

**Narodowy Bank Polski**

**Rada Polityki Pieniężnej**

**Założenia polityki  
pieniężnej na rok 2010**

**Warszawa, wrzesień 2009**

# 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 określa, 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 inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Banki centralne traktują stabilność cen symetrycznie, co oznacza, że reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „RPP” albo „Radą”, opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  punkt procentowy. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego.

Doświadczenia Narodowego Banku Polskiego, zwanego dalej „NBP”, oraz innych banków centralnych wskazują, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Występujący od 2008 r. globalny kryzys finansowy i recesja w gospodarce światowej spowodowały, że w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę odgrywają czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego, która jest niezbędna dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia uwzględnianie w polityce pieniężnej kwestii związanych ze stabilnością systemu finansowego. W związku z tym

Rada podtrzymuje zasadniczą część dotychczasowego sposobu rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji, jednocześnie w części go uzupełniając:

- Po pierwsze, określenie cel *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. Dla lepszego zrozumienia 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”. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych. Trwale zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych sprzyja także mniejszej zmienności długoterminowych stóp procentowych w przypadku występowania wstrząsów mających wpływ na bieżący poziom inflacji.
- Po trzecie, występowanie wstrząsów w gospodarce jest nieuniknione. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje parametry polityki pieniężnej.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także od ich przyczyn i charakteru. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi problem relatywnie łatwiejszy, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną. Wstrząsy podażowe stanowią trudniejszy problem dla

polityki pieniężnej, bowiem w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej na taki wstrząs może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost cen i spadek produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga prowadzenia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości skutków wstrząsu.

- Po piąte, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobieganie wtórnym skutkom wstrząsu podażowego (tzw. efektów drugiej rundy). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podażowych przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po szóste, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na dynamikę ogólnego poziomu cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość tych opóźnień nie jest jednak stała i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą określić

opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację. Dodatkowym czynnikiem zakłócającym działanie mechanizmu transmisji monetarnej mogą być zaburzenia w systemie finansowym.

- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez banki centralne do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że:
  - a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całokształtu dostępnych informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji
  - b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz
  - c) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, w polityce pieniężnej należy uwzględniać potrzebę zachowania stabilności finansowej, która jest niezbędna do zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie oraz umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej. W tym kontekście istotne jest kształtowanie się cen aktywów. Nadmierne i długotrwałe obniżenie stóp procentowych 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. Rodzi to 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. 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. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych, a także kursu walutowego.

- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa wraz z realizowaną polityką fiskalną na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna jest najczęstszym powodem konieczności utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie.
- Po jedenaste, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, banki centralne biorą pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma to wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. W tym kontekście istotna jest długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem oraz okresu, w którym się od niego odchyłała.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanego z tym wejścia do 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 nastąpić w najbliższym możliwym terminie, tj. po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji RP oraz określeniu ścieżki obniżenia deficytu sektora finansów publicznych do poziomu odpowiadającego kryterium fiskalnemu z Maastricht.

Rada wyraża przekonanie, że w nadchodzących latach polityka gospodarcza w Polsce powinna być realizowana tak, aby poprzez przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, umożliwić trwałe spełnienie kryteriów z Maastricht i w ten sposób osiągnięcie jak największych korzyści związanych z członkostwem w strefie euro.

## 2. Polityka pieniężna w 2010 r.

W 2009 r. sytuacja gospodarcza w Polsce jest w znacznym stopniu determinowana procesami zachodzącymi w gospodarce światowej. Trwający od IV kw. 2008 r. kryzys na międzynarodowych rynkach finansowych i globalna recesja doprowadziły do znacznego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Spadek popytu zagranicznego, związany z recesją u głównych partnerów handlowych Polski, spowodował silne obniżenie polskiego eksportu. Jednocześnie na skutek istotnego pogorszenia koniunktury w kraju, w I połowie 2009 r. nastąpił spadek popytu krajowego i importu. Złożyło się na to wyhamowanie dynamiki konsumpcji oraz ograniczenie inwestycji, przy jednoczesnym znacznym spadku zapasów. Obniżeniu tempa wzrostu gospodarczego towarzyszyło zmniejszenie popytu na pracę, skutkujące spadkiem zatrudnienia i wzrostem bezrobocia. Przyczyniło się to do istotnego obniżenia dynamiki wynagrodzeń oraz jednostkowych kosztów pracy. Spowolnienie gospodarcze doprowadziło także do zwiększenia nierównowagi w sektorze finansów publicznych.

Jednym ze skutków kryzysu finansowego był wzrost awersji do ryzyka na międzynarodowych rynkach finansowych i gwałtowne pogorszenie nastrojów inwestorów wobec krajów Europy Środkowo-Wschodniej, co wywołało trwającą do lutego 2009 r. deprecjację walut krajów regionu, w tym złotego. Osłabienie kursu złotego – poprzez poprawę cenowej konkurencyjności polskich produktów – zamortyzowało częściowo negatywny wpływ obniżenia popytu zagranicznego na dynamikę PKB w Polsce oraz korzystnie wpłynęło na wyniki ze sprzedaży eksporterów. Spadek eksportu był mniejszy niż importu, co przyczyniło się do poprawy salda handlowego i zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących. Osłabienie kursu złotego wpłynęło jednocześnie negatywnie na wyrażony w złotych poziom zadłużenia zagranicznego kraju i złotową wartość zobowiązań denominowanych w walutach obcych. Deprecjacja oddziaływała także w kierunku wyższej inflacji. Od lutego 2009 r. kurs złotego umocnił się istotnie, choć skala aprecjacji była mniejsza od wcześniejszego spadku wartości polskiej waluty.



Kryzys na światowych rynkach finansowych znalazł także odzwierciedlenie w sytuacji polskiego sektora bankowego. Spadek zaufania na rynku międzybankowym doprowadził do ograniczenia transakcji zawieranych na tym rynku i przełożył się na wzrost premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych. Ponadto, ze względu na wzrost ryzyka związany z pogorszeniem jakości portfela kredytowego, banki zastryżyły warunki kredytowania, co było dodatkowym czynnikiem oddziałującym w kierunku ograniczenia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

W I połowie 2009 r. – mimo obniżenia się presji popytowej w gospodarce – inflacja kształtowała się w pobliżu górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP, określonej na poziomie 3,5%. Przyczynił się do tego przede wszystkim znaczny wzrost cen administrowanych, w tym cen energii, a także podwyżki stawek podatku akcyzowego, oraz wzrost cen żywności<sup>1</sup> i niektórych towarów nieżywnościowych, których ceny zależą w dużym stopniu od kursu złotego. Proinflacyjne oddziaływanie tych czynników nie zostało w pełni zrekomensowane zmniejszeniem presji popytowej związanym ze spowolnieniem gospodarczym.

Na przełomie 2008 i 2009 r. nastąpiło silne pogorszenie koniunktury gospodarczej, co mimo podwyższonego rocznego wskaźnika inflacji skłoniło Radę do znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej. Od października 2008 r. stopy procentowe NBP zostały obniżone łącznie o 2,5 pkt. proc. (stopa referencyjna NBP do 3,5%), a stopa rezerw obowiązkowych – o 0,5 pkt. proc. (do 3%). Łagodzenie polityki pieniężnej było uzasadnione spowolnieniem wzrostu gospodarczego znacznie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego i związanym z tym prawdopodobieństwem obniżenia się inflacji poniżej celu w średnim okresie.

W 2009 r. NBP kontynuował także (podejmowane od października 2008 r.) działania wspierające stabilność sektora finansowego i jednocześnie przeciwdziałające nadmiernemu ograniczeniu akcji kredytowej, a przez to ograniczeniu popytu krajowego. Do działań tych w 2009 r. należały m.in. przedterminowy wykup obligacji NBP, dalsze rozszerzenie zakresu aktywów mogących stanowić zabezpieczenie operacji

---

<sup>1</sup> Wzrost cen żywności wynikał głównie z ograniczonej krajowej podaży niektórych towarów rolno-spożywczych oraz droższego, na skutek wcześniejszej deprecjacji złotego, importu artykułów żywnościowych.

refinansujących NBP oraz wydłużenie terminu przeprowadzanych operacji repo do 6 miesięcy.

W 2010 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie dążenie do utrzymania inflacji w średnim okresie na poziomie 2,5%. Jednocześnie polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Podobnie jak w poprzednich latach, parametry polityki pieniężnej, w tym poziom stóp procentowych NBP, będą dostosowywane do zmieniającej się sytuacji w gospodarce i wynikającej stąd oceny prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu inflacyjnego 2,5%. W swoich decyzjach Rada będzie uwzględniała również sytuację sektora finansowego, którego stabilność jest warunkiem koniecznym utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

W 2010 r. jednym z głównych czynników wpływających na sytuację gospodarczą Polski będzie nadal rozwój sytuacji w otoczeniu zewnętrznym, w szczególności skala i trwałość możliwego ożywienia w gospodarce światowej. Aktualne prognozy wskazują, że po okresie spadku globalnego PKB w 2009 r., w 2010 r. oczekiwany jest jego wzrost, związany ze stopniowym wychodzeniem większości gospodarek z recesji, jednak dynamika PKB za granicą będzie prawdopodobnie niska. Istnieje ryzyko, że ze względu na związane z kryzysem finansowym obniżenie dynamiki produktu potencjalnego, wzrost gospodarczy w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem może być także w kolejnych latach znacząco niższy od notowanego przed jego wybuchem.

Istotnym elementem uwarunkowań zewnętrznych w 2010 r. może być również kształtowanie się inflacji za granicą oraz zmiany cen surowców na rynkach światowych. W I połowie 2009 r. w większości gospodarek odnotowano bardzo niską inflację lub deflację, co związane było z wcześniejszym spadkiem cen surowców i globalną recesją. Jednocześnie inflacja bazowa pozostała dodatnia, choć także uległa pewnemu obniżeniu. Ponowny wzrost cen surowców od początku 2009 r. będzie oddziaływał w kierunku wzrostu inflacji w kolejnych kwartałach w większości gospodarek. Również oczekiwana poprawa koniunktury w gospodarce światowej wywoła prawdopodobnie wzrost inflacji w

średnim okresie, choć w 2010 r. może być ona nadal niska, w dużej mierze ze względu na niekorzystną sytuację na rynku pracy w głównych gospodarkach rozwiniętych.

Do najważniejszych krajowych uwarunkowań polityki pieniężnej będą w 2010 r. należały: stan krajowej koniunktury, sytuacja sektora finansów publicznych, sytuacja na rynku pracy oraz funkcjonowanie systemu finansowego, w tym w szczególności systemu bankowego. Czynniki te mogą mieć znaczący wpływ na przebieg procesów inflacyjnych zarówno w 2010 r., jak i w kolejnych latach.

W 2010 r. można oczekiwać nieznacznego przyspieszenia dynamiki PKB w Polsce, do czego powinna przyczynić się oczekiwana poprawa globalnej koniunktury. Sprzyjając temu będzie także dokonane w IV kw. 2008 r. i I połowie 2009 r. złagodzenie polityki monetarnej. Pomimo stopniowej poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w kraju i za granicą, aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw będzie prawdopodobnie nadal niska, a najważniejszym czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu PKB powinno pozostać spożycie indywidualne (mimo że jego dynamika będzie prawdopodobnie niższa niż w 2009 r., głównie ze względu na brak poprawy sytuacji na rynku pracy). Dodatni wkład do wzrostu PKB może mieć eksport netto, na co powinien złożyć się wzrost polskiego eksportu, związany z poprawiającą się sytuacją gospodarczą u głównych partnerów handlowych Polski, przy równoczesnym wolniejszym wzroście importu, spowodowanym ożywieniem aktywności krajowej. W tym kontekście należy zwrócić uwagę, że znaczna niepewność związana z perspektywami koniunktury za granicą przekłada się również na znaczną niepewność dotyczącą wzrostu gospodarczego w Polsce.

Ważnym czynnikiem wpływającym na przebieg procesów makroekonomicznych jest sytuacja sektora finansów publicznych. Zgodnie z przedstawionym przez rząd projektem ustawy budżetowej deficyt budżetu państwa ma wzrosnąć do 52,2 mld zł w 2010 r. z 22,5 mld zł w 2009 r., czemu towarzyszyć będzie wzrost deficytu całego sektora finansów publicznych oraz długu publicznego. Pomimo iż wzrost deficytu w dużej mierze będzie wynikać z działania automatycznych stabilizatorów koniunktury, to rodzi to ryzyko przekroczenia przez dług publiczny kolejnych progów ostrożnościowych zawartych w ustawie o finansach publicznych oraz limitu określonego w Konstytucji RP. W tym

kontekście ważne jest podjęcie działań zmierzających do ograniczenia deficytu sektora finansów publicznych w kolejnych latach.

Istotnym uwarunkowaniem procesów inflacyjnych w Polsce w 2010 r. będą także zmiany zachodzące na rynku pracy, które w dużej mierze będą zależeć od tempa wzrostu gospodarczego oraz jego przełożenia na sytuację na rynku pracy. Przewiduje się, że mimo oczekiwanego niewielkiego ożywienia aktywności gospodarczej w 2010 r. popyt na pracę pozostanie niski, m.in. ze względu na opóźnienia w reakcji rynku pracy na zmiany produkcji. Czynnikiem ograniczającym spadek zatrudnienia mogą być wprowadzone w III kw. 2009 r. regulacje, które do końca 2011 r. powinny umożliwić bardziej elastyczną organizację i rozliczanie czasu pracy, jak również zagwarantować wsparcie finansowe dla przedsiębiorstw najbardziej dotkniętych skutkami kryzysu. W 2010 r., mimo niskiego popytu na pracę, utrzyma się prawdopodobnie wzrost liczby osób aktywnych zawodowo. Będzie to wynikać głównie z nadal rosnącej liczby ludności w wieku produkcyjnym oraz ograniczenia skali emigracji zarobkowej Polaków<sup>2</sup>. Dodatkowo, wprowadzone w 2009 r. ograniczenie liczby zawodów uprawnionych do wcześniejszych emerytur oraz ułatwienia w łączeniu pracy zawodowej z jednoczesnym pobieraniem świadczeń emerytalnych będzie prawdopodobnie przekładać się na dalszy wzrost aktywności zawodowej osób starszych. Niski popyt na pracę, przy jednoczesnym wzroście aktywności zawodowej, powinien oddziaływać w kierunku ograniczenia dynamiki wynagrodzeń, a tym samym presji inflacyjnej.

Jednym z istotnych uwarunkowań polityki pieniężnej w 2010 r. będzie również sytuacja w sektorze finansowym, w tym kształtowanie się rynkowych stóp procentowych oraz oprocentowania kredytów i depozytów w relacji do stóp procentowych NBP, a także restrykcyjność kryteriów przyznawania kredytów przez banki, która – wraz z wysokością stóp procentowych – wpływa na dostępność i koszt tego źródła finansowania dla podmiotów gospodarczych. Z tego względu istotna będzie sytuacja na rynku międzybankowym, zmiany jakości portfela kredytowego związane z obecnym spowolnieniem gospodarczym oraz sytuacja kapitałowa banków, a także kondycja sektora finansowego za granicą.

---

<sup>2</sup> Na ograniczenie skali emigracji zarobkowej złoży się prawdopodobnie powrót części Polaków z emigracji zarobkowej i dalsze ograniczenie wyjazdów w związku ze stosunkowo korzystną sytuacją gospodarczą w Polsce w porównaniu z innymi krajami UE.

W 2010 r. oczekiwane jest obniżenie się inflacji, do czego przyczyni się utrzymująca się niska presja popytowa, ograniczenie wzrostu płac oraz wygaśnięcie proinflacyjnych skutków wzrostu cen administrowanych i deprecjacji złotego w II połowie 2008 r. i na początku 2009 r. Czynnikiem ryzyka dla obniżania się inflacji pozostają opóźnione efekty wzrostu cen surowców na rynkach światowych w 2009 r. i możliwe podwyżki części danin publicznych oraz cen administrowanych (zwłaszcza usług komunalnych regulowanych przez samorządy), związane z niekorzystną sytuacją sektora finansów publicznych.

Skala, zasięg i długość obecnego kryzysu sprawiają, że oczekiwania dotyczące przyszłych procesów gospodarczych obarczone są znaczną niepewnością, większą niż w normalnych warunkach.

Wśród głównych czynników niepewności można wymienić stan sektora finansowego w krajach najsilniej dotkniętych kryzysem, który nadal stanowi istotne źródło ryzyka dla stabilności makroekonomicznej oraz oczekiwanego ożywienia aktywności w tych gospodarkach. Znaczna niepewność co do trwałości ożywienia aktywności gospodarczej na świecie jest ponadto związana z wygasaniem pakietów stymulacyjnych, które obecnie w istotny sposób przyczyniają się do osłabienia zjawisk recesyjnych w największych gospodarkach. Istotne znaczenie ma w tym kontekście silny wzrost bezrobocia w Stanach Zjednoczonych i strefie euro, ograniczający możliwości wzrostu konsumpcji, oraz niekorzystne perspektywy dla działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw, związane m.in. ze spadkiem ich zyskowności i utrudnionym dostępem do finansowania zewnętrznego. Ważnym uwarunkowaniem globalnego wzrostu gospodarczego będzie również kształtowanie się wzrostu PKB w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, a w szczególności skala obserwowanego obecnie ożywienia popytu wewnętrznego w tych krajach.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla inflacji za granicą jest niepewność dotycząca długofalowych skutków programów stymulacji fiskalnej i monetarnej podjętych w wielu krajach w reakcji na globalny kryzys. W tym kontekście istotny będzie właściwy

moment, tempo i sposób zacieśnienia polityki fiskalnej i pieniężnej w sytuacji oczekiwanego ożywienia gospodarczego.

W najbliższych latach ważnym uwarunkowaniem polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej, będą perspektywy akcesji Polski do strefy euro i związana z tym konieczność spełnienia kryteriów konwergencji z Maastricht. W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro, Rada dostosuje strategię polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht, a następnie będzie prowadziła politykę pieniężną umożliwiającą spełnienie tych kryteriów, a tym samym umożliwiającą przyjęcie przez Polskę euro w wyznaczonym terminie.

Czynnikami, który sprzyjałyby trwałemu spełnieniu kryteriów z Maastricht, a zarazem zapewnieniu stabilności makroekonomicznej w dłuższym okresie, są reformy strukturalne, w tym reforma finansów publicznych. Reformy te przyczyniłyby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego i jednocześnie ograniczałyby presję inflacyjną. W ocenie Rady reformy te są niezbędne dla pełnego wykorzystania szans związanych z przyjęciem euro.

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego 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 2010 r. będą nadal *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* oraz konferencje prasowe po posiedzeniach RPP, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej* i *Raporty o inflacji*.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro, Rada przedstawi dokument opisujący strategię polityki pieniężnej podporządkowaną konieczności trwałego spełnienia kryteriów konwergencji w okresie poprzedzającym przyjęcie euro. Dokument ten będzie stanowił aktualizację *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*.

### 3. Instrumenty polityki pieniężnej

#### Płynność sektora bankowego w 2010 r.

Przewiduje się, że do końca 2009 r., podobnie jak w 2010 r., utrzymywać się będzie nadpłynność w polskim sektorze bankowym.

W 2010 r. krótkoterminowa płynność sektora bankowego<sup>3</sup> ukształtuje się średnio w roku na poziomie 33,4 mld zł, a wzrost w stosunku do roku poprzedniego wyniesie 15,2 mld zł.

W kierunku wzrostu płynności będą oddziaływały głównie napływ do Polski środków finansowych z UE oraz ich przewalutowanie w NBP. Przewidywany wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu będzie wpływał na ograniczenie płynności sektora bankowego.

Istotne znaczenie z punktu widzenia płynności sektora bankowego będzie miał sposób finansowania obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa. Pozyskiwanie przez Ministerstwo Finansów w NBP środków walutowych na obsługę zadłużenia zagranicznego w formie zakupu walut obcych będzie powodowało ograniczenie płynności sektora bankowego.

#### Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa. Zmiany wysokości stopy referencyjnej NBP wynikają z kierunku prowadzonej polityki pieniężnej. Poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP wyznaczają pasmo wahań stopy procentowej *overnight* na rynku międzybankowym.

**Stopa referencyjna NBP** określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

---

<sup>3</sup> Krótkoterminowa płynność sektora bankowego rozumiana jako saldo przeprowadzanych przez NBP operacji otwartego rynku, transakcji typu swap walutowy oraz operacji depozytowo-kredytowych.

**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*.

**Stopa dyskonta weksli** określa oprocentowanie kredytu wekslowego oferowanego przez NBP.

### **Operacje otwartego rynku**

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych na poziomie spójnym z ustalonym przez RPP poziomem stopy referencyjnej NBP.

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny będzie oddziaływał na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w taki sposób, aby możliwe było kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

**Operacje podstawowe** będą standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), z 7-dniowym z reguły terminem zapadalności. Na przetargach będzie obowiązywać stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP. Z uwagi na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2010 r. operacje te polegać będą na emisji bonów pieniężnych NBP. W przypadku pojawienia się niedoboru płynności, NBP będzie zasilał sektor bankowy w płynność za pomocą transakcji *repo*. Ich zabezpieczenie będą stanowić papiery wartościowe akceptowane przez NBP.

**Operacje dostrajające** mogą zostać podjęte w celu ograniczenia wpływu zmian w warunkach płynnościowych w sektorze bankowym na wysokość 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 występującej w sektorze bankowym.



Zasilanie sektora bankowego w płynność za pomocą dostrajających operacji *repo* będzie kontynuowane do momentu trwałej poprawy funkcjonowania krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych.

**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, przedterminowy wykup obligacji, zakup oraz sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

### **Rezerwa obowiązkowa**

Podstawową funkcją rezerwy obowiązkowej jest stabilizowanie bieżących warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Możliwość utrzymywania rezerwy obowiązkowej w systemie uśrednionym ogranicza zmienność najkrótszych rynkowych stóp procentowych.

Ewentualne zmiany stóp rezerwy obowiązkowej będą uzależnione od kształtowania się warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

### **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 komercyjnym zaciąganie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany papierami wartościowymi, akceptowanymi przez bank centralny. Jego oprocentowanie wyraża krańcowy 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 i w euro, stanowiące źródło pozyskania środków w

**ciągu dnia operacyjnego.** Kredyty te są zabezpieczane papierami wartościowymi akceptowanymi przez bank centralny.

**Kredyt wekslowy** przeznaczony jest na finansowanie nowych kredytów udzielanych przez banki podmiotom gospodarczym. W ramach tego instrumentu NBP przyjmuje do dyskonta weksle własne wystawione przez podmioty gospodarcze na banki.

### **Swapy walutowe**

W celu zarządzania płynnością sektora bankowego 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.

Swapy walutowe, zastosowane do zasilania sektora bankowego w płynność walutową, będą wykorzystywane do momentu trwałej poprawy sytuacji na rynkach finansowych, w tym m.in. na rynku swapów walutowych. Zasilanie banków we franki szwajcarskie będzie uzależnione od przedłużenia stosownego porozumienia z Narodowym Bankiem Szwajcarii.

### **Interwencje walutowe**

Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP, są interwencje na rynku walutowym. Zmiany kursu walutowego wywierają istotny wpływ na stabilność makroekonomiczną i finansową gospodarki. Mogą więc zaistnieć okoliczności, w których RPP zadecyduje, że dążenie do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, sprzyjającej średniookresowej realizacji celu inflacyjnego, wymaga dokonania interwencji na rynku walutowym.

W przypadku przystąpienia Polski do ERM II, interwencje na rynku walutowym mogą być również wykorzystywane do stabilizowania kursu złotego w celu spełnienia kryterium stabilności kursu walutowego.