te mogą być zmuszone do obniżenia tempa wzrostu akcji kredytowej.

### **Płynność sektora bankowego w 2013 r.**

Przewiduje się, że w 2013 r. polityka pieniężna będzie prowadzona – podobnie jak w latach poprzednich – w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Nadpłynność ta, utrzymująca się od początku 2012 r. na stabilnym poziomie, może ulec zwiększeniu w II połowie 2012 r. oraz w roku kolejnym.

Podstawowe znaczenie dla poziomu nadpłynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów, w tym sposób finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa, a także wykorzystania funduszy unijnych.

Wykorzystywanie funduszy unijnych w walucie krajowej powoduje konieczność przewalutowania pozyskiwanych środków. Miejsce przewalutowania środków ma zasadnicze znaczenie dla poziomu płynności sektora bankowego. W przypadku skupu walut obcych przez bank centralny następuje wzrost nadpłynności sektora bankowego. Z kolei przewalutowanie środków pochodzących z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku międzybankowym jest neutralne z punktu widzenia kształtowania się nadpłynności.

Obsługa zadłużenia zagranicznego, prowadzona poprzez wykorzystywanie środków z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów w NBP, zasilanego przede wszystkim z emisji obligacji na rynki zagraniczne, ma charakter neutralny z punktu widzenia poziomu nadpłynności. Natomiast w przypadku pozyskiwania przez Ministerstwo Finansów środków na obsługę zadłużenia zagranicznego w formie zakupu walut obcych w NBP, nadpłynność sektora bankowego będzie się zmniejszać.

Przewidywany wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu będzie wpływał na ograniczenie nadpłynności sektora bankowego.

### **Komunikacja polityki pieniężnej w 2013 r.**

Ważnym elementem w procesie realizacji polityki pieniężnej 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 2013 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*, wyniki głosowań członków Rady Polityki Pieniężnej, *Raporty o inflacji*, *Założenia polityki pieniężnej* i *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej*.