

Narodowy Bank Polski
Rada Polityki Pieniężnej

NBP

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ
NA ROK 2001

Warszawa, wrzesień 2000

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ
NA ROK 2001

Warszawa, wrzesień 2000

SPIS TREŚCI

1. CEL	6
2. INSTRUMENTY	7
2.1. Stopy procentowe	8
2.2. Operacje otwartego rynku	9
2.3. Rezerwa obowiązkowa	10
2.4. Operacje kredytowo-depozytowe	11
3. UWARUNKOWANIA	12

Zgodnie ze *Średniookresową strategią polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, przyjętą przez Radę Polityki Pieniężnej, 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. Pierwsze lata prowadzenia przez NBP polityki pieniężnej wynikającej z realizacji strategii bezpośredniego celu inflacyjnego wykazały, że problemy z osiągnięciem rocznych celów inflacyjnych w dużym stopniu są efektem tzw. szoków podaźowych, które silnie dotknęły gospodarkę polską w minionych latach, oraz rezultatem wzrostu cen kontrolowanych. Pomimo restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej od jesieni 1999 r. oraz stosunkowo korzystnej w ostatnim okresie sytuacji w kształtowaniu się długookresowych podstaw procesów inflacyjnych (w obszarze czynników monetarnych oraz w odniesieniu do dynamiki popytu wewnętrznego) występuje w 2000 r. po raz drugi z rzędu realna groźba niezrealizowania rocznego celu inflacyjnego.

Średniookresowym celem polityki pieniężnej pozostaje nadal obniżenie inflacji w końcu 2003 r. poniżej 4%.

1. CEL

Doświadczenia ostatnich lat wskazują, że szoki podażowe i nie zawsze zgodna z realizacją celów polityki pieniężnej reakcja na nie ze strony rządu w istotnym stopniu wpłynęły na zaburzenie procesu dezinflacji. Przyczyniło się to do wyższej inflacji w 2000 r., niż zakładała Rada Polityki Pieniężnej. Nadal istnieje duża niepewność co do kształtowania się w 2001 r. szeregu czynników warunkujących realizację celu inflacyjnego, a pozostających poza kontrolą polityki pieniężnej. Cel polityki pieniężnej w 2001 r. powinien zatem być wiarygodny i jednocześnie umożliwiać realizację średniookresowego celu polityki pieniężnej. Biorąc to pod uwagę, Rada Polityki Pieniężnej ustaliła cel inflacyjny na koniec 2001 r. w przedziale 6-8% wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w porównaniu z końcem 2000 r.

Cel inflacyjny na 2001 r. przekracza poziom z roku poprzedniego, ponieważ Rada przewiduje, że zwłaszcza w I połowie 2001 r. nie wygaśnie oddziaływanie czynników podażowych, które od połowy 1999 r. przyspieszają tempo wzrostu cen w Polsce. Występowanie tych czynników, niezależnych od polityki pieniężnej, oraz niepewność związana z zakresem i siłą ich wpływu na inflację są powodem ustalenia celu inflacyjnego w szerszym niż dotąd przedziale. Tak ustalony cel nie jest sprzeczny ze średniookresowym celem polityki pieniężnej – po ustaniu oddziaływania szoków podażowych możliwe będzie bowiem przyspieszenie tempa dezinflacji. Jeżeli oddziaływanie czynników podażowych przebiegać będzie w 2001 r. w sposób odmienny od

przewidywań Rady, prowadząc do osiągnięcia inflacji niższej od dolnej granicy celu inflacyjnego, Rada Polityki Pieniężnej kształtować będzie stopień restrykcyjności polityki pieniężnej mając na uwadze realizację celu średniookresowego.

Osiągnięcie celu inflacyjnego w 2001 r., w kontekście założonego celu średniookresowego, wymagać może dalszego zwiększenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, szczególnie że w świetle opublikowanych w lipcu 2000 r. *Założeń do projektu budżetu na 2001 r.* ciężar ograniczania inflacji w głównej mierze spoczywać będzie na polityce pieniężnej.

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 2001 r. będzie odbywać się w warunkach wzrostu PKB o około 5% i przy deficycie obrotów bieżących bilansu płatniczego na poziomie około 7% PKB. Jeżeli zachowana zostanie obserwowana ostatnio zmienność popytu na pieniądź, to przy wyznaczonym celu inflacyjnym i prognozowanym wzroście PKB przewidywany przyrost podaży pieniądza w roku 2001 wynosi 40-46 mld zł.

2. INSTRUMENTY

W roku 2001 polityka pieniężna realizowana będzie w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przy płynnym kursie walutowym. Zasadą

tej strategii jest dostosowywanie polityki stóp procentowych do przewidywanej inflacji. Oznacza to, że bank centralny nie ma żadnego celu w postaci poziomu kursu złotego do innych walut, jak również że nie ma żadnych formalnych zobowiązań dotyczących interweniowania na rynku walutowym. NBP zastrzega sobie jednakże prawo do takich interwencji, o ile uzna, że jest to niezbędne dla realizacji celu inflacyjnego.

2.1. Stopy procentowe

Podstawowym instrumentem Narodowego Banku Polskiego jest stopa procentowa. Stopami banku centralnego są: stopa referencyjna, stopa lombardowa oraz stopa redyskonta weksli.

NBP będzie utrzymywał poziom stóp procentowych spójny z realizacją założonego celu inflacyjnego, wpływając na poziom nominalnych krótkoterminowych stóp procentowych rynku pieniężnego. Stopy rynku pieniężnego oddziałują na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Oprocentowanie w tych bankach wpływa natomiast na decyzje gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych, dotyczące oszczędności, konsumpcji i inwestycji.

W celu odpowiedniego kształtowania krótkoterminowych stóp procentowych NBP stosuje szereg instrumentów, takich jak: operacje otwartego rynku, rezerwa obowiązkowa oraz operacje kredytowo-depozytowe.

2.2. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są instrumentem umożliwiającym bankowi centralnemu utrzymywanie wybranych stóp procentowych na rynku na poziomie pożądanym z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej. Operacje otwartego rynku pozwalają na elastyczne reagowanie na zmiany płynności w sektorze bankowym, dopasowując stan środków na rachunkach banków w banku centralnym do zgłaszanego popytu tak, aby osiągnąć pożądaną poziom stóp procentowych.

Rodzaje prowadzonych przez NBP operacji otwartego rynku będą zeterminowane przez kształtowanie się płynności systemu bankowego.

Oddziaływanie stóp procentowych banku centralnego na banki wzmochni się w roku 2001 po eliminacji operacyjnego nadmiaru płynności w sektorze bankowym. W tym celu NBP będzie kontynuował operacje bezwarunkowej sprzedaży obligacji skarbowych, pozyskanych od budżetu państwa w 1999 r. w związku z konwersją jego zobowiązań wobec banku centralnego. Dla osiągnięcia operacyjnego niedoboru płynności w sektorze bankowym NBP nie wyklucza również emisji własnych papierów wartościowych.

Powstanie sytuacji operacyjnego niedoboru płynności w bankach spowoduje konieczność modyfikacji systemu prowadzenia operacji otwartego rynku. Stopa referencyjna, wyznaczając oprocentowanie głównego typu krótkookresowych operacji zasilających system bankowy w płynność, zachowa rolę instrumentu informującego o bieżącym kierunku polityki NBP.

Przestanie ona jednak wyznaczać minimalny poziom stóp na rynku międzybankowym.

Prowadząc operacje służące osiągnięciu sytuacji operacyjnego niedoboru płynności, NBP będzie starał się osiągać ten cel stopniowo. W rezultacie nadpłynność może utrzymać się jeszcze w roku 2001. W tej sytuacji bank centralny będzie prowadzić operacje absorbujące, wykorzystując w tym celu głównie emisję 28-dniowych bonów pieniężnych NBP i oddziałując bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. NBP zachowa wówczas także dotychczasowy system stóp procentowych. Stopą referencyjną pozostanie stopa określająca minimalne oprocentowanie absorbujących płynność krótkookresowych operacji otwartego rynku. Podobnie jak w roku 2000 będzie ona wyznaczać najniższy poziom stóp oferowanych na międzybankowym rynku depozytów o porównywalnym z operacjami NBP okresie zapadalności.

W procesie dochodzenia do stanu operacyjnego niedoboru płynności może pojawić się sytuacja, w której NBP będzie prowadzić zarówno operacje zasilające, jak i absorbujące. NBP odpowiednio dostosuje instrumenty i zakres prowadzenia operacji otwartego rynku, tak aby okres ten był możliwie krótki.

2.3. Rezerwa obowiązkowa

Podstawową rolą rezerwy obowiązkowej będzie nadal łagodzenie wpływu bieżących zmian płynności systemu bankowego na stopy procentowe ryn-

ku międzybankowego, co ułatwia utrzymanie wybranej stopy na pożądanym przez NBP poziomie. Po obniżeniu stóp rezerwy obowiązkowej w 1999 r. zmniejszyło się natomiast jej znaczenie jako instrumentu trwałej absorpcji płynności z banków. Dalsze zmiany stóp rezerwy obowiązkowej uzależnione będą od kształtowania się warunków realizacji polityki pieniężnej.

2.4. Operacje kredytowo-depozytowe

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. W celu ułatwienia zarządzania płynnością przez banki komercyjne i stabilizacji uwarunkowań prowadzenia polityki pieniężnej, w roku 2001 NBP rozważy możliwość udzielania kredytu ze spłatą w ciągu tego samego dnia operacyjnego. Kredyt ten będzie zabezpieczony skarbowymi papierami wartościowymi.

W sytuacji operacyjnego niedoboru płynności może zwiększyć się zakres wahań krótkookresowych stóp procentowych. Główną tego przyczyną będą zmiany stanów rachunków sektora publicznego w NBP (rachunków jednostek budżetowych i państwowych funduszy celowych). Dla ograniczenia od dołu wahań stóp procentowych rynku międzybankowego właściwych depozytom o najkrótszym terminie zapadalności (górną granicą wahań po-

zostanie stopa lombardowa) NBP wprowadzi stopę depozytową banku centralnego. Stopa depozytowa będzie wyznaczała cenę, jaką bank centralny zaoferuje bankom za możliwość złożenia przez nie krótkookresowego depozytu. Oprocentowanie depozytu będzie kształtować się poniżej stopy referencyjnej NBP. Wprowadzenie tych instrumentów jest kolejnym etapem realizacji planu dostosowania instrumentarium NBP do Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Kredyt redyskontowy będzie, podobnie jak w latach poprzednich, wykorzystywany głównie do sezonowego refinansowania skupu płodów rolnych i nie będzie znaczącym źródłem płynności w sektorze bankowym. Jego oprocentowanie będzie ściśle związane z kształtowaniem się stopy kredytu lombardowego.

3. UWARUNKOWANIA

Cel inflacyjny będzie w 2001 r. realizowany w warunkach kontynuacji przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w porównaniu z 1999 r. oraz nadal wysokiego deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego. Utrzymywanie się tego deficytu na wysokim poziomie zwiększa ryzyko niestabilności na rynku walutowym, co może również zagrażać realizacji celu inflacyjnego. Można oczekiwać, że utrzymująca się wysoka dynamika popytu wewnętrznego w krajach Unii Europejskiej będzie stymulowała wzrost eksportu. Jednocześnie każdy przyrost popytu krajowego, szczególnie konsumpcyj-

nego, powoduje – na co wskazują doświadczenia ostatnich lat – silne zwiększenie dynamiki importu. Dlatego bardzo istotnym celem polityki makroekonomicznej, podobnie jak w roku poprzednim, powinna być kontrola tempa wzrostu popytu wewnętrznego.

Istotnym czynnikiem, determinującym skuteczność polityki pieniężnej w 2001 r. oraz w latach następnych, będzie sytuacja sektora finansów publicznych. Zachowanie stabilizacji makroekonomicznej w Polsce wymaga radykalnego ograniczenia stopnia nierównowagi budżetowej i jak najszybszego osiągnięcia nadwyżki, w warunkach kontynuacji reform strukturalnych i instytucjonalnych. Wyzwanie to stwarza jednakże wiele problemów dla polityki fiskalnej.

W Założeniach do projektu budżetu na 2001 r. (w wersji z lipca 2000 r.) zakłada się zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych, w ujęciu ekonomicznym, z przewidywanych 2% PKB w 2000 r. do 1,6% PKB. Przewiduje się, że w 2001 r. ten postęp w zacieśnianiu polityki fiskalnej, obarzonej wzrostem tzw. wydatków sztywnych, generowanych odmiennym od zakładanego przebiegiem zjawisk makroekonomicznych w 2000 r., zostanie dokonany poprzez poważne ograniczenie pozostałych wydatków budżetowych, w tym wydatków na cele prorozwojowe. Jednakże skala zmniejszenia deficytu ekonomicznego (o 0,4% PKB) nie stanowi zdecydowanego kroku w kierunku znacznego i trwałego obniżenia deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz wsparcia procesu dezinflacji. Również struktura finansowania deficytu finansów publicznych z dużym udziałem kapitału zagranicznego zakłóca działanie automatycznego mechanizmu stopniowego

przywracania równowagi zewnętrznej poprzez dostosowania kursu walutowego. W sytuacji zmniejszających się wpływów z prywatyzacji i większych obciążeń obsługą zadłużenia zagranicznego w nadchodzących latach, zapowiadana redukcja deficytu nie oddala groźby destabilizacji makroekonomicznej w średnim okresie. Ponadto czynnikiem, zwiększającym ryzyko realizacji mniej restrykcyjnej polityki fiskalnej od zapowiadanej na 2001 i następny rok, może być odmienne ukształtowanie się założeń dotyczących tempa wzrostu gospodarczego w 2001 r. i inflacji w roku 2000, co wpływa na szacunek dochodów i wydatków budżetowych.

Projektowane zmniejszenie deficytu ekonomicznego nie stanowi zatem przesłanki obniżenia restrykcyjności polityki pieniężnej. Brak zdecydowanego zaostrzenia polityki fiskalnej w 2001 r. i w efekcie ustabilizowanie deficytu obrotów bieżących na poziomie zbliżonym do osiągniętego w 2000 r. nie wyeliminuje ryzyka okresowych zaburzeń na rynku walutowym z możliwymi tego konsekwencjami dla inflacji. Niewystarczające wsparcie polityki pieniężnej ze strony polityki fiskalnej utrzymywać będzie zatem nadal daleki od optymalnego układ obu tych polityk. Zastępowanie zacieśniania polityki fiskalnej wzrostem restrykcyjności polityki pieniężnej nie sprzyja umacnianiu stabilności gospodarki polskiej, zmniejsza skuteczność działań antyinflacyjnych i osłabia wzrost gospodarczy.

W roku 2001 nadal istotny wpływ na tempo wzrostu cen będą miały czynniki pozamonetarne. Planowane w 2001 r. zmiany w systemie podatków pośrednich – zwiększenie stawek VAT i akcyzy w celu dostosowania ich do wymogów Unii Europejskiej – mogą skutkować wzrostem wskaźni-

ka cen towarów i usług konsumpcyjnych, co nie będzie objawem nieskuteczności polityki pieniężnej. Zaburzenia podażowe na rynku żywności będą nadal wywierały istotny wpływ na kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych, którego siła zależeć będzie od polityki interwencyjnej rządu.

Utrzymanie na wysokim poziomie cen ropy naftowej oraz surowców przemysłowych w 2001 r., związane z dobrą koniunkturą w gospodarce światowej, i jednocześnie przewidywana niska dynamika cen towarów przemysłowych oraz żywności mogą skutkować pogorszeniem cenowych warunków wymiany (*terms of trade*) w polskim handlu zagranicznym – a tym samym przyczynić się do pogarszania nierównowagi zewnętrznej.

Rada Polityki Pieniężnej podkreśla, że najbardziej skutecznym sposobem obniżania kosztów dezinflacji jest zdecydowane przyspieszenie zmian strukturalnych w gospodarce. Dotyczyć one powinny przyspieszenia procesu prywatyzacji, usuwania barier protekcyjnych, demonopolizacji i budowy konkurencyjnych rynków w takich dziedzinach gospodarki, jak: rolnictwo, produkcja i dystrybucja paliw płynnych, energii elektrycznej i ciepłej, usługi telekomunikacyjne i komunalne.

W 2001 r. może zostać wprowadzona, pierwotnie planowana na 2000 r., pełna liberalizacja przepisów dewizowych. Wprowadzenie systemu w pełni płynnego kursu walutowego w kwietniu 2000 r. w znacznym stopniu neutralizuje jednak jej potencjalnie negatywne konsekwencje dla polityki pieniężnej i wzrost zagrożenia zaburzeniami na rynku walutowym związany z jej wprowadzeniem.

