SEJM
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ
VIII kadencja

Druk nr 85

Warszawa, 9 grudnia 2015 r.

Panie i Panowie Posłowie
na Sejm
Rzeczypospolitej Polskiej

Uprzejmie przekazuję przedstawiony przez prezesa Narodowego Banku Polskiego w dniu 25 września 2015 r. dokument

- **„Założenia polityki pieniężnej na rok 2016”.**

MARSZAŁEK SEJMU

(-)Marek Kuchciński

NBP Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2016



Założenia polityki pieniężnej na rok 2016

Warszawa, 2015 r.

Ustalając *Założenia polityki pieniężnej na rok 2016,* Rada Polityki Pieniężnej wypełnia zobowiązanie zawarte w artykule 227 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej do 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 2016 r. Ponadto *Założenia* zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2016* uwzględniono informacje dostępne do dnia 7 września 2015 r.

Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział 1. Strategia polityki pieniężnej	7
Rozdział 2. Płynność sektora bankowego oraz instrumenty polityki pieniężnej w 2016 r.	11
Rozdział 3. Polityka pieniężna w 2016 r. i jej uwarunkowania	15

Wprowadzenie

W I połowie 2015 r. wzrost gospodarczy na świecie pozostał umiarkowany i utrzymywało się wyraźne zróżnicowanie koniunktury między poszczególnymi gospodarkami. O ile w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii utrwalała się dobra koniunktura, o tyle w strefie euro, mimo stopniowego ożywienia, dynamika aktywności gospodarczej była nadal umiarkowana. Jednocześnie obniżyła się dynamika PKB w gospodarkach wschodzących, przede wszystkim w Chinach, co ograniczało eksport krajów rozwiniętych oraz oddziaływało w kierunku niższych cen surowców. Zróżnicowanie skali ożywienia gospodarczego w gospodarkach rozwiniętych przełożyło się na dywergencję polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, która utrzyma się prawdopodobnie także w 2016 r.

Umiarkowanemu wzrostowi gospodarczemu na świecie towarzyszy bardzo niska, a w niektórych krajach wciąż ujemna dynamika cen. Główną przyczyną utrzymywania się niskiej inflacji na świecie pozostaje kształtowanie się cen surowców, które po silnym spadku w ciągu ostatniego roku nie wykazują wyraźnych tendencji wzrostowych. Mimo spadku ryzyka długotrwałej deflacji w strefie euro, rynkowe miary oczekiwań inflacyjnych wyznaczane na podstawie cen instrumentów finansowych wciąż wskazują na istotne prawdopodobieństwo skumulowanego spadku cen przewidywanego w horyzoncie dwóch lat. Zagrożenia związane z deflacją – zwłaszcza dotyczące zwiększenia się realnego ciężaru spłat zadłużenia publicznego i prywatnego oraz odkotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych – były prawdopodobnie istotną przesłanką wprowadzenia przez EBC programu luzowania ilościowego.

Na tym tle wyłaniają się następujące uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej NBP w 2016 r. Po pierwsze, umiarkowany wzrost PKB i niska inflacja za granicą, w szczególności w strefie euro, mogą ograniczać skalę ożywienia gospodarczego i wzrostu cen w Polsce. Po drugie, spowolnienie wzrostu gospodarczego w krajach wschodzących, przede wszystkim w Chinach, może prowadzić do ograniczenia popytu tych gospodarek na dobra produkowane w innych krajach oraz ogólnego pogorszenia nastrojów, co wpłynęłoby niekorzystnie na koniunkturę w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro. Ze względu na znaczny udział Chin w światowym popycie na surowce, silniejsze spowolnienie chińskiej gospodarki oddziaływałoby także w kierunku spadku ich cen, dodatkowo ograniczając poziom inflacji na świecie, w tym także w Polsce. Po trzecie, prawdopodobne zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed oraz jego wpływ na międzynarodowe przepływy kapitału mogą powodować względne zmiany cen poszczególnych aktywów, w tym kursów walutowych, a także wzrost ich zmienności. Podwyższona zmienność na rynkach finansowych może utrudniać prowadzenie polityki pieniężnej, zwłaszcza w małych otwartych gospodarkach, w przypadku których przepływy kapitałowe ograniczają skuteczność polityki pieniężnej.

Polityka pieniężna NBP w 2016 r. będzie zależała od łącznego wpływu wymienionych czynników zewnętrznych oraz uwarunkowań wewnętrznych na sytuację gospodarczą, w tym przede wszystkim na krajowe procesy cenowe.

Mimo kształtowania się dynamiki cen w Polsce poniżej celu inflacyjnego, a nawet poniżej zera w ciągu ostatniego roku, od kilku kwartałów utrzymuje się stabilny wzrost realnego PKB. Ponadto w warunkach rosnącego zatrudnienia wzrost nominalnych wynagrodzeń pozostaje stabilny, a wyniki finansowe przedsiębiorstw są dobre. Brak negatywnych skutków ujemnej dynamiki cen dla sektora prywatnego wynika z tego, że zadłużenie tego sektora jest względnie niskie, a jednocześnie przyczyny deflacji mają w dużej mierze zewnętrzny charakter i w największym stopniu dotyczą cen żywności i energii, co dla większości podmiotów gospodarczych w Polsce jest czynnikiem korzystnie wpływającym na ich sytuację ekonomiczną.

Biorąc pod uwagę zewnętrzny i najprawdopodobniej przejściowy charakter wstrząsów powodujących odchylenie dynamiki cen od celu, a jednocześnie nie chcąc dopuścić do trwałego obniżenia długookresowych oczekiwań inflacyjnych, co mogłoby zwiększyć ryzyko utrwalenia tendencji deflacyjnych i w efekcie pojawienia się ich negatywnych skutków makroekonomicznych, Rada postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP, w szczególności utrzymać średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ±1 punkt procentowy.

Formułując *Założenia polityki pieniężnej na rok 2016*, Rada bierze pod uwagę niepewność związaną z kierunkiem oraz charakterem wstrząsów, które mogą wystąpić w gospodarce. Z tego względu Rada zamierza nadal wykorzystywać elastyczność, jaką daje strategia polityki pieniężnej NBP, kładąc nacisk na średniookresowy charakter celu inflacyjnego. Oznacza to, że polityka pieniężna będzie nadal uwzględniała wpływ, jaki ewentualne wstrząsy podażowe i czynniki globalne – w warunkach opóźnień w mechanizmie transmisji – mogą wywierać na procesy cenowe, okresowo powodując odchylenie inflacji od celu NBP.

Biorąc pod uwagę, że do zadań NBP należy działanie na rzecz stabilności krajowego systemu finansowego Rada uważa, iż niezbędnym uzupełnieniem elastycznie stosowanej strategii celu inflacyjnego jest polityka makroostrożnościowa. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych, skuteczność krajowej polityki pieniężnej może być częściowo ograniczona. Optymalny kształt polityki gospodarczej wymaga w takich warunkach stosowania narzędzi, które mogłyby bezpośrednio wpływać na źródła finansowania, strukturę i ryzyko akcji kredytowej w gospodarce. 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".

Stabilność cen jest współcześnie rozumiana jako niska, ale dodatnia dynamika cen, która nie wywiera niekorzystnego wpływu na decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego, w tym decyzje dotyczące inwestowania i oszczędzania. Zagrożeniem dla stabilności cen jest zarówno nadmierna inflacja, jak i długotrwała deflacja, szczególnie gdy towarzyszy jej niski wzrost gospodarczy lub stagnacja.

Zapewniając stabilność cen, NBP przyczynia się do osiągania zrównoważonego wzrostu gospodarczego w Polsce.

Od 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej dąży do zachowania 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.

Po okresie dezinflacji w latach 1998-2003, kiedy cele inflacyjne na kolejne lata były wyznaczane co roku, od 2004 r. Rada realizuje ciągły, średniookresowy cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyleń o szerokości ± 1 punkt procentowy.

W ostatnich ponad 10 latach udało się zapewnić stabilność cen (średni poziom inflacji CPI w Polsce wyniósł 2,4% rocznie, a więc był zbliżony do założonego celu NBP), przy stosunkowo stabilnym wzroście gospodarczym i braku istotnych nierównowag makroekonomicznych. Wskazuje to na skuteczność stosowania strategii celu inflacyjnego dla utrzymania stabilnego poziomu cen, a pośrednio również zapewnienia równowagi makroekonomicznej.

Jednakże analiza przyczyn globalnego kryzysu gospodarczego doprowadziła do częściowej modyfikacji poglądów na temat właściwego sposobu prowadzenia polityki pieniężnej. Obecnie uznaje się, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest bardzo ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymywania równowagi w gospodarce. Zapewnienie stabilności makroekonomicznej wymaga bowiem prowadzenia polityki pieniężnej w taki sposób, aby – dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie – ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, w tym w szczególności w systemie finansowym.

Biorąc to pod uwagę, NBP nadal prowadzi politykę pieniężną w ramach strategii celu inflacyjnego. Jednocześnie NBP realizuje strategię celu inflacyjnego elastycznie, kładąc duży nacisk na dążenie do zachowania długookresowej stabilności makroekonomicznej, nawet jeśli przejściowo towarzyszy temu utrzymywanie się inflacji poniżej lub powyżej celu.

Oprócz polityki pieniężnej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. Dla zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która nie prowadzi do nadmiernego zadłużenia finansów publicznych i jednocześnie tworzy przestrzeń fiskalną umożliwiającą stabilizowanie koniunktury gospodarczej w sytuacji wystąpienia w gospodarce negatywnych wstrząsów. Dla równowagi makroekonomicznej oraz stabilności systemu finansowego bardzo istotna jest także właściwa polityka makroostrożnościowa, która ogranicza ryzyko systemowe w sektorze finansowym. Dostosowana do krajowych uwarunkowań polityka fiskalna oraz polityka makroostrożnościowa są szczególnie istotne w warunkach swobody przepływu kapitału, a więc zwłaszcza wewnątrz Unii Europejskiej. Krajowe warunki monetarne są bowiem częściowo determinowane przez działania głównych banków centralnych, których polityka może nie odpowiadać warunkom makroekonomicznym w Polsce.

Uwzględniając powyższe, 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 finansowego 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 związku z tym w 2016 r. strategia polityki pieniężnej będzie realizowana według następujących zasad.

- 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 kwartale wymagałoby częstych i znacznych zmian stóp procentowych, co wiązałoby się ze znacznymi kosztami dla sfery realnej gospodarki, a w niektórych warunkach mogłoby także stwarzać ryzyko dla stabilności finansowej.
- 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.
- 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. Wspieranie stabilności systemu finansowego może – w pewnych warunkach – wymagać wydłużenia horyzontu realizacji celu inflacyjnego.
- Po piąte, istotne znaczenie dla stabilności finansowej oraz ograniczania ryzyka nierównowag gospodarczych ma polityka makroostrożnościowa. Jedną z jej cech jest możliwość wywierania selektywnego wpływu na kształtowanie się wybranych agregatów kredytowych, przede wszystkim kredytów hipotecznych. Z tego względu polityka makroostrożnościowa może być bardziej efektywnym narzędziem ograniczania nierównowag makroekonomicznych niż polityka pieniężna.
- 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 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. 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 2016 r.

Płynność sektora bankowego w 2016 r.

Przewiduje się, że w 2016 r. polityka pieniężna będzie prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Podstawowe znaczenie dla kształtowania poziomu płynności sektora bankowego będą miały działania Ministerstwa Finansów dotyczące sposobu finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa oraz obsługi funduszy unijnych. Wszelkie operacje związane z wykorzystaniem transakcji walutowych z NBP mają wpływ na poziom płynności sektora bankowego. W przypadku skupu walut obcych przez bank centralny następuje wzrost płynności sektora bankowego, natomiast sprzedaż walut obcych powoduje jej ograniczenie. Z kolei obsługa zadłużenia zagranicznego, prowadzona poprzez wykorzystanie rachunku walutowego, ma charakter neutralny z punktu widzenia płynności sektora bankowego, podobnie jak wymiana środków walutowych budżetu na rynku międzybankowym.

Oczekuje się, iż obserwowany od początku 2014 r. proces spadku nadpłynności sektora bankowego będzie kontynuowany w 2016 r., choć może on ulec ograniczeniu. Systematyczny wzrost obiegu pieniądza gotówkowego oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej będą sukcesywnie ograniczać poziom nadpłynności sektora bankowego. W przeciwnym kierunku, tj. wzrostu nadpłynności, oddziaływać będzie skup walut obcych netto, wynikający z transakcji walutowych.

Instrumenty polityki pieniężnej w 2016 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.

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 2016 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 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.

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 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.

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 2016 r. i jej uwarunkowania

W 2016 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 zasadami stosowania strategii polityki pieniężnej przedstawionymi w Rozdziale 1. Decyzje Rady dotyczące polityki pieniężnej oraz oceny aktualnego stanu gospodarki i przyszłego przebiegu procesów gospodarczych będą w 2016 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 w *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej*.

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w 2016 r.

W ostatnich kwartałach wzrost aktywności gospodarczej na świecie był umiarkowany i utrzymywało się jego wyraźne zróżnicowanie między poszczególnymi gospodarkami. O ile w gospodarkach rozwiniętych wzrost PKB stopniowo przyspieszał – przy utrzymującym się zróżnicowaniu tempa wzrostu w Stanach Zjednoczonych i strefie euro – to w Chinach, Rosji i Brazylii – spowolnił. W 2016 r. można oczekiwać jedynie nieznacznego przyspieszenia światowego wzrostu gospodarczego.

Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie w ostatnich kwartałach sprzyjał utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. Dynamika cen była dodatkowo obniżana przez silny spadek cen surowców, przede wszystkim ropy naftowej, który wynikał w dużej mierze ze zwiększenia jej globalnej podaży. Jednocześnie dynamikę cen ropy ograniczało słabnące tempo wzrostu popytu na ten surowiec ze strony krajów wschodzących, przy niskim popycie w krajach rozwiniętych. Oczekuje się, że wraz z ożywieniem aktywności gospodarczej na świecie oraz wygasaniem wpływu wcześniejszych spadków cen surowców energetycznych na dynamikę cen, inflacja w 2016 r. nieco wzrośnie.

W strefie euro następuje stopniowa poprawa koniunktury, choć dynamika aktywności gospodarczej pozostaje tam umiarkowana. Wzrost PKB w strefie euro jest wciąż ograniczany przez wysoki poziom zadłużenia sektora prywatnego i publicznego, a także relatywnie niską konkurencyjność części gospodarek w strefie euro. Pomimo niekorzystnego wpływu tych czynników na wzrost gospodarczy w strefie euro, oczekuje się, że w 2016 r. będzie on dalej stopniowo przyspieszał. Poprawie koniunktury będzie sprzyjać silnie ekspansywna polityka

pieniężna EBC, która przyczyniła się do obniżenia długoterminowych stóp procentowych i deprecjacji kursu euro wobec głównych walut oraz oddziałuje w kierunku ożywienia akcji kredytowej. Korzystnie na wzrost popytu w strefie euro może wpływać także dalsze złagodzenie restrykcyjności polityki fiskalnej w części gospodarek tej strefy. W rezultacie konsumpcja – w warunkach oczekiwanej dalszej poprawy sytuacji na rynku pracy i prawdopodobnego utrzymywania się niskiej inflacji – powinna dalej rosnąć. Równocześnie oczekuje się, że istotne osłabienie euro przyczyni się do wzrostu eksportu oraz inwestycji przedsiębiorstw. Wraz z poprawą koniunktury w strefie euro w 2016 r. oczekuje się stopniowego wzrostu inflacji, która jednak prawdopodobnie będzie nadal niższa od poziomu zgodnego z definicją stabilności cen EBC.

Istotnym źródłem ryzyka dla dalszego ożywienia w strefie euro pozostają ewentualne zaburzenia związane z realizacją porozumień zawartych pomiędzy Grecją a jej głównymi wierzycielami. Można jednak oczekiwać, że wpływ potencjalnej eskalacji kryzysu w Grecji na gospodarkę strefy euro, i w konsekwencji na gospodarkę polską, powinien być mniejszy niż w latach 2010-2012 r.

Drugim ważnym czynnikiem ryzyka jest możliwość silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących, przede wszystkim w Chinach, co mogłoby ograniczyć eksport strefy euro. Dodatkowym źródłem ryzyka dla wzrostu gospodarczego w strefie euro jest nadal niepewność związana z konfliktem rosyjsko-ukraińskim.

W Stanach Zjednoczonych w ostatnich kwartałach – pomimo przejściowego spadku PKB w początkowych miesiącach br. – utrzymuje się dobra koniunktura gospodarcza. Nadal korzystne są też perspektywy gospodarcze tego kraju. W warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy i wzrostu akcji kredytowej oczekiwane jest bowiem dalsze przyspieszenie popytu konsumpcyjnego. Ponadto do wzrostu aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych powinny się także przyczynić wzrost wydajności oraz relatywnie dobra sytuacja finansowa podmiotów gospodarczych, które znacząco zredukowały poziom swojego zadłużenia po ostatnim kryzysie finansowym. Źródłem ryzyka dla dalszej poprawy koniunktury w Stanach Zjednoczonych są natomiast możliwe konsekwencje spodziewanego zaostrzenia polityki pieniężnej przez Fed, ewentualnej dalszej silnej aprecjacji dolara oraz spowolnienia wzrostu w gospodarkach wschodzących. W warunkach oczekiwanego przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych inflacja – po jej spadku w I połowie 2015 r. związanym w dużej mierze ze spadkiem cen energii – powinna ponownie wzrosnąć w kolejnych kwartałach.

Ze względu na zróżnicowaną sytuację gospodarczą w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, różne są też perspektywy polityki pieniężnej EBC i Fed. Zgodnie z oczekiwaniami FOMC pierwsze podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych mogą nastąpić już w 2015 r. Natomiast EBC, łagodząc na początku 2015 r. politykę pieniężną, istotnie poszerzył program zakupów aktywów. W ramach tego programu banki centralne Eurosystemu będą skupować na rynku wtórnym papiery wartościowe – wyemitowane przez sektor publiczny i prywatny – w kwocie 60 mld euro miesięcznie do końca września 2016 r., a w każdym razie do czasu trwałego

powrotu ścieżki inflacji do poziomu odpowiadającego definicji stabilności cen EBC. Istotnym czynnikiem niepewności jest wpływ dywergencji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i strefie euro na sytuację na światowych rynkach finansowych, w tym na ceny aktywów i kursy walut krajów wschodzących.

Krajowe determinanty polityki pieniężnej w 2016 r.

W Polsce w I połowie 2015 r. dynamika PKB utrzymała się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w 2014 r. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostał wzrost popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu akcji kredytowej. Ożywieniu gospodarczemu sprzyjało także przyspieszenie wzrostu eksportu, wspierane przez poprawę koniunktury w strefie euro.

Dostępne prognozy wskazują na dalszy wzrost PKB w 2016 r. w tempie zbliżonym do obserwowanego w I połowie 2015 r., przy czym głównym źródłem wzrostu pozostanie popyt krajowy. W szczególności oczekuje się, że obserwowany w ostatnich kwartałach stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego utrzyma się w 2016 r., czemu sprzyjać będzie poprawa sytuacji na rynku pracy i dalszy wzrost wynagrodzeń. Poprawa sytuacji finansowej gospodarstw domowych wraz z niższym niż w poprzednich latach kosztem kredytowania mogą wpłynąć na przyspieszenie wzrostu inwestycji mieszkaniowych. Wzrost ten nie powinien jednak prowadzić do narastania nierównowag w tym sektorze ze względu na dalsze zacieśnianie polityki makroostrożnościowej następujące przez obniżanie maksymalnego wskaźnika LtV w odniesieniu do kredytów hipotecznych. Z kolei wzrost inwestycji przedsiębiorstw, pomimo oczekiwanego spowolnienia, powinien utrzymać się na wysokim poziomie. Inwestycjom przedsiębiorstw będzie sprzyjać ich dobra sytuacja finansowa, wysoki stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych, oczekiwany wzrost popytu krajowego i zagranicznego oraz niższe niż w poprzednich latach stopy procentowe. Możliwe jest natomiast przejściowe osłabienie inwestycji publicznych w 2016 r., związane z zakończeniem absorpcji środków unijnych z perspektywy 2007-2013 i stopniowym rozpoczęciem wykorzystywania środków z nowej perspektywy finansowej. Zarazem jednak – według obecnych prognoz – dynamika spożycia publicznego utrzyma się na podobnym poziomie jak w 2015 r. W konsekwencji łączny wpływ polityki fiskalnej na krajowe warunki makroekonomiczne w 2016 r. powinien być zbliżony do neutralnego.

Pomimo trwającego ożywienia gospodarczego w I połowie 2015 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostawała ujemna, choć od marca 2015 r. skala spadku cen stopniowo się zmniejszała. Główną przyczyną ujemnej dynamiki cen są silne spadki cen surowców. Jednocześnie brak presji inflacyjnej w gospodarce jest związany z nadal ujemną luką popytową i bardzo niską inflacją na świecie. Ponadto w gospodarce – mimo relatywnie korzystnej sytuacji na rynku pracy – utrzymuje się niska presja płacowa. Dynamikę cen konsumpcyjnych obniża także wcześniejszy spadek cen żywności, do którego przyczyniły się korzystne warunki

meteorologiczne w Polsce oraz embargo Rosji na import produktów żywnościowych z Unii Europejskiej.

Dostępne prognozy wskazują, że wraz z wygasaniem wpływu wcześniejszych spadków cen ropy naftowej i żywności w kolejnych kwartałach dynamika cen będzie stopniowo rosła i w 2016 r. będzie wyższa niż w 2015 r. Do wzrostu dynamiki cen przyczyni się także oczekiwane domykanie się luki popytowej w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro oraz dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy.

W Polsce większość wskaźników makroekonomicznych kształtuje się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Na podstawie dostępnych prognoz można oczekiwać, że również w 2016 r. w polskiej gospodarce nie wystąpią istotne nierównowagi – ani zewnętrzne, ani wewnętrzne.

Wokół zarysowanego wyżej scenariusza makroekonomicznego utrzymuje się jednak duża niepewność związana z oczekiwaną koniunkturą w kraju i jego otoczeniu – w szczególności w strefie euro – oraz z sytuacją na rynkach finansowych. W kierunku szybszego wzrostu PKB w Polsce może oddziaływać lepsza od oczekiwanej sytuacja na krajowym rynku pracy i szybsza poprawa koniunktury w strefie euro. Z kolei zagrożeniem dla tempa wzrostu gospodarczego oraz wzrostu dynamiki cen mogłoby być osłabienie koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki związane z silniejszym pogorszeniem koniunktury w Chinach lub ewentualnym nasileniem napięć geopolitycznych. Materializacja tych czynników ryzyka może także prowadzić do wzrostu zmienności cen aktywów, w tym kursu walutowego. Jednocześnie czynnikiem ryzyka dla wzrostu dynamiki cen pozostaje możliwość utrzymywania się niskiego przełożenia korzystnej sytuacji na rynku pracy na dynamikę nominalnych wynagrodzeń, a także kształtowanie się cen surowców.

www.nbp.pl

