

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

NA 2002 ROK

Warszawa, wrzesień 2001

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP, Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Inflacja jest czynnikiem zmniejszającym siłę nabywczą złotego. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 określa, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. Celem polityki pieniężnej NBP jest trwałe obniżenie stopy inflacji, tworzące podstawę stabilnego, długotrwałego wzrostu gospodarczego. Stabilizacja cen umożliwia również w przyszłości uczestnictwo w europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej.

I CEL INFLACYJNY W 2002 R.

We wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Określiła w niej, że strategicznym celem polityki pieniężnej jest obniżenie stopy inflacji, mierzonej indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych, poniżej 4% do końca 2003 r. Rada podtrzymuje wolę realizacji tak określonego celu strategicznego. Etapami jego osiągnięcia są roczne cele inflacyjne, ustalane dotychczas w formie przedziałów. W realizacji celów inflacyjnych bank centralny podejmuje decyzje z uwzględnieniem wszelkich informacji, mogących w istotny sposób wpłynąć na dynamikę cen, i posługuje się wszystkimi dostępnymi mu instrumentami.

Realizując strategiczny cel polityki pieniężnej, RPP będzie zmierzać do osiągnięcia na koniec 2002 r. celu inflacyjnego w wysokości 5% wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w porównaniu z końcem 2001 r. Granice tolerancji dla odchylenia inflacji od wyznaczonego przez Radę celu wynoszą +/- 1 pkt proc.

Zmiana sposobu określenia przedziału wynika z przekonania, że wraz z obniżaniem się tempa wzrostu cen rośnie waga jednoznacznego wskazania poziomu inflacji, który RPP zamierza osiągnąć. Wskazanie granic tolerancji, z jaką ustalono cel punktowy, wynika natomiast z istniejącej, nieuchronnej niepewności, dotyczącej niezależnych od polityki pieniężnej warunków realizacji

celu inflacyjnego, w tym w szczególności wielkości deficytu finansów publicznych, ewentualnych zmian kursu złotego czy też wystąpienia wstrząsów podaźowych na rynku żywności i/lub paliw. Wzrost deficytu finansów publicznych, znaczące osłabienie kursu złotego czy też wywołany wstrząsami podaźowymi wzrost cen żywności i/lub paliw mogłyby bowiem spowodować odchylenie inflacji powyżej 5%, a przeciwnie zmiany – jej spadek poniżej tego poziomu.

Dotychczasowe doświadczenia w realizacji *Średniookresowej strategii* wskazują, że w krótkim okresie silny wpływ na poziom inflacji mogą mieć nieoczekiwane, przejściowe wstrząsy podaźowe. Jednocześnie zmiany parametrów polityki pieniężnej, w odpowiedzi na nieoczekiwane impulsy inflacyjne, oddziałują na ceny z opóźnieniem. Z tych względów Rada podkreśla, że realizacja strategicznego celu polityki pieniężnej jest nadrzędna w stosunku do osiągnięcia celu na 2002 r.

Jednocześnie Rada zwraca uwagę, że realizacja celu inflacyjnego na poziomie 5% będzie oznaczała stosunkowo niewielkie obniżenie się tempa wzrostu cen do końca 2002 r. W tym okresie powinna dokonać się stabilizacja inflacji i bardziej trwałe dostosowanie się oczekiwań inflacyjnych do tego poziomu. Stworzy to korzystne warunki do dalszego obniżania inflacji i realizacji celu inflacyjnego w 2003 r. Nie można jednak wykluczyć, że w trakcie 2002 r. może dojść do przejściowego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji.

II WARUNKI REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Czynniki zewnętrzne

Prognozy gospodarki światowej na rok 2002 wykazują dużą rozpiętość: od scenariusza globalnej recesji do powrotu na ścieżkę umiarkowanego wzrostu gospodarczego. Atak terrorystyczny na USA i możliwość długotrwałej akcji odwetowej zwiększyły stopień niepewności co do dynamiki gospodarki światowej oraz kształtowania się światowych cen surowców, w tym cen ropy naftowej.

Sytuacja w gospodarce światowej będzie wpływała na rozwój polskiej gospodarki oraz na warunki realizacji celu inflacyjnego – poprzez dynamikę popytu zewnętrznego, dynamikę cen podstawowych surowców i ropy naftowej, inflację w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski oraz wzajemny kurs dolara USA i euro.

Zewnętrzne uwarunkowania realizacji celu inflacyjnego w 2002 r. nie różnią się generalnie od uznanych przez RPP za najbardziej prawdopodobne w momencie ogłaszania celu inflacyjnego na rok 2002. Należy natomiast zaznaczyć, że ewentualne zrealizowanie się scenariusza recesji światowej, mimo zbliżonych efektów w zakresie presji inflacyjnej, byłoby poważnym zagrożeniem dla wzrostu gospodarczego, dostarczając zarazem jeszcze silniejszych argumentów za podjęciem reform strukturalnych, zwiększających konkurencyjność polskiej gospodarki.

Ceny żywności, podatki pośrednie

Rada założyła, że przynajmniej w I półroczu 2002 r. utrzymają się korzystne tendencje na rynku żywności. Według ocen ekspertów, bilans zbóż będzie w tym okresie bardziej zrównoważony niż w sezonie 2000-2001, na rynku mięsa utrzymują się tendencje zmniejszające presję na wzrost cen, a tegoroczne zbiory warzyw i owoców nie powinny przyczynić się do wzrostu najbardziej zmiennych cen żywności. Źródłem niepewności co do przyszłego tempa wzrostu cen pozostają jednak przyszłoroczne zbiory i sytuacja na rynku żywności w II połowie 2002 r. W przypadku zrealizowania się scenariusza światowej recesji wzrost cen żywności byłby ograniczony zmniejszonym popytem konsumpcyjnym.

W obliczu trudnej sytuacji sektora finansów publicznych trzeba liczyć się z podwyżką stawek podatków pośrednich w przyszłym roku, co może przyczynić się do zwiększenia tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Zakres i skala tej podwyżki nie są jednak dotąd ostatecznie przesądzone, co jest dodatkowym źródłem niepewności.

Uwarunkowania systemowe, wzajemna relacja polityki pieniężnej i fiskalnej, rozwój gospodarczy, nierównowaga zewnętrzna

Stabilny pieniądz jest jedną z podstaw trwałego rozwoju gospodarki. Rozwój taki wymaga również stabilnego, zrównoważonego systemu finansów publicznych oraz strukturalnie konkurencyjnej gospodarki, od której w dużej mierze zależy stan finansów państwa. W Polsce ukształtował się nieoptymalny

układ polityki pieniężnej i fiskalnej (restrykcyjna polityka pieniężna w reakcji na zbyt luźną politykę fiskalną), który powoduje niezależny od polityki pieniężnej wzrost kosztu redukcji inflacji w postaci niższego – w porównaniu z układem optymalnym – wzrostu PKB. Możliwość wejścia gospodarki światowej w fazę recesji jeszcze silniej niż w latach ubiegłych uzależnia przyszły wzrost gospodarczy w Polsce od stabilizacji makroekonomicznej i poprawy konkurencyjności gospodarki.

Ustalając założenia polityki pieniężnej na 2002 r., RPP zwraca uwagę, że przyczyny ukształtowania się takiego niewłaściwego, hamującego wzrost gospodarczy układu polityki pieniężnej i fiskalnej tkwią w zaniechaniu określonych zmian systemowych, czego przejawem są przede wszystkim:

1. Deformacje rynku pracy (m.in. zbyt wysokie narzuty na wynagrodzenia, nieefektywnie funkcjonujący system ubezpieczeń społecznych, wysoka i nie zróżnicowana regionalnie płaca minimalna, blokująca możliwość zatrudnienia młodzieży i pracowników o niższych kwalifikacjach, wysokie koszty odpraw) powodują, że zatrudnienie jest mniejsze, a bezrobocie większe niż w przypadku funkcjonowania elastycznego rynku pracy. Nieelastyczny rynek pracy w Polsce jest dla gospodarki wysoce niekorzystny. Pozostawanie co piątej osoby czynnej zawodowo bez pracy to ogromne szkody społeczne i źródło narastania deficytu budżetowego. Wynika to z jednej strony z rosnących wydatków budżetowych związanych z bezrobociem, które uniemożliwiają obniżanie podatków, a z drugiej strony – z utraconych wpływów do budżetu z tytułu niższego zatrudnienia i niewykorzystania potencjału produkcyjnego. Przeprowadzenie reformy rynku pracy, usuwającej bariery wzrostu za-

trudnienia, jest podstawowym krokiem w kierunku naprawy finansów publicznych.

2. Ograniczone funkcjonowanie mechanizmu rynkowego w dziedzinie niektórych produktów, zwłaszcza żywności, blokuje elastyczne dostosowania po stronie podaży (zwiększenie importu w przypadku nieurodzaju) i wywołuje wstrząsy cenowe, pobudzające inflację. Przy niezbędnym dla obniżenia inflacji ograniczeniu monetarnym prowadzi to do osłabienia dynamiki gospodarczej.

3. Utrzymywanie się monopolii w wielu ważnych gałęziach gospodarki, np. w transporcie kolejowym, energetyce, wydobywaniu i dystrybucji gazu, łączności, usługach komunalnych, prowadzi do niskiej dynamiki produktywności w tych branżach i stanowi źródło trwałej presji inflacyjnej. Niższy wzrost produktywności ogranicza też wzrost PKB.

4. Do niskiego wzrostu produktywności przyczynia się również znaczny zakres własności państwa, dominujący przede wszystkim w dziedzinach, w których jednocześnie utrzymują się monopole. Płacone z budżetu dotacje do nierentownej produkcji obciążają podatników i utrudniają osiągnięcie równowagi budżetowej.

5. Wysokie wydatki bieżące, zwłaszcza socjalne, znacznie przekraczające możliwości ich finansowania z dochodów podatkowych, są kolejnym czynnikiem destabilizującym budżet. Wydatki te, w większości indeksowane, wrażliwe stają niezależnie od dynamiki gospodarczej, od której zależą dochody podatkowe.

Wszystkie wymienione strukturalne słabości gospodarki pociągają za sobą określone bezpośrednie i pośrednie koszty budżetowe oraz są przy-

czyną pogłębiania się deficytu finansów publicznych. To z kolei absorbuje oszczędności prywatne i przyczynia się do wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących z zagranicą. Narastające wydatki zmuszają do zwiększania obciążeń podatkowych, pod wpływem których część firm ogranicza działalność, powiększając bezrobocie, lub przechodzi do szarej strefy, zmniejszając dochody podatkowe. Rosnący deficyt finansów publicznych stanowi trwałe źródło nierównowagi w gospodarce, rodząc presję inflacyjną i wysokie stopy procentowe. Finansowanie deficytu przyrostem zadłużenia pogłębia nierównowagę, gdyż rosnące koszty obsługi długu zwiększają deficyt budżetu.

RPP analizuje propozycje rozwiązań dotyczących budżetu na rok 2002 w dłuższym horyzoncie, pod kątem ich skuteczności w równoważeniu finansów publicznych. Warunkiem trwałości rozwiązań usprawniających finanse publiczne jest to, by wynikały one z odpowiednich reform strukturalnych i systemowych. Decyzje w tej sprawie nie będą jednak w pełni znane do czasu uformowania się nowego rządu. W związku z tym, przygotowując założenia polityki pieniężnej, Rada rozważała konsekwencje zarówno podjęcia, jak i niepodjęcia reform usuwających wymienione strukturalne słabości.

Realizacja scenariusza reform oznaczałaby, że rząd podejmuje trud eliminacji słabości strukturalnych gospodarki i finansów publicznych, tworząc tym samym podstawy trwałego zrównoważenia finansów publicznych, wzrostu zatrudnienia, rozwoju gospodarczego oraz niższych kosztów obniżenia inflacji. Prowadziłoby to jednocześnie do zwiększenia konkurencyjności gospodarki, co nabiera szczególnej wagi w przypadku zagrożenia w postaci scenariusza światowej recesji.

Im bardziej przyszła polityka gospodarcza byłaby odległa od scenariusza reform, tym większe oznaczałoby to zagrożenie związane ze wzrostem deficytu budżetowego, a – w połączeniu z ewentualną recesją światową – także z nasileniem się zjawisk recesyjnych w gospodarce i wzrostem stopy bezrobocia w kolejnych latach.

Pole manewru w polityce monetarnej, a także – co się z tym częściowo wiąże – długofalowy wzrost gospodarczy oraz poziom zatrudnienia i bezrobocia będą zależeć od tego, w jakim zakresie będzie realizowany scenariusz reform.

Stopień restrykcyjności polityki fiskalnej Rada Polityki Pieniężnej ocenia głównie poprzez wysokość deficytu ekonomicznego finansów publicznych. Zdaniem Rady, relacja tego deficytu do PKB w 2002 r. powinna zostać istotnie obniżona. Szybkie ograniczenie popytu sektora finansów publicznych umożliwiłoby zwiększenie wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego, a dzięki temu przyspieszenie wzrostu gospodarczego. RPP uważa, że zredukowanie deficytu finansów publicznych powinno nastąpić głównie poprzez obniżenie wydatków, a nie podwyżki podatków.

Podjęcie reform jest niezbędne dla utrzymania stabilności makroekonomicznej w 2002 r. i w latach następnych. Ponadto, stworzy ono przesłanki istotnego zwiększenia aktywności gospodarczej w kolejnych latach. W 2002 r. natomiast na wzrost PKB i poziom równowagi gospodarki będą wpływać przede wszystkim czynniki zewnętrzne.

RPP szacuje, że w przypadku scenariusza powolnego ożywienia gospodarki światowej i stabilizacji cen ropy naftowej tempo wzrostu gospodarczego

w 2002 r. może ukształtować się w Polsce na poziomie około 2,5% PKB, a deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniesie około 4,5% PKB. Natomiast zrealizowanie się scenariusza światowej recesji może doprowadzić do niższego tempa wzrostu PKB. Szacunki te są przeprowadzone przy założeniu, że zostaną podjęte niezbędne działania zmierzające do uzdrowienia finansów publicznych. Skutki ewentualnego nałożenia się scenariusza światowej recesji i braku reform mogłyby doprowadzić do dalszego obniżenia tempa wzrostu PKB i pogłębienia deficytu na rachunku obrotów bieżących.

III INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

W 2002 r. polityka pieniężna będzie realizowana w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przy płynnym kursie walutowym. Oznacza to, że bank centralny nie dąży do osiągnięcia określonego poziomu kursu złotego w stosunku do innych walut, jak również nie ma żadnych formalnych zobowiązań dotyczących interwencji na rynku walutowym. NBP zastrzega sobie jednak prawo do takich interwencji, jeśli uzna, że jest to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

Stopa procentowa

Jest to główny instrument, za pomocą którego RPP realizuje cel inflacyjny. Stopami, które wyznaczają kierunek polityki pieniężnej, są: stopa referencyjna i stopa lombardowa. Wpływają one na poziom stóp rynku pieniężnego, które mają decydujące znaczenie dla kształtowania oprocentowania kredytów i depozytów osób prywatnych i podmiotów gospodarczych.

Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem, umożliwiającym bankowi centralnemu utrzymywanie stóp procentowych rynku pieniężnego.

go na poziomie pożądanym z punktu widzenia realizacji założonego celu polityki pieniężnej. Operacje otwartego rynku dzieli się na trzy główne kategorie: podstawowe, dostrajające i strukturalne.

Podstawowe operacje otwartego rynku wytyczają kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Rolę tę pełnić będzie emisja bonów pieniężnych NBP z 28-dniowym terminem zapadalności. Stopą referencyjną, informującą o bieżącym kierunku polityki pieniężnej, pozostanie stopa określająca minimalne oprocentowanie podstawowego typu operacji otwartego rynku. Będzie ona wyznaczać poziom stóp oferowanych na międzybankowym rynku depozytów o określonym terminie zapadalności.

Operacje dostrajające o krótszych niż podstawowe terminach zapadalności mogą być prowadzone w sytuacjach krótkotrwałych zaburzeń płynności. Stopa tych operacji będzie uwzględniała poziom stopy referencyjnej.

W ramach operacji o charakterze strukturalnym NBP może sprzedawać w trybie bezwarunkowym obligacje skarbowe. Intencją RPP jest rynkowe kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych. W związku z tym sprzedaż prowadzona będzie stopniowo, tak by jej wpływ na kształtowanie się krzywej dochodowości był możliwie ograniczony. W sytuacji dodatkowej, znaczącej kreacji nadpłynności NBP nie wyklucza również emisji długoterminowych papierów wartościowych.

Kierunek operacji otwartego rynku prowadzonych przez NBP będzie zależał od kształtowania się płynności w sektorze bankowym. W razie wystąpienia operacyjnego niedoboru płynności NBP odpowiednio dostosuje system operacji otwartego rynku. Oprocentowanie podstawowych operacji zasilają-

cych system bankowy w płynność wyznaczone będzie przez stopę referencyjną, która nadal będzie informować o bieżącym kierunku polityki pieniężnej. Kierunek operacji strukturalnych uzależniony będzie od kształtowania się płynności sektora banków komercyjnych w dłuższym okresie. Oprocentowanie tych operacji nadal będzie wyznaczone w trybie przetargowym.

Rezerwa obowiązkowa

Podstawową rolą rezerwy obowiązkowej jest łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności w sektorze bankowym na stopy procentowe rynku międzybankowego i stymulacja popytu na pieniądź rezerwowy. Ułatwia to bankowi centralnemu utrzymanie wybranej stopy rynkowej na pożądanym poziomie. Ewentualna zmiana stopy rezerwy obowiązkowej będzie zależała od kształtowania się warunków realizacji polityki pieniężnej. NBP nie wyklucza zniesienia możliwości zaliczania gotówki w kasach banków na poczet utrzymywanej rezerwy. W takiej sytuacji NBP odpowiednio obniży stopę rezerwy obowiązkowej. Zmiana ta byłaby neutralna dla płynności sektora bankowego i wyniku finansowego NBP. Jednocześnie byłby to krok w kierunku dalszych dostosowań systemu rezerwy obowiązkowej do standardu Europejskiego Banku Centralnego.

Operacje kredytowo-depozytowe

W sytuacji prowadzenia przez NBP podstawowych operacji otwartego rynku z 28-dniowym terminem zapadalności może dochodzić do znacznych

wahań krótszych, zwłaszcza jednodniowych, stóp rynku międzybankowego. Łagodzeniu tych wahań będą służyć operacje kredytowo-depozytowe, prowadzone z bankami komercyjnymi z ich inicjatywy: kredyt lombardowy i depozyt na koniec dnia. Stopy wykorzystywane w operacjach kredytowo-depozytowych wyznaczać będą przedział wahań jednodniowych stóp rynku pieniężnego.

Stopa kredytu lombardowego z reguły nadal będzie pełnić funkcję stopy maksymalnej, określającej krańcowy koszt pozyskania pieniądza na najkrótszy termin na rynku międzybankowym.

Stopa depozytowa będzie ograniczać od dołu wahania krótkoterminowych stóp procentowych rynku międzybankowego. Stopa ta będzie wyznaczała cenę, jaką NBP zaoferuje bankom za możliwość złożenia przez nie jednodniowego depozytu w banku centralnym.

* * *

NBP będzie dążył do modyfikacji instrumentów polityki pieniężnej, tak aby dostosować je do systemu instrumentów funkcjonujących w EBC. Modyfikacje te będą również zmierzać do poprawy efektywności rynków finansowych, co powinno usprawniać proces transmisji polityki pieniężnej. Tempo dostosowań będzie zależało od zmian uwarunkowań prawnych i sytuacji rynkowej. NBP będzie się starał ograniczać możliwości dodatkowej kreacji nadpłynności sektora banków komercyjnych.