

Polityka Pieniężna

dr Tomasz Chmielewski
Katedra Polityki Pieniężnej

Sprawy organizacyjne (1)

- Na egzaminie obowiązuje materiał z wykładu
- Literatura do wykładu:
 - A. Sławiński (red.), „Polityka pieniężna”, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011
 - M. Brzoza-Brzezina, „Polska polityka pieniężna. Badania teoretyczne i empiryczne”, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2011
 - B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), „System finansowy w Polsce”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, wyd. 2., rozdziały: 1-5, 9
 - R. Kokoszcyński, „Współczesna polityka pieniężna w Polsce”, PWE, Warszawa 2004
- Dodatkowe materiały w trakcie semestru publikowane w systemie e-sgh.pl oraz na stronie www.politykapieniezna.pl

Sprawy organizacyjne (2)

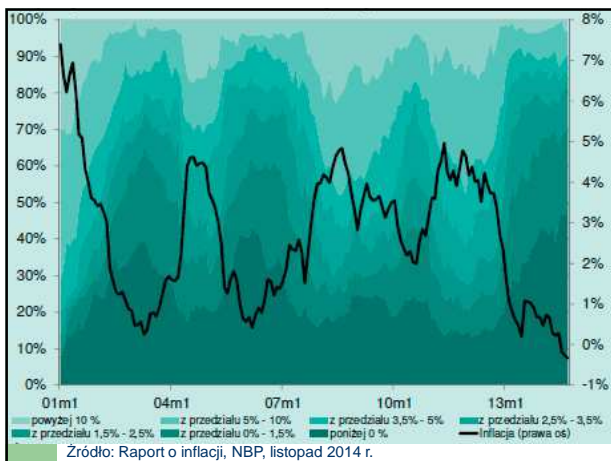
- email: tomasz.chmielewski@politykapieniezna.pl
- Zaliczenie
 - Egzamin (70%) – test jednokrotnego wyboru
 - Aktywność na platformie e-learningowej (30%)
- Na egzaminie trzeba mieć: dokument tożsamości i długopis/pióro
- Rzeczy na egzaminie niepożądane: notatki, ściągawki, kalkulatory, komórki itp. (komórka jako kalkulator albo zegarek również jest niedozwolona)

Cel polityki pieniężnej

- Jeszcze w latach 60. XX w. – polityka pełnego zatrudnienia, założenie o długookresowej wymiennosci między inflacją a bezrobociem
- Pogląd zarzucony dzięki pracom m.in. E.S. Phelps’a, R. Lucasa, M. Friedmana
 - „rewolucja racjonalnych oczekiwań”
 - pionowa długookresowa krzywa Philipsa
- Od lat 70. – coraz szersze dostrzeganie znaczenia inflacji
- Pogląd dominujący przed kryzysem: stabilizacja inflacji na niskim poziomie
- Mandat banków centralnych po kryzysie?

Czym jest inflacja?

- Utrzymujący się wzrost ogólnego poziomu cen dóbr i usług
- Spadek siły nabywczej pieniądza
- Uwaga: niekoniecznie wszystkie ceny muszą zmieniać się w tym samym tempie



Koszty inflacji

Koszty inflacji niespodziewanej

- Zaburzenie mechanizmu optymalnej alokacji zasobów
 - Inwestycje
 - Oszczędności i konsumpcja
- Efekty redystrybucyjne (np. pożyczkodawcy i pożyczkobiorcy)
- Pogorszenie potencjału wzrostu gospodarki

Koszty inflacji spodziewanej (indeksacja)

- Koszty zdartych zelówek
- Koszty zmiany cennika
- Inflacja a system podatkowy
 - Niedoświadczona indeksacja
 - Skutki progresywnej skali podatkowej

Koszty inflacji i jej obniżania

- Wyższym stopom inflacji towarzyszy jej większa zmienność ⇒ negatywny wpływ na wzrost gospodarczy
- Zmienna inflacja wprowadza do gospodarki dodatkowy czynnik ryzyka
- Ograniczanie wysokiej inflacji (dezinflacja) wymaga przejściowego spowolnienia wzrostu gospodarczego

Hiperinflacja

- Problemy związane z inflacją najwyraźniejsze w okresach bardzo wysokiej inflacji
- Hiperinflacja – zwykle definiowana jako wzrost cen przekraczający 50% **miesięcznie**
 - Czyli po roku ceny są 100-krotnie wyższe

Hiperinflacja – kilka przykładów

Rok	Kraj	Roczna inflacja
1922	Niemcy	5 000%
1985	Boliwia	>10 000%
1989	Argentyna	3 100%
1990	Peru	7 500%
1993	Brazylia	2 100%
1993	Ukraina	5 000%

Węgry w 1946 r. – przez pewien okres ceny podwajały się co 15 godzin!

Co to oznacza w praktyce?

Grudzień 1918	0.5	Cena bochenka chleba w Berlinie
Grudzień 1921	4	
Grudzień 1922	163	
Styczeń 1923	250	
Marzec 1923	463	
Czerwiec 1923	1 465	
Lipiec 1923	3 465	
Sierpień 1923	69 000	
Wrzesień 1923	1 512 000	
Październik 1923	1 743 000 000	
Listopad 1923	201 000 000 000	

Źródło:
http://www.johndclare.net/Weimar_hyperinflation.htm

Czas miliarderów...



1 listopada 1923 r. za 100 miliardów marek można było kupić 3 funty mięsa. Bochenek chleba kosztuje 3 miliardy marek

15 listopada 1923 r. 100 miliardów marek starczyło na dwa kufle piwa. Bochenek chleba kosztuje 80 miliardów marek.

Źródło: <http://www.joelscoins.com/exhiber2.htm>

Deflacja

- Deflacja – spadek ogólnego poziomu cen (ujemna inflacja)
- Negatywne skutki z powodów analogicznych jak przy inflacji
 - Choć czasem deflacja może być „dobra”
- Dodatkowy problem – polityce pieniężnej dużo trudniej zwalczać deflację niż inflację
 - „Niestandardowe” narzędzia polityki pieniężnej

Jak mierzyć inflację?

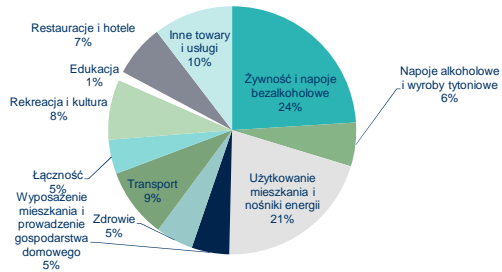
Indeksy cen

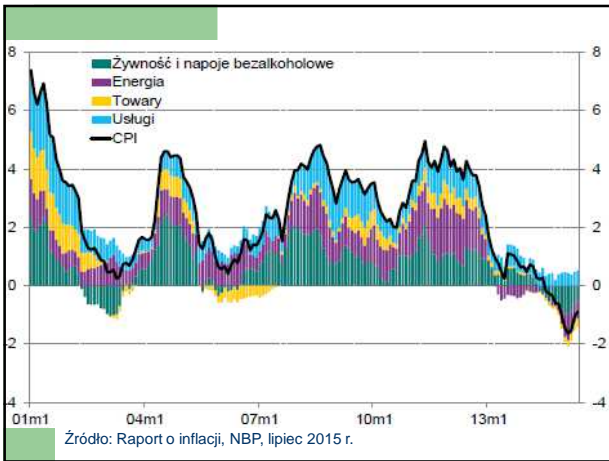
- Jak w jednej liczbie zawrzeć zmiany cen różnych dóbr i usług?
- Czy ceny z punktu widzenia gospodarstwa domowego i przedsiębiorstwa zmieniają się tak samo?
- Jak uwzględnić zmiany struktury konsumpcji?
- Jak uwzględnić pojawianie się na rynku nowych dóbr?
- Jak uwzględnić dobra trwałego użytku?

Konstrukcja indeksu cen

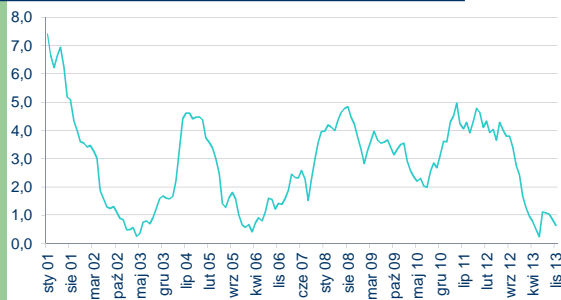
- Zbadaj strukturę konsumpcji / wydatków (w Polsce badanych ponad 30 tys. gospodarstw domowych)
- Wybierz reprezentatywne towary i usługi (corocznie aktualizowana lista ok. 2000 towarów i usług)
- Skonstruuj wagi dla tych towarów i usług – możesz obliczyć wartość „koszyka”
- Monitoruj ceny składników koszyka (co miesiąc ponad 300 tys. jednostkowych obserwacji poziomów cen)
- Sprawdzaj, czy składniki i struktura koszyka nie uległy zmianie

System wag CPI

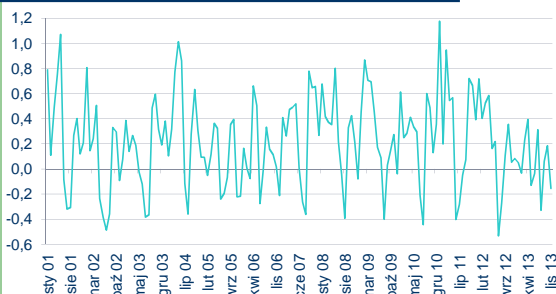




Jak mierzyć inflację?



Jak mierzyć inflację?



Różne miary inflacji

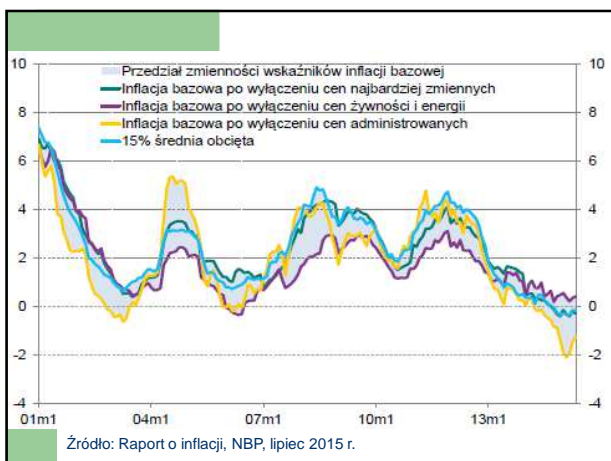
- Najbardziej popularna
 - Zmiana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (tzw. inflacja CPI)
 - Liczona „rok do roku” (zmiana względem analogicznego okresu poprzedniego roku)
 - Dobrze pokazuje tendencje długookresowe
- Inflacja CPI „miesiąc do miesiąca” (zmiana względem poprzedniego okresu)
 - Silny wpływ czynników sezonowych
 - Ale może być cennym wczesnym „sygnałem ostrzegawczym”

Inne miary inflacji

- Oparte na innych koszykach, np.
 - Inflacja cen produkcji przemysłowej (PPI)
 - Deflator PKB
- Inflacja bazowa (na podstawie inflacji CPI)
 - Odmiennosc czynników wpływających na składniki koszyka
 - Przydatne informacje do prowadzenia polityki pieniężnej – tendencje długookresowe

Niektóre miary inflacji bazowej

- po wyłączeniu cen żywności i energii
- po wyłączeniu cen administrowanych
- po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych
- 15% średnia obciążona
- Dla Polski dane dostępne na www.nbp.pl



Źródło: Raport o inflacji, NBP, lipiec 2015 r.

Problemy z pomiarem inflacji

- Wciąż brak idealnej miary inflacji, bo:
 - Zmiany struktury konsumpcji, w tym:
 - Efekty substytucji
 - Zmiany miejsc zakupu
 - Zmiany jakości towarów
 - Wprowadzanie nowych dóbr na rynek
- Te problemy mogą prowadzić do obciążenia miar inflacji. Badania empiryczne wskazują na obciążenie „w górę” (prawdziwa inflacja jest niższa niż mierzona)

Sztywność (lepkosć) cen

- Niektóre ceny zmieniają się względnie rzadko
 - Poziomy „psychologiczne” lub działania marketingowe (199,99)
 - Dominujący wpływ kontroli administracyjnej (w tym również pośredniej – stawki VAT, akcyza)
- Dla niektórych cen prawdopodobieństwo wzrostu jest dużo większe niż spadku (typowy przykład: płace) – **sztywność nominalna w dół**

Sztywność cen – przykład



Jaka jest optymalna stopa inflacji?

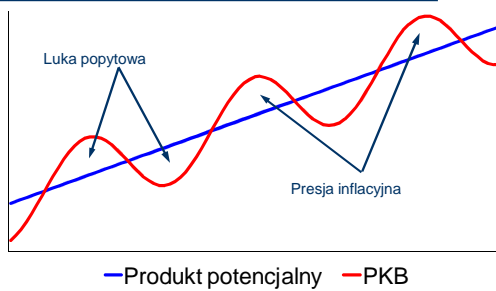
- Dotychczasowe wnioski:
 - Wysoka inflacja może być groźna dla gospodarki
 - Ale deflacja również może być szkodliwa
 - Inflacja mierzona przez urzędy statystyczny może być obciążona (w górę)
 - Niektóre ceny wykazują sztywności, w tym sztywność w dół
- Badania wskazują, że optymalna powinna być niska i stabilna inflacja

Dlaczego nie zerowa inflacja?

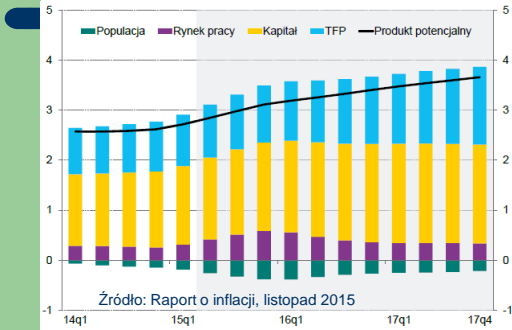
- Ryzyko wystąpienia w rzeczywistości deflacji z powodu obciążenia inflacji mierzonej
- Utrudnione dostosowania cen względnych w przypadku sztywności nominalnej w dół
- Brak możliwości wystąpienia ujemnych realnych stóp procentowych

Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej

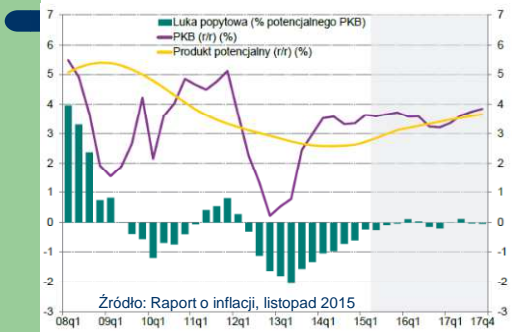
Rola polityki pieniężnej



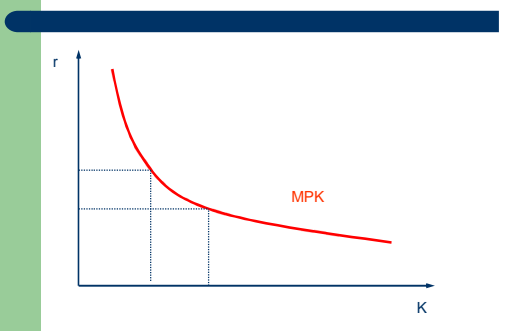
Dekompozycja zmian produktu potencjalnego



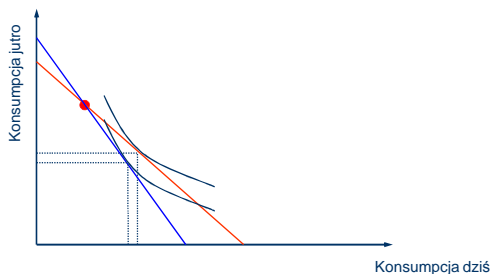
Luka popytowa – przykład



Stopy procentowa a inwestycje



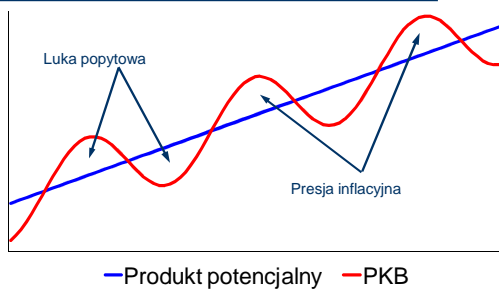
Stopy procentowa a konsumpcja



Efekt wzrostu stóp procentowych

- Mniejsze inwestycje
 - wyższy koszt kapitału
 - oczekiwane spowolnienie gospodarki
- mniejsza konsumpcja
 - większy koszt kredytów konsumpcyjnych
 - wyższy zwrot z oszczędności
- mniejsza wartość majątku
 - ceny nieruchomości, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne,...

Rola polityki pieniężnej



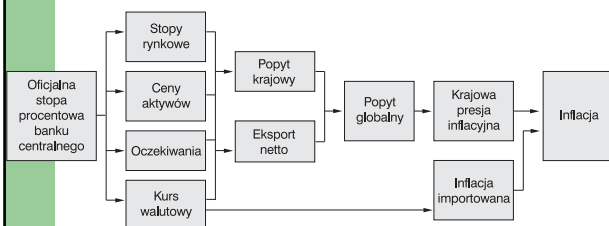
Problem neutralności

- W wyniku istnienia sztywności nominalnych w krótkim okresie polityka pieniężna nie jest neutralna – ma wpływ na poziom aktywności gospodarczej
- Odchylenia faktycznego PKB od potencjału (luka popytowa) są istotnym czynnikiem wpływającym na inflację
- Stabilizacja PKB na poziomie potencjału może sprzyjać stabilizacji inflacji
- W długim okresie polityka pieniężna jest neutralna – sama z siebie nie może bezpośrednio zwiększyć tempa wzrostu produktu potencjalnego

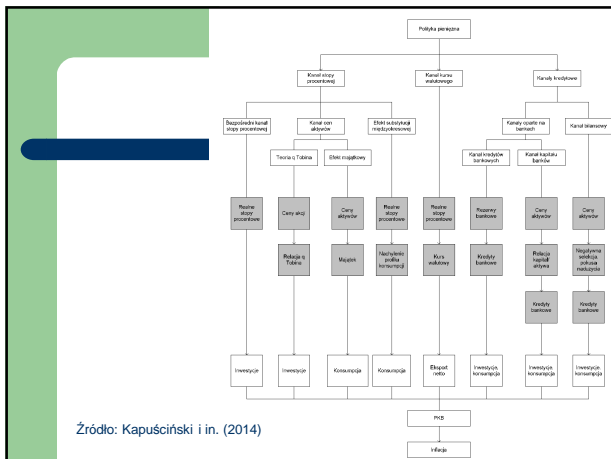
Mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej (MTM)

- Opis wpływu banku centralnego na inflację
 - Zmiana instrumentu banku centralnego (stóp procentowych)
 - Zmiana poziomu aktywności gospodarczej
 - Zmiana tempa inflacji
- Różnorodne skutki zmiany poziomu stóp procentowych – **kanały transmisji**
- Alternatywne do stóp procentowych instrumenty banku centralnego

Mechanizm transmisji



Źródło: Bank of England



Kanały mechanizmu transmisji

- Kanał stopy procentowej
- Kanał cen aktywów
 - Wycena firm
 - Kanał majątkowy
- Kanał kredytowy
 - Kanał kredytów bankowych
 - Kanał bilansowy
- Kanał kursowy

Kanał stopy procentowej

- Bank centralny kontroluje krótkoterminowe nominalne stopy procentowe
- Nominalne sztywności powodują możliwość wpływania na realne stopy procentowe
- Poprzez oczekiwania – wpływ na długoterminowe stopy procentowe
- Realne stopy wpływają na konsumpcję, inwestycje – i ostatecznie na PKB

Kanał cen aktywów

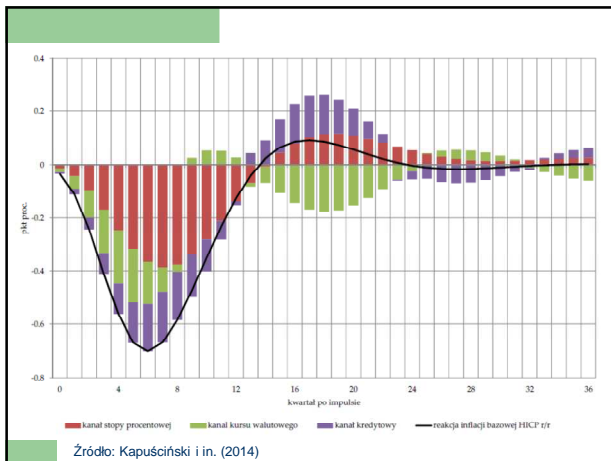
- Efekt Q-Tobina – jeśli wycena rynkowa firm jest wysoka w stosunku do wyceny księgowej, to pozyskanie finansowania z rynku kapitałowego względnie tanie
- Kanał majątkowy – zmiany stóp procentowych wpływają na majątek (poprzez wycenę aktywów finansowych i niefinansowych)
 - Większy majątek – większe wydatki konsumpcyjne
 - Lepsze zabezpieczenie pod kredyty

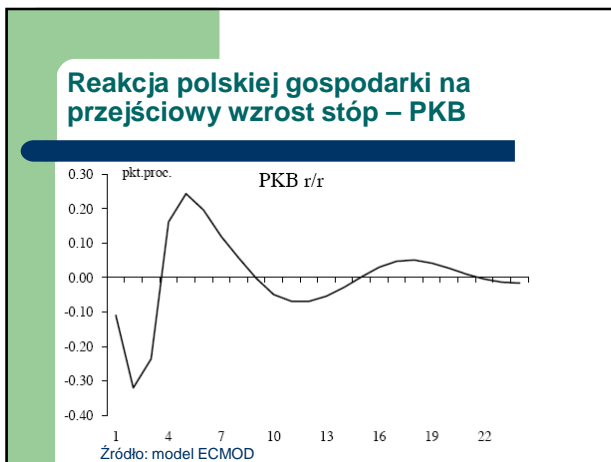
Kanał kredytowy

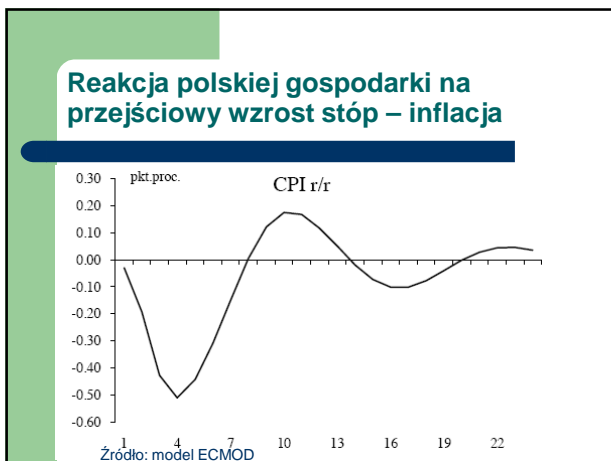
- Kanał kredytów bankowych
 - Po wzroście stóp procentowych kredytowanie bardziej ryzykowne (spadek aktywności gospodarczej, wyższy koszt finansowania)
 - To może ograniczać skłonność banków do udzielania kredytów
- Kanał bilansowy
 - Wyższy stopy procentowe to niższa wartość majątku przedsiębiorstw – mniejsza wartość potencjalnego zabezpieczenia kredytu (jak efekt majątkowy)

Kanał kursowy

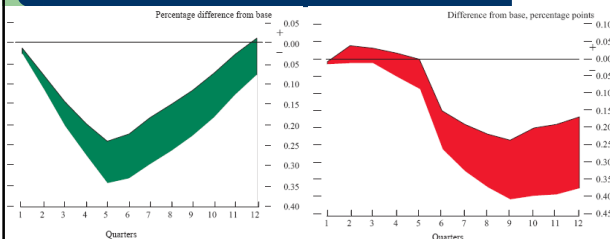
- Wzrost stóp procentowych może prowadzić do aprecjacji kursu walutowego
 - Towary importowane dla nas tańsze
 - Nasz eksport droższy dla zagranicy
 - Poprawa sytuacji importerów, pogorszenie sytuacji eksporterów
 - Niższy eksport netto
- Niższa „inflacja importowana” (np. ceny paliw i innych surowców)







Reakcja gospodarki brytyjskiej



Źródło: Bank Anglii (1999)

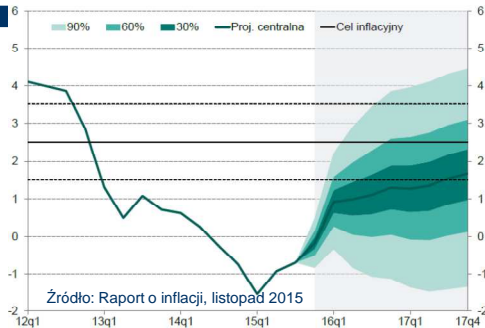
Wnioski z badań empirycznych

- Reakcja sfery realnej (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych) na zmiany **realnych** stóp procentowych
- Wpływ na inflację **późniejszy** niż na PKB
- Różny horyzont czasowy oddziaływania poszczególnych kanałów
- Największe oddziaływanie – po około 6-8 kwartałach od wygaśnięcia impulsu

Projekcje inflacji

- Prognoza **warunkowa** – co by się działo z inflacją, gdyby **stopy procentowe pozostały na obecnym poziomie**
- Publikowane przez wiele banków centralnych, szczególnie tych stosujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego
- Ważne narzędzie komunikacji
- Niektóre banki centralne uwzględniają dodatkowe scenariusze

Wykres wachlarzowy inflacji – przykład

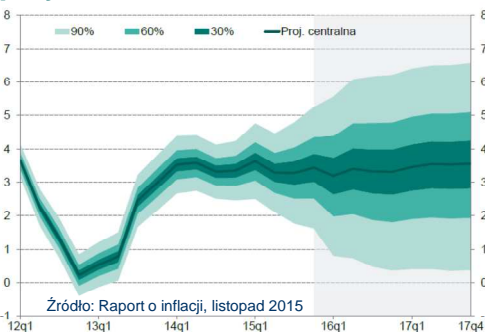


Źródło: Raport o inflacji, listopad 2015

Prawdopodobieństwo kształtowania się inflacji

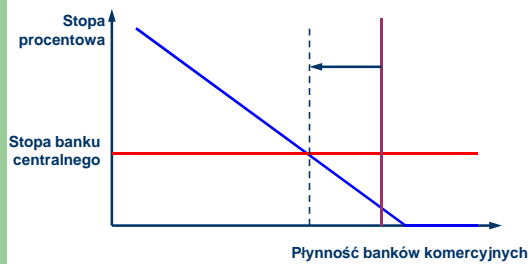
	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%	poniżej projekcji centralnej	w przedziale (1,5-3,5%)
15q4	1,00	1,00	1,00	0,50	0,00
16q1	0,76	0,98	1,00	0,49	0,24
16q2	0,66	0,90	0,98	0,49	0,32
16q3	0,60	0,83	0,95	0,48	0,36
16q4	0,54	0,77	0,92	0,48	0,38
17q1	0,55	0,77	0,91	0,49	0,36
17q2	0,54	0,76	0,90	0,50	0,36
17q3	0,50	0,72	0,88	0,51	0,37
17q4	0,48	0,70	0,86	0,52	0,38

Wykres wachlarzowy PKB – przykład



Kontrola stóp procentowych przez bank centralny

Bilans sektora bankowego i kontrola stóp procentowych



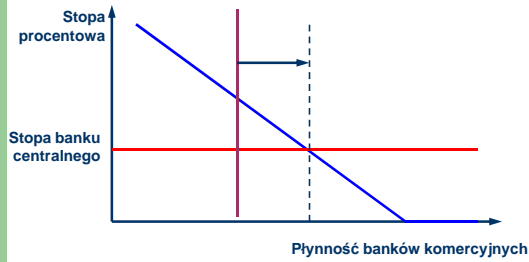
Bilans sektora banków komercyjnych i kontrola stóp procentowych

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Obligacje skarbowe	Depozyty sektora niefinansowego
Kredyty	Inne pasywa
Inne aktywa	

Operacje otwartego rynku – nadpłynność

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Bony pieniężne	Depozyty sektora niefinansowego
Obligacje skarbowe	Inne pasywa
Kredyty	
Inne aktywa	

Bilans sektora bankowego i kontrola stóp procentowych



Operacje otwartego rynku – niedopłynność

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Obligacje skarbowe	Depozyty sektora niefinansowego
Kredyty	Inne pasywa
Inne aktywa	

Operacje otwartego rynku – niedopłynność

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Środki na rachunku w BC	
Obligacje skarbowe	Depozyty sektora niefinansowego
Kredyty	Inne pasywa
Inne aktywa	

Interwencje sterylizowane

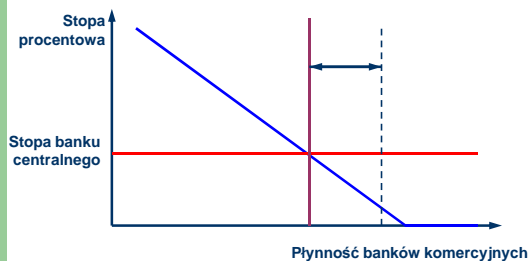
Interwencja sterylizowana

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Waluty obce	
Obligacje skarbowe	Depozyty sektora niefinansowego
Kredyty	Inne pasywa
Inne aktywa	

Interwencja sterylizowana

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Obligacje skarbowe	Depozyty sektora niefinansowego
Kredyty	Inne pasywa
Inne aktywa	

Skutki interwencji przeciw aprecjacji



Interwencja sterylizowana

Środki na rachunku w BC	Kapitał
Bony pieniężne	Depozyty sektora niefinansowego
Obligacje skarbowe	Inne pasywa
Kredyty	
Inne aktywa	

Współczesne banki centralne

Współczesne banki centralne – najważniejsze cechy

- Monopol na emisję pieniądza
- Niezależność banku centralnego
- Zakaz udzielania kredytów bezpośrednio dla rządu (tzw. zakaz monetyzacji długu)
- Dwustopniowy system bankowy

Funkcje banków centralnych

- Emisyjna, utrzymywanie systemów płatniczych
- Bank banków
- Bank państwa (w tym zarządzanie rezerwami walutowymi)
- W wielu krajach: zaangażowanie w nadzór bankowy

Niezależność banku centralnego

- Bank centralny jest instytucją publiczną...
- ...ale optymalnej realizacji zadań sprzyja jego niezależność wobec innych ośrodków władzy publicznej (rządu, parlamentu)
 - Uniezależnienie banku centralny od bieżącej polityki, w tym od cyklu wyborczego
 - Niezależność ma sprzyjać wiarygodności

Efekty niezależności banku centralnego

- Zwiększenie wiarygodności prowadzonej polityki pieniężnej
- Lepszy (efektywniejszy) wpływ na oczekiwania
- Większa skuteczność polityki pieniężnej (lepsza kontrola nad inflacją)
- Mniejsze koszty prowadzenia polityki pieniężnej

Wymiary niezależności banku centralnego

- Autonomia **osobista** decydentów
- Autonomia **funkcyjna** (= niezależność podejmowania decyzji)
 - Ustalanie **celu ilościowego** (nie zawsze)
 - Wykorzystywanie **instrumentów** (konieczna)
- Autonomia **finansowa** (niezależność w prowadzeniu własnej gospodarki finansowej)

Niezależność banku centralnego

- Jak pogodzić demokratyczny wymóg społecznej kontroli z niezależnością banku centralnego?
 - Różne tradycje w zakresie autonomii funkcjonalnej:
 - Anglosaska: cel ilościowy ustala rząd
 - Europa kontynentalna: cel ilościowy ustala sam bank centralny
 - **Odpowiedzialność podmiotowa** (*accountability*) i **przejrzystość decyzyjna** (*transparency*)
 - Kluczowa rola komunikacji banku centralnego z innymi uczestnikami życia gospodarczego i politycznego

Narodowy Bank Polski

- Ustawa o NBP:
 - „Narodowy Bank Polski jest bankiem centralnym Rzeczypospolitej Polskiej”
 - „przysługuje mu wyłączne prawo emitowania znaków pieniężnych Rzeczypospolitej Polskiej”Zadania NBP (m.in.)
 - „regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie”
 - „kształtowanie warunków niezbędnych do rozwoju systemu bankowego”

Cel działania

- Ustawa o NBP:
 - „Podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP.”

Zachowanie wartości pieniądza

- Konstytucja RP (Art. 220 ust. 2):
 - „Ustawa budżetowa nie może przewidywać pokrywania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązania w centralnym banku państwa”

Rada Polityki Pieniężnej

- Jest organem NBP
 - podstawowe akty prawne: Konstytucja i Ustawa o NBP
- Skład:
 - Prezes NBP (Przewodniczący RPP)
 - 9 członków („osoby wyróżniające się wiedzą z zakresu finansów”) – kadencja 6 lat, praktycznie brak możliwości odwołania
 - Członkowie powoływani (po 3) przez Sejm, Senat i Prezydenta RP

Rada Polityki Pieniężnej

- Ustala wysokość stóp procentowych NBP
- Ustala zasady i stopy rezerwy obowiązkowej
- Ustala zasady operacji otwartego rynku
- Co roku przygotowuje założenia polityki pieniężnej (przedkładane Sejmowi **do wiadomości** równocześnie z rządowym projektem budżetu)
- Przedstawia Sejmowi sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej
- W pewnych obszarach pełni funkcję „rady nadzorczej” dla NBP

Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.

- „...celem polityki pieniężnej po 2003 r. jest ustabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy. Zdaniem Rady, określony wyżej ciągły cel inflacyjny jest w warunkach polskich spójny z szybkim wzrostem gospodarczym.”
- „Ocena stopnia realizacji ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy będzie się opierać na wskaźniku wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w ujęciu rok do roku.”

Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.

- *„W razie ukształtowania się inflacji poza przedziałem dopuszczalnych wahań w wyniku pojawienia się nieoczekiwanych wstrząsów polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby umożliwić powrót inflacji do poziomu zgodnego z wyznaczonym celem w średnim horyzoncie czasowym.”*

Kurs walutowy

Kurs walutowy (nominalny)

- „Cena” jednej waluty wyrażona w innej walucie
- Za 1 euro musimy zapłacić ok. 4,10 zł
- Umocnienie (aprecjacja) złotego
 - było 4,30, jest 4,10
- Osłabienie (deprecjacja) złotego
 - było 4,00, jest 4,15
- Umocnienie złotego to jednocześnie osłabienie euro

Nieco terminologii

	Kurs rynkowy	Kurs kontrolowany administracyjnie
Umocnienie waluty	Aprecjacja	Rewaluacja
Osłabienie waluty	Deprecjacja	Dewaluacja

Realny kurs walutowy

- Kurs nominalny skorygowany o poziomy cen w kraju i za granicą
- Wskazuje kierunek zmian siły nabywczej
- $Q = S \frac{P^{zagr}}{P}$ $\Delta Q(\%) = \Delta S(\%) + \pi^{zagr} - \pi$
 - Q – realny kurs walutowy
 - S – nominalny kurs walutowy
 - P^{zagr} – poziom cen za granicą
 - P – poziom cen w kraju

Kursy efektywne

- Dla gospodarki ważne są kursy wobec różnych walut (np. eksport do UE w EUR, import ropy w USD)
- Kursy efektywne – biorą pod uwagę zmiany kursu złotego wobec różnych walut, wg wag odpowiadających wymianie handlowej (zwykle)
- NEER – nominalny efektywny kurs walutowy
- REER – realny efektywny kurs walutowy

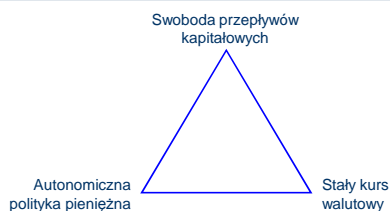
Stopy procentowe i kurs walutowy

- Różnice stóp procentowych między krajami wpływają m.in. na przepływy kapitałowe
- Przepływy kapitałowe wpływają na kurs
 - Wzrost stóp względem zagranicy (wyższy zwrot z inwestycji) – napływ kapitału i umocnienie waluty
 - Ale: oczekiwany wzrost stóp → oczekiwany spadek cen aktywów (obligacji) → wycofywanie się inwestorów z rynku krajowego → osłabienie waluty
 - Co jeśli wzrost stóp wywoła oczekiwania na dalsze podwyżki?
- Dodatkowy problem – zmiany premii za ryzyko

Kurs walutowy a polityka pieniężna

- Szczególnie istotny dla małych otwartych gospodarek
- Wpływ kursu walutowego na ceny towarów importowanych
- Konkurencyjność eksportu i importu → popyt zagregowany i presja inflacyjna
- Rola stabilizacyjna stałego kursu walutowego (kraje rozwijające się/przechodzące transformację)

Trójkąt niemożliwości



Jednocześnie można osiągnąć tylko 2 z 3 wierzchołków

Trójkąt niemożliwości – wnioski

- Przy swobodzie przepływu kapitałów nie można mieć stałego kursu walutowego i swobodnie prowadzić polityki pieniężnej
 - Niespójność jednoczesnych celów inflacyjnych i kursowych (przykład Litwy)

Systemy kursowe

- Kurs płynny
- Kurs płynny kierowany
- Pasma wahań/pełzające pasmo wahań (crawling band)
- Pełzający kurs sztywny (crawling peg)
- Kurs sztywny
- Izba walutowa (currency board)
- Unia walutowa

Interwencje walutowe

- Wszelkie działania zmierzające do zmiany bieżącego kursu rynkowego
- Najczęściej prowadzone przez banki centralne
- Bezpośrednio na rynku lub werbalne
- Nie zawsze skuteczne

Interwencje przeciw deprecjacji kursu

- Sprzedaż posiadanych walut obcych (wzrost podaży walut obcych, wzrost popytu na walutę krajową)
- Kosztowne – prowadzą do utraty rezerw walutowych
- Nie można interweniować „w nieskończoność” – ograniczenie wielkością rezerw walutowych

Interwencje przeciw aprecjacji kursu

- Kupno walut obcych za walutę krajową
- Prowadzą do wzrostu rezerw walutowych
- Teoretycznie – wielkość interwencji nieograniczona (monopol banku centralnego na kreację pieniądza krajowego)
- Praktycznie – ograniczenie ze względu na koszty sterylizacji nadpłynności

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)

- Zapoczątkowana w 1989 r. (Nowa Zelandia), obecnie coraz popularniejsza
- Odpowiedź na problemy ze strategią kontroli podaży pieniądza oraz kontroli kursu walutowego
- Bank centralny steruje krótkoterminową stopą procentową...
- ...i jednocześnie komunikuje się z otoczeniem, starając się wpływać na oczekiwania inflacyjne

Elementy strategii BCI

- Publiczne ogłaszanie liczbowego celu inflacyjnego (średniookresowego)
- Stabilność cen formalnie uznana za najważniejszy cel polityki pieniężnej
- Wykorzystywany szeroki zasób informacji
 - brak celów pośrednich
- Dążenie do przejrzystości działań
 - Intensywna komunikacja z podmiotami gospodarki
 - Wyjaśnianie celów i planów działań banku centralnego

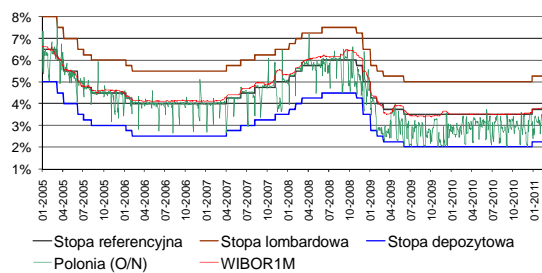
Strategia BCI (1)

- Brak formalnego celu pośredniego
 - Ale czasem prognoza inflacji interpretowana jako cel pośredni
- Krótkoterminowa stopa procentowa podstawowym instrumentem banku centralnego
 - Również duża waga „zarządzania oczekiwaniami”
 - Pieniądz staje się engogeniczny

Strategia BCI (2)

- Kluczowe dobre rozumienie mechanizmu transmisji
 - Konieczna duża inwestycja w potencjał badawczy
 - Zmiany strukturalne w gospodarce dużym wyzwaniem

Oficjalne stopy procentowe NBP, 2005-2011

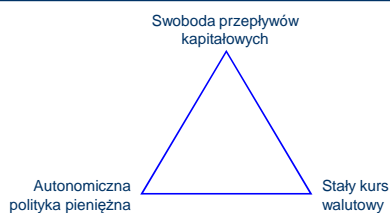


Oficjalne stopy procentowe NBP

- **Stopa referencyjna** – minimalna rentowność podstawowych operacji otwartego rynku (emisja 7-dniowych bonów pieniężnych)
- **Stopa lombardowa** – koszt pozyskania przez banki środków w NBP (kredyt pod zastaw papierów wartościowych). Ogranicza od góry wahania stóp *overnight* (jednodniowych)
- **Stopa depozytowa** – oprocentowanie jednodniowego depozytu dla banków w NBP. Ogranicza od dołu wahania stóp *overnight*

Strategia polityki pieniężnej a system kursu walutowego

Trójkąt niemożliwości



Implikacje z „trójkąta niemożliwości”

- Łączny wybór strategii polityki pieniężnej i systemu kursu walutowego
- Systemy kursów sztywnych
 - Skuteczna „kotwica nominalna” przy braku wiarygodnej krajowej polityki pieniężnej
 - „Import” zagranicznej polityki pieniężnej

Implikacje z „trójkąta niemożliwości”

- Próby stosowania strategii „mieszanych”
 - Dopuszczalny przedział wahań kursu i pewna autonomia zmian stóp procentowych
- Kurs płynny uznawany za najbardziej zgodny w przypadku strategii BCI

Proces tworzenia unii walutowej

Dlaczego tworzyć unię walutową?

- Korzyści z ustalenia kursu walutowego
 - Wzrost wymiany handlowej
 - Zmniejszenie kosztów transakcyjnych
- Wzmocnienie systemu kursu sztywnego – brak ryzyka ataków spekulacyjnych
- Wzrost wiarygodności kraju
 - Niższa premia za ryzyko
 - Niższy koszt finansowania
 - Wzrost inwestycji
 - Przyspieszenie wzrostu gospodarczego

Teoria optymalnych obszarów walutowych (1)

- Kiedy krajom ołpaca się utworzyć unię walutową?
 - Muszą być spełnione co najmniej warunki uzasadniające utrzymywanie stałego kursu walutowego
 - Wspólna polityka pieniężna
 - Obustronna korzyść (lub przynajmniej neutralność dla jednego z krajów)
 - Unie walutowe a dolaryzacja / jednostronna euroizacja
- Unie walutowe powszechniejsze niż można sądzić

Teoria optymalnych obszarów walutowych (2)

- Problem wstrząsów asymetrycznych
 - Jak gospodarki reagują na zaburzenia?
 - Jeśli reakcja asymetryczna – ten sam kierunek polityki pieniężnej może nie być optymalny
 - Przykład: unia walutowa eksportera i importera ropy naftowej
- Integracja gospodarcza i finansowa
 - handel
 - system finansowy
 - mobilność siły roboczej

Teoria optymalnych obszarów walutowych (3)

- Elastyczność cen i płac
 - Ustalony kurs nominalny, ale kurs realny wciąż może się zmieniać
 - Elastyczność – zapewnienie mechanizmu dostosowawczego w przypadku wystąpienia szoków asymetrycznych
- Rola polityki fiskalnej
 - Zróżnicowanie regionalne – substytut zróżnicowanej polityki pieniężnej
 - Wpływ na lukę popytową
 - Problem koordynacji – wpływ na wiarygodność całej unii walutowej

Teoria optymalnych obszarów walutowych (4)

- Koncepcja endogeniczności optymalnych obszarów walutowych
 - W praktyce nawet dla poszczególnych krajów kryteria optymalnego obszaru walutowego mogą nie być w pełni spełnione
 - Ale fakt bycia we wspólnym obszarze walutowym może przyspieszać konwergencję gospodarek
 - Jeśli tak, to może nie opłaca się czekać z utworzeniem unii walutowej na spełnienie kryteriów optymalnego obszaru walutowego

Kryteria zbieżności nominalnej (kryteria z Maastricht)

- Muszą być spełnione przez członków UE by stali się pełnoprawnymi członkami Unii Gospodarczej i Walutowej (weszli do strefy euro)
 - Wiarygodność nowej waluty
 - Efektywność wspólnej polityki pieniężnej
- Kryteria „monetarne”
- Kryteria „fiskalne”
- Kryteria „instytucjonalne” – przede wszystkim niezależność banku centralnego

Kryteria monetarne

- Stabilność cen
 - różnica między inflacją w kraju a średnią dla trzech państw członkowskich UE o najbardziej stabilnych cenach nie większa niż 1,5 pkt. proc.
- Niskie stopy procentowe
 - Różnica nominalnych długoterminowych stóp procentowych w stosunku do średniej z trzech państw członkowskich UE nie większa niż 2 pkt. proc.
- Stabilny kurs walutowy
 - obecność w systemie ERM II „bez poważnych napięć” przez przynajmniej dwa lata

Kryteria fiskalne

- Deficyt finansów publicznych nie większy niż 3% PKB
- Dług publiczny nie większy niż 60% PKB

Kryteria z Maastricht – problemy (1)

- Dlaczego „kraje UE” a nie strefy euro?
 - Sprawdzamy podobieństwo do krajów tworzących strefę euro
 - Jeśli kraj pozostaje poza strefą euro, może to wynikać np. z niespełnienia warunków optymalnego obszaru walutowego
 - niska inflacja może być np. skutkiem szoku asymetrycznego
- Czy kraj z deflacją ma stabilne ceny?
 - Deflacja może być dla banku centralnego większym problemem niż inflacja

Kryteria z Maastricht – problemy (2)

- Co oznaczają „poważne napięcia” w ERM II?
 - Jaka ma być szerokość pasma dopuszczalnych wahań kursu?
 - Czy odchylenia aprecjacyjne i deprecjacyjne będą traktowane tak samo?
 - Jak interpretować trend aprecjacji kursu realnego?
 - Efekt Balassy-Samuelsona?
- Konstrukcja systemu ERMII może zachęcać do ataków spekulacyjnych
 - Problem wsparcia EBC

Kryteria z Maastricht – problemy (3)

- Wnioski z „trójkąta niemożliwości”
 - Kryterium inflacyjne wymaga autonomicznej polityki pieniężnej
 - Kryterium kursowe może wymagać replikacji polityki pieniężnej EBC
 - Może wystąpić trend aprecjacji kursu realnego
 - Wpływ przez różnicę w inflacji
 - Wpływ przez kurs nominalny
 - W dłuższym okresie te kryteria mogą być wewnętrznie sprzeczne

Polityka pieniężna w strefie euro

Unia Gospodarcza i Walutowa

- Czyli strefa euro
- Powstała 1 stycznia 1999 r.
- Euro gotówkowe od 1 stycznia 2002 r.
- UE = euro + derogacja + opt-out (Wielka Brytania, Dania)
- Polska musi przystąpić (kiedyś)
- Bank centralny – Europejski Bank Centralny (Frankfurt)
- Narodowe banki centralne współuczestniczą w prowadzeniu polityki pieniężnej

Kraje z derogacją

- Zobowiązały się do wejścia do strefy euro, ale jeszcze nie spełniają warunków
- Gotowość do przystąpienia określona m.in. kryteriami z Maastricht
- Ocena gotowości co dwa lata w „Raportach o konwergencji” EBC i Komisji Europejskiej
- Ostateczna decyzja o przystąpieniu do strefy euro podejmowana przez Radę UE

Strategia polityki pieniężnej w strefie euro (1)

- Dylematy EBC na początku działalności (1998/1999)
 - Nowy bank centralny, bez zbudowanej historii wiarygodności
 - Nie wszyscy przekonani, że „projekt euro” będzie działać
 - Wiarygodność nowej waluty – średnia ze starych walut czy równanie do najlepszego

Strategia polityki pieniężnej w strefie euro (2)

- Dylemat wyboru strategii polityki pieniężnej
 - Nieuniknione porównania z Bundesbankiem (oficjalnie stosował strategię monetarną)
 - Ale rosnące problemy z jej stosowaniem w wielu krajach
 - Na świecie wówczas coraz popularniejsza strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI)
 - Ale w 1998 r. ciągle mała wiedza o mechanizmie transmisji monetarnej w strefie euro

Strategia polityki pieniężnej w strefie euro

- „Nastawiona na stabilność strategia polityki pieniężnej dla Eurosystemu” :
 - **liczbowo określony cel inflacyjny** (poniżej, ale blisko 2%)
 - **filary ekonomiczny** – wszechstronne analizy czynników wpływających na inflację
 - **filary monetarny** – analizy agregatów monetarnych i ich związków z inflacją. Dłuższy okres, również weryfikacja wyników filara ekonomicznego

Podobieństwa do strategii bezpośredniego celu inflacyjnego

- Zdefiniowany cel liczbowy (choć nie do końca precyzyjnie)
- Analiza wielu czynników wpływających na inflację
- Kontrola krótkoterminowych stóp procentowych
- Duża waga komunikacji i zarządzania oczekiwaniami
