

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

Założenia polityki pieniężnej na rok 2012

Warszawa, sierpień 2011 r.

Ustalając *Założenia polityki pieniężnej na rok 2012* 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 2012 roku. Ponadto *Założenia* zawierają opis instrumentów polityki pieniężnej.

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2012* uwzględniono informacje dostępne do dnia 9 sierpnia 2011 r.

Spis treści

1. Strategia polityki pieniężnej.....	5
2. Polityka pieniężna w 2012 r.....	9
3. Instrumenty polityki pieniężnej	13

Rozdział 1

Strategia polityki pieniężnej

Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać podstawowe elementy dotychczasowej strategii polityki pieniężnej NBP przedstawione w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2011*. W 2012 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 bank centralny przyczynia się do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Realizując zadanie utrzymania stabilności cen banki centralne reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej, zwana dalej „Radą”, od 1998 r. opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Począwszy od 2004 r. Rada przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. Rada realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. System płynnego kursu nie wyklucza 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. Globalny kryzys finansowy pokazał, że dla zapewnienia stabilności cen w dłuższym okresie w polityce pieniężnej większą niż dotychczas rolę powinny odgrywać czynniki związane ze stabilnością systemu finansowego. Polityka pieniężna powinna być zatem prowadzona w taki sposób, aby dążąc do stabilizacji inflacji na poziomie celu w średnim okresie, ograniczać jednocześnie ryzyko narastania nierównowag w systemie finansowym. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego umożliwia prowadzenie takiej polityki, stanowiąc wsparcie dla polityki regulacyjnej i nadzorczej wobec sektora finansowego.

Rada nadal kieruje się następującymi zasadami prowadzenia polityki pieniężnej:

- 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. 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. Ponadto, ułatwiają one odróżnianie wpływu na inflację szoków podażowych od wpływu czynników popytowych.

- Po drugie, polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższe celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianami parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji w danym okresie. W efekcie może się również zmniejszyć zmienność długoterminowych stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. W zależności od siły i kierunku oddziaływania wstrząsu oraz stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różna jest skala i okres 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 będzie jednak brała pod uwagę to, że w Polsce niskie oczekiwania inflacyjne nadal nie są dostatecznie utrwalone. Stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych oddziałuje na skalę oraz trwałość wpływu wstrząsów popytowych i podażowych na inflację. W przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogą wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji utrwalić wzrost inflacji ze względu na pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy, bank centralny będzie odpowiednio modyfikował parametry polityki pieniężnej.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także 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 przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może pogłębiać spadek dynamiki produkcji, wynikający z niekorzystnego oddziaływania tego wstrząsu na konsumpcję i inwestycje.
Z kolei 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.
Reakcja banku centralnego na wstrząs zależy od oceny trwałości jego skutków, w tym od oceny ryzyka pojawienia się tzw. efektów drugiej rundy.
- Po piąte, 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 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.

- Po szóste, w polityce pieniężnej należy uwzględnić 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 kształtowanie 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 siódme, przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych. Szybki wzrost tych agregatów może prowadzić do narastania nierównowagi makroekonomicznej w gospodarce, w tym nierównowagi na rynkach aktywów. Ryzyko związane z nadmiernie szybkim wzrostem tych agregatów powinno być brane pod uwagę w decyzjach dotyczących parametrów polityki pieniężnej. Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest polityka regulacyjna i nadzorcza w sektorze finansowym, która ma wpływ na tempo wzrostu kredytu i jego strukturę.
- Po ósme, 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. Zapewnienie stabilności cen w sytuacji nadmiernie ekspansywnej polityki fiskalnej może wymagać prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, w tym utrzymywania stóp procentowych na podwyższonym poziomie.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności, co wyklucza sprawowanie ścisłej kontroli nad 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.

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 nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Dla utrzymania stabilności makroekonomicznej gospodarki, w tym dla utrzymania stabilności cen, niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewniałaby długookresową stabilność finansów publicznych. Polityka taka umożliwi także spełnienie kryteriów niezbędnych do przyjęcia euro.

Rozdział 2

Polityka pieniężna w 2012 r.

W I połowie 2011 r. utrzymywało się ożywienie w gospodarce światowej. Jednocześnie utrwalalo się wyraźne zróżnicowanie koniunktury pomiędzy krajami: w głównych gospodarkach rozwiniętych aktywność gospodarcza była ograniczana przez wysokie bezrobocie, natomiast w gospodarkach wschodzących, zwłaszcza azjatyckich, utrzymywał się silny wzrost PKB, któremu towarzyszył wzrost presji inflacyjnej. Jednocześnie znaczny wzrost cen surowców i żywności na rynkach światowych, obserwowany do II kw. br., doprowadził do wyraźnego wzrostu inflacji w większości krajów. W warunkach wysokiego poziomu deficytu i długu sektora finansów publicznych w części peryferyjnych krajów strefy euro oraz w Stanach Zjednoczonych, utrzymywały się obawy o wypłacalność niektórych z tych krajów oraz o perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie, co prowadziło do napięć na światowych rynkach finansowych.

W warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego i rosnącej inflacji banki centralne w większości gospodarek wschodzących kontynuowały zaostrzenie polityki pieniężnej. Polityka pieniężna była zacieśniana również w części małych otwartych gospodarek rozwiniętych. W głównych gospodarkach rozwiniętych utrzymywano natomiast ekspansywną politykę pieniężną, choć nastąpiło jej pewne zróżnicowanie. Rezerwa Federalna oraz Bank Anglii utrzymywały stopy procentowe na historycznie niskim poziomie, podczas gdy Europejski Bank Centralny podniósł stopy procentowe w kwietniu i lipcu br. (każdorazowo o 0,25 pkt. proc., w tym stopę podstawowych operacji refinansujących do 1,50%), natomiast Bank Japonii dokonał dalszego ilościowego poluzowania polityki pieniężnej po wystąpieniu katastrofy naturalnej w tym kraju.

Utrzymujący się wzrost popytu zewnętrznego wspierał wzrost aktywności gospodarczej w Polsce. Wzrost popytu krajowego, który miał decydujący udział we wzroście PKB w ostatnich kwartałach, był związany głównie ze wzrostem spożycia indywidualnego oraz odbudową zapasów przedsiębiorstw. Od II połowy 2010 r. do wzrostu PKB przyczyniały się także stopniowo rosnące inwestycje. W II kw. br. tempo wzrostu PKB prawdopodobnie obniżyło się jednak w porównaniu z poprzednimi kwartałami.

Towarzyszący rosnącej aktywności gospodarczej wzrost zatrudnienia następował w warunkach zwiększającej się podaży zasobów pracy, co przyczyniało się do utrzymywania stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie i ograniczało presję płacową w gospodarce. Po wyraźnym przyspieszeniu w IV kw. ub. r., w I połowie 2011 r. wzrost płac w gospodarce nieco spowolnił.

Wzrostowi aktywności gospodarczej towarzyszyła jak dotąd umiarkowana akcja kredytowa dla sektora niefinansowego. Nadal zmniejszała się wartość kredytów konsumpcyjnych, udzielonych gospodarstwom domowym, co mogło być w części związane z wprowadzeniem Rekomendacji T. Utrzymał się natomiast relatywnie szybki wzrost kredytów mieszkaniowych. Od początku br. rośnie akcja kredytowa dla przedsiębiorstw.

Ożywieniu gospodarczemu w Polsce towarzyszyło w 2010 r. pogłębianie się nierównowagi fiskalnej. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w ujęciu ESA95 wzrósł z 7,3% PKB w 2009 r. do 7,9% PKB w 2010 r., wobec założonego w *Programie Konwergencji. Aktualizacja 2009* jego spadku do 6,9% PKB. Dług sektora – również w ujęciu ESA95 – zwiększył się z 50,9% w 2009 r. do 55,0% PKB w 2010 r. Na 2011 r. zaplanowano rozpoczęcie ograniczania deficytu w finansach publicznych. Zgodnie z *Programem Konwergencji. Aktualizacja 2011*, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma zostać w tym roku ograniczony do poziomu 5,6% PKB; skala zacieśnienia fiskalnego, mierzona zmianą strukturalnego deficytu pierwotnego, ma wynieść 2,3 pkt. proc. PKB, z czego ok. 0,6 pkt. proc. PKB wynikać będzie z wprowadzonej w maju 2011 r. obniżki składek do otwartych funduszy emerytalnych (OFE) z 7,3% do 2,3% podstawy naliczania tych składek.

Ożywieniu krajowej aktywności gospodarczej towarzyszyło zwiększenie się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Wynikało ono nie tylko z wyższego deficytu w handlu zagranicznym, ale także ze zwiększenia się ujemnego salda dochodów, a w I kw. br. – również ze zmniejszenia się dodatniego salda transferów bieżących.

Silny wzrost cen surowców na rynkach światowych, obserwowany od 2010 r. wraz z niekorzystnymi warunkami podażowymi na części krajowych rynków artykułów żywnościowych przyczyniły się do wzrostu inflacji w Polsce powyżej celu inflacyjnego NBP w I połowie 2011 r. Wzrostowi cen żywności i energii towarzyszył wzrost inflacji bazowej, częściowo związany z podwyżką większości stawek VAT od dnia 1 stycznia 2011 r.

W 2010 r., wobec utrzymującej się ograniczonej presji inflacyjnej i płacowej w Polsce oraz znacznej niepewności dotyczącej trwałości ożywienia gospodarczego na świecie i przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce, a także silnego napływu kapitału do gospodarek wschodzących, Rada utrzymywała podstawowe stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na poziomie 3,5%. Biorąc natomiast pod uwagę, że w 2010 r. wygasły zasadnicze przyczyny zaburzeń płynnościowych na rynkach finansowych, w październiku 2010 r. Rada podjęła decyzję o podwyższeniu stopy rezerwy obowiązkowej o 0,5 pkt. proc., z 3,0% do 3,5%, przywracając ją do poziomu sprzed kryzysu finansowego. Podwyższenie stopy rezerwy obowiązkowej miało także stanowić sygnał gotowości Rady do reagowania na nasilanie się presji inflacyjnej.

W I połowie 2011 r. Rada oceniła, że w warunkach wyraźnego wzrostu inflacji, któremu towarzyszył wzrost inflacji bazowej oraz oczekiwań inflacyjnych, a także relatywnie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego, uzasadnione jest zacieśnienie polityki pieniężnej. Za podwyższeniem stóp procentowych NBP przemawiało także ryzyko nasilenia się presji płacowej w sytuacji istotnego wzrostu zatrudnienia. Aby ograniczyć ryzyko kształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w średnim okresie, Rada podwyższyła stopy procentowe NBP w styczniu, kwietniu, maju i czerwcu, każdorazowo o 0,25 pkt. proc. (tj. łącznie o 1 pkt. proc.), w tym stopę referencyjną do 4,5%.

* * *

W 2012 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie stabilizowanie inflacji w średnim okresie na poziomie 2,5%, co będzie sprzyjać zrównoważonemu wzrostowi gospodarczemu.

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 na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym.

W swoich decyzjach Rada będzie uwzględniała również sytuację sektora finansowego, którego stabilność jest warunkiem koniecznym utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

* * *

W 2012 r. istotnym czynnikiem wpływającym na polską gospodarkę pozostanie rozwój sytuacji w gospodarce globalnej. Aktualne prognozy wskazują, że – po spowolnieniu w 2011 r. – w 2012 r. wzrost w gospodarce światowej pozostanie stabilny. Nasilenie się napięć na rynkach finansowych w ostatnim okresie oraz niekorzystne dane dotyczące sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych w I połowie br. zwiększają jednak niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Zgodnie z aktualnymi prognozami inflacja w większości krajów powinna się obniżyć w 2012 r., po przejściowym wzroście w 2011 r., wynikającym w dużej mierze ze wzrostu cen surowców na rynkach światowych.

Ze względu na silne powiązania handlowe i finansowe ze strefą euro, wzrost gospodarczy w Polsce będzie w istotnym stopniu zależał od sytuacji gospodarczej w tym regionie. Aktualne prognozy wskazują, że wzrost gospodarczy w strefie euro w latach 2011-2012 będzie zbliżony do obserwowanego w 2010 r., przy znaczącym zróżnicowaniu poziomu aktywności gospodarczej w poszczególnych krajach. Po relatywnie silnym wzroście w latach 2010-2011, w 2012 r. prawdopodobnie nieco wolniej będzie rósł PKB w Niemczech, będących głównym odbiorcą polskiego eksportu. Oczekuje się, że w 2012 r. EBC będzie zaostrzał politykę pieniężną.

W Polsce w 2012 r. można oczekiwać wzrostu PKB na poziomie niższym niż w latach 2010-2011, do czego przyczyniać się będzie umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, zakończenie odbudowy zapasów przedsiębiorstw, działania obniżające deficyt sektora finansów publicznych, a także możliwe efekty zacieśnienia polityki pieniężnej w 2011 r.

Na przebieg procesów inflacyjnych w 2012 r. istotny wpływ będzie miała także sytuacja na krajowym rynku pracy. W szczególności dalszy wzrost popytu na pracę w warunkach prawdopodobnego wolniejszego wzrostu podaży pracy powinien prowadzić do stopniowego obniżania się stopy bezrobocia. W efekcie sytuacja na rynku pracy może oddziaływać w kierunku zwiększenia presji płacowej i wzrostu jednostkowych kosztów pracy.

Istotnym czynnikiem wpływającym na procesy inflacyjne w Polsce będzie kształtowanie się kursu złotego, pozostające pod wpływem sytuacji w Polsce oraz w otoczeniu polskiej gospodarki.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej w 2012 r. będzie kształt polityki fiskalnej. Zgodnie z projektem ustawy budżetowej oraz przyjętym przez rząd dokumentem *Program Konwergencji. Aktualizacja 2011*, w 2012 r. ma być kontynuowany – rozpoczęty w 2011 r. – proces ograniczania nierównowagi w finansach publicznych. Zgodnie z tym *Programem*, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma w 2012 r. ulec dalszemu zmniejszeniu o 2,7 pkt. proc. PKB, z czego ok. 0,5 pkt. proc. wynikać będzie z wprowadzonej w maju 2011 r. obniżki składek do OFE. Skala zacieśnienia fiskalnego, mierzona zmianą strukturalnego deficytu pierwotnego, ma w 2012 r. wynieść 2,6 pkt. proc. PKB. W świetle dotychczas przedstawionych działań konsolidujących oraz planowanego niewielkiego zmniejszenia deficytu budżetu państwa, osiągnięcie założonej na przyszły rok skali dostosowania fiskalnego jest jednak obciążone niepewnością.

W 2012 r. można oczekiwać dalszego zwiększania akcji kredytowej. Jednocześnie ewentualne działania Komisji Nadzoru Finansowego, nakierowane na zmniejszanie ryzyka niestabilności systemu finansowego, mogą przejściowo wpływać ograniczająco na dynamikę akcji kredytowej w odniesieniu do poszczególnych sektorów. Z punktu widzenia stabilności systemu finansowego

szczególnie ważne jest zawężenie dostępu do kredytów walutowych. Choć udział kredytów walutowych dla gospodarstw domowych w nowo udzielanych kredytach hipotecznych jest wyraźnie mniejszy niż przed okresem globalnego kryzysu, to dla stabilności makroekonomicznej ważne jest podejmowanie działań nadzorczych zmierzających do ograniczenia ich podaży. Działania te mogą przyczynić się też do zwiększenia efektywności mechanizmu transmisji monetarnej.

* * *

Oczekiwania dotyczące sytuacji gospodarczej w 2012 r. są – podobnie jak w poprzednich latach – obarczone niepewnością. Istotnym czynnikiem niepewności jest kształtowanie się koniunktury za granicą (zwłaszcza w gospodarce niemieckiej), w tym następstwa utrzymującej się wysokiej nierównowagi finansów publicznych w wielu krajach. Źródłem niepewności co do wzrostu gospodarczego na świecie są także skutki zacieśniania polityki fiskalnej w części tych krajów.

Czynnikami niepewności dla aktywności gospodarczej i inflacji w gospodarce światowej są również następstwa ekspansywnej polityki pieniężnej, prowadzonej przez główne banki centralne w ostatnich latach. Utrzymanie się znacznej nadpłynności na światowych rynkach finansowych może wpływać destabilizująco na kształtowanie się cen surowców, aktywów finansowych i kursów walut.

Źródłem niepewności co do kształtowania się cen surowców, a w konsekwencji ich wpływu na aktywność gospodarczą i inflację na świecie, są także: sytuacja polityczna w krajach będących producentami ropy naftowej oraz polityka regulacyjna w zakresie wykorzystania surowców do produkcji biopaliw.

Czynnikami niepewności dla krajowej koniunktury jest skala ożywienia aktywności inwestycyjnej w przedsiębiorstwach w sytuacji, gdy ich dobrej kondycji finansowej i rosnącemu wykorzystaniu mocy wytwórczych towarzyszą prognozy obniżenia się dynamiki popytu po 2011 r. Dla sytuacji na rynku pracy w Polsce, w tym zmian podaży pracy, stopy bezrobocia i dynamiki wynagrodzeń, czynnikiem niepewności jest skala migracji zarobkowych, związanych z otwarciem rynku pracy dla polskich obywateli w Niemczech, Austrii oraz Szwajcarii od maja 2011 r. Czynnikiem niepewności jest także skala zacieśnienia fiskalnego w 2012 r.

Czynnikiem, który może wpływać na inflację w Polsce w 2012 r., jest prawdopodobny dalszy wzrost stawek podatku akcyzowego na wyroby tytoniowe w 2012 r. Czynnikiem ryzyka dla tempa wzrostu cen są również możliwe podwyżki cen nośników energii. W szczególności, ze względu na wysoki stopień koncentracji na rynku energii elektrycznej, ryzykiem dla tempa wzrostu cen może być realizacja zapowiedzianego uwolnienia cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych.

Z punktu widzenia realizowanej polityki pieniężnej źródłem niepewności pozostaje kształtowanie się dynamiki produktu potencjalnego w kraju i za granicą, w szczególności w obliczu trudności w ocenie wpływu światowego kryzysu finansowego na jej poziom.

* * *

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 2012 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*, *Raporty o inflacji* i *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej*. W *Sprawozdaniu* Rada będzie przedstawiała ocenę przyczyn ewentualnych odchyień inflacji od celu.

Rozdział 3

Instrumenty polityki pieniężnej

Płynność sektora bankowego w 2012 r.

Przewiduje się, że w 2012 r. polityka pieniężna będzie prowadzona w warunkach nadpłynności sektora bankowego.

Podstawowe znaczenie dla poziomu nadpłynności sektora bankowego będzie miał sposób prowadzenia polityki budżetowej przez Ministerstwo Finansów, zarówno w zakresie finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, jak również finansowania zadłużenia zagranicznego oraz wykorzystania funduszy unijnych.

W świetle dalszego napływu do Polski środków z funduszy unijnych istotne znaczenie będzie miało miejsce ich przewalutowania na walutę krajową. W przypadku skupu walut obcych przez NBP następować będzie wzrost nadpłynności sektora bankowego, podczas gdy dokonywanie przez Ministerstwo Finansów przewalutowania środków pochodzących z funduszy unijnych bezpośrednio na rynku międzybankowym będzie miało charakter neutralny z punktu widzenia poziomu nadpłynności.

Dla kształtowania nadpłynności sektora bankowego ważny będzie również sposób finansowania obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa. Wykorzystywanie środków z rachunku walutowego Ministerstwa Finansów w NBP będzie miało charakter neutralny z punktu widzenia poziomu nadpłynności. Z kolei, pozyskiwanie przez Ministerstwo Finansów środków na obsługę zadłużenia zagranicznego w formie zakupu walut obcych w NBP będzie prowadziło do ograniczenia nadpłynności.

Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa – stopa referencyjna NBP. Zmiany jej wysokości 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.

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*.

Operacje otwartego rynku

Za pomocą operacji otwartego rynku bank centralny będzie oddziaływał 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 będzie przeprowadzał operacje otwartego rynku w skali umożliwiającej 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 2012 r. operacje te polegać będą 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 występującej 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 rezerwowych. Utrzymywanie przez banki środków w ramach systemu rezerwy obowiązkowej sprawia, iż banki każdego dnia dysponują funduszami ułatwiającymi wzajemne rozliczenia. Jednocześnie, uśredniony charakter systemu rezerwy stwarza bankom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunku bieżącym w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego.

Obowiązek utrzymywania rezerwy obowiązkowej ogranicza ponadto wielkość nadwyżek środków pozostających do dyspozycji banków. Oznacza to, iż system rezerwy obowiązkowej – w warunkach nadpłynności – pozwala na przeprowadzanie w mniejszej skali absorbujących płynność operacji otwartego rynku.

Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się poziomu płynności 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 zaciągnięcie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany papierami wartościowymi, akceptowanymi przez bank centralny. Jego oprocentowanie wyraża 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 papierami wartościowymi akceptowanymi przez bank centralny.

Swapy walutowe

NBP może dokonywać transakcji swapów walutowych. 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 określonym terminie w przyszłości.

Interwencje walutowe

Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP, są interwencje 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.