

**NARODOWY BANK POLSKI**  
**RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

**ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA 2003 ROK**

Warszawa, wrzesień 2002 roku

Zgodnie z art. 277 ust. 1 Konstytucji RP Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza. 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. Inflacja zmniejsza siłę nabywczą złotego. Celem polityki pieniężnej NBP jest trwale obniżenie inflacji. Stabilna, niska inflacja stanowi podstawę długotrwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Utrzymanie niskiej inflacji umożliwi również w przyszłości uczestnictwo w europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej tworzące korzystne warunki dla uzyskania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego i zmniejszenia luki rozwojowej, jaka dzieli Polskę od krajów rozwiniętych.

## **I. CEL INFLACYJNY W 2003 R.**

W uchwalonej w 1998 r. *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* Rada Polityki Pieniężnej za strategiczny cel polityki pieniężnej uznała obniżenie do końca 2003 r. stopy inflacji do poziomu poniżej 4%. Zgodnie z tą strategią Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała, że celem polityki pieniężnej w 2003 r. (ogłoszonym w czerwcu 2002 r.) będzie osiągnięcie na koniec 2003 r. inflacji na poziomie 3% +/- 1 pkt. proc.

Wyznaczenie przedziału odchyłeń od ustalonego celu punktowego wynika z braku możliwości precyzyjnego przewidywania niezależnych od polityki pieniężnej zdarzeń, które wpływają na realizację celu inflacyjnego. W szczególności należą do nich nieoczekiwane duże wahania cen paliw i żywności oraz trudne do precyzyjnego przewidzenia wahania kursu złotego. Niepewność dotyczy także skali deficytu sektora finansów publicznych, przychodów z prywatyzacji, a także skali konsolidacji przedsiębiorstw państwowych i związanego z nią ograniczenia konkurencji.

Podstawą polityki pieniężnej jest strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, która wiąże się z systemem płynnego kursu walutowego. Strategia ta – jednoznacznie wskazując cel polityki monetarnej – zapewnia wysoką przejrzystość polityki pieniężnej sprzyjającą utrzymaniu oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Jednocześnie pozwala ona na elastyczne reagowanie na zmiany warunków makroekonomicznych – uwarunkowań zewnętrznych, sytuacji finansów publicznych oraz wstrząsy podażowe i popytowe. Dzięki

temu zmniejsza się ryzyko powstawania napięć mogących prowadzić do zjawisk kryzysowych. W ocenie RPP system płynnego kursu walutowego jest najbardziej odpowiedni dla gospodarki polskiej na drodze do członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej. Równocześnie w ramach tego systemu RPP – tak jak dotychczas - zastrzega sobie prawo do interwencji na rynku walutowym, jeśli będzie to niezbędne dla realizacji celu inflacyjnego.

Wyznaczenie celu na poziomie 3% z przedziałem odchyłeń +/- 1 pkt. proc. oznacza przejście z fazy obniżania inflacji do fazy stabilizowania inflacji na niskim poziomie. Stabilizacja inflacji na niskim poziomie utrwala niskie oczekiwania inflacyjne i umożliwia dalsze stopniowe obniżanie stóp procentowych i zmniejszanie różnicy między ich poziomem w Polsce i krajach Unii Gospodarczej i Walutowej. Tempo zbliżania poziomów stóp procentowych będzie uzależnione od czynników, na które polityka pieniężna nie ma wpływu, w tym przede wszystkim od polityki fiskalnej w najbliższych latach.

Trwale niska inflacja jest jednym z warunków ekonomicznych zapisanych w Traktacie z Maastricht w postaci kryteriów zbieżności. Osiągnięcie niskiej inflacji sprzyja ponadto spełnieniu innych kryteriów zbieżności - długoterminowych stóp procentowych i stabilności kursu walutowego i umożliwia członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej. Spełnienie kryteriów z Maastricht stworzyłoby dobre makroekonomiczne podstawy dla długofalowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Przystąpienie do strefy euro przyniesie gospodarce dodatkowe korzyści, takie jak obniżenie kosztów pozyskania kapitału, wyeliminowanie części kosztów transakcyjnych, ożywienie w ramach wzajemnego handlu poprzez wyeliminowanie ryzyka kursowego i zwiększenie przejrzystości cen. RPP uznaje zatem, że celem polityki makroekonomicznej w najbliższych latach powinno być wypełnienie kryteriów zbieżności w terminie umożliwiającym jak najszybsze wprowadzenie euro w Polsce.

## II. WARUNKI REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

### Czynniki zewnętrzne

Dostępne prognozy rozwoju gospodarki światowej w 2003 r. wskazują, że poprawa koniunktury zewnętrznej będzie powolna. Wzrost gospodarczy w strefie euro szacuje się na 1,8-2,4%, a w Stanach Zjednoczonych na 2,5-3,2%. Ewentualność konfliktu zbrojnego w Iraku rodzi ryzyko wzrostu cen ropy naftowej, co dodatkowo osłabiłoby wzrost gospodarki światowej, będąc jednocześnie bodźcem inflacyjnym. Ujawniane nadużycia księgowe w niektórych amerykańskich korporacjach są źródłem niepewności na rynkach finansowych. W efekcie prognozy rozwoju czynników zewnętrznych wpływających na wzrost gospodarczy i inflację w 2003 r. mogą być obciążone dużym błędem. Skutki ożywienia dla gospodarki Polski będą najprawdopodobniej odczuwalne dopiero w II połowie 2003 r.

### Ceny żywności, ceny kontrolowane\*

Przewiduje się, że w 2003 r. nastąpi niewielkie przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności do około 2%. W ocenie ekspertów przyczynią się do tego niższe niż w 2002 r. zbiory zbóż, warzyw i owoców. Prognozuje się również wzrost cen mięsa, spowodowany zmniejszeniem podaży produkcji zwierzęcej wskutek spadku jej opłacalności. Duża niepewność w prognozowaniu cen żywności nakazuje jednak brać pod uwagę możliwość znacznie wyższego wzrostu tych cen.

Na podstawie dostępnych obecnie informacji NBP ocenia, że w porównaniu do roku 2002 tempo wzrostu cen kontrolowanych w 2003 r. powinno ulec niewielkiemu obniżeniu i ukształtować się w przedziale od 3.6% do 4.8%.

Prognozy średniorocznych cen ropy naftowej na rynkach światowych wskazują, iż w 2003 r. można oczekiwać stabilizacji cen paliw, choć istnieje ryzyko ich znacznego wzrostu w wyniku ewentualnego konfliktu zbrojnego w Iraku.

---

\* Ceny kontrolowane obejmują ceny: napojów alkoholowych, wyrobów tytoniowych, paliw, energii elektrycznej, gazu, ciepłej wody, centralnego ogrzewania, zbiorowego transportu kolejowego, przewozu miejską komunikacją zbiorową, usług pocztowych, usług telekomunikacyjnych, abonamentów RTV, usług administracji państwowej, usług sądowych i adwokackich.

## **Rozwój gospodarczy, wzajemna relacja polityki pieniężnej i fiskalnej, uwarunkowania systemowe**

Od 2001 r. obserwujemy w Polsce spowolnienie gospodarcze. Początków niekorzystnych tendencji należy dopatrywać się w nadmiernym w stosunku do potencjału gospodarki wzroście popytu w drugiej połowie lat 90-tych. Skutkowało to narastaniem skali nierównowagi w gospodarce (inflacji oraz deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego), co wymagało przeciwdziałania. W 1998 roku kryzys rosyjski doprowadził do pogłębienia nierównowagi zewnętrznej (wzrost deficytu na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB do ponad 8% w I kwartale 2000 r.).

Wzrost restrykcyjności polityki monetarnej rozpoczęty w drugiej połowie 1999 r., podyktowany koniecznością obniżenia inflacji i ograniczenia nierównowagi zewnętrznej, zbiegł się w czasie z ogólnym spowolnieniem gospodarczym, prowadząc do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w stopniu zbliżonym do tego, w jakim zwalniała gospodarka strefy euro. Mimo, że spadek tempa wzrostu gospodarczego był zbliżony do spadku w strefie euro, w Polsce nastąpiła znacznie głębsza redukcja zatrudnienia. Jej przyczyn należy szukać w uruchamianiu rezerw konkurencyjności tkwiących w gospodarce oraz w sztywnym rynku pracy. Znaczna część redukcji zatrudnienia wynikała także z restrukturyzacji sektorów gospodarki, w których utrzymywało się nadmierne zatrudnienie (górnictwo, hutnictwo, transport kolejowy).

Pomimo niekorzystnych uwarunkowań, proces przywracania równowagi zewnętrznej oraz obniżania inflacji był konsekwentnie realizowany, co pozwoliło na rozpoczęcie stopniowego łagodzenia polityki pieniężnej. Od początku 2001 r. do sierpnia 2002 r. najważniejsza z punktu widzenia rynku pieniężnego stopa procentowa NBP została obniżona o 11 punktów procentowych z 19% do 8%. Inflacja bazowa obniżyła się z dwucyfrowego poziomu w 2000 r. do poziomu umożliwiającego jej stabilizację w przedziale średniookresowego celu inflacyjnego ustalonego przez RPP w 1998 r. Deficyt na rachunku obrotów bieżących obniżył się z bardzo groźnego poziomu ponad 8% PKB w 2000 r. do poniżej 4% PKB obecnie. Od połowy 2002 r. widoczne są symptomy stopniowego ożywienia gospodarczego.

W ocenie RPP słabsze niż wcześniej oczekiwano ożywienie gospodarcze u głównych partnerów handlowych, przy rysujących się perspektywach popytu wewnętrznego, pozwala na prognozowanie w 2003 r. tempa wzrostu PKB w Polsce w przedziale 2-3%. RPP podkreśla, że trwałe odbudowanie szybkiego wzrostu gospodarczego może się dokonać tylko

w warunkach utrzymującej się równowagi makroekonomicznej. Jest to możliwe w przypadku, gdy zostanie zmobilizowany dostateczny wzrost oszczędności wewnętrznych finansujących inwestycje. W przeciwnym wypadku gospodarce będą grozić albo powrót nierównowagi zewnętrznej albo wzrost inflacji. Zjawiska te, nie do pogodzenia z szybkim długofalowym wzrostem gospodarczym, mogą przekreślić szanse na szybkie członkostwo Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej. RPP zwraca uwagę, iż znacząca mobilizacja oszczędności krajowych nie nastąpi bez zwiększenia oszczędności sektora rządowego, czyli bez zdecydowanego obniżenia deficytu budżetowego.

Zdaniem RPP przeszkodą w zacieśnianiu polityki fiskalnej, a także – główną barierą trwałego przyspieszenia wzrostu gospodarczego - są utrzymujące się strukturalne słabości polskiej gospodarki, wymienione już w *Założeniach Polityki Pieniężnej na 2002 r.*: deformacje rynku pracy utrudniające zatrudnianie, brak postępu w demonopolizacji ważnych sektorów gospodarki, ochrona na koszt podatnika nierentownych przedsiębiorstw państwowych zamiast ich prywatyzacji, utrzymywanie wysokiego udziału wydatków socjalnych w budżecie państwa, które blokuje obniżanie podatków, niedorozwój infrastruktury. Słabości tych nie da się wyeliminować bez podjęcia w sposób zdecydowany reform strukturalnych, takich jak: dalsza liberalizacja prawa pracy, poprawa otoczenia prawnego firm, racjonalizacja bieżących wydatków budżetu i prywatyzacja. Reformy te przyniosą efekty w postaci wzrostu zatrudnienia, poprawy efektywności i zmniejszenia deficytu budżetowego. Redukcja deficytu budżetowego umożliwiłaby z kolei łagodzenie polityki pieniężnej, a to dodatkowo wzmocniłoby wzrost gospodarczy. W rezultacie gospodarka mogłaby osiągnąć wyższe długofalowe tempo wzrostu gospodarczego i niższy poziom bezrobocia przy niższej inflacji.

Rada Polityki Pieniężnej ocenia stopień restrykcyjności polityki fiskalnej biorąc pod uwagę wysokość deficytu ekonomicznego finansów publicznych. W świetle informacji dostępnych w chwili uchwalania tych *Założeń* w 2003 r. nastąpi – uwzględniając czynniki cykliczne – dalsze rozluźnienie polityki fiskalnej. Rysuje się również zagrożenie dokonania przesunięć części wydatków budżetu państwa do pozostałych części sektora finansów publicznych, tj. samorządów, funduszy i agencji. Prowadziłoby to do dalszego zwiększenia deficytu ekonomicznego sektora finansów publicznych. Utrzymywanie wysokiego deficytu, przy niskich wpływach z prywatyzacji, będzie wymagać wysokiej podaży papierów skarbowych niezbędnych dla sfinansowania potrzeb pożyczkowych państwa, co ograniczy

możliwości finansowania rozwoju przedsiębiorstw i stworzy warunki sprzyjające umocnieniu kursu złotego bez jednoczesnego wzmocnienia konkurencyjności przedsiębiorstw.

Rozluźnienie polityki fiskalnej w kontekście przewidywanej poprawy sytuacji gospodarczej jest zjawiskiem niepokojącym. Przeprowadzenie reform umożliwiających obniżanie deficytu budżetu zwiększyłoby pole manewru dla polityki pieniężnej. Pozwoliłoby to na poprawę układu polityki makroekonomicznej i perspektyw wzrostu gospodarczego w długim okresie.

# INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

## Stopa procentowa

Stopa procentowa jest głównym instrumentem, za pomocą którego RPP realizuje cel inflacyjny. Bank centralny, prowadząc operacje otwartego rynku, wpływa na poziom stóp procentowych na rynku międzybankowym. Oprocentowanie kredytów i depozytów oferowane przez banki komercyjne wywiera natomiast wpływ na decyzje dotyczące konsumpcji i inwestycji, a w efekcie na sferę realną oraz inflację.

Stopami, wytyczającymi kierunek prowadzonej polityki pieniężnej, są stopa referencyjna, stopa lombardowa oraz stopa depozytowa.

**Stopa referencyjna** wyznacza minimalną rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom stóp rynkowych o porównywalnym terminie zapadalności. W 2003 r. NBP dokona skrócenia terminu zapadalności podstawowych operacji otwartego rynku do 14 dni. W ten sposób stopa referencyjna będzie oddziaływać na stopę dwutygodniową rynku pieniężnego. Skrócenie operacji do 14 dni powinno zwiększyć efektywność mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, zapewni bardziej precyzyjny wpływ banku centralnego na poziom płynności w sektorze oraz będzie krokiem dostosowawczym do standardów Europejskiego Banku Centralnego.

**Stopa lombardowa** wyznacza maksymalny koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym.

**Stopa depozytowa** określa dolną granicę wahań stóp jednodniowych.

## Płynność sektora bankowego

Sytuację, w której bank centralny jest na trwałe dłużnikiem netto banków komercyjnych z tytułu operacji krótko- i długookresowych łącznie, określamy jako **nadpłynność strukturalną**. Przypadek, w którym w warunkach strukturalnej nadpłynności bank centralny jest dłużnikiem netto banków z tytułu operacji krótkoterminowych nazywamy **nadpłynnością operacyjną**.

W 2003 r. NBP będzie realizował politykę pieniężną w warunkach zarówno strukturalnej, jak i operacyjnej nadpłynności sektora bankowego. Przejście do operacyjnego



niedoboru płynności wiązałoby się z koniecznością dużej emisji obligacji NBP. W warunkach wysokiego deficytu sektora finansów publicznych i stosunkowo niskich wpływów z prywatyzacji duża emisja obligacji NBP stanowiłaby konkurencję dla papierów skarbowych i prowadziłaby do niepożądanego wzrostu ich rentowności. Dlatego w warunkach operacyjnej nadpłynności kontynuowane będą działania zmierzające w kierunku ograniczenia nadpłynności strukturalnej. Cel ten osiągany będzie stopniowo, zgodnie z warunkami panującymi na rynku pieniężnym.

Aby uniknąć pojawienia się zmiennych stanów operacyjnej płynności sektora bankowego, bank centralny podejmie takie działania, które spowodują, że operacje otwartego rynku będą miały jednorodny, absorbujący kierunek. W tym celu przewidywany jest wykup wyemitowanych w 1999 r. przez NBP obligacji indeksowanych do inflacji. Pozwoli on utrzymać niewielką operacyjną nadpłynność sektora bankowego i jednocześnie poprawi konkurencyjność banków. Operacja ta usunęłaby jeden z czynników, które powodują utrzymywanie się nadmiernie wysokiej marży pomiędzy oprocentowaniem kredytów i depozytów.

## **Operacje otwartego rynku**

Podstawowym instrumentem, umożliwiającym utrzymywanie stóp rynku pieniężnego na poziomie pożądanym z punktu widzenia realizacji założonego celu inflacyjnego, będą operacje otwartego rynku.

**Operacje podstawowe** wytyczać będą kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Rolę tę pełnić będzie regularna, przeprowadzana raz w tygodniu, emisja 14-dniowych bonów pieniężnych NBP. Rentowność tych operacji określana będzie poprzez stopę referencyjną ustaloną przez RPP.

**Operacje dostrajające** możliwe będą do zastosowania w sytuacji nieoczekiwanej zmiany stanu płynności, skutkującej niepożądanymi - z punktu widzenia prowadzonej polityki pieniężnej - zmianami stóp rynkowych. Operacje te mogą obejmować zarówno operacje zasilające, jak i absorbujące.

**Operacje strukturalne** służyć będą długoterminowej zmianie poziomu płynności sektora bankowego. NBP będzie kontynuował sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych w trybie bezwarunkowym. Przewiduje się również wykup wyemitowanych w 1999 r. przez NBP obligacji indeksowanych do inflacji.

## **Rezerwa obowiązkowa**

Zasadniczą rolą rezerwy obowiązkowej jest ograniczanie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym na wahania stóp procentowych. Wynika to z obowiązku utrzymania odpowiedniej ilości środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej i ułatwia bankowi centralnemu utrzymywanie stóp rynkowych na pożądanym poziomie.

Obniżki stopy rezerwy obowiązkowej zależą od kształtowania się poziomu nadpłynności w sektorze bankowym.

## **Operacje kredytowo – depozytowe**

Operacje te służą łagodzeniu wpływu zmian płynności w sektorze na poziom stawek rynkowych, tworząc pasmo wahań dla stóp jednodniowych. W przeciwieństwie do operacji otwartego rynku operacje kredytowo – depozytowe przeprowadzane są z inicjatywy banków.

**Kredyt lombardowy** pełni rolę źródła krótkoterminowej płynności (overnight). Daje bankom możliwość zaciągania kredytu na koniec dnia na bazie O/N w banku centralnym. Jest zabezpieczony papierami wartościowymi, a jego oprocentowanie wyznacza końcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym.

**Lokata na koniec dnia** umożliwia bankom komercyjnym złożenie jednodniowego depozytu w banku centralnym. Stopa depozytowa ogranicza od dołu wahania krótkoterminowych stóp procentowych rynku międzybankowego.

## **Inne operacje**

**Kredyt techniczny** jest zabezpieczoną, spłacaną w ciągu dnia operacyjną, formą pożyczki z banku centralnego. Nie jest uważany za instrument polityki pieniężnej, jednakże stanowi ważny element systemu rozliczeniowego. Służy poprawie efektywności rozrachunków międzybankowych. W 2003 r. NBP rozszerzy możliwość zabezpieczania kredytu technicznego o obligacje skarbowe.

\* \* \*

W 2003 r. kontynuowane będą prace mające na celu przygotowanie systemu operacyjnego NBP do uczestnictwa w Eurosystemie. Do najważniejszych zadań należeć będą: stworzenie zaplecza technicznego do przeprowadzania operacji otwartego rynku oraz operacji kredytowo-depozytowych na zasadach obowiązujących w Eurosystemie, a także pełna harmonizacja systemu rezerwy obowiązkowej. Dostosowania te realizowane będą stopniowo. Zmierzać będą do poprawy efektywności rynków finansowych, co powinno usprawniać proces transmisji polityki pieniężnej.