Druk nr 1854

Warszawa, 21 września 2017 r.

SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
VIII kadencja
Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej
GP-WP-AD-0001-7/17/1122/2017

Pan
Marek Kuchciński
Marszałek Sejmu
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku

Zgodnie z art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim przekazuję

- „Założenia polityki pieniężnej na rok 2018”

uchwalone przez Radę Polityki Pieniężnej w dniu 19 września 2017 r.

Z szacunkiem

(-) Adam Glapiński

NBP Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2018



Założenia polityki pieniężnej na rok 2018

Warszawa, 2017 r.

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2018* Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w art. 227 ust. 6 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do corocznego ustalenia założeń polityki pieniężnej i przedłożenia ich do wiadomości Sejmowi.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2018* Rada utrzymała dotychczasową strategię polityki pieniężnej NBP. Głównym ustawowym celem polityki pieniężnej pozostaje zapewnienie stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

NBP będzie nadal wykorzystywał strategię średniookresowego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń od szerokości ±1 punktu procentowego. Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej pozostaną stopy procentowe NBP, a celem operacyjnym będzie kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Polityka pieniężna będzie nadal realizowana w warunkach płynnego kursu walutowego, który nie wyklucza interwencji na rynku walutowym.

Spis treści

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	5
Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2018 r.	7
Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2018 r.	10

Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 1997 r., nr 78, poz. 483, z późn. zm.) „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza". Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2017 r. poz. 1373) 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".

Realizując podstawowe zobowiązania Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP", zawarte w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim, Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą", dąży do utrzymania stabilności cen. Jednocześnie polityka pieniężna jest prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego oraz stabilności systemu finansowego.

Rada dąży do zapewnienia stabilności cen, wykorzystując strategię celu inflacyjnego. W ramach tej strategii od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest utrzymanie inflacji – rozumianej jako procentowa roczna zmiana indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych – na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ±1 punktu procentowego w średnim okresie. W państwach, w których realizowana jest strategia celu inflacyjnego, inflacja jest przeciętnie niższa niż w pozostałych krajach.

Od 2004 r. przeciętny poziom inflacji w Polsce wynosił 2,0% rocznie, a więc był zbliżony do celu NBP, choć w niektórych latach dynamika cen znajdowała się poza przedziałem odchyleń od celu. Jednocześnie tempo wzrostu gospodarczego było w ostatnich latach stosunkowo stabilne i zbliżone do długookresowego trendu, a w gospodarce nie narastały nierównowagi makroekonomiczne. Wskazuje to na skuteczność strategii celu inflacyjnego w zapewnieniu długookresowej stabilności cen, przy jednoczesnym wspieraniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Przyjęty cel inflacyjny ma charakter średniookresowy. Znaczy to, że ze względu na szoki makroekonomiczne i finansowe inflacja może okresowo kształtować się powyżej lub poniżej celu, w tym również poza określonym przedziałem odchyleń od celu. Reakcja polityki pieniężnej na szoki jest elastyczna i zależy od ich przyczyn oraz oceny trwałości ich skutków, w tym wpływu na procesy inflacyjne. W przypadku odchylenia inflacji od celu Rada w sposób elastyczny określa oczekiwane tempo powrotu inflacji do celu, ponieważ szybkie sprowadzenie inflacji do celu może wiązać się z istotnymi kosztami dla stabilności makroekonomicznej lub finansowej.

Podejmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę działanie mechanizmu transmisji monetarnej, w tym opóźnienia, z jakimi zmiany parametrów polityki

pieniężnej wpływają na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach niepewności, dotyczącej w szczególności przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej.

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych najważniejszą rolę w ograniczaniu nierównowag makroekonomicznych powinna pełnić polityka makroostrożnościowa. Wywierając selektywny wpływ na kształtowanie się agregatów kredytowych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna.

Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. Dla zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

Rada realizuje strategię celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Reżim płynnego kursu nie wyklucza interwencji na rynku walutowym, gdy jest to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

Ważnym elementem wykorzystywanej przez Radę strategii celu inflacyjnego jest komunikacja z otoczeniem. Z tego względu decyzje Rady wraz z ich uwarunkowaniami są przedstawiane w *Informacjach po posiedzeniach Rady* oraz na towarzyszących im konferencjach prasowych, a także w *Opisach dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady*, *Raportach o inflacji*, *Założeniach polityki pieniężnej* i *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*.

Zgodnie z przyjętą strategią w 2018 r. parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do sytuacji w gospodarce tak, aby zapewnić długookresową stabilność cen i jednocześnie wspierać zrównoważony wzrost gospodarczy oraz stabilność systemu finansowego.

Rozdział 2. Instrumenty polityki pieniężnej w 2018 r.

Uwarunkowania stosowania instrumentów polityki pieniężnej

Polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

W 2018 r. prognozowany poziom nadpłynności będzie podobny do obserwowanego w 2017 r. Podstawowe znaczenie dla skali płynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów dotyczące sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa oraz obsługi funduszy unijnych. Czynnikami wpływającymi na ograniczenie płynności sektora bankowego będą wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej, a także sprzedaż walut obcych przez NBP, głównie na potrzeby Komisji Europejskiej w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej. Natomiast w kierunku wzrostu płynności sektora bankowego będzie oddziaływał skup walut obcych pochodzących głównie z Ministerstwa Finansów.

Celem operacyjnym polityki pieniężnej jest kształtowanie stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Cel ten jest realizowany przy wykorzystaniu wybranych instrumentów, określonych w *Założeniach polityki pieniężnej*.

W przypadku pojawienia się zaburzeń na rynkach finansowych NBP może elastycznie wykorzystywać instrumenty polityki pieniężnej. Ewentualne zmiany w zakresie stosowania instrumentów będą miały na celu zapewnienie efektywnego działania mechanizmu transmisji monetarnej oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej, sprzyjając stabilności cen w dłuższym okresie.

Stopy procentowe

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej są stopy procentowe NBP.

Główną stopą procentową NBP jest stopa referencyjna NBP, która określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP określa oprocentowanie oferowanego przez NBP kredytu lombardowego umożliwiającego pozyskiwanie środków z banku centralnego na termin overnight. Z kolei stopa depozytowa NBP określa oprocentowanie depozytu umożliwiającego lokowanie w NBP środków na termin overnight.

Operacje otwartego rynku

Głównym instrumentem służącym realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP są operacje otwartego rynku. Stosując je, NBP oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe są standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych obowiązuje stała rentowność równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2018 r. operacje te będą polegały 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) lub zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje repo). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych 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.

System rezerwy obowiązkowej

System rezerwy obowiązkowej sprzyja realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z uśrednionego sposobu utrzymywania rezerwy, który stwarza podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków w NBP na poziomie nie niższym od wymaganej wartości rezerwy. Jednocześnie wymóg utrzymywania rezerwy ogranicza skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności.

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

Istotnym parametrem tego instrumentu jest także oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

Operacje depozytowo-kredytowe

Oferowanie przez NBP operacji depozytowo-kredytowych ma na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej overnight poprzez stabilizowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Kredyt lombardowy umożliwia pozyskiwanie z banku centralnego w każdym dniu operacyjnym środków 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). Oprocentowanie tego instrumentu, wyznaczając koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej overnight.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie w każdym dniu operacyjnym nadwyżek środków w banku centralnym na termin overnight. Oprocentowanie tego instrumentu określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej wyznaczanej dla tego terminu.

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

NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

Rozdział 3. Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2018 r.

Uwarunkowania zewnętrzne

W I połowie 2017 r. wzrost gospodarczy na świecie, w tym u głównych partnerów handlowych Polski, przyśpieszył w porównaniu z poprzednim rokiem, choć pozostał niższy niż przed globalnym kryzysem finansowym. Dostępne prognozy sygnalizują utrzymanie się stabilnego wzrostu aktywności w otoczeniu polskiej gospodarki w 2018 r., choć utrzymuje się niepewność co do jego perspektyw.

W Unii Europejskiej, zwanej dalej „UE", w I połowie 2017 r. wzrost gospodarczy był wyższy niż w poprzednim roku, a prognozy wskazują na kontynuację stabilnego wzrostu PKB w 2018 r. Stabilny wzrost gospodarczy powinien utrzymać się w szczególności w strefie euro będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski. Głównym czynnikiem wzrostu w tej gospodarce pozostanie prawdopodobnie popyt wewnętrzny, wspierany przez poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje konsumentów i przedsiębiorców oraz niski koszt kredytu w warunkach ekspansywnej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, zwanego dalej „EBC". Prognozy wskazują również na stabilny wzrost gospodarczy w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, choć w 2018 r. dynamika PKB w tym regionie może być nieco niższa niż w 2017 r.

W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w I połowie 2017 r. był wyższy niż w poprzednim roku. Dostępne prognozy wskazują, że w 2018 r. ożywienie w tej gospodarce będzie kontynuowane. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie popyt wewnętrzny, wspierany przez bardzo dobrą sytuację na rynku pracy i ożywienie inwestycji.

W największych gospodarkach wschodzących, będących istotnymi partnerami handlowymi Polski, w I połowie 2017 r. koniunktura nieco poprawiła się w porównaniu z 2016 r., choć pozostała gorsza niż we wcześniejszych latach. W Chinach wzrost gospodarczy ustabilizował się po trwającym kilka lat spowolnieniu, jednak w 2018 r. oczekiwane jest ponowne obniżanie się dynamiki PKB Chin. Z kolei Rosja wyszła z recesji, jednak dostępne prognozy wskazują, że w 2018 r. wzrost tej gospodarki będzie prawdopodobnie niski.

W I połowie 2017 r. inflacja na świecie była wyraźnie wyższa niż w ostatnich latach, czemu sprzyjały wyższe niż rok wcześniej ceny surowców. Mimo istotnego przyśpieszenia dynamika cen w gospodarce światowej pozostała jednak umiarkowana. W gospodarkach rozwiniętych do wyższej niż w ostatnich latach inflacji przyczyniło się – oprócz wyższych niż w 2016 r. cen surowców – ożywienie koniunktury, przy wciąż ekspansywnej polityce pieniężnej głównych banków centralnych. Z kolei dynamika cen w wielu gospodarkach wschodzących była

ograniczana przez aprecjację tamtejszych walut. Ponadto ograniczająco na inflację na świecie wpływało stopniowe wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców. Dostępne prognozy wskazują, że w 2018 r. inflacja na świecie ustabilizuje się na umiarkowanym poziomie, a w części gospodarek rozwiniętych, w tym w strefie euro, pozostanie poniżej celów banków centralnych.

W tych warunkach EBC w I połowie 2017 r. utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym stopę depozytową na ujemnym poziomie, kontynuując jednocześnie zakupy aktywów finansowych. Utrwalanie się ożywienia gospodarczego w strefie euro może skłonić EBC do stopniowego ograniczania skali luzowania polityki pieniężnej w 2018 r., choć proces ten będzie prawdopodobnie powolny ze względu na oczekiwane utrzymywanie się inflacji poniżej poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC. W związku z tym w 2018 r. stopy procentowe w strefie euro prawdopodobnie będą nadal bardzo niskie.

Z kolei Rezerwa Federalna w I połowie 2017 r. podwyższała stopy procentowe i wskazywała na kontynuację tego procesu w kolejnych kwartałach, w tym w 2018 r. Jednocześnie w 2018 r. w kierunku zacieśniania warunków monetarnych w Stanach Zjednoczonych może oddziaływać prawdopodobne ograniczanie skali reinwestycji aktywów kupionych przez Rezerwę Federalną w ramach luzowania ilościowego.

Uwarunkowania krajowe

W Polsce wzrost PKB w I połowie 2017 r. wyraźnie przyśpieszył po przejściowym spowolnieniu w 2016 r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie dynamika inwestycji była zbliżona do zera, co było związane z mniejszą niż w poprzednich latach skalą realizacji projektów finansowanych ze środków UE i wciąż niskimi inwestycjami przedsiębiorstw.

Prognozy na 2018 r. wskazują na utrzymanie się stabilnego – choć nieco niższego niż w 2017 r. – wzrostu PKB. Z jednej strony oczekiwana jest wyższa niż w 2017 r. dynamika inwestycji, głównie ze względu na zwiększony napływ środków z budżetu UE w ramach perspektywy finansowej 2014–2020. Wzrostowi inwestycji będzie również sprzyjał rosnący popyt, przy coraz większym wykorzystaniu zdolności produkcyjnych w gospodarce, a także korzystna sytuacja finansowa przedsiębiorstw i duża dostępność kredytu. Z drugiej strony wzrost konsumpcji prawdopodobnie spowolni na skutek wygasania statystycznych efektów wypłat świadczeń wychowawczych na dynamikę popytu konsumpcyjnego. Mimo to dynamika konsumpcji prawdopodobnie pozostanie stosunkowo wysoka ze względu na bardzo dobrą sytuację na rynku pracy, w tym oczekiwany dalszy wzrost płac, a także korzystne nastroje konsumentów.

W I połowie 2017 r. roczna dynamika krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych – po wyraźnym wzroście – ustabilizowała się na umiarkowanym poziomie. Na stabilizację

inflacji złożyło się z jednej strony wygasanie efektów wcześniejszego wzrostu cen surowców na świecie, w szczególności ropy naftowej, a z drugiej strony stopniowy wzrost inflacji bazowej.

Dostępne prognozy wskazują, że w 2018 r. inflacja pozostanie umiarkowana, choć inflacja bazowa będzie prawdopodobnie wyższa niż w 2017 r. Ograniczająco na wzrost krajowych cen towarów i usług konsumpcyjnych będzie bowiem wpływała umiarkowana dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki.

W I połowie 2017 r. większość wskaźników kształtowała się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Na podstawie dostępnych prognoz można oczekiwać, że również w 2018 r. w polskiej gospodarce nie wystąpią istotne nierównowagi – ani zewnętrzne, ani wewnętrzne.

Czynniki niepewności

Wokół powyższego scenariusza makroekonomicznego rysuje się kilka obszarów niepewności, które dotyczą przede wszystkim otoczenia polskiej gospodarki. W Stanach Zjednoczonych ceny akcji w I połowie 2017 r. kształtowały się na historycznie wysokim poziomie, co może wskazywać na podwyższone ryzyko ich spadku, który mógłby negatywnie wpłynąć na koniunkturę w tej gospodarce. Jednocześnie w Chinach utrzymuje się ryzyko silniejszego od oczekiwań spowolnienia gospodarczego związane z występującym tam wysokim zadłużeniem, zwłaszcza w sektorze prywatnym, a także narastającymi nierównowagami na rynku nieruchomości. Ewentualne pogorszenie koniunktury w Stanach Zjednoczonych lub w Chinach wpływałoby negatywnie na wzrost gospodarczy w strefie euro, a przez to także w Polsce. Niepewność dotyczy również kształtu polityki fiskalnej i pieniężnej w największych gospodarkach na świecie. Ważnym źródłem niepewności w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje też kształtowanie się cen surowców oraz żywności.

Z kolei w Polsce utrzymuje się niepewność dotycząca skali oczekiwanego wzrostu dynamiki inwestycji. Czynnikiem ryzyka jest również siła przełożenia się ożywienia na rynku pracy na inflację, zwłaszcza w kontekście obserwowanych tendencji migracyjnych i zmian w strukturze demograficznej ludności, które oddziałują na kształtowanie się podaży pracy.

www.nbp.pl

