**ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2020**

 Podejmując decyzje w zakresie polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę działanie mechanizmu transmisji monetarnej, w tym opóźnienia, z jakimi zmiany parametrów polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę. Długość opóźnień, jakie występują od podjęcia decyzji dotyczącej poziomu stóp procentowych do zaobserwowania jej najsilniejszego wpływu na wielkości realne (m.in. produkcję i zatrudnienie) oraz inflację, wynosi kilka kwartałów i może zmieniać się w czasie. Ponadto polityka pieniężna prowadzona jest w warunkach niepewności, dotyczącej w szczególności przyszłego kształtowania się sytuacji gospodarczej. Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego wskazują, że stabilizowanie inflacji na niskim poziomie jest ważnym, ale niewystarczającym warunkiem utrzymania równowagi w gospodarce, która z kolei sprzyja utrzymaniu stabilności cen w długim okresie. Zagrożeniem dla stabilności cen w długim okresie są zwłaszcza nierównowagi w sektorze finansowym. Mając to na uwadze, Rada prowadzi politykę pieniężną w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu stabilności systemu finansowego i ograniczać ryzyko narastania nierównowag w gospodarce, uwzględniając w swoich decyzjach kształtowanie się cen aktywów (zwłaszcza cen nieruchomości) oraz dynamikę akcji kredytowej. W warunkach znacznej swobody przepływu kapitału i integracji rynków finansowych najważniejszą rolę w ograniczaniu nierównowag

makroekonomicznych powinna pełnić polityka makroostrożnościowa. Wywierając selektywny wpływ na kształtowanie się agregatów kredytowych, umożliwia ona stabilizowanie akcji kredytowej, przy mniejszych kosztach dla wzrostu gospodarczego niż polityka pieniężna. Oprócz polityki pieniężnej i makroostrożnościowej istotną rolę w utrzymywaniu stabilności makroekonomicznej pełni także polityka fiskalna. Dla zachowania stabilności makroekonomicznej niezbędne jest prowadzenie polityki fiskalnej, która zapewnia długookresową stabilność finansów publicznych.

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

**2. Instrumenty polityki pieniężnej**

 Prognoza płynności sektora bankowego na 2020 r. przewiduje jej wzrost w stosunku do poziomu z 2019 r. Podstawowe znaczenie dla 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. Czynnikiem powodującym w największym stopniu wzrost płynności sektora bankowego w 2020 r. będzie sprzedaż walut obcych przez Ministerstwo Finansów do NBP. W kierunku ograniczenia poziomu płynności sektora bankowego będzie oddziaływać natomiast systematyczny wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wielkości depozytów będących podstawą naliczania rezerwy obowiązkowej, a także zakup walut obcych przez Komisję Europejską od NBP w związku z przewalutowaniem składki członkowskiej.

 Celem operacyjnym polityki pieniężnej jest kształtowanie stawki POLONIA[[1]](#footnote-1) w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Cel ten jest realizowany przy wykorzystaniu wybranych instrumentów, określonych w Założeniach polityki pieniężnej. W przypadku pojawienia się zaburzeń na rynkach finansowych NBP może elastycznie wykorzystywać instrumenty polityki pieniężnej. Ewentualne zmiany w zakresie stosowania instrumentów będą miały na celu zapewnienie efektywnego działania mechanizmu transmisji monetarnej oraz stabilności makroekonomicznej i finansowej, sprzyjając stabilności cen w dłuższym okresie.

***Stopy procentowe*** - podstawowym instrumentem polityki pieniężnej są stopy procentowe NBP. Główną stopą jest **stopa referencyjna NBP**, która określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. **Stopa lombardowa NBP** określa oprocentowanie oferowanego przez NBP kredytu lombardowego umożliwiającego pozyskiwanie środków z banku centralnego na termin *overnight*. Z kolei stopa **depozytowa NBP** określa oprocentowanie depozytu umożliwiającego lokowanie w NBP środków na termin *overnight*.

***Operacje otwartego rynku*** - główny instrument służący realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej NBP. Stosując je, NBP oddziałuje na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w sposób umożliwiający kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Operacje podstawowe są standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Na przetargach operacji podstawowych obowiązuje stała rentowność równa stopie referencyjnej NBP. Ze względu na oczekiwane utrzymywanie się nadpłynności w sektorze bankowym w 2020 r. operacje te będą polegały na emisji bonów pieniężnych NBP. Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia zmienności krótkoterminowych

rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP, transakcje *reverse repo*) lub zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje *repo*). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania tych operacji są uzależnione od sytuacji w sektorze bankowym. Operacje strukturalne mogą zostać przeprowadzone w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, NBP może przeprowadzić następujące operacje strukturalne: emisję obligacji, zakup oraz sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

***System rezerwy obowiązkowej*** - sprzyja realizacji celu operacyjnego polityki pieniężnej, oddziałując w kierunku stabilizacji krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Wynika to z uśrednionego sposobu utrzymywania rezerwy, który stwarza podmiotom swobodę decydowania o wysokości środków gromadzonych na rachunkach w banku centralnym w trakcie okresu rezerwowego, pod warunkiem utrzymania średniego stanu środków w NBP na poziomie nie niższym od wymaganej wartości rezerwy. Jednocześnie wymóg utrzymywania rezerwy ogranicza skalę operacji otwartego rynku przeprowadzanych w celu absorpcji nadpłynności. Zmiany stóp rezerwy obowiązkowej są uzależnione od kształtowania się poziomu płynności w sektorze bankowym, a także od warunków utrzymujących się na rynku międzybankowym. Istotnym parametrem tego instrumentu jest także oprocentowanie środków rezerwy obowiązkowej.

***Operacje depozytowo-kredytowe* - o**ferowanie przez NBP operacji depozytowo-kredytowych ma na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej *overnight* poprzez stabilizowanie warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Kredyt lombardowy umożliwia pozyskiwanie z banku centralnego w każdym dniu operacyjnym środków na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany aktywami akceptowanymi przez bank centralny (m.in. skarbowymi papierami wartościowymi, papierami wartościowymi wyemitowanymi przez NBP, obligacjami komunalnymi, listami zastawnymi oraz obligacjami korporacyjnymi o wysokiej jakości kredytowej). Oprocentowanie tego

instrumentu, wyznaczając koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej *overnight*. Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie w każdym dniu operacyjnym nadwyżek środków w banku centralnym na termin *overnight*. Oprocentowanie tego instrumentu określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej wyznaczanej dla tego terminu.

***Swapy walutowe* -** NBP może przeprowadzać swapy walutowe, które polegają na tym, że NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaje (lub odkupuje) je w ramach transakcji terminowej w określonej dacie.

***Interwencje walutowe* -** NBP może stosować interwencje na rynku walutowym.

**Uwarunkowania polityki pieniężnej w 2020 r.**

***Uwarunkowania zewnętrzne.*** W I połowie 2019 r. tempo wzrostu w gospodarce globalnej obniżyło się względem 2018 r., choć stan koniunktury w poszczególnych krajach i sektorach gospodarki był zróżnicowany. W szczególności silnie obniżyła się dynamika aktywności w sektorze przemysłowym, przy wciąż korzystnej sytuacji w sektorze usług. W strefie euro – będącej najważniejszym partnerem handlowym Polski – w I połowie 2019 r. roczna dynamika PKB obniżyła się wyraźnie w porównaniu z 2018 r. Negatywnie na wzrost w strefie euro oddziaływał spadek dynamiki handlu światowego w warunkach zaostrzających się sporów handlowych, przekładający się na spowolnienie aktywności sektora przemysłowego, oraz problemy strukturalne niektórych krajów tego obszaru walutowego. Jednocześnie rozwój tej gospodarki wspierany był przez rosnące dochody gospodarstw domowych, co znajdowało odzwierciedlenie w relatywnie dobrej sytuacji sektora usług, oraz poluzowanie polityki fiskalnej w części krajów strefy. W tym samym kierunku działała wciąż ekspansywna – mimo zakończenia w grudniu 2018 r. skupu aktywów – polityka pieniężna EBC. Obecnie utrzymuje się istotna niepewność dotycząca trwałości osłabienia koniunktury w strefie euro. Jednak zgodnie z dostępnymi prognozami, w 2020 r. oczekiwany jest wzrost dynamiki PKB w strefie euro, choć może być ona nadal istotnie niższa niż w poprzednich latach. Zgodnie z obecnymi prognozami, pogorszenie się koniunktury w strefie euro w I połowie 2019 r. z pewnym opóźnieniem przełoży się na osłabienie tempa wzrostu gospodarek Europy Środkowo- Wschodniej, choć dynamika PKB w tych gospodarkach pozostanie istotnie wyższa niż w krajach Europy Zachodniej. W USA w I połowie 2019 r. dynamika aktywności gospodarczej była relatywnie wysoka, choć niższa od odnotowanej w 2018 r. Z jednej strony wzrostowi aktywności sprzyjała wysoka dynamika konsumpcji prywatnej wspierana przez rosnące zatrudnienie i płace oraz wysoką wartością netto majątku amerykańskich gospodarstw domowych. Z drugiej strony czynnikami ograniczającymi dynamikę PKB była eskalacja napięć w polityce handlowej, w połączeniu z wygasaniem efektu luzowania fiskalnego. Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. wzrost tej gospodarki spowolni, choć pozostanie wyższy niż w strefie euro. Dynamika PKB gospodarek wschodzących w I połowie 2019 r. była nieco niższa niż w 2018 r., choć sytuacja w poszczególnych krajach była zróżnicowana. Dostępne prognozy wskazują na przyśpieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w tej grupie państw w 2020 r. W Chinach – będących największą gospodarką wschodzącą – prognozy wskazują jednak na prawdopodobną kontynuację stopniowego obniżania się tempa wzrostu PKB. W I połowie 2019 r. inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymała się na umiarkowanym poziomie, zbliżonym do odnotowanego w 2018 r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływał istotny wzrost cen niektórych surowców rolnych, w szczególności wieprzowiny i części warzyw. Wzrost cen wieprzowiny był efektem ograniczenia jej podaży w związku z epidemią afrykańskiego pomoru świń (ASF) w Chinach, natomiast wzrost cen warzyw wynikał z niekorzystnych warunków pogodowych panujących w szczególności w Europie. Ograniczająco na inflację oddziaływało natomiast kształtowanie się cen surowców energetycznych – w tym ropy naftowej – na poziomie przeciętnie niższym niż przed rokiem. Jednocześnie inflacja bazowa w głównych gospodarkach nie zmieniła się znacząco i w niektórych z nich – w szczególności w strefie euro – pozostała niska. W efekcie w krajach rozwiniętych wzrost cen nieco spowolnił, a w gospodarkach wschodzących – bardziej wrażliwych na zmiany ceny żywności – przyśpieszył. Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. inflacja na świecie pozostanie umiarkowana, przy nadal niskiej dynamice cen w strefie euro. Wobec pogorszenia koniunktury gospodarczej oraz niskiej inflacji w strefie euro w pierwszych kwartałach 2019 r. EBC utrzymywał stopy procentowe w pobliżu zera, w tym ujemną stopę depozytową, sygnalizując stabilizację stóp na dotychczasowym lub niższym poziomie co najmniej do I połowy 2020 r. Jednocześnie, po zakończeniu w 2018 r. programu skupu aktywów finansowych, EBC nadal reinwestował w całości raty kapitałowe z zapadających papierów wartościowych i sygnalizował kontynuowanie tego procesu przez dłuższy czas. Dodatkowo, EBC zapowiadał uruchomienie od września 2019 r. trzeciej serii programu wsparcia akcji kredytowej. W II połowie 2019 r. oczekiwane jest poluzowanie polityki pieniężnej EBC, w tym możliwe jest obniżenie stóp procentowych oraz wznowienie programu skupu aktywów. W efekcie, w 2020 r. prawdopodobne jest utrzymywanie ekspansywnej polityki pieniężnej EBC. Z kolei System Rezerwy Federalnej USA (Fed), w lipcu 2019 r. obniżył stopy procentowe po trwającym kilka lat okresie podwyższania stóp oraz stopniowej redukcji bilansu. Jednocześnie w 2019 r. wstrzymał proces zmniejszania swojej sumy bilansowej. Oczekiwania rynkowe sugerują, że w kolejnych kwartałach, w tym w 2020 r. możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez Fed.

***Uwarunkowania krajowe*** W Polsce w I połowie 2019 r. utrzymywał się relatywnie wysoki wzrost gospodarczy, choć dynamika PKB była niższa niż w 2018 r. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Towarzyszyła temu wysoka dynamika aktywności inwestycyjnej, w szczególności przedsiębiorstw. Pomimo spowolnienia gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski, nadal istotnie rosła sprzedaż zagraniczna polskich przedsiębiorstw. W kolejnych kwartałach, w tym w 2020 r., oczekiwane jest utrzymanie dobrej koniunktury w kraju, choć prawdopodobne jest dalsze obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Skala oczekiwanego spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego w znacznym stopniu będzie uzależniona od trwałości obecnego osłabienia koniunktury w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym w strefie euro, i siły jego przełożenia na sytuację w Polsce. Utrzymaniu dobrej koniunktury w Polsce sprzyjać będzie natomiast systematyczny wzrost popytu krajowego. Dalszy wzrost krajowej konsumpcji będzie wspierany przez wciąż korzystną z punktu widzenia pracowników sytuację na rynku pracy oraz zmiany w polityce fiskalnej państwa zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych, a także bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie, nadal będą rosnąć nakłady brutto na środki trwałe, choć ich dynamika prawdopodobnie się obniży wraz ze spodziewanym zmniejszeniem tempa wzrostu wydatków współfinansowanych ze środków z UE. Czynnikiem ograniczającym oczekiwaną skalę spowolnienia inwestycji powinno być natomiast wysokie wykorzystanie zdolności wytwórczych przedsiębiorstw w warunkach relatywnie silnego popytu wewnętrznego. W I połowie 2019 r. roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych stopniowo rosła, do czego przyczynił się głównie istotny wzrost cen żywności, a także wyższa inflacja bazowa. Było to głównie związane z ograniczeniem podaży części surowców rolnych w kraju i za granicą, na skutek oddziaływania niekorzystnych warunków pogodowych w Europie oraz epidemii ASF w Chinach. Do wyższej inflacji przyczyniał się także systematyczny wzrost popytu konsumpcyjnego następujący w warunkach rosnących wynagrodzeń. Jednocześnie dynamika cen energii była niska, głównie na skutek zamrożenia cen energii elektrycznej dla odbiorców końcowych. Ograniczająco na dynamikę cen w Polsce oddziaływała również umiarkowana inflacja u najważniejszych partnerów handlowych. W efekcie inflacja, mimo wzrostu, utrzymywała się na umiarkowanym poziomie. Dostępne prognozy wskazują, że w 2020 r. inflacja może być wyższa niż w 2019 r. Zgodnie z obecnymi oczekiwaniami, po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r., dynamika cen obniży się i będzie zbliżona do celu inflacyjnego NBP. Do prognozowanego wzrostu dynamiki cen będzie się przyczyniać przede wszystkim oczekiwany wzrost cen energii wynikający z rozłożenia w czasie efektu wyższych kosztów produkcji energii elektrycznej. Jednocześnie nieco wyższa może być także inflacja bazowa. Ograniczająco na inflację będzie oddziaływać umiarkowana dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki oraz oczekiwane spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego. W I połowie 2019 r. większość wskaźników obrazujących zewnętrzne i wewnętrzne zrównoważenie polskiej gospodarki kształtowała się na poziomach wskazujących na brak wyraźnych nierównowag makroekonomicznych. Dostępne prognozy nie wskazują na istotne ryzyko narastania nierównowag w 2020 r.

**Odpowiedz na pytania:**

1. Jaki jest cel i instrumenty polityki pieniężnej NBP?

2. Na podstawie „Założeń polityki pieniężnej na rok 2020” NBP, Rady Polityki Pieniężnej:

1. Scharakteryzuj aktualne trendy i uwarunkowania polityki pieniężnej w Polsce?
2. Czy prowadzona jest restrykcyjna, czy ekspansywna polityka pieniężna? Podaj przykłady

3. Po co NBP przeprowadza operacje otwartego rynku?

4. Co miało główny wpływ na decyzje w zakresie realizowanej polityki pieniężnej w 2020 r.

1. **Stawka referencyjna Polonia** (Indeks Polonia) – określa średnią ważoną stawkę operacji przeprowadzanych w ciągu dnia na pieniężnym rynku międzybankowym o terminie O/N (*overnight*). [↑](#footnote-ref-1)