



# MONITOR POLSKI

DZIENNIK URZĘDOWY RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

---

Warszawa, dnia 30 września 2013 r.

Poz. 779

## UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 3 września 2013 r.

### **w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2014**

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) uchwała się, co następuje:

- § 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2014, stanowiące załącznik do uchwały.
- § 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2014 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej: *M. Belka*

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

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej  
z dnia 3 września 2013 r. (poz. 779)

**NBP**

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

---

# Założenia polityki pieniężnej na rok 2014

Warszawa, wrzesień 2013

Ustalając *Założenia polityki pieniężnej na rok 2014* 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 2014 r. Ponadto *Założenia* zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2014* uwzględniono informacje dostępne do dnia 30 sierpnia 2013 r.

---

## Spis treści

---

Wprowadzenie	5
Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	7
Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej	13
Rozdział 3. Polityka pieniężna w 2014 r. i jej uwarunkowania	16

---

# Wprowadzenie

Doświadczenia związane z globalnym kryzysem finansowym doprowadziły do częściowej modyfikacji poglądów na temat odpowiedniego sposobu prowadzenia polityki makroekonomicznej. W odniesieniu do działalności banku centralnego dotyczy to przede wszystkim bardziej elastycznego niż w przeszłości wykorzystania strategii celu inflacyjnego oraz włączenia polityki makroostrożnościowej do instrumentarium polityki stabilizacyjnej banku centralnego.

Strategia celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Jednocześnie banki centralne zaczęły stosować tę strategię w sposób bardziej elastyczny niż przed kryzysem, wykorzystując możliwości, jakie wynikają z jej średnioterminowego charakteru. W okresie poprzedzającym wybuch globalnego kryzysu finansowego banki centralne w niewielkim stopniu wykorzystywały możliwość elastycznego stosowania strategii celu inflacyjnego, co wynikało z przekonania, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest wystarczającym wkładem polityki pieniężnej w utrzymywanie równowagi w gospodarce. Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego i przedłużającej się w wielu krajach recesji pokazały jednak, że stabilizowanie inflacji jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Dlatego też obecnie banki centralne dopuszczają dłuższe okresy odchylenia się inflacji od celu, jeśli wspiera to stabilność makroekonomiczną.

Argumentem przemawiającym za bardziej elastycznym stosowaniem strategii celu inflacyjnego jest także rosnący, już w okresie poprzedzającym kryzys, wpływ szoków podaży na gospodarkę, w szczególności związanych ze zwiększoną zmiennością cen surowców na rynkach światowych. Banki centralne w odpowiedzi na długotrwały wzrost cen surowców i uporczywe utrzymywanie się inflacji powyżej celów inflacyjnych zazwyczaj zacieśniały politykę pieniężną jedynie wówczas, gdy pojawiało się ryzyko zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych powyżej celu inflacyjnego. Również następujące później obniżenie dynamiki cen surowców, przyczyniające się do spadku inflacji poniżej celów, skłania banki centralne do ostrożnego łagodzenia polityki pieniężnej. Zbyt silna reakcja banku centralnego w reakcji na szoki pozostające poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej mogłaby bowiem prowadzić do gwałtownych wahań inflacji oraz produkcji. Większą elastyczność strategii celu inflacyjnego uzasadnia także rosnący wpływ międzynarodowych przepływów kapitału na krajowe procesy gospodarcze.

Ponadto, przedłużający się okres niskiej aktywności w gospodarce światowej, któremu towarzyszy utrzymywanie się inflacji i oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, umożliwia prowadzenie polityki pieniężnej w większym stopniu sprzyjającej ożywieniu aktywności gospodarczej i stabilizacji nastrojów na rynkach finansowych. Taka polityka jest uzasadniona szczególnie w tych gospodarkach, w których zacieśnienie polityki fiskalnej negatywnie wpływa na aktywność gospodarczą. W tych warunkach istotną rolę w pobudzaniu aktywności gospodarczej może

odgrywać polityka informacyjna banku centralnego ograniczająca niepewność dotyczącą kształtowania się parametrów polityki pieniężnej w dłuższej perspektywie.

Doświadczenia ostatnich lat sprzyjały także uznaniu polityki makroostrożnościowej za drugi – obok polityki pieniężnej – instrument polityki antycyklicznej banku centralnego. Stosowanie tego instrumentu wynika z przekonania, że obok klasycznych cykli koniunkturalnych, których stabilizowaniem zajmuje się zwykle polityka pieniężna, w gospodarce występują także dłuższe cykle finansowe, których stabilizowaniem powinna zajmować się polityka makroostrożnościowa.

W coraz większej liczbie krajów powstają obecnie instytucje odpowiedzialne za prowadzenie polityki makroostrożnościowej. W większości z nich dominującą rolę odgrywają w tym zakresie banki centralne. Za pełnieniem przez banki centralne kluczowej roli w polityce makroostrożnościowej przemawia ich doświadczenie w analizowaniu sytuacji gospodarczej z perspektywy makroekonomicznej, a także ich niezależność, umożliwiającą podejmowanie decyzji, które mogą ograniczać aktywność gospodarczą w krótkim okresie, ale są konieczne dla zachowania równowagi makroekonomicznej w dłuższym okresie. 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

Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP ustalone w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2013*. W 2014 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 banki centralne przyczyniają się do osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen, banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego od 1998 r. 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, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

Doświadczenia NBP oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego – stosowana przy zachowaniu odpowiedniej elastyczności – jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen w średnim okresie, a jednocześnie sprzyja stabilności makroekonomicznej. Globalny kryzys finansowy pokazał, że 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 szczególności wynikających z niestabilnych boomów kredytowych. 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.

Oprócz polityki pieniężnej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej, pełni 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 narastania nierównowag w gospodarce.

Istotnym uwarunkowaniem krajowej polityki pieniężnej jest także polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, których decyzje (w szczególności dotyczące stóp procentowych oraz programów luzowania ilościowego) – poprzez wpływ na globalne warunki finansowania, w tym premię za ryzyko zawartą w cenach poszczególnych aktywów – mogą być źródłem zwiększonej zmienności międzynarodowych przepływów kapitału, wpływając tym samym na krajowe procesy gospodarcze.

W 2014 r. polityka pieniężna NBP pozostanie ukierunkowana na realizację średniookresowego celu inflacyjnego.

W kształtowaniu polityki pieniężnej Rada będzie się kierować następującymi zasadami:

- Po pierwsze, określenie celu 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. 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.
- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji w średnim okresie jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianą parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji. W efekcie może również zmniejszyć się zmienność długoterminowych stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. W zależności od siły i kierunku oddziaływania wstrząsu oraz inercji oczekiwań inflacyjnych różna jest skala i długość 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 bierze pod uwagę stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych,



który oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację.

- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy 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 wpływu wstrząsu podażowego na inflację poprzez zacieśnienie polityki pieniężnej może pogłębiać spadek dynamiki produkcji, wynikający z niekorzystnego oddziaływania tego wstrząsu na konsumpcję i inwestycje.
- 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 ze zmian percepcji ryzyka, kluczowe jest określenie, czy zmiany te odzwierciedlają czynniki fundamentalne gospodarki i w jakim stopniu można im przeciwdziałać za pomocą standardowych instrumentów banku centralnego. W sytuacji, gdy zmiany percepcji ryzyka mają charakter przejściowy, przedwczesna reakcja polityki pieniężnej, może prowadzić do nadmiernej zmienności stóp procentowych, a w efekcie również zmienności inflacji i tempa wzrostu. Dlatego też w warunkach znacznych i częstych zmian percepcji ryzyka istotne jest stopniowe dostosowywanie parametrów polityki pieniężnej.

Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy także 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 lub ograniczaniu presji płacowej.

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

- Po piąte, 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 uwzględnianie kształtowania 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 szóste, stabilność systemu finansowego, równowaga gospodarcza i długoterminowa stabilność inflacji zależą w dużej mierze od kształtowania się tempa wzrostu akcji kredytowej. Jeśli w dłuższym okresie tempo wzrostu akcji kredytowej jest wyraźnie wyższe od tempa wzrostu PKB, może prowadzić to do narastania nierównowagi w gospodarce, zwłaszcza gdy pojawia się sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem akcji kredytowej i cen nieruchomości. Polityka pieniężna, wspomagana przez politykę makroostrożnościową, powinna przeciwdziałać niestabilnym boomom na rynkach hipotecznych, ponieważ ich załamanie może prowadzić do silnego i długotrwałego ograniczenia wzrostu gospodarczego.
- Po siódme, dla stabilności finansowej oraz ograniczania ryzyka nierównowag gospodarczych istotne znaczenie ma również polityka makroostrożnościowa, która poprzez selektywny wpływ na kształtowanie się wybranych agregatów kredytowych oraz cen aktywów może być bardziej odpowiednim narzędziem ograniczania nierównowag makroekonomicznych niż polityka pieniężna, ze względu na niższe koszty dla sfery realnej gospodarki.
- Po ósme, 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). Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa, wraz z realizowaną polityką fiskalną i polityką makroostrożnościową, na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Zapewnienie stabilności cen przy ekspansywnej polityce fiskalnej może uzasadniać prowadzenie restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywanie stóp procentowych na podwyższonym poziomie. Natomiast w przypadku zacieśnienia polityki fiskalnej, realizowana polityka pieniężna może być łagodniejsza, zwłaszcza gdy to zacieśnienie silnie ogranicza aktywność gospodarczą.

- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza możliwość precyzyjnego sterowania 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 odchyłała.

Należy podkreślić, że z powodu opóźnień w reakcji gospodarki na prowadzoną politykę pieniężną, bieżąca polityka pieniężna wpływa 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. Czynniki te sprawiają, że banki centralne dopuszczają możliwość przejściowego kształtowania się bieżącej inflacji poza przedziałem odchyłeń od celu inflacyjnego, dążąc do utrzymania stabilności cen w średnim okresie.

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 i w momencie kiedy będzie znany ostateczny

kształt instytucjonalny strefy euro, w sytuacji sprzyjającej maksymalizacji korzyści związanych z integracją walutową i minimalizacji związanych z nią kosztów.

## 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.

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*.

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 2014 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 prze-

prowadzić 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 rezerwy 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 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 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 je (lub odkupuje), 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 2014 r. i jej uwarunkowania

### Sytuacja makroekonomiczna w I połowie 2013 r.

W I połowie 2013 r. aktywność gospodarcza na świecie pozostawała na niskim poziomie oraz cechowała się znacznym zróżnicowaniem między poszczególnymi gospodarkami. W Stanach Zjednoczonych koniunktura gospodarcza, wspierana przez silnie ekspansywną politykę pieniężną oraz poprawę sytuacji na rynku pracy i nieruchomości pozostawała relatywnie korzystna pomimo istotnego zacieśnienia fiskalnego. W strefie euro w I kw. br. utrzymała się recesja, natomiast w II kw. br. nastąpiło pewne ożywienie aktywności gospodarczej. W II kw. br. wzrost PKB obserwowany był w większości gospodarek strefy euro, w tym w Niemczech. Równocześnie jednak w krajach dotkniętych kryzysem zadłużenia i konkurencyjności (tj. we Włoszech i Hiszpanii), dynamika PKB – pomimo wzrostu – pozostała ujemna. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB w I połowie 2013 r. kształtowała się na niskim – jak na te kraje – poziomie.

W I połowie 2013 r. utrzymująca się niska aktywność gospodarcza sprzyjała obniżeniu się inflacji w gospodarkach rozwiniętych. W tym samym kierunku oddziaływał spadek dynamiki cen żywności i energii. W gospodarkach wschodzących inflacja pozostała zaś umiarkowana.

W omawianym okresie główne banki centralne nadal prowadziły silnie ekspansywną politykę pieniężną. Europejski Bank Centralny obniżył stopę podstawowych operacji refinansujących o 0,25 pkt proc. (do 0,5%) oraz zasygnalizował utrzymanie stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy okres. Równocześnie utrzymał on gotowość do wprowadzenia programu zakupu obligacji skarbowych krajów najbardziej dotkniętych kryzysem zadłużeniowym. Z kolei Rezerwa Federalna utrzymała krótkoterminowe stopy procentowe na poziomie zbliżonym do zera (0,00-0,25%), a także pozostawiła bez zmian tempo zakupu aktywów na poziomie 85 mld USD miesięcznie. Od maja sygnalizowała jednak możliwość ograniczenia programu ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w bieżącym roku. Również Bank Japonii w omawianym okresie utrzymywał stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,0-0,1%). Jednocześnie ogłosił nowy program zakupu aktywów, w którym zobowiązał się do podwojenia bazy monetarnej w ciągu dwóch lat, podnosząc jednocześnie cel inflacyjny.

Ekspansywna polityka pieniężna głównych banków centralnych sprzyjała poprawie nastrojów na rynkach finansowych w pierwszych miesiącach 2013 r., zwłaszcza w gospodarkach rozwiniętych. Skalę poprawy nastrojów na rynkach finansowych gospodarek wschodzących ograniczała natomiast publikacja gorszych od oczekiwań danych makroekonomicznych. W maju oraz czerwcu, wraz z pojawieniem się sygnałów wskazujących na możliwość wcześniejszego niż oczekiwa-



no ograniczenia programu luzowania ilościowego przez Rezerwę Federalną, nastroje na rynkach finansowych pogorszyły się. Przyczyniło się to do odpływu kapitału z rynków wschodzących, co doprowadziło do deprecjacji kursów ich walut oraz wzrostu rentowności obligacji, po ich wcześniejszym znacznym obniżeniu się.

W Polsce dynamika aktywności gospodarczej w I połowie 2013 r. – mimo pewnego przyspieszenia w II kw. – była niższa niż w 2012 r., co wynikało ze spadku popytu krajowego. W I poł. 2013 r. obniżały się inwestycje, a tempo wzrostu konsumpcji spowolniło do poziomu zbliżonego do zera. Główną kategorią wspierającą wzrost gospodarczy był natomiast – wraz z przyspieszeniem eksportu oraz dalszym spadkiem importu – eksport netto.

Niskie tempo wzrostu PKB w I połowie 2013 r. wynikało w znacznym stopniu z kontynuacji ograniczania deficytu sektora finansów publicznych. W 2012 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych został obniżony do 3,9% PKB (z 5,0% PKB w 2011 r.). W 2013 r. kontynuowane jest zacieśnienie polityki fiskalnej w ujęciu strukturalnym, do którego w istotnej mierze przyczynia się spadek wydatków na inwestycje publiczne względem poprzednich lat, związany z zakończeniem projektów infrastrukturalnych realizowanych przed Euro 2012 oraz dostosowaniami wynikającymi z działania samorządowych reguł fiskalnych. Pomimo dokonywanego zacieśnienia fiskalnego, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych może w 2013 r. wzrosnąć, ze względu na wpływ spowolnienia gospodarczego i działanie tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury<sup>1</sup>.

Utrzymująca się w I połowie 2013 r. niska dynamika aktywności gospodarczej doprowadziła do spadku liczby pracujących w gospodarce oraz wzrostu stopy bezrobocia. Równocześnie niski popyt na pracę przyczynił się do obniżenia dynamiki wynagrodzeń względem 2012 r.

W I połowie 2013 r. akcja kredytowa w gospodarce, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i dla gospodarstw domowych, była ograniczona. W przypadku gospodarstw domowych czynnikiem ograniczającym dynamikę kredytu był słaby popyt, w szczególności wynikający z pogarszającej się ich sytuacji ekonomicznej oraz z zakończenia programu *Rodzina na swoim*. W II kw. br. pojawiły się jednak sygnały wskazujące na możliwość pewnego ożywienia akcji kredytowej dla gospodarstw domowych, zwłaszcza w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Z kolei spowolnienie dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw w I połowie 2013 r. wynikało zarówno z niskiego popytu na kredyt, ale także z zaostrzonych warunków kredytowania przez banki. Akcję kredytową w gospodarce wspierały natomiast obniżki stóp procentowych NBP, przekładające się na spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw, kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych oraz – choć w mniejszym stopniu – kredytów konsumpcyjnych.

---

<sup>1</sup> Spowolnienie gospodarcze doprowadziło do spadku wpływów podatkowych budżetu państwa w I półroczu 2013 r., w następstwie którego rząd przedstawił projekt nowelizacji ustawy budżetowej na 2013 r.

W omawianym okresie inflacja CPI znacząco się obniżyła i kształtowała się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP. Spadek inflacji wynikał przede wszystkim z obniżenia dynamiki cen energii, co było związane zarówno ze spadkiem administrowanych cen gazu ziemnego, jak i z niższymi niż rok wcześniej cenami surowców energetycznych na rynkach światowych. Obniżyła się również dynamika cen żywności, w szczególności przetworzonej, co oprócz spadku popytu na te dobra, było związane z korzystnymi uwarunkowaniami podażowymi w kraju oraz spadkiem cen energii, oddziałującym w kierunku ograniczenia cen produkcji. Obniżenie się inflacji CPI wynikało również z niskiej dynamiki popytu w polskiej gospodarce, o czym świadczy niski poziom inflacji bazowej.

W I połowie 2013 r. Rada kontynuowała cykl łagodzenia polityki pieniężnej rozpoczęty w listopadzie 2012 r. W ramach całego cyklu Rada obniżyła stopy procentowe NBP o 2,25 pkt proc., w tym stopę referencyjną do 2,5% w lipcu br., utrzymując ją w ujęciu realnym na dodatnim poziomie. Obniżenie stóp procentowych uwarunkowane było silniejszym niż oczekiwano spowolnieniem wzrostu gospodarczego i związanym z tym wyraźnym spadkiem presji inflacyjnej w gospodarce. W ocenie Rady, znaczące obniżenie stóp procentowych NBP dokonane do lipca 2013 r. sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie.

#### **Polityka pieniężna w 2014 r.**

W 2014 r. podstawowym celem polityki pieniężnej pozostanie średniookresowe stabilizowanie inflacji na poziomie  $2,5\% \pm 1$  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 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. Decydując o stopniu restrykcyjności polityki pieniężnej, Rada będzie także nadal brała pod uwagę kształt polityki fiskalnej. Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie również polityka makroostrożnościowa, która wraz z polityką pieniężną i polityką fiskalną wpływa na łączną restrykcyjność polityki gospodarczej.

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 2014 r. będzie prawdopodobnie nadal prowadzona w warunkach niepewności, zmiennych nastrojów i fluktuacji awersji do ryzyka w gospodarce globalnej. Źródłem niepewności pozostaną perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, co może być związane przede wszystkim z utrzymującą się niekorzystną, pomimo pewnej poprawy, sytuacją gospodarczą w strefie euro. Źródłem niepewności pozostanie także silnie ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne, której efektem był wzrost zmienności cen aktywów. Proces ograniczania programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez te banki może sprzyjać silnym korektom wyceny ryzyka na światowych rynkach finansowych, a tym samym zwiększać zmienność kursów walutowych i oprocentowania obligacji, wpływając jednocześnie na krajowe procesy gospodarcze, w tym inflację.

### **Makroekonomiczne uwarunkowania polityki pieniężnej w 2014 r.**

W 2014 r. istotnym czynnikiem wpływającym na polską gospodarkę pozostanie kształtowanie się koniunktury w gospodarce światowej. Według aktualnych prognoz w 2014 r. wzrost PKB w Stanach Zjednoczonych będzie wyższy niż w bieżącym roku i zbliżony do wieloletniej średniej. Z kolei w strefie euro kontynuowane ma być stopniowe ożywienie aktywności gospodarczej, czemu sprzyjać ma przyspieszenie wzrostu PKB w Niemczech, będących głównym partnerem handlowym Polski. W warunkach ograniczonej presji popytowej w gospodarce światowej i braku istotnych szoków na rynkach surowców inflacja na świecie powinna pozostać umiarkowana.

Wraz z nieco wyższym tempem wzrostu PKB w gospodarce światowej w 2014 r. oczekuje się również stopniowego przyspieszenia dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce. W kierunku wzrostu dynamiki PKB w Polsce oddziaływać będzie również wspierające popyt krajowy istotne złagodzenie polityki pieniężnej dokonane w 2012 i 2013 r. Tempo wzrostu PKB w Polsce w 2014 r. pozostanie jednak najprawdopodobniej niższe od tempa wzrostu potencjalnego, co będzie sprzyjać utrzymaniu inflacji na niskim poziomie. Oczekiwane przyspieszenie tempa wzrostu PKB w Polsce będzie mogło stopniowo oddziaływać w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy.

Negatywnie na popyt w polskiej gospodarce w 2014 r. będzie prawdopodobnie oddziaływało dalsze zacieśnienie polityki fiskalnej, które jest jednak niezbędne dla utrzymania stabilności finansów publicznych w dłuższym okresie oraz wypełnienia zobowiązań wynikających z unijnego Paktu Stabilności i Wzrostu. Rządowe *Założenia projektu budżetu na rok 2014* przewidują utrzymanie zamrożenia funduszu płac w większości jednostek podsektora rządowego i ubezpieczeń społecznych. Ponadto, zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2013*, przewidywane jest dalsze ograniczenie nakładów na inwestycje publiczne, związane ze zmniejszoną absorpcją funduszy strukturalnych UE.

Można oczekiwać, że w 2014 r. akcja kredytowa pozostanie osłabiona, co wynikać będzie z umiarkowanego tempa wzrostu PKB. W kierunku wzrostu dynamiki kredytu w gospodarce oddziaływać może rządowy program gwarancji kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz złagodzenie regulacji nadzorczych dotyczących kredytów konsumpcyjnych. Ponadto na politykę kredytową banków wpłynie wchodząca w 2014 r. zmiana Rekomendacji S, dotyczącej kredytów mieszkaniowych.

#### **Płynność sektora bankowego w 2014 r.**

Przewiduje się, że w 2014 r. polityka pieniężna będzie prowadzona – podobnie jak w latach poprzednich – w warunkach nadpłynności sektora bankowego. Utrzymująca się od początku 2013 r. na stabilnym poziomie nadpłynność może ulec nieznacznemu zwiększeniu w 2014 r.

Podstawowe znaczenie dla poziomu nadpłynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów, będące wynikiem procesu konsolidacji środków na rachunkach budżetu państwa, a obejmujące 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.

Systematyczny wzrost obiegu pieniądza gotówkowego oraz wielkości depozytów, stanowiących postawę do naliczania rezerwy obowiązkowej, będą ograniczać nadpłynność sektora bankowego.

#### **Komunikacja polityki pieniężnej w 2014 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 2014 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, Raporty o inflacji, Założenia polityki pieniężnej i Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej.*