MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

Warszawa, dnia 1 października 2014 r.

Poz. 845

UCHWAŁA NR 5/2014
RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 16 września 2014 r.

w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2015

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2013 r. poz. 908 i 1036) uchwala się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2015, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2015 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *M. Belka*

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: *A. Bratkowski, E. Chojna-Duch, A. Glapiński, J. Hausner, A. Kaźmierczak, E.J. Osiatyński, A. Rzońca, J. Winiecki*

Załącznik do uchwały nr 5/2014 Rady Polityki
Pieniężnej z dnia 16 września 2014 r. (poz. 845)

NBP Narodowy Bank Polski Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2015

Warszawa, 2014

Ustalając Założenia polityki pieniężnej na rok 2015 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 2015 r. Ponadto Założenia zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2015 uwzględniono informacje dostępne do dnia 8 września 2014 r.

Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	9
Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.	13
Rozdział 3. Polityka pieniężna w 2015 r. i jej uwarunkowania	17

Wprowadzenie

W 2014 r. wzrost gospodarczy na świecie stopniowo przyspieszał, tak jak oczekiwano w Założeniach polityki pieniężnej na rok 2014. Jednak mimo upływu siedmiu lat od wybuchu globalnego kryzysu finansowego i podjęcia przez banki centralne krajów wysoko rozwiniętych działań zmierzających do pobudzenia koniunktury, aktywność gospodarcza w wielu krajach wciąż nie powróciła do poziomów sprzed kryzysu. Doświadczenia historyczne wskazują, że w przypadku recesji spowodowanych załamaniem niestabilnych boomów kredytowych i wywołanymi tym kryzysami bankowymi, powrót produkcji na ścieżkę wzrostu sprzed kryzysu może trwać relatywnie długo. Dzieje się tak w dużej mierze dlatego, że gospodarki szeregu krajów wyszły z kryzysu obarczone ciężarem spłat dużego zadłużenia prywatnego i publicznego. Należy zatem liczyć się z tym, że w 2015 r. proces poprawy koniunktury w gospodarce światowej będzie nadal relatywnie powolny, co będzie wpływało na politykę pieniężną banków centralnych, w tym także NBP.

Zróżnicowanie tempa ożywienia w otoczeniu polskiej gospodarki

Podobnie jak w bieżącym roku, prawdopodobnie także w 2015 r. istotnym czynnikiem determinującym procesy inflacyjne na świecie, a w efekcie również w Polsce, będzie zróżnicowanie tendencji wzrostowych w gospodarce światowej. Aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych będzie prawdopodobnie rosła szybciej niż w strefie euro. Zróżnicowanie to jest efektem dwóch czynników: (i) wyższego potencjalnego tempa wzrostu w gospodarce amerykańskiej niż w strefie euro; oraz (ii) faktu, że Europa – w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych – nie uporała się jeszcze w pełni ze skutkami kryzysu bankowego. Trwający proces delewarowania i zmiany w strukturze finansowania sektora bankowego wpływają niekorzystnie na tempo wzrostu akcji kredytowej i popyt krajowy. Znaczenie tego czynnika zwiększa to, że w Europie sektor bankowy odgrywa ważniejszą rolę w pozyskiwaniu środków na inwestycje przez przedsiębiorstwa niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie dominującym źródłem finansowania pozostaje rynek kapitałowy.

W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w pierwszej połowie tego roku wyniósł około 2% r/r. Towarzyszył temu spadek bezrobocia. Poprawiały się również bilanse gospodarstw domowych, co powinno sprzyjać dalszemu wzrostowi konsumpcji. Z kolei, w strefie euro wzrost gospodarczy pozostaje bardzo niski. Popyt wewnętrzny w tej gospodarce jest istotnie ograniczany przez wysoki poziom zadłużenia sektora publicznego zawężający możliwość stymulacji fiskalnej, wciąż niekorzystną sytuację na rynku pracy oraz fakt, iż kondycja banków jest relatywnie gorsza w tych krajach strefy euro, w których recesja była najbardziej dotkliwa. Dostęp do kredytu jest szczególnie utrudniony w krajach strefy euro, w których gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa w największym stopniu go potrzebują. Dodatkowo trwająca naprawa bilansów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw ogranicza popyt na kredyt.

Zróżnicowanie tendencji gospodarczych pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro przekłada się na dywergencję cykli polityki pieniężnej pomiędzy tymi gospodarkami. W tym samym czasie, gdy Rezerwa Federalna (Fed) stopniowo ogranicza skalę zakupu aktywów i przygotowuje uczestników rynków finansowych do stopniowego podwyższenia stóp procentowych, Europejski Bank Centralny (EBC) dokonał dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, w tym obniżył stopy procentowe oraz zapowiedział rozpoczęcie zakupu aktywów finansowych i udzielenie bankom kolejnych długoterminowych pożyczek płynnościowych[1].

Dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy Rezerwą Federalną i EBC będzie prawdopodobnie polegała w na tym, że amerykański banki centralny stosunkowo szybko powróci, zgodnie z obecnymi zapowiedziami, do stosowania konwencjonalnej polityki pieniężnej, w przypadku której głównym narzędziem oddziaływania na akcję kredytową banków i gospodarkę ponownie będą zmiany krótkookresowych stóp procentowych banku centralnego, podczas gdy EBC będzie zapewne zmuszony – między innymi ze względu na prawdopodobnie niskie tempo wzrostu gospodarczego – do kontynuowania programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (skupu aktywów), a także do podejmowania prób ożywiania koniunktury na drodze warunkowego refinansowania akcji kredytowej.

Niska inflacja i ryzyko deflacji

Obok zróżnicowania tempa ożywienia gospodarczego i wynikającej z tego dywergencji cykli polityki pieniężnej Rezerwy Federalnej oraz EBC, kolejnym istotnym zewnętrznym uwarunkowaniem polityki pieniężnej NBP w 2015 r. będzie niska inflacja na świecie, szczególnie w strefie euro. Niskie tempo wzrostu cen w krajach strefy euro będzie wpływało na inflację w Polsce ze względu na duże obroty handlowe polskiej gospodarki z tymi krajami.

W przypadku niespodziewanego pogorszenia się globalnej koniunktury, bliska zera inflacja może przerodzić się w deflację. Deflacja, która miałaby źródła w osłabieniu popytu, nasilałaby zagrożenia dla wzrostu gospodarczego. Dalszemu osłabieniu aktywności gospodarczej byłoby trudno przeciwdziałać w obecnej sytuacji, gdy ustalane przez banki centralne stopy procentowe utrzymują się na poziomie bliskim zera. Ryzyko materializacji takiego scenariusza dotyczy zwłaszcza strefy euro.

Wprawdzie wejście gospodarek strefy euro w okres długotrwałej deflacji wydaje się wciąż mało prawdopodobne, ponieważ jej główną przyczyną musiałoby być trwałe i znaczne pogorszenie się długoterminowych oczekiwań gospodarstw domowych i przedsiębiorstw (jak stało się to na początku poprzedniej dekady w Japonii po szeregu latach stagnacji), ale mogą ją wywołać i inne czynniki. Tym niemniej ryzyko pojawiania się deflacji najprawdopodobniej będzie wpływało na

[1] Celem długoterminowych warunkowych kredytów refinansujących (ang. *Targeted Long-Term Refinancing Operations*, TLTRO) ma być pobudzenie akcji kredytowej. W ramach TLTRO, banki komercyjne mogą pozyskać wsparcie płynnościowe na okres do 4 lat, przy czym jego maksymalna wysokość jest uzależniona od wartości udzielonych przez nie kredytów dla niefinansowego sektora prywatnego.

politykę pieniężną EBC. Będzie tak ze względu na potencjalne zagrożenia związane z deflacją, w tym zwłaszcza te dotyczące zwiększenia się realnego ciężaru spłat zadłużenia prywatnego i publicznego, które są znane od czasu Wielkiego Kryzysu lat 30. XX w. oraz z doświadczeń Japonii z ostatnich dwóch dekad[2].

Konsekwencje dla NBP

Zarysowane powyżej uwarunkowania w otoczeniu polskiej gospodarki wskazują na dwa główne czynniki ryzyka dla polityki pieniężnej NBP w 2015 r. Z jednej strony, nadal niski wzrost gospodarczy i niska inflacja za granicą (w szczególności w strefie euro) mogą wpływać na kształtowanie się inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce. Z drugiej strony, wycofywanie się przez Rezerwę Federalną z ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej i jednoczesne zwiększanie skali łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC, może – w zależności od rozłożenia obu procesów w czasie – powodować zwiększoną zmienność przepływów kapitału portfelowego, a tym samym podwyższoną zmienność cen na rynkach aktywów, w tym na rynku walutowym i na rynku skarbowych papierów wartościowych.

W Założeniach polityki pieniężnej na rok 2015 uwzględniono wymienione powyżej czynniki ryzyka, kładąc nacisk na elastyczność, jaką daje stosowanie strategii celu inflacyjnego, oraz na konieczność włączenia polityki makroostrożnościowej do instrumentarium polityki stabilizacyjnej państwa.

Podkreślono także, że w 2015 r. polityka pieniężna NBP pozostanie ukierunkowana na realizację średniookresowego celu inflacyjnego. Oznacza to, że polityka pieniężna będzie nadal uwzględniała wpływ, jaki ewentualne wstrząsy podażowe, czynniki globalne i opóźnienia w mechanizmie transmisji mogą wywierać na okresowe odchylanie się inflacji od celu NBP. Elastyczność strategii polityki pieniężnej oznacza również, że instrumentarium operacji NBP oraz rodzaje stosowanych zabezpieczeń będą dostosowywane do zaburzeń, jakie mogą wystąpić na rynkach finansowych.

W Założeniach podkreślono również, że niezbędnym uzupełnieniem elastycznie stosowanej strategii celu inflacyjnego jest polityka makroostrożnościowa, która ułatwia powstrzymywanie boomów kredytowych w wybranych sektorach gospodarki (zwłaszcza na rynku kredytów hipotecznych). Jak pokazują doświadczenia międzynarodowe, polityka makroostrożnościowa, dążąc do ograniczenia niestabilnych źródeł finansowania banków, może także skutkować ograniczeniem skali krótkoterminowych przepływów kapitałowych, między innymi w postaci transgranicznych pożyczek międzybankowych.

W coraz większej liczbie krajów funkcjonują już instytucje odpowiedzialne za prowadzenie polityki makroostrożnościowej. W większości z nich dominującą rolę odgrywają w tym zakresie

[2] I. Fisher (1933), „Debt-Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica* nr 1 tom 4. s. 337-357. Na temat doświadczeń Japonii por. H. Kuroda (2014), „Japan's economy - achieving 2 percent inflation", przemówienie prezesa Banku Japonii w Research Institute of Japan, 1 sierpień 2014.

banki centralne. Z tego względu ważna jest realizacja zalecenia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego dotyczącego utworzenia na poziomie krajowym instytucji odpowiedzialnej za politykę makroostrożnościową oraz zapewnienie bankowi centralnemu wiodącej roli w prowadzeniu tej polityki.

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 na tyle niską, ale jednocześnie dodatnią dynamikę cen, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym dotyczące inwestycji i oszczędzania. Z tej perspektywy zagrożeniem dla stabilności cen może być nie tylko nadmierna inflacja, ale również deflacja, rozumiana jako trwały i ogólny spadek cen w gospodarce, przekładający się na oczekiwania uczestników życia gospodarczego. Wypełnianie zapisanego w Ustawie zobowiązania zapewnienia stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki NBP przyczynia się do osiągania zrównoważonego wzrostu gospodarczego w Polsce.

Od 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej realizuje zobowiązanie zapewnienia stabilności cen wykorzystując strategię celu inflacyjnego. Istotą tej strategii jest uznanie stabilności cen za nadrzędny cel polityki pieniężnej i publiczne ogłoszenie ilościowego celu dla inflacji[3].

Po okresie dezinflacji w latach 1998-2003, kiedy cele inflacyjne były wyznaczane co roku, aby umożliwić obniżenie inflacji poniżej 4% do 2003 r.[4], od 2004 r. przyjęto ciągły, średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ± 1 punkt procentowy.

W ciągu ostatnich ponad 10 lat realizacji strategii udało się zapewnić stabilność cen (średni poziom inflacji CPI w Polsce wyniósł 2,7% rocznie, a więc był zbliżony do założonego celu NBP) przy stosunkowo niewielkiej zmienności stóp procentowych i luki popytowej. Doświadczenia mijającej dekady wskazują zatem na skuteczność stosowania strategii celu inflacyjnego dla utrzymania stabilnego poziomu cen, a pośrednio również zapewnienia równowagi makroekonomicznej.

Na drugą część mijającej dekady przypadł jednak okres globalnego kryzysu finansowego i wywołanej nim recesji w gospodarce światowej. Bardzo duże koszty kryzysu bankowego i wywołanych nim recesji w gospodarkach wielu krajów skłoniły banki centralne do częściowej modyfikacji poglądów na temat sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. W szczególności uznano, że stabilizowanie inflacji jest bardzo ważnym, ale jednak niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Zapewnienie stabilności makroekonomicznej wymaga prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w tym w

[3] G. Hammond (2012), "State of the art of inflation targeting", *CCBS Handbook* nr 29.
[4] NBP (1998), „Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999 – 2003", Warszawa.

szczególności w systemie finansowym. Oprócz polityki pieniężnej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej powinny pełnić także polityka fiskalna oraz polityka makroostrożnościowa. Dla zachowania stabilności cen w dłuższym okresie niezbędne jest bowiem prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych, a także polityki makroostrożnościowej, która ogranicza ryzyko systemowe.

Obok ewolucji poglądów na sposób prowadzenia polityki pieniężnej i jej rolę w polityce stabilizacyjnej, czynnikiem wpływającym na politykę pieniężna NBP są postępujące procesy globalizacyjne. Rosnące znaczenie, jako uwarunkowanie krajowej polityki pieniężnej, mają decyzje podejmowane przez główne banki centralne, w szczególności dotyczące stóp procentowych oraz programów luzowania ilościowego. Decyzje te mogą być źródłem zwiększonej zmienności międzynarodowych przepływów kapitału, wpływając tym samym na mechanizm transmisji impulsów monetarnych i krajowe procesy gospodarcze.

Rada postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP. Jednocześnie Rada bierze pod uwagę ewolucję poglądów na temat roli polityki pieniężnej – zachodzącą pod wpływem niedawnego światowego kryzysu bankowego i wywołanej nim recesji – oraz rosnący wpływ uwarunkowań zewnętrznych na sytuację w gospodarce krajowej. Stąd też przy realizacji polityki pieniężnej Rada kładzie zwiększony nacisk na elastyczne stosowanie strategii celu inflacyjnego oraz na konieczność włączenia polityki makroostrożnościowej do instrumentarium polityki stabilizacyjnej państwa. W 2015 r. strategia polityki pieniężnej będzie realizowana w następujących ramach.

- Po pierwsze, Rada realizuje średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ± 1 punkt procentowy. Średniookresowy charakter celu oznacza, że choć odnosi się on do inflacji mierzonej procentową zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w danym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, to – ze względu na występowanie wstrząsów w gospodarce – możliwe jest okresowe odchylanie się inflacji od celu. Dążenie do utrzymania inflacji jak najbliżej celu w każdym miesiącu wymagałoby częstych i znacznych zmian stóp procentowych, co wiązałoby się ze znacznymi kosztami dla sfery realnej gospodarki.
- Po drugie, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy i spowodowane nimi odchylenia inflacji od celu zależy od przyczyn i charakteru tych wstrząsów oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy cenowe i oczekiwania inflacyjne. Rada w sposób elastyczny określa długość horyzontu powrotu inflacji do celu inflacyjnego w zależności od natury wstrząsu, jego trwałości oraz ogólnej oceny ryzyka, jakie dany wstrząs stanowi zarówno dla stabilności cen jak i szerzej rozumianej stabilności makroekonomicznej w średnim okresie. W szczególności bank centralny zazwyczaj nie reaguje na odchylenia inflacji od celu, jeśli uznaje je za przejściowe. Odnosi się to także do sytuacji, w których odchylenia inflacji od celu przejściowo nie mieszczą się w przedziale odchyleń od celu.

- Po trzecie, Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.
- Po czwarte, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby wspierać stabilność systemu finansowego, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia niezakłócone funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W związku z tym Rada uwzględnia w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów, zwłaszcza cen nieruchomości, oraz dynamikę akcji kredytowej. Jak pokazują niedawne doświadczenia szeregu krajów, boomy kredytowe, w szczególności na rynkach hipotecznych, stwarzają poważne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, 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 powodować przejściowe odchylenie inflacji od celu. Wspieranie stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.
- Po piąte, dla stabilności finansowej oraz konieczności ograniczania ryzyka nierównowag gospodarczych istotne znaczenie ma również polityka makroostrożnościowa. Jedną z jej cech jest możliwość wywierania selektywnego wpływu na kształtowanie się wybranych agregatów kredytowych, np. kredytów hipotecznych. Zaleta ta jest szczególnie ważna w świetle doświadczeń międzynarodowych z ostatniej dekady. W okresie tym największym i najczęstszym zagrożeniem dla stabilności finansowej było sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem akcji kredytowej i wzrostem cen nieruchomości. Skuteczne wykorzystanie polityki makroostrożnościowej dla powstrzymywania niestabilnych boomów na rynku hipotecznym mogłoby pozwolić na zmniejszenie niezbędnej skali zaostrzania polityki pieniężnej, a tym samym umożliwić obniżenie ogólnych kosztów prowadzania polityki antycyklicznej. W określonych warunkach polityka makroostrożnościowa może być bardziej efektywnym narzędziem ograniczania nierównowag makroekonomicznych niż polityka pieniężna. Na konieczność wykorzystywania polityki makroostrożnościowej, jako elementu polityki stabilizacyjnej, wskazują między innymi badania empiryczne pokazujące, że cykle finansowe mogą być znacznie dłuższe od cykli koniunkturalnych, na które reaguje polityka pieniężna.[5]
- Po szóste, elastyczność realizowanej przez Radę strategii polityki pieniężnej oznacza, że instrumentarium NBP oraz rodzaje stosowanych zabezpieczeń będą dostosowywane do natury zaburzeń, jakie mogą wystąpić na rynkach finansowych. Elastyczne kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej sprzyja efektywnemu działaniu mechanizmu transmisji oraz

[5] C. Borio (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt", *BIS Working Papers* nr 395.

stabilności makroekonomicznej i finansowej, które są niezbędne do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie.

- Po siódme, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych (tj. uwzględniających oczekiwaną inflację), ale także poziom realnego kursu walutowego (tj. uwzględniającego poziom cen w kraju i za granicą). Restrykcyjność polityki pieniężnej jest związana z realizowaną polityką fiskalną i polityką makroostrożnościową, co łącznie określa poziom restrykcyjności polityki makroekonomicznej.
- Po ósme, z powodu opóźnień w mechanizmie transmisji bieżąca polityka pieniężna wpływa jedynie w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Dlatego decyzje podejmowane przez władze monetarne oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, a 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 stała. Zależy 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 dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza możliwość precyzyjnego sterowania przebiegiem procesów gospodarczych. Niepewność powoduje, że przy podejmowaniu decyzji w polityce pieniężnej konieczne jest uwzględnianie możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych.

Od przystąpienia do UE Polska jest zobowiązana, by dążyć do pełnego uczestnictwa w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), co musi być 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 w sytuacji umożliwiającej maksymalizację korzyści związanych z integracją walutową i minimalizację związanych z nią zagrożeń.

Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.

Realizacja polityki pieniężnej w Polsce w warunkach nadpłynności sektora bankowego

Czynnikiem mającym podstawowe znaczenie dla sposobu realizacji polityki pieniężnej w Polsce jest, obok przedstawionej w rozdziale 1 strategii opartej na celu inflacyjnym, występująca od połowy lat 90-tych trwała nadwyżka płynności sektora bankowego. Jej bezpośrednią konsekwencją jest konieczność stosowania przez NBP operacji otwartego rynku o charakterze sterylizującym.

Wysoki poziom i szybkie zmiany poziomu nadpłynności potencjalnie mogą być czynnikami ograniczającymi skuteczne kształtowanie przez bank centralny krótkoterminowych stóp procentowych na określonym poziomie. Doświadczenia NBP wskazują jednak, iż w okresie stosowania strategii celu inflacyjnego utrzymująca się w krajowym sektorze bankowym nadpłynność nie stanowiła istotnej bariery dla efektywnej realizacji polityki pieniężnej. Zmiany dokonywane przez NBP w systemie operacyjnym polityki pieniężnej pozwoliły na zachowanie efektywności mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, w tym m.in. kanału stopy procentowej. Od 2010 r. pomimo przyrostu skali nadwyżki płynności w krajowym sektorze bankowym – do poziomów najwyższych w historii (w 2013 r. jej wielkość zbliżyła się do 130 mld zł) – dokonano znacznej redukcji odchylenia stawki POLONIA od stopy referencyjnej NBP do poziomów notowanych przed kryzysem finansowym.

Utrzymująca się nadpłynność sektora bankowego wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów sterylizacji. Stanowi jednak istotny czynnik o charakterze stabilizującym sytuację w krajowym sektorze bankowym, który amortyzuje przenoszenie się zjawisk kryzysowych z rynków zagranicznych. Efekt tego rodzaju można było obserwować zwłaszcza w okresie bezpośrednio po upadku Lehman Brothers, kiedy pozostające w dyspozycji banków bufory płynnościowe łagodziły potencjalne napięcia związane z zaburzeniami w funkcjonowaniu rynku międzybankowego.

Płynność sektora bankowego w 2015 r.

W 2015 r. polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Podstawowe znaczenie dla poziomu nadpłynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów, obejmujące sposób finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa, a także sposób wykorzystania funduszy unijnych. Wykorzystywanie tych funduszy 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 płynności sektora bankowego. Z kolei, przewalutowanie środków pochodzących z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku międzybankowym jest neutralne z punktu widzenia kształtowania się płynności.

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 płynności sektora bankowego. Natomiast w przypadku pozyskiwania przez Ministerstwo Finansów środków na obsługę zadłużenia zagranicznego w formie zakupu walut obcych w NBP, płynność ulega zmniejszeniu.

Przewiduje się, że w 2015 r. płynność sektora bankowego ukształtuje się na poziomie zbliżonym do występującego w roku obecnym. Do ograniczenia poziomu płynności przyczyniać się będą wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wzrost depozytów utrzymywanych w bankach, stanowiących podstawę do naliczania rezerwy obowiązkowej. W przeciwnym kierunku i w podobnej skali oddziaływać będzie skup walut obcych netto, wynikający z transakcji walutowych dokonywanych z Ministerstwem Finansów.

Instrumenty polityki pieniężnej w 2015 r.

Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości wynikają z kierunku prowadzonej polityki pieniężnej.

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. Jednocześnie, jej czterokrotność wyznacza wysokość tzw. odsetek maksymalnych.

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

Poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP wyznaczają pasmo wahań stopy procentowej overnight na rynku międzybankowym.

Operacje otwartego rynku

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny oddziałuje 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 przeprowadza operacje otwartego rynku w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe standardowo przeprowadzane są w sposób regularny (raz w tygodniu), z 7-dniowym – z reguły – terminem zapadalności. Na przetargach obowiązuje stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP. Z uwagi na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2015 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 utrzymywania rezerwowy obowiązkowej. Dysponowanie przez banki środkami zgromadzonymi na rachunkach w NBP sprawia, iż każdego dnia operacyjnego fundusze te mogą zostać użyte w celu ułatwienia wzajemnych rozliczeń. Jednocześnie, uśredniony charakter systemu rezerwy stwarza bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunku bieżącym w banku centralnym w trakcie okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej.

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 absorbcji 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 (m.in. skarbowymi papierami wartościowymi, papierami wartościowymi wyemitowanymi przez NBP, obligacjami komunalnymi, listami zastawnymi oraz obligacjami korporacyjnymi o wysokiej jakości kredytowej). Jego oprocentowanie wyznacza 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.

Rozdział 3. Polityka pieniężna w 2015 r. i jej uwarunkowania

W 2015 r. podstawowym celem polityki pieniężnej pozostanie średniookresowe stabilizowanie inflacji na poziomie 2,5% ± 1 punkt procentowy, co będzie sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu. Parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane elastycznie do zmieniającej się sytuacji w gospodarce, tak by zapewnić stabilność cen w średnim okresie, zgodnie z założeniami strategii polityki pieniężnej przedstawionymi w Rozdziale 1. Decyzje Rady, dotyczące polityki pieniężnej, oraz oceny aktualnego stanu gospodarki i przyszłego przebiegu procesów gospodarczych będą w 2015 r., podobnie jak w poprzednich latach przedstawiane w *Informacjach po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* oraz na konferencjach prasowych po posiedzeniach Rady, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady Polityki Pieniężnej*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*.

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w 2015 r.

W ostatnich kwartałach trwało umiarkowane ożywienie gospodarcze na świecie. Jednocześnie utrzymywało się zróżnicowanie tendencji wzrostowych pomiędzy głównymi gospodarkami. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy wyraźne przyspieszył w II kw., natomiast w strefie euro utrzymywały się tendencje stagnacyjne. Należy liczyć się z tym, że poprawa koniunktury w gospodarce światowej będzie nadal relatywnie powolna i nierównomierna. Przyjęcie takiego założenia wynika z faktu, że gospodarki wielu krajów wychodzą z recesji spowodowanych kryzysami bankowymi, po których – jak pokazują doświadczenia historyczne[6] – długo trwa powrót dynamiki PKB na ścieżkę sprzed kryzysu. Jedną z głównych przyczyn takiej prawidłowości jest to, że gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa krajów, w których nastąpiło załamanie długotrwałego boomu kredytowego, spłacają swoje zadłużenie z bieżących dochodów (ang. *balance sheet recession*). Konieczność zmniejszenia zadłużenia przez sektor prywatny, ale także sektor publiczny, ogranicza popyt krajowy w krajach dotkniętych wcześniej kryzysem bankowym. W sytuacji, gdy proces spłat zadłużenia jest – zwłaszcza w strefie euro – wciąż w początkowej fazie, można wprawdzie oczekiwać, że w 2015 r. będzie następowało stopniowe przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego, ale dynamika PKB w wielu krajach będzie się kształtować prawdopodobnie poniżej wieloletniej średniej sprzed kryzysu finansowego. Dodatkowo dynamikę popytu w krajach rozwiniętych mogą osłabiać czynniki strukturalne, takie

[6] Por. C. M. Reinhart, K. S. Rogoff (2009), „This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly", Princeton University Press, Oxford. Ò. Jordà, M. Schularick and A. Taylor (2013), "When credit bites back", *Journal of Money, Credit and Banking*, tom 45.

jak zmiany demograficzne lub niska dynamika wynagrodzeń i wynikające stąd obniżenie się udziału płac w wytworzonym dochodzie.

Umiarkowany wzrost aktywności w gospodarce światowej będzie sprzyjał stabilizacji cen energii i żywności na rynkach światowych. W kierunku wzrostu cen surowców może natomiast oddziaływać eskalacja napięć geopolitycznych, w szczególności na Ukrainie i Bliskim Wschodzie. Bilans obu czynników ryzyka – słabego wzrostu i napięć geopolitycznych – w perspektywie najbliższych kilku kwartałów wydaje się względnie zrównoważony, co powinno przyczyniać się do utrzymania inflacji w 2015 r. na stosunkowo niskim poziomie.

Spośród największych gospodarek rozwiniętych najkorzystniej przedstawiają się perspektywy wzrostu w Stanach Zjednoczonych, gdzie zgodnie z dostępnymi prognozami dynamika PKB w 2015 r. ma wzrosnąć do 3,0%, nieznacznie poniżej wieloletniej średniej sprzed kryzysu. Poprawie perspektyw gospodarczych w Stanach Zjednoczonych towarzyszy spadek bezrobocia, który jednak jest częściowo następstwem obniżania się współczynników aktywności zawodowej, i korzystne zmiany w strukturze bilansów gospodarstw domowych, które umożliwiają dalszy wzrost konsumpcji i przyczyniają się do poprawy nastrojów przedsiębiorców i konsumentów. W tych warunkach Rezerwa Federalna ogranicza skalę zakupu aktywów i przygotowuje uczestników rynku na zaprzestanie łagodzenia ilościowego, które może nastąpić jeszcze w 2014 r., oraz na wzrost stóp procentowych, który – zgodnie z bieżącymi oczekiwaniami większości członków FOMC – mógłby mieć miejsce już w 2015 r.

Mniej korzystnie natomiast przedstawia się sytuacja w strefie euro, gdzie – zgodnie z dostępnymi prognozami – w kolejnych kwartałach dynamika PKB pozostanie wyraźnie poniżej wieloletniej średniej sprzed kryzysu. Na słabe perspektywy wzrostu w strefie euro wpływa niekorzystna sytuacja na rynku pracy oraz dokonujące się nadal dostosowania w bilansach sektora prywatnego. Wzrost ograniczany jest również przez fragmentację systemu finansowego strefy euro, utrudniającą dostęp do kredytu i ograniczającą odbudowę popytu wewnętrznego w części krajów strefy. Negatywnie na aktywność gospodarczą w strefie euro mogą także oddziaływać skutki konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. W tych warunkach inflacja, która w strefie euro obniżała się stopniowo od końca 2011 r., pozostanie niska najprawdopodobniej również w 2015 r. Niskiej inflacji będą także sprzyjać wprowadzane przez część państw strefy reformy strukturalne nakierowane na ograniczenie sztywności na rynku pracy i produktów.

Wobec utrzymujących się perspektyw słabego wzrostu i niskiej inflacji w strefie euro, EBC w ostatnim okresie nadal łagodził politykę pieniężną. W szczególności, EBC obniżył stopy procentowe – w tym stopę depozytową do -0,2% – a także zapowiedział rozpoczęcie zakupów papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami dla sektora niefinansowego. Dodatkowym instrumentem pobudzania akcji kredytowej w strefie euro mają być także długoterminowe operacje zasilające w płynność, których wielkość będzie uzależniona od skali prowadzonej akcji kredytowej dla niefinansowego sektora prywatnego. Wprowadzone działania mają sprzyjać ożywieniu akcji kredytowej i popytu w strefie euro. Ewentualna poprawa sytuacji gospodarczej w strefie euro powinna z kolei wpłynąć korzystnie na koniunkturę w Polsce i innych krajach

Europy Środkowo-Wschodniej, które są silnie zintegrowane z gospodarką strefy euro głównie poprzez uczestnictwo w międzynarodowych sieciach produkcyjnych.

W tym kontekście rysują się następujące uwarunkowania zewnętrzne polskiej polityki pieniężnej w 2015 r. Po pierwsze, niski wzrost i inflacja za granicą, w szczególności stagnacja gospodarcza w strefie euro, mogą ograniczać inflację i aktywność gospodarczą w Polsce. Po drugie, zróżnicowanie koniunktury gospodarczej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro będzie prowadzić do dywergencji cykli polityki pieniężnej pomiędzy tymi gospodarkami. Dywergencja ta – w zależności od rozłożenia w czasie poszczególnych działań Fed i EBC – może przyczyniać się do zwiększonej zmienności na rynkach finansowych, która z kolei może utrudniać prowadzenie polityki pieniężnej zwłaszcza w małych otwartych gospodarkach. Wreszcie, istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej w 2015 r. będzie prawdopodobnie ryzyko geopolityczne, dotyczące przede wszystkim konfliktu między Rosją i Ukrainą, a także sytuacji na Bliskim Wschodzie. Wzrost ryzyka geopolitycznego na świecie prowadzi do wzrostu niepewności, który z kolei może negatywnie wpływać na nastroje przedsiębiorców i konsumentów. Ponadto, sankcje gospodarcze i ograniczenia w wymianie handlowej związane z konfliktem pomiędzy Rosją i Ukrainą mogą mieć bezpośredni wpływ na aktywność gospodarczą oraz procesy inflacyjne w Europie, w tym w Polsce.

Krajowe determinanty polityki pieniężnej w 2015 r.

Po trwającym od kilku kwartałów przyspieszeniu wzrostu gospodarczego w Polsce, tempo poprawy koniunktury nieznacznie wyhamowało w ostatnim okresie. Wzrost PKB w II kw. 2014 r. był nieco niższy niż w poprzednim kwartale, do czego przyczynił się spadek wkładu eksportu netto poniżej zera oraz obniżenie dynamiki inwestycji. W kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływało natomiast niewielkie przyspieszenie wzrostu konsumpcji wspierane przez umiarkowaną poprawę sytuacji na rynku pracy.

W kolejnych kwartałach oczekiwana jest stabilizacja tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do obserwowanego w I połowie 2014 r. Głównym źródłem wzrostu gospodarczego w 2015 r. pozostanie rosnący popyt konsumpcyjny, któremu sprzyjać powinna relatywnie korzystna sytuacja na rynku pracy, przekładająca się na szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych pozwala oczekiwać stopniowego ożywienia inwestycji mieszkaniowych, choć hamująco na wzrost wydatków może oddziaływać pewne pogorszenie nastrojów obserwowane w ostatnim okresie. Spodziewane jest także przyspieszenie wzrostu inwestycji publicznych, czemu sprzyjać będzie rozpoczęcie wykorzystania środków unijnych z perspektywy finansowej 2014-2020. Jednocześnie do końca 2015 r. dynamika spożycia zbiorowego powinna pozostać na umiarkowanym poziomie, głównie w związku z przewidywanym utrzymaniem zamrożenia płac w sferze budżetowej. W rezultacie całkowity wpływ polityki fiskalnej na krajowe warunki makroekonomiczne w 2015 r. powinien być zbliżony do neutralnego.

Pomimo stabilnego wzrostu gospodarczego, w I połowie 2014 r. inflacja CPI – zgodnie z tendencjami obserwowanymi na świecie – utrzymywała się na bardzo niskim poziomie, a w lipcu 2014 r. obniżyła się nieznacznie poniżej zera. Przyczyniały się do tego – oprócz braku presji popytowej – korzystne warunki pogodowe wpływające na podaż na rynkach rolnych, stabilne ceny surowców energetycznych i spadek cen surowców rolnych na rynkach światowych oraz sankcje ograniczające polski eksport związane z konfliktem na Wschodzie.

W kolejnych kwartałach utrzymujący się wzrost aktywności gospodarczej oraz towarzysząca mu stosunkowo korzystna sytuacja na rynku pracy powinny oddziaływać w kierunku stopniowego wzrostu inflacji, jakkolwiek – w warunkach niskiej presji popytowej, utrzymującej się niskiej inflacji w strefie euro i stabilizacji cen surowców na rynkach światowych – inflacja w Polsce będzie kształtowała się w 2015 r. najprawdopodobniej na niskim poziomie.

Wokół zarysowanego wyżej scenariusza makroekonomicznego utrzymuje się jednak duża niepewność związana z możliwym osłabieniem koniunktury w strefie euro oraz eskalacją napięć geopolitycznych, w tym w szczególności konfliktu rosyjsko-ukraińskiego, a także ryzyko nagłego pogorszenia nastrojów i spadku cen aktywów na globalnych rynkach finansowych. Zagrożeniem dla tempa wzrostu gospodarczego w Polsce może być ograniczenie wymiany handlowej oraz wzrost niepewności, które mogą wywołać spadek inwestycji i osłabienie koniunktury[7]. Czynniki te mogą ograniczać wzrost gospodarczy i w efekcie również inflację.

[7] N. Bloom, M. Floetotto, N. Jaimovich, I. Saporta-Eksten, S. Terry, (2012), "Really Uncertain Business Cycles," *NBER Working Paper* nr. 18245. M. A. Kose, M. E. Terrones (2012), "How Does Uncertainty Affect Economic Performance?" *World Economic Outlook* Ramka 1.3, s. 49–53, International Monetary Fund, październik 2012.