

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2000

Zgodnie ze *Średniookresową strategią polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, przyjętą przez Radę Polityki Pieniężnej, najważniejszym celem polityki pieniężnej realizowanej przez bank centralny jest obniżanie inflacji, a w dalszej perspektywie stabilizacja cen, co jest niezbędne dla zbudowania trwałych fundamentów długofalowego wzrostu gospodarczego. Podstawową zasadą polityki pieniężnej jest realizacja celu inflacyjnego w sposób bezpośredni. Średniookresowym celem polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji w 2003 r. poniżej 4%.

1. CEL

Podstawowym celem polityki pieniężnej w 2000 r., stanowiącym kolejny etap realizacji celu średniookresowego, jest obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, tak aby w końcu 2000 r. nie przekroczyło ono **5,4% - 6,8%** w porównaniu z końcem 1999 r.

Analiza uwarunkowań, pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej i mogących wpływać na realizację celu inflacyjnego, wskazuje na znaczny wzrost niepewności co do ich kształtowania się w 2000 r. Skłoniło to Narodowy Bank Polski do poszerzenia przedziału inflacji, wyznaczonego jako krótkookresowy cel polityki pieniężnej.

Osiągnięcie celu inflacyjnego w 2000 r. dokonywać się będzie w trudnych warunkach makroekonomicznych. Niekonsekwentna i niedostatecznie zdyscyplinowana realizacja polityki w obszarze finansów publicznych w 1999 r. nie pozwalała na obniżenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Również w 2000 r. polityka pieniężna i osiągnięte ostatecznie tempo inflacji uwarunkowane będą faktycznym stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej.

Biorąc pod uwagę przewidywane uwarunkowania zewnętrzne (wzrost popytu zewnętrznego skutkujący wzrostem polskiego eksportu), a także przewidywania co do przebiegu procesów realnych w gospodarce, Narodowy Bank Polski ocenia, że realizacja celu inflacyjnego w 2000 r. będzie odbywać się w warunkach wzrostu PKB o około 5% i przy deficycie obrotów bieżących bilansu płatniczego na poziomie około 7% PKB.

Przy tych założeniach szacowany przyrost podaży pieniądza, spójny z zakładanym celem ograniczenia inflacji w 2000 r., wyniesie 38,8 – 47,9 mld zł. Zgodnie z założeniami *Strategii*, cel inflacyjny realizowany będzie w sposób bezpośredni, co oznacza, że powyższa wielkość przyrostu podaży pieniądza ma charakter prognozy i nie stanowi celu pośredniego polityki pieniężnej.

2. INSTRUMENTY

W celu osiągnięcia założonego na rok 2000 celu inflacyjnego i zgodnie ze strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, Narodowy Bank Polski będzie wykorzystywał, stosownie do potrzeb, cały dostępny zestaw instrumentów polityki pieniężnej. Zasadniczym instrumentem polityki pieniężnej pozostanie stopa procentowa. Mechanizm stosowania tego instrumentu zależeć będzie w dużej mierze od stopnia płynności sektora banków komercyjnych.

Sytuację, w której bank centralny jest na trwałe dłużnikiem netto banków komercyjnych z tytułu operacji krótko- i długookresowych, łącznie określamy jako **strukturalną nadpłynność**. Z takim zjawiskiem mamy do czynienia w polskim systemie bankowym od 1995 r. Podstawową przyczyną jego powstania był przyrost rezerw oficjalnych brutto banku centralnego. Skala tego przyrostu była tak znaczna, że strukturalnej nadpłynności towarzyszyło również zjawisko **nadpłynności operacyjnej**. Terminem tym określamy sytuację, w której w warunkach strukturalnej nadpłynności bank centralny jest dłużnikiem netto banków komercyjnych z tytułu operacji krótkookresowych. W bilansie banku centralnego znalazło to m.in. odzwierciedlenie po stronie pasywnej w pozycji „papiery wyemitowane przez bank centralny” (bony pieniężne NBP).

W 1999 r. Narodowy Bank Polski podjął działania, mające na celu ograniczenie głównego źródła kreacji płynności, jakim był wzrost rezerw oficjalnych brutto. Cel ten osiągnięto poprzez rozszerzenie przedziału wahań kursu złotego, likwidację obowiązującego

mechanizmu *fixingu* oraz zaprzestanie bezpośrednich interwencji na rynku walutowym. W wyniku tych posunięć nastąpiły znaczące zmiany w strukturze bilansu NBP i w konsekwencji doprowadziło to do obniżenia się poziomu strukturalnej i operacyjnej nadpłynności w bankach. Dalszemu ograniczeniu płynności ma również służyć konwersja niezbywalnych zobowiązań skarbu państwa wobec NBP na zbywalne papiery wartościowe, które z kolei będą odsprzedane sektorowi bankowemu w ramach operacji otwartego rynku.

W roku 2000 NBP będzie, w miarę możliwości, kontynuował działania, zmierzające do dalszego ograniczania nadpłynności. Może to doprowadzić do sytuacji, w której w warunkach strukturalnej nadpłynności, operacyjna nadpłynność przekształci się w **operacyjny niedobór płynności**, tzn. stan, w którym NBP będzie występował w roli wierzyciela netto sektora bankowego z tytułu operacji krótkookresowych. W bilansie NBP sytuacja taka oznaczałaby istnienie w aktywach krótkookresowych operacji otwartego rynku, zaś po stronie pasywnej – środków na rachunkach banków i długookresowych papierów wartościowych NBP. W dalszej perspektywie NBP będzie dążył do osiągnięcia sytuacji **strukturalnego niedoboru płynności**, to jest stanu, w którym bank centralny jest wierzycielem netto banków komercyjnych.

Przejęcie do operacyjnego niedoboru płynności oznaczałoby jakościową zmianę warunków prowadzenia polityki pieniężnej, mimo że stan strukturalnego braku płynności nie zostanie jeszcze osiągnięty. Bank centralny nadal będzie bowiem dłużnikiem netto banków komercyjnych z uwagi na duży portfel długookresowych obligacji NBP, pozostający w portfelach banków. Zmiana ta będzie wymagała modyfikacji poszczególnych instrumentów polityki pieniężnej, ich wzajemnych relacji, jak również sposobu ich wykorzystania.

W procesie dochodzenia do stanu operacyjnego niedoboru płynności może pojawić się sytuacja, w której NBP prowadzić będzie jednocześnie operacje zasilające i absorbujące. Aby uniknąć zmniejszenia przejrzystości polityki pieniężnej, NBP odpowiednio dostosuje instrumenty i zakres prowadzenia operacji otwartego rynku, tak aby okres ten był możliwie krótki, przy zachowaniu stabilności podstawowych parametrów rynkowych.

2.1. Stopy procentowe

W sytuacji utrzymywania się nadpłynności w bankach NBP zachowa dotychczasowy system stóp procentowych. Stopa kredytu lombardowego nadal pełnić będzie funkcję stopy maksymalnej, określającej krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym, a zarazem stopy wyznaczającej ogólny kierunek zmian polityki pieniężnej. Stopa określająca

oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku pozostanie stopą referencyjną, informującą o bieżącym kierunku polityki pieniężnej. Będzie ona wyznaczać najniższy poziom stóp dla międzybankowego rynku depozytów o porównywalnym z operacjami NBP okresie zapadalności. Oprocentowanie kredytu redyskontowego będzie ściśle związane z kształtowaniem się stopy kredytu lombardowego.

W przypadku osiągnięcia stanu operacyjnego niedoboru płynności w systemie bankowym, system stóp procentowych ulegnie pewnym zmianom. Stopa referencyjna przestanie pełnić rolę instrumentu wyznaczającego minimalny poziom stóp na rynku depozytowym, aczkolwiek zachowa rolę instrumentu informującego o bieżącym kierunku polityki NBP. Stopa ta będzie wyznaczała poziom oprocentowania tych operacji otwartego rynku, które służyć będą do zasilania banków w płynność. Dla ograniczenia od dołu wahań stóp procentowych rynku międzybankowego właściwych depozytom o najkrótszym terminie zapadalności NBP może wprowadzić stopę depozytową banku centralnego. Funkcja stopy lombardowej pozostanie bez zmian.

2.2. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem, umożliwiającym bankowi centralnemu elastyczne reagowanie na zmiany płynności w systemie bankowym i wahania stóp procentowych na rynku - tak co do skali, jak i co do wyboru odpowiedniego momentu zastosowania tego instrumentu i okresu jego oddziaływania. Utrzymanie pożądanego poziomu stopy procentowej na rynku międzybankowym wymagać będzie odpowiedniego kształtowania płynności systemu bankowego. Jeśli sytuacja nadpłynności utrzyma się w roku 2000, NBP będzie prowadzić jedynie operacje absorbujące, wykorzystując w tym celu emisję 28-dniowych bonów pieniężnych i oddziałując bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. W celu osiągnięcia operacyjnego niedoboru płynności NBP będzie wykorzystywał w operacjach bezwarunkowej sprzedaży obligacje skarbowe pozyskane przez NBP w 1999 r. w związku z konwersją zobowiązań budżetu państwa wobec NBP; nie wyklucza się również emisji obligacji NBP.

W sytuacji operacyjnego niedoboru płynności aktywnym instrumentem zasilania sektora banków komercyjnych w płynność, wyrównującym popyt na pieniądź rezerwowy, będą operacje warunkowego zakupu bonów skarbowych.

2.3. Rezerwa obowiązkowa

Stopniowe zmniejszanie się nadpłynności systemu bankowego oraz konwersja niezbywalnych zobowiązań budżetu państwa na zbywalne skarbowe papiery wartościowe umożliwiły NBP obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej w 1999 r. do poziomu 5% dla wszystkich rodzajów zobowiązań, będących podstawą jej naliczania. W celu niedopuszczenia do niepożądanego wzrostu płynności sektora banków komercyjnych, NBP wyemitował długookresowe obligacje, zakupione następnie przez banki za środki uwolnione w wyniku obniżenia stóp rezerwy obowiązkowej.

Dalsze zmiany stóp rezerwy obowiązkowej uzależnione będą od kształtowania się warunków realizacji polityki pieniężnej oraz konkurencyjności polskiego systemu bankowego. W razie zaistnienia korzystnych warunków NBP może podjąć kolejne kroki, przy czym w pierwszej kolejności może dokonać przedterminowego wykupu swoich obligacji zamiast obniżenia stóp rezerwy obowiązkowej. Ewentualnej decyzji w tym względzie może towarzyszyć zniesienie możliwości utrzymywania części rezerwy obowiązkowej w formie pieniądza gotówkowego w kasach banków.

2.4. Refinansowanie banków komercyjnych

Ewentualna zmiana sytuacji płynnościowej w sektorze bankowym może wymagać istotnych modyfikacji systemu refinansowania przez NBP banków komercyjnych.

Utrzymanie dotychczasowego systemu w warunkach równowagi płynnościowej lub niedoboru płynności może zmniejszyć skuteczność polityki pieniężnej. W celu kontroli skali wykorzystania kredytu lombardowego, stosownie do potrzeb bieżącej polityki pieniężnej, NBP rozważy zmiany procedury udzielania, wykorzystywania i spłaty tego kredytu.

2.5. Kurs walutowy

Wypełniając założenia *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej*, NBP dążyć będzie do wprowadzenia systemu kursu płynnego, zgodnie z propozycją przedstawioną Radzie Ministrów.

Utrzymanie i umocnienie dotychczasowej roli rynku walutowego w określaniu poziomu kursu oraz formalne wprowadzenie kursu płynnego sprzyjać będą skuteczności polityki

pieniężnej w zakresie oddziaływania na stopy procentowe i agregaty pieniężne, a zatem także realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego.

Elastyczny kurs walutowy sprzyjać będzie również eliminacji napięć, które mogą pojawić się w bilansie płatniczym, a także skłaniać uczestników rynku do należytej oceny ryzyka kursowego.

Ze względu na niski stopień rozwoju rynku walutowego nie wyklucza się interwencji banku centralnego na tym rynku.

2.6. Inne działania

W sytuacji operacyjnego niedoboru płynności może zwiększyć się zakres wahań krótkookresowych stóp procentowych. Główną tego przyczyną będą przede wszystkim zmiany stanów rachunków sektora budżetowego w NBP (rachunki jednostek budżetowych i państwowych funduszy celowych). Górną granicą wahań pozostanie stopa lombardowa. Z uwagi na zakończenie emisji bonów pieniężnych pojawi się konieczność wprowadzenia instrumentu, wyznaczającego dolną granicę zmian stóp procentowych na rynku. W tym celu NBP rozważy możliwość lokowania przez banki komercyjne krótkookresowych depozytów w NBP na warunkach określonych przez bank centralny. Oprocentowanie tego instrumentu będzie kształtować się poniżej stopy referencyjnej NBP.

3. UWARUNKOWANIA

Do najważniejszych uwarunkowań realizacji polityki pieniężnej w 2000 r. zaliczyć należy: wielkość deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego oraz poziom deficytu sektora finansów publicznych. Stopień niepewności realizacji celu inflacyjnego zwiększony może być również przez wzrost cen na światowym i krajowym rynku surowców i żywności oraz nieznaną w czasie konstruowania *Założeń* skalę wzrostu stawek podatków pośrednich.

Kształtowanie się deficytu obrotów bieżących będzie w dużej mierze zależało od zewnętrznych czynników popytowych – rozwój koniunktury na najważniejszych dla polskiego eksportu rynkach będzie w decydujący sposób wpływał na możliwości utrzymania deficytu obrotów bieżących na poziomie, który nie zagrażałby stabilności polskiego rynku finansowego.

Zasadniczy wzrost eksportu, możliwy w warunkach przewidywanej poprawy koniunktury na rynkach zagranicznych, może nastąpić przede wszystkim przy poprawie konkurencyjności polskich produktów. W warunkach niepewności co do kształtowania się dynamiki eksportu priorytetem polityki makroekonomicznej staje się kontrola dynamiki popytu wewnętrznego. Wobec wciąż relatywnie wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego głównym czynnikiem ograniczającym dynamikę popytu wewnętrznego powinno być zwiększenie restrykcyjności polityki fiskalnej. Próba obniżania dynamiki popytu wewnętrznego za pomocą dalszego zwiększania restrykcyjności polityki pieniężnej byłaby mniej skuteczna oraz pogarszałaby i tak niekorzystną kombinację polityki fiskalnej i pieniężnej.

Na podstawie dostępnych w dniu przyjmowania *Założeń* informacji o zjawiskach zachodzących w sektorze finansów publicznych NBP dostrzega groźbę rozluźnienia polityki fiskalnej w roku 2000. Wskazują na to: wysoki poziom deficytu budżetu państwa, pogłębiająca się nierównowaga budżetów gmin i funduszy celowych, w tym głównie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, narastanie wymagalnych zobowiązań jednostek budżetowych oraz przyjęte już na najbliższe lata zobowiązania państwa (m.in. pełna realizacja reformy emerytalnej, wypłaty rekompensat pieniężnych dla pracowników sfery budżetowej oraz emerytów i rencistów, wydatki na restrukturyzację). Polityka fiskalna, charakteryzująca się brakiem postępu w obniżaniu deficytu sektora budżetowego, przy jednoczesnym zwiększaniu podatków pośrednich, nie byłaby spójna z realizowaną polityką pieniężną. Dodatkowym zagrożeniem byłoby finansowanie deficytu budżetowego ze źródeł zagranicznych. Przy takim sposobie finansowania deficytu budżetowego polityka fiskalna pogłębiałaby nierównowagę zewnętrzną nie tylko poprzez zwiększanie popytu wewnętrznego, ale także poprzez aprecjację kursu walutowego.

Narodowy Bank Polski wyraża jednak przekonanie, że ostateczny kształt ustawy budżetowej oraz planów budżetowych jednostek sektora finansów publicznych przyjętych na 2000 r., a następnie ich realizacja będą prowadzić do wzrostu, a nie zmniejszenia stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Zwiększeniu wiarygodności polityki fiskalnej sprzyjałby także istotny wzrost przejrzystości tej polityki.

NBP przewiduje, że w 2000 r. utrzyma się korzystna struktura finansowania deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego z dominującym udziałem inwestycji bezpośrednich. Ich napływ wynikać będzie m.in. z przebiegu procesów prywatyzacyjnych w gospodarce, znaczenia Polski wśród tzw. gospodarek wschodzących oraz zbliżającego się terminu integracji gospodarki polskiej ze strukturami Unii Europejskiej. Stabilizacji na polskim rynku

finansowym powinno również sprzyjać przewidywane upłynnienie kursu złotego. System płynnego kursu walutowego wprowadza do gospodarki mechanizm samoregulacji, który istotnie zmniejsza prawdopodobieństwo kumulacji napięć, wynikających z narastania deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Upłynnienie kursu wraz z dalszym znoszeniem ograniczeń dewizowych przyczynić się może jednak do zwiększenia wahań kursu złotego, a tym samym utrudnić realizację krótkookresowego celu inflacyjnego.

Realizacja celu inflacyjnego w 2000 r. uwarunkowana będzie rozwojem sytuacji na światowych rynkach surowców. Przewidywana poprawa koniunktury światowej może doprowadzić do wzrostu cen surowców i żywności. Również na krajowym rynku żywności możliwy jest silniejszy niż dotąd wzrost cen, dynamizowany dodatkowo narastającą presją ze strony producentów na stosowanie rozwiązań poprawiających opłacalność produkcji rolnej. Biorąc pod uwagę, że bezpośredni cel polityki pieniężnej sformułowany został jako wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, istotnym elementem niepewności w realizacji krótkookresowego celu inflacyjnego będzie skala zmian w zakresie podatków pośrednich.

Analiza uwarunkowań realizacji polityki pieniężnej w 2000 r. wskazuje na znaczny wzrost niepewności co do ich kształtowania się w przyszłym roku. Narastanie nierównowagi zewnętrznej oraz deficytu w sferze finansów publicznych, jak również znaczna niepewność co do kształtowania się innych, wyżej wymienionych czynników mogą powodować, że osiągnięcie celu inflacyjnego będzie odbywać się w trudniejszych niż w 1999 r. warunkach.