

777

UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 29 września 2004 r.

w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2005

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. Nr 140, poz. 938, z 1998 r. Nr 160, poz. 1063, z 2000 r. Nr 53, poz. 648, Nr 62, poz. 718 i Nr 119, poz. 1252, z 2001 r. Nr 8, poz. 64, Nr 110, poz. 1189 i Nr 154, poz. 1784 i 1800, z 2002 r. Nr 126, poz. 1070 i Nr 141, poz. 1178, z 2003 r. Nr 65, poz. 594, Nr 137, poz. 1303, Nr 209, poz. 2035 i Nr 228, poz. 2260 oraz z 2004 r. Nr 116, poz. 1205 i Nr 121, poz. 1262) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2005, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2005 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej:

L. Balcerowicz

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: J. Czekaj, D. Filar, S. Nieckarz, M. Noga, S. Owsiak, M. Pieterwicz, A. Sławiński, H. Wasilewska-Trenkner, A. Wojtyna

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej z dnia 29 września 2004 r. (poz. 777)

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2005

I. Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z dnia 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 podstawowego celu NBP”.

W praktyce ten ogólnie sformułowany podstawowy cel działalności władz monetarnych wymaga konkretyzacji. Po pierwsze, współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją stopę inflacji na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Po drugie, niezależnie od jakościowego określania podstawowego celu, coraz bardziej powszechną praktyką wśród banków centralnych jest nadawanie mu określonej wartości liczbowej. Wynika to stąd, że w ostatnich latach coraz więcej banków centralnych prowadzi politykę pieniężną w ramach tzw. strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI).

Rada Polityki Pieniężnej oparła politykę pieniężną na strategii BCI w 1998 r. Ze względu na to, że strategia realizowana była w warunkach dezinflacji, Rada zdecydowała się na przyjęcie następujących po sobie celów rocznych, obowiązujących w perspektywie

średniookresowej. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu Rada uznała, że w nowych warunkach sposób formułowania celu w ramach strategii BCI powinien ulec zmianie. Dlatego w przyjętej w lutym 2003 r. *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.* RPP przyjęła tzw. ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5 % z symetrycznym przedziałem dopuszczalnych wahań o szerokości ± 1 punkt procentowy. W lutym 2004 r. obecna RPP potwierdziła podstawowe elementy *Strategii polityki pieniężnej po 2003 r.*, a mianowicie poziom celu inflacyjnego i szerokość pasma wahań oraz stosowanie systemu płynnego kursu walutowego do momentu przystąpienia Polski do ERM II. Rada wyraziła również przekonanie, że najbardziej korzystne dla Polski byłoby przyjęcie strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.

Obecna RPP przygotowała *Założenia polityki pieniężnej* po raz pierwszy. Dlatego Rada postanowiła, by w tym ważnym dokumencie wyjaśnić, jak rozumie cel inflacyjny i sposób jego realizacji.

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej miesiąc do analogicznego miesiąca poprzedniego roku, a nie, jak w latach 1999—2003, wyłącznie w grudniu do grudnia poprzedniego roku. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II lub zakończenie kadencji obecnej Rady.
- Po drugie, GUS podaje informację o kształtowaniu się inflacji w postaci wskaźników liczonych jako zmiana cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w danym miesiącu w porównaniu do analogicznego

miesiąca roku poprzedniego. Miara ta stanowi główną podstawę interpretacji celu inflacyjnego. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się kwartalnymi i średniorocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP i w budżecie państwa. Za stosowaniem wskaźnika kwartalnego przemawia to, że projekcja inflacji, która jest bardzo ważnym punktem odniesienia dla decyzji RPP — pozwala oceniać prawdopodobne odchylenia inflacji od celu w ujęciu kwartalnym. Za stosowaniem wskaźnika średniorocznego przemawia to, że: a) eliminuje on krótkotrwałe, przypadkowe odchylenia inflacji od celu; b) w ten sposób wyrażane są niektóre istotne wielkości publikowane w projekcji inflacji oraz c) jest on wykorzystywany w prognozie budżetowej oraz w innych dokumentach i programach rządowych.

- Po trzecie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliżej celu 2,5 %, a nie jedynie wewnątrz dopuszczalnego przedziału wahań. Jest to rozwiązanie odmienne od stosowanego w niektórych krajach, gdzie elementem strategii BCI jest pasmo zmienności inflacji bez określenia jego środka. Przyjęte rozwiązanie pozwala na lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych.
- Po czwarte, wahania inflacji wewnątrz pasma należy traktować jako naturalny wynik oddziaływania niewielkich wstrząsów oraz czynników koniunkturalnych. Należy przyjąć, że wahania te kompensują się w dłuższym okresie, a więc z reguły nie wymagają zmiany prowadzonej polityki pieniężnej. Mogą jednak wystąpić nieoczekiwane i silne wstrząsy, które powodują, że inflacja znajdzie się przejściowo poza przedziałem wahań, co może wymagać reakcji banku centralnego.
- Po piąte, reakcja polityki pieniężnej na nieoczekiwane wstrząsy będzie zależała od ich siły i charakteru oraz stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi mniejszy problem, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Podwyżka stóp procentowych przy inercyjnym charakterze oczekiwań inflacyjnych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną. Wstrząsy podażowe jest nie tylko dużo trudniej zmierzyć. Trudności wynikają przede wszystkim stąd, że w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach, jak miało to miejsce w okresie silnych wstrząsów naftowych w latach 70. Spowodowały one, że w wielu krajach nastąpił znaczny wzrost inflacji i jednoczesny spadek produkcji w wyniku wzrostu kosztów. Niewłaściwa reakcja polityki pieniężnej może mieć daleko idące niekorzystne skutki dla gospodarki. Próba całkowitego zneutralizowania przez politykę pieniężną wpływu wstrząsu podażowego na inflację może prowadzić niepotrzebnie do znacznego spadku produkcji, ponieważ już sam wstrząs podażowy wpływa niekorzystnie na popyt i inwestycje. Z kolei, próba pełnego zamortyzowania skutków wstrząsu podażo-

wego wywołującego wzrost cen i spadek produkcji — na drodze prowadzenia zbyt łagodnej polityki pieniężnej — powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga podjęcia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej relatywnie silne spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego.

- Po szóste, znaczna część wstrząsów podażowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobiegnięcie pojawieniu się wtórnych skutków wstrząsu podażowego (tzw. *efektów drugiej rundy*). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podażowych bardzo przydatne stają się miary inflacji bazowej, które pozwalają przynajmniej częściowo odróżnić skutki przejściowe od trwałych zmian presji inflacyjnej.
- Po siódme, ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na zachowanie cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Niestety długość tych opóźnień nie jest wielkością stałą i zależy w dużej mierze od zachodzących w gospodarce zmian strukturalnych i instytucjonalnych. Zmiany w mechanizmie transmisji impulsów monetarnych powodują, że banki centralne tylko w przybliżeniu mogą określić okres, jaki mija od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.
- Po ósme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez pewien czas na określonym poziomie. Brak decyzji o zmianie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiący lub kwartałów) jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdy prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.
- Po dziewiąte, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach wysokiego stopnia niepewności. Wysoka niepewność oznacza między innymi, że model wykorzystywany przez bank centralny do prognozowania inflacji może zacząć słabo odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że: a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całości dostępczej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji; b) nie jest możliwe posługiwanie się prostą regułą polityki, która *ex ante* mogłaby być znana uczestnikom rynku oraz c) ukierunkowa-

na na przyszłość polityka pieniężna musi być komunikowana otoczeniu jako próba równoważenia czynników ryzyka związanych z realizacją celu inflacyjnego, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.

- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego.

Niezależnie od komplikacji, jakie stwarzają dla polityki pieniężnej wstrząsy podażowe i nieunikniona niepewność prognoz, RPP będzie dążyła do możliwie szybkiego sprowadzenia inflacji do celu inflacyjnego, by stworzyć w ten sposób warunki sprzyjające długofalowemu wzrostowi gospodarczemu. Potrzeba możliwie szybkiego sprowadzenia inflacji do celu inflacyjnego wynika także z konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht i wykorzystania szans, jakie stworzy dla Polski członkostwo w strefie euro.

II. Warunki realizacji polityki pieniężnej

W drugiej połowie 2003 r. gospodarka polska weszła w początkową fazę ożywienia koniunktury. Efektem tego był stopniowy wzrost popytu i inflacji. Podstawowym zadaniem polityki pieniężnej było dostosowanie jej do prognozowanego wzrostu presji inflacyjnej w następnych fazach cyklu koniunkturalnego.

Na wiosnę 2004 r. gospodarkę polską dotknęły nieoczekiwane silne wstrząsy cenowe w postaci wzrostu cen żywności i ropy naftowej. O sile obu wstrząsów cenowych świadczyło pojawianie się dużej różnicy pomiędzy wskaźnikiem inflacji i wskaźnikiem inflacji netto, który nie uwzględnia wzrostu cen żywności i ropy naftowej.

Władze monetarne stanęły przed trudnym wyborem, jak zareagować na wzrost inflacji, który w znaczącej mierze nie był efektem wzrostu popytu krajowego. Bank centralny nie mógł zapobiec wzrostowi inflacji, który był bezpośrednim efektem wzrostu cen żywności i ropy naftowej. Miał jednak obowiązek zapobiec wzrostowi cen, który mógłby nastąpić w wyniku wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

Polityka pieniężna musiała zatem zareagować w 2004 r. nie tylko na prognozowane narastanie presji popytowej. Musiała także zapobiec sytuacji, w której oczekiwania inflacyjne stałyby się bezpośrednią przyczyną inflacji poprzez ich wpływ na żądania płacowe i ceny ustalane na przyszłe dostawy.

Polityka pieniężna musiała także uwzględnić wpływ, jaki wstrząsy podażowe wywierają na przyszłą inflację poprzez ich oddziaływanie na koniunkturę i popyt krajowy.

Nieoczekiwane gwałtowny wzrost cen żywności na wiosnę 2004 r. mógł spowodować zmniejszenie tej części realnych dochodów, które są przeznaczane na

pozostałe towary i usługi. Jednak istnieją przesłanki, aby stwierdzić, że nastąpił efekt przesunięcia konsumpcji od towarów, które znacznie podrożały, w kierunku ich tańszych substytutów.

Wzrost ceny ropy naftowej do jej najwyższego historycznie poziomu zwiększył koszty produkcji, co jednak nie wpłynęło znacząco na wyniki przedsiębiorstw, które odnotowały rekordowe zyski w I połowie 2004 r. Jednak długotrwałe utrzymywanie się ceny ropy na wysokim poziomie wpłynęłoby niekorzystnie na koniunkturę również dlatego, że oznaczałoby to większy transfer dochodu narodowego do krajów eksportujących ropę naftową.

Wstrząsy podażowe, które dotknęły w tym roku polską gospodarkę, zwiększyły zakres niepewności, jaka towarzyszy prowadzeniu polityki pieniężnej. Zwiększyły go tym bardziej, że teoria ekonomii nie daje precyzyjnych wskazówek, jak optymalizować reakcje banku centralnego na wstrząsy podażowe, by minimalizować koszty powrotu inflacji do celu inflacyjnego.

Czynnikami, które dodatkowo zmniejszają możliwość precyzyjnej oceny długości okresu powrotu inflacji do celu inflacyjnego, są wspomniana wcześniej nieunikniona niepewność prognoz kursowych oraz niepewność dotycząca tego, na ile wysoka stopa bezrobocia okaże się czynnikiem ograniczającym żądania płacowe w warunkach występującego w Polsce dużego bezrobocia strukturalnego.

Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że zmiany kursu walutowego wpływają w Polsce na tempo inflacji szybciej i — w początkowym okresie — silniej niż zmiany stopy procentowej. Dlatego większa niż prognozowana aprecjacja złotego może skrócić okres sprowadzania inflacji do celu inflacyjnego, a ewentualna deprecjacja może go wydłużyć.

Bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na warunki realizacji polityki pieniężnej jest polityka fiskalna Rządu. W 2003 r. relacja długu publicznego do produktu krajowego brutto (PKB) przekroczyła granicę 50 %. W 2004 r., pomimo pomyślnego przebiegu realizacji budżetu państwa, relacja ta ukształtuje się na poziomie tylko nieznacznie niższym od 55 %. Jest to sygnał pogłębiania się braku równowagi finansów publicznych, co wymaga podjęcia działań naprawczych, zmierzających do wyraźnego spowolnienia tempa narastania wielkości długu publicznego. Propozycje takich działań zostały przedstawione przez Rząd w *Programie uporządkowania i ograniczenia wydatków publicznych*. W 2005 r. wprowadzona zostanie część zmian ustawowych ujętych w tym *Programie*, co umożliwi redukcję wielkości deficytu sektora finansów publicznych, w tym budżetu państwa w porównaniu z 2004 r. Będzie to krok w pożądanym kierunku, ale nie wystarczy on dla zahamowania niebezpiecznej tendencji w finansach publicznych i dla odwrócenia rosnącej relacji długu publicznego do PKB. Dla uzyskania w średnim horyzoncie pewności, że dług publiczny w relacji do PKB pozostanie na poziomie zdecydowanie poniżej 60 %, niezbędne jest dalsze porządkowanie dochodów i wydatków sektora finansów pu-

blicznych. Aby zachować zdolność gospodarki do dynamicznego rozwoju i utrzymania zdobytych rynków dla eksportu polskich towarów i usług, nie należy zwiększać wysokości podatków i innych obciążeń fiskalnych. W tej sytuacji podstawowe znaczenie dla przywrócenia równowagi w finansach publicznych ma porządkowanie i ograniczanie wydatków publicznych.

III. Cele polityki pieniężnej w 2005 r.

1. Główny cel

Nadrzędnym celem jest możliwie szybki powrót inflacji najpierw do przedziału wahań, a następnie w pobliże celu 2,5 %. Powrót do celu powinien nastąpić w taki sposób, aby nie wiązało się to z nadmiernym wzrostem wahań produkcji, stóp procentowych, a także samej inflacji, gdyż zmniejszałoby to efektywność polityki pieniężnej.

2. Czynniki ułatwiające i utrudniające powrót do celu

Możliwość powrotu inflacji do przedziału wahań, a następnie w pobliże samego celu jest zdeterminowana przede wszystkim przez długość opóźnień cechujących mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej w Polsce. Doświadczenia międzynarodowe oraz badania nad procesem transmisji w Polsce wskazują, że skutki dla inflacji większości wstrząsów można, bez doprowadzania do nadmiernych wahań produkcji, neutralizować w horyzoncie 1—3 lat od momentu zmiany stóp procentowych. Rada będzie kontynuować działania zmierzające do stosunkowo szybkiego obniżenia inflacji do poziomu 2,5 % w ciągu 5—7 kwartałów. Należy jednak zwrócić uwagę na występowanie szeregu czynników, które mogą ułatwić lub utrudnić realizację założonego przedziału. Szybszy powrót do celu mógłby okazać się możliwy, jeśli: a) inercyjny wpływ wstrząsu akcesyjnego na inflację okaże się mniejszy niż obecnie przewidywany; b) w najbliższych miesiącach wystąpiłyby nieoczekiwane korzystne wstrząsy podażowe (np. wyraźna obniżka cen nośników energii na rynkach światowych) oraz c) w wyniku zmian strukturalnych i instytucjonalnych doszło w ostatnim czasie do skrócenia opóźnień w mechanizmie transmisji. Powrotowi inflacji do celu inflacyjnego powinny sprzyjać trzy korzystne tendencje. Jedną z nich jest charakter obecnego ożywienia gospodarczego. Sytuacja w tym względzie jest lepsza niż w latach 1995—1997. Wówczas porównywalnie wysokiemu tempu wzrostu PKB towarzyszyły niekorzystne zjawiska w postaci boomu kredytowego oraz szybko rosnącego deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Obecnie wzrost gospodarczy jest dużo bardziej zrównoważony, przede wszystkim dzięki silnej dynamice eksportu. Drugą korzystną tendencją jest to, że tempo wzrostu wydajności pracy zdecydowanie przewyższa tempo wzrostu wynagrodzeń. Nie można oczywiście wykluczyć nasilenia się żądań płacowych, które mogłyby pogorszyć sytuację w tym względzie. Znamienne jest jednak, że w pierwszej połowie 2004 r., gdy tempo wzrostu gospodarczego było najwyższe, a poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw bardzo znacząca, tempo wzrostu płac było umiarkowane. Utrzymanie tej tendencji byłoby bardzo korzystne dla

gospodarki, gdyż wówczas zgromadzone w przedsiębiorstwach środki finansowe mogłyby zostać wykorzystane na wzmocnienie ich pozycji konkurencyjnej i zwiększenie zatrudnienia. Trzecia korzystna dla kształtowania się przyszłej inflacji tendencja wynika stąd, że — jak wskazują badania prowadzone za granicą — przejście z kilkunastoletniego okresu wysokiej inflacji do fazy niskiej inflacji osłabia pozycję firm w zakresie przenoszenia wzrostu kosztów produkcji na cenę płaconą przez konsumenta (również poprzez kanał kursu walutowego w przypadku np. deprecjacji). Gdyby natomiast wystąpiły silne niekorzystne wstrząsy podażowe (np. kolejne podwyżki cen ropy), okres powrotu do celu inflacyjnego może się wydłużyć.

3. Ukierunkowanie polityki pieniężnej na przyszłość

Rozpoczęcie publikowania projekcji inflacji począwszy od sierpniowego *Raportu o inflacji* oznacza, że w jeszcze większym stopniu decyzje Rady uwarunkowane będą przyszłą, a nie bieżącą inflacją. W początkowym okresie publikowania projekcji, gdy wstrząsy podażowe zwiększyły znacznie jej niepewność, Rada będzie poświęcać dużo uwagi także prognozom przygotowywanym przy wykorzystaniu różnych modeli, stosowanych w NBP i innych instytucjach. Podobnie jak w przeszłości, Rada będzie wskazywała na prawdopodobny kierunek przyszłych zmian stóp procentowych przez przyjęcie odpowiedniego nastawienia w polityce pieniężnej. Nastawienie restrykcyjne będzie nadal oznaczać, że podniesienie stóp procentowych NBP jest bardziej prawdopodobne niż ich obniżenie. Nastawienie łagodne będzie sygnalizować wyższe prawdopodobieństwo obniżenia stóp procentowych niż ich podniesienia. Nastawienie neutralne oznaczać będzie zbliżone prawdopodobieństwa zarówno podwyżek, jak i obniżek stóp procentowych.

Poza okresami, gdy będzie znacznie zwiększała się niepewność projekcji inflacji, na przykład w wyniku wystąpienia silnych wstrząsów podażowych, Rada będzie przyjmowała nastawienie restrykcyjne w sytuacji, gdy przesłanki decyzji w polityce pieniężnej, w tym projekcja inflacji, będą wskazywały, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej 2,5 % będzie istotnie wyższe niż jej ukształtowania poniżej 2,5 %. Rada będzie przyjmowała nastawienie łagodne, gdy prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji poniżej 2,5 % będzie istotnie wyższe niż jej ukształtowania powyżej 2,5 %. W sytuacji, gdy oba prawdopodobieństwa będą zbliżone, Rada będzie przyjmować neutralne nastawienie w polityce pieniężnej. Wówczas może się zdarzyć, że bank centralny — podejmując działania mające na celu zapobieżenie odchyleniu się inflacji od celu w przyszłości — zmieni wysokość stóp procentowych nawet w przypadku, gdy bieżąca inflacja będzie kształtować się blisko celu inflacyjnego. Ukierunkowaniu polityki pieniężnej na przyszłość towarzyszyć będzie dążenie Rady do poprawy komunikacji z otoczeniem i sygnalizowania zmian nastawienia w polityce pieniężnej.

4. Wykorzystywanie miar inflacji bazowej w analizie procesów inflacyjnych

Występowanie wstrząsów podażowych oraz ich interakcje ze wstrząsami popytowymi powodują, że

określenie trwałości ich skutków dla gospodarki oraz podjęcie i uzasadnienie właściwej decyzji staje się utrudnione. Rada będzie w większym stopniu wykorzystywać miary inflacji bazowej w analizie i objaśnianiu procesów inflacyjnych, co jest zgodne z praktyką stosowaną w wielu bankach centralnych.

5. Współpraca z Rządem w kwestii przystąpienia do strefy euro

Współpraca ta staje się szczególnie ważna w okresie, gdy zbliża się moment przystąpienia do systemu ERM II. Członkostwo Polski w ERM II będzie oznaczało konieczność ustabilizowania kursu walutowego. W warunkach bardzo dużej mobilności międzynarodowych przepływów kapitałowych konieczność ustabilizowania kursu walutowego niesie ze sobą potencjalne zagrożenie, że w niesprzyjających warunkach mogą nastąpić silne zaburzenia na rynku walutowym. Ryzyko tych zaburzeń będzie tym mniejsze, im szybciej nastąpi znacząca poprawa sytuacji w finansach publicznych, usuwająca obawy inwestorów o wysokość długu publicznego.

IV. Instrumenty polityki pieniężnej

W maju 2004 r. Polska została przyjęta do Unii Europejskiej, a Narodowy Bank Polski stał się członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Do czasu przystąpienia do strefy euro zasady polityki pieniężnej określane będą autonomicznie przez RPP, tak jak miało to miejsce do tej pory. Jednocześnie będą kontynuowane działania mające na celu przygotowanie systemu operacyjnego NBP do uczestnictwa w Eurosystemie.

Stopa procentowa

Podstawowym sposobem realizacji założonego celu inflacyjnego jest kształtowanie wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Stopa referencyjna NBP określa kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Stopa depozytowa i lombardowa wyznaczają pasmo wahań stóp procentowych O/N (*overnight*) na rynku międzybankowym. Pasma te pozostają symetryczne względem stopy referencyjnej.

Stopa referencyjna określa minimalną rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania lokat międzybankowych o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa wyznacza maksymalny koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa w ten sposób górny pułap wzrostu rynkowych stóp O/N.

Stopa depozytowa wyznacza dolny pułap spadku rynkowych stóp O/N.

Płynność sektora bankowego

Kształtowanie się płynności w sektorze bankowym jest wynikiem oddziaływania wielu różnorodnych czynników. Zależy między innymi od dokonywanych przez bank centralny transakcji zakupu i sprzedaży wa-

lut obcych oraz od zmian wielkości środków ulokowanych przez Ministerstwo Finansów w NBP.

W 2004 r. głównym czynnikiem, który wpływał na kształtowanie się poziomu płynności na rynku międzybankowym, była zmieniająca się wielkość lokat terminowych utrzymywanych przez Ministerstwo Finansów w NBP, co przyczyniało się do stosunkowo dużej zmienności rynkowych stóp procentowych. W celu przeciwdziałania temu zjawisku podjęte zostały decyzje, w wyniku których Ministerstwo Finansów rozpoczęło lokowanie części nadwyżek płynnościowych w sektorze bankowym, co zapewni większą stabilność rynkowych stóp procentowych.

Czynnikiem, który będzie w 2005 r. w istotny sposób wpływał na poziom płynności w sektorze bankowym, będzie również oczekiwane zwiększenie się skali operacji walutowych przeprowadzanych pomiędzy instytucjami krajowymi i unijnymi. Transakcje te będą miały charakter dwukierunkowy i związane będą m.in. z transferami z UE oraz płatnościami wynikającymi ze składki członkowskiej Polski. Skala i terminy oraz sposób przewalutowania tych środków mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się płynności sektora bankowego w 2005 r.

Pozostałymi czynnikami, które będą wpływały na kształtowanie się poziomu płynności w sektorze bankowym, będzie sprzedaż walut przez NBP na obsługę zadłużenia zagranicznego oraz zmiany w poziomie pieniądza gotówkowego w obiegu.

Z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że także w 2005 r. utrzyma się operacyjna nadpłynność sektora bankowego. Gdyby jednak przejściowo wystąpił brak operacyjnej płynności, NBP odpowiednio dostosuje instrumenty polityki pieniężnej.

Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego.

NBP będzie stosował następujący zestaw instrumentów w ramach operacji otwartego rynku:

1. Operacje podstawowe w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP.

Przetargi na bony prowadzone będą regularnie raz w tygodniu, a ich rentowność określana będzie poprzez stopę referencyjną ustalaną przez RPP.

Skrócenie terminu zapadalności bonów pieniężnych NBP z 14 do 7 dni zwiększy elastyczność stosowania tego instrumentu przez bank centralny oraz ułatwi zarządzanie płynnością w bankach komercyjnych. Powinno to także ograniczyć zmienność krótkotermi-

nowych stóp procentowych na rynku międzybankowym.

2. Operacje dostrajające mogą być podjęte w przypadku nieoczekiwanej krótkoterminowej zmiany płynności sektora bankowego, prowadzącej do niepożądanych — z punktu widzenia polityki pieniężnej — wahań krótkoterminowych stóp procentowych.

Operacje te obejmowałyby operacje absorbujące i zasilające (emisję bonów pieniężnych NBP, operacje *repo* i przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP).

3. Operacje strukturalne mają na celu długoterminową zmianę stanu płynności w sektorze bankowym.

Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzać operacje strukturalne na drodze wykupu własnych obligacji (znajdujących się w portfelach banków komercyjnych), zakupu papierów wartościowych na rynku bądź poprzez emisję własnych długoterminowych papierów dłużnych.

Rezerwa obowiązkowa

Jedną z podstawowych funkcji rezerwy obowiązkowej jest łagodzenie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym i ograniczanie w ten sposób zmienności stóp procentowych. Ewentualne dalsze obniżanie stopy rezerwy obowiązkowej uzależnione będzie od kształtowania się płynności w sektorze bankowym.

Operacje kredytowo-depozytowe

Operacje te mają na celu stabilizowanie poziomu płynności na rynku międzybankowym i skali wahań stóp procentowych (*overnight*). W przeciwieństwie do operacji otwartego rynku, operacje kredytowo-depozytowe przeprowadzane są z inicjatywy banków komercyjnych.

Kredyt lombardowy umożliwia bankom zaciąganie kredytu na bazie *overnight*. Jest zabezpieczany papierami wartościowymi, a jego oprocentowanie określa krańcowy koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym.

Depozyt na koniec dnia umożliwia bankom komercyjnym lokowanie nadwyżek płynnych środków na rachunku lokat terminowych w banku centralnym.

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego pozostanie kredyt techniczny będący formą pożyczki z banku centralnego spłacaną w ciągu tego samego dnia operacyjnego. Jest on zabezpieczany skarbowymi papierami wartościowymi.

W 2005 r. wprowadzona zostanie stawka referencyjna **POLONIA** (*Polish Overnight Index Average*). POLONIA będzie średnią stawką O/N ważoną wielkością transakcji na rynku depozytów międzybankowych. Jej celem jest odzwierciedlenie rzeczywistego oprocentowania krótkoterminowych lokat międzybankowych. Sposób jej kalkulacji zbliżony będzie do rozwiązań funkcjonujących w Eurosystemie w odniesieniu do stawki EONIA (*Euro Overnight Index Average*).