

884**UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 28 września 2005 r.

w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2006

Na podstawie art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz. U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2 i Nr 167, poz. 1398) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2006, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2006 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej:

L. Balcerowicz

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej:

*J. Czekaj, D. Filar, S. Nieckarz, M. Noga, S. Owsiak,
M. Pietrewicz, A. Sławiński, H. Wasilewska-Trenkner,
A. Wojtyła*

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej
z dnia 28 września 2005 r. (poz. 884)

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2006**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”.

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację 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. Banki centralne traktują stabilność cen symetrycznie, co oznacza, że reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że taka strategia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego pozio-

mu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5 % z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II lub zakończenie kadencji obecnej Rady. RPP dąży do realizacji celu w warunkach płynnego kursu walutowego, który powinien być utrzymany do momentu przystąpienia Polski do ERM II. System płynnego kursu nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego.

Rada podtrzymuje przedstawiony w *Założeniach polityki pieniężnej na 2005 r.* sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji.

- Po pierwsze, określenie cel *ciągły* oznacza, że odnosi się on do inflacji mierzonej roczną zmianą cen towarów i usług konsumpcyjnych w każdym miesiącu w stosunku do analogicznego miesiąca poprzedniego roku. Dla lepszego zrozumienia procesów inflacyjnych uzasadnione jest również posługiwanie się rocznymi i kwartalnymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP i w budżecie państwa. Przy ocenie presji inflacyjnej ważną rolę odgrywają także miary inflacji bazowej.
- Po drugie, przyjęte rozwiązanie oznacza, że polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższej celu 2,5 %, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań bez określenia jego środka. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych.
- Po trzecie, w gospodarce nieuniknione jest pojawianie się wstrząsów. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje politykę pieniężną.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy będzie także zależała od ich przyczyn i charakteru. Reakcja na wstrząsy popytowe stanowi problem relatywnie łatwiejszy, ponieważ w tym przypadku inflacja i produkcja zmieniają się w tym samym kierunku. Przy inercyjnym charakterze oczekiwań inflacyjnych podwyżka stóp procentowych osłabia aktywność gospodarczą i w dalszej kolejności presję inflacyjną.

Wstrząsy podażowe stanowią trudniejszy problem dla polityki pieniężnej, bowiem w tym przypadku produkcja i inflacja zmieniają się w przeciwnych kierunkach. 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 podażowego 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. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości wstrząsu.

- Po piąte, 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 szóste, 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 opóźnienie, jakie występuje od podjęcia decyzji do zaobserwowania najsilniejszego jej wpływu na wielkości realne (produkcję, zatrudnienie), a następnie na inflację.
- Po siódme, polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę nie tylko poprzez zmiany stóp procentowych, ale również poprzez utrzymanie ich przez

pewien czas na określonym poziomie. Utrzymanie stóp procentowych przez kilka okresów (miesiące lub kwartałów) na niezmiennym poziomie jest również decyzją o istotnych konsekwencjach dla gospodarki, gdyż prowadzi do stopniowego zamykania albo otwierania się luki popytowej.

- Po ósme, polityka pieniężna jest prowadzona w warunkach niepewności. Wysoka niepewność wynika między innymi z faktu, że modele wykorzystywane przez bank centralny do prognozowania inflacji mogą zacząć gorzej odwzorowywać zachowanie gospodarki ze względu na zachodzące w niej zmiany strukturalne. Oznacza to, że: a) przy podejmowaniu decyzji konieczne jest uwzględnianie całości kształtu dostępnej 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) ukierunkowana na przyszłość polityka pieniężna musi być przedstawiana otoczeniu jako dążenie do zrealizowania celu inflacyjnego w warunkach niepewności, a nie jako sprawowanie ścisłej kontroli nad przebiegiem procesów gospodarczych.
- Po dziewiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego.
- Po dziesiąte, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, Rada będzie także brała pod uwagę długość okresu utrzymywania się niskiej inflacji.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.

II. Warunki realizacji polityki pieniężnej

W okresie od czerwca 2004 r. do lutego 2005 r. inflacja w Polsce kształtowała się powyżej górnej granicy przedziału odchyłek od celu inflacyjnego. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji było w głównej mierze efektem wzrostu cen związanego z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej (wzrost cen żywno-

ści i zwiększenie stawki podatków pośrednich) oraz wzrostu cen ropy i innych surowców na rynkach światowych. O wpływie tych czynników na stopę inflacji świadczy fakt, że od kwietnia 2004 r. wskaźnik inflacji netto, który nie uwzględnia zmian cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz paliw, kształtował się na poziomie znacznie niższym niż inflacja mierzona wskaźnikami cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W miesiącach poprzedzających wejście Polski do Unii Europejskiej nastąpił także wzrost popytu krajowego. Produkcja i sprzedaż szybko rosły, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście PKB w I kwartale 2004 r. o 7 %.

W obliczu silnych wstrząsów cenowych oraz wzrostu popytu krajowego, którego trwałość trudno było początkowo ocenić, RPP uznała, że mimo utrzymywania się wysokiego bezrobocia pojawiło się ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy, czyli wzrostu płac w wyniku zwiększenia się oczekiwań inflacyjnych. Ryzyko takie jest większe w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Chcąc zapobiec urzeczywistnieniu się tego ryzyka, bank centralny zaostrzył politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe łącznie o 125 punktów bazowych. Podwyżki stóp procentowych były dokonywane stopniowo, w trzech kolejnych miesiącach (czerwiec—sierpień 2004 r.).

Począwszy od drugiej połowy 2004 r., skutki cenowe wstrząsu akcesyjnego szybko wygasły, o czym świadczyły między innymi spadek bieżącej inflacji oraz zmniejszanie się różnicy pomiędzy wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz inflacją netto. Tempo wzrostu gospodarczego obniżało się szybciej niż wskazywały projekcje opracowane w 2004 r. Obniżeniu inflacji sprzyjały także brak efektów drugiej rundy, większa niż oczekiwano aprecjacja kursu walutowego oraz wyjątkowo wysokie zbiory zbóż w 2004 r. W kierunku wyższej inflacji oddziaływały natomiast szybko rosnące ceny paliw. W wyniku jednorazowego wzrostu cen związanego z wejściem Polski do UE roczny wskaźnik inflacji utrzymywał się na podwyższonym poziomie do I kwartału 2005 r. i uległ istotnemu obniżeniu dopiero w II kwartale br.

Obniżenie się bieżącego i prognozowanego poziomu inflacji skłoniło RPP do złagodzenia polityki pieniężnej w pierwszej połowie 2005 r. W marcu i kwietniu 2005 r. RPP obniżyła stopy procentowe łącznie o 100 punktów bazowych, a obniżki te zostały poprzedzone zmianą nastawienia w polityce pieniężnej. Dane makroekonomiczne za I kwartał 2005 r., świadczące o zmniejszeniu presji inflacyjnej w gospodarce, skłoniły RPP do dalszego obniżania stóp procentowych w miesiącach letnich 2005 r., łącznie o 100 punktów bazowych.

Obecnie gospodarka polska weszła w fazę stopniowego ożywienia, jednak niepewne są jego skala i trwałość. Aktualne prognozy mówią, że wzrost PKB w 2006 r. przyspieszy do 4—5 % i nie będzie mu towarzyszył znaczący wzrost presji inflacyjnej. Wyniki projekcji inflacji NBP, opublikowanej w sierpniu 2005 r. i sporządzonej przy założeniu stałych stóp procentowych NBP w horyzoncie projekcji na poziomie 4,75 %, wskazywały, że w połowie 2007 r. powinien nastąpić powrót inflacji w pobliże celu.

Czynnikami, które mogą prowadzić do odchylenia przyszej inflacji od wyników projekcji, są zmiany ceny ropy naftowej, kursu walutowego oraz cen żywności. Ceny ropy, kursy walut i ceny żywności są zmiennymi, których wszelkie prognozy są wysoce niepewne. Dodatkowo w przypadku cen ropy występuje niepewność, w jakim stopniu ich wzrost wpłynie na spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Należy też zauważyć, że wedle obecnych przewidywań ceny ropy mogą w średnim okresie rosnąć lub utrzymywać się na podwyższonym poziomie. Niekorzystne skutki dla gospodarki miałyby także silna aprecjacja złotego, gdyby była ona większa od wzrostu wydajności. Równocześnie zmiany strukturalne zachodzące w polskiej gospodarce wprowadzają niepewność dotyczącą stopnia adekwatności samych modeli ekonometrycznych do rzeczywistej sytuacji w gospodarce. W szczególności takie czynniki jak wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz konkurencja międzynarodowa mogą oddziaływać w kierunku osłabienia presji inflacyjnej.

Na warunki realizacji polityki pieniężnej oddziałuje także polityka fiskalna, wpływając na poziom cen poprzez zmiany w podatkach pośrednich. Trwałość tego efektu dla stopy inflacji zależy między innymi od stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych. Kształt polityki fiskalnej (w tym zwłaszcza deficyt sektora finansów publicznych) wpływa również na wielkość łącznego popytu. Oprócz tego, stan finansów publicznych może oddziaływać na zmienność cen aktywów finansowych, w tym kursu walutowego.

W ostatnich latach deficyt sektora finansów publicznych kształtował się na wysokim poziomie, co w połączeniu z niższymi niż w latach poprzednich wpływami z prywatyzacji prowadziło do szybkiego narastania długu publicznego. Po przekroczeniu w 2003 r. granicy 50 %, w 2004 r. nastąpiło zahamowanie wzrostu relacji długu do PKB. W 2005 r. Sejm uchwalił tylko część ustaw, których przyjęcie przez parlament przewidywał *Program Uporządkowania i Ograniczania Wydatków Publicznych*. Przyjęto natomiast ustawy, które zwiększą wydatki publiczne, co pogorszyło perspektywy konsolidacji finansów publicznych. Stworzenie sytuacji, w której zostałoby zminimalizowane ryzyko przekroczenia ustawowych progów relacji długu publicznego do PKB, wymaga

zmniejszenia wydatków budżetu. Konsolidacja finansów publicznych jest konieczna także dla zmniejszenia obciążeń fiskalnych przedsiębiorstw krajowych i osiągnięcia dzięki temu poprawy ich konkurencyjności na rynku międzynarodowym.

Istotnym czynnikiem warunkującym sposób prowadzenia polityki pieniężnej są również instytucjonalne uwarunkowania gospodarki. Mimo reform dokonanych w ostatnich 15 latach, w gospodarce polskiej nadal utrzymują się liczne słabości instytucjonalne, które obniżają poziom zatrudnienia i zmniejszają efektywność wykorzystywania czynników produkcji. A zatem, reformy ograniczające słabości instytucjonalne pozwoliłyby gospodarce zwiększać potencjał i znaleźć się na wyższej, nieinflacyjnej ścieżce wzrostu. Ponadto, poprzez wpływ na zwiększenie elastyczności rynków, reformy te pozwoliłyby zmniejszyć wahania rzeczywistego PKB wokół produkcji potencjalnej.

III. Cele polityki pieniężnej w 2006 r.

Zgodnie z realizowaną przez NBP strategią bezpośredniego celu inflacyjnego, głównym celem polityki pieniężnej RPP jest stabilizowanie inflacji na poziomie 2,5 % w średnim okresie. Rada będzie dążyć do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Z tego punktu widzenia 2006 r. będzie miał bardzo istotne znaczenie. Gdyby udało się silniej zakotwiczyć oczekiwania inflacyjne, to w przyszłości realizacja celu inflacyjnego byłaby możliwa przy mniejszej zmienności stóp procentowych oraz produkcji. Utrwalenie niskich oczekiwań inflacyjnych w najbliższych miesiącach i w przyszłym roku może się jednak okazać trudne. Głównym czynnikiem komplikującym proces stabilizowania inflacji wokół celu mogą być kolejne znaczne podwyżki cen ropy. Ocena wpływu potencjalnych podwyżek cen ropy na przyszłoroczną inflację jest bardzo trudna, przede wszystkim ze względu na niepewność dotyczącą ich skali i trwałości. W oddziaływaniu tym można wyróżnić efekty pierwszej i drugiej rundy. Efekty pierwszej rundy obejmują zarówno bezpośredni wpływ wzrostu cen ropy na ceny dóbr konsumpcyjnych, jak i efekt pośredni dokonujący się poprzez wzrost kosztów i cen producenta w kolejnych stadiach procesu wytwórczego. Siła efektów pośrednich zależy od możliwości przenoszenia przez przedsiębiorstwa podwyższonych kosztów na odbiorców, na co z kolei decydujący wpływ ma ich pozycja konkurencyjna oraz faza cyklu koniunkturalnego. Trwałe podwyżki cen ropy podnoszą w sposób trwały poziom cen konsumpcyjnych, ale ich wpływ na stopę inflacji może mieć jedynie przejściowy charakter. Sytuacja może się jednak znacząco skomplikować, jeśli pojawia się ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, polegających na uwzględnieniu w negocjacjach płacowych rekompensat z tytułu niekorzystnego wpływu cen ropy na wysokość realnych dochodów. Podwyż-

ki płac mogą pobudzić oczekiwania inflacyjne, co może wtórnie skłonić przedsiębiorstwa do podwyżek cen. Wówczas wstrząs naftowy nie tylko trwale podnosi poziom cen, ale wywołuje także bardziej długotrwałe efekty inflacyjne.

Podobnie jak to miało miejsce w przypadku wstrząsu akcesyjnego z 2004 r., również w 2006 r. Rada będzie bardzo wnikliwie analizować sytuację pod kątem ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy wynikających zarówno z dotychczasowych, jak i możliwych dalszych podwyżek cen ropy. Jeśli prawdopodobieństwo takich efektów byłoby znaczne, Rada podejmie konieczne działania przeciwdziałające podwyższeniu się oczekiwań inflacyjnych. Należy zauważyć, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy może być ograniczane przez wciąż wysoki poziom bezrobocia i wolne tempo jego spadku.

Możliwość ukształtowania się inflacji na poziomie celu w wyniku prowadzonej polityki pieniężnej jest określana przez długość opóźnień cechujących mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Szacuje się obecnie, że w Polsce instrumenty polityki pieniężnej banku centralnego oddziałują najsilniej na inflację z opóźnieniem 5—7 kwartałów. Polityka pieniężna będzie prowadzona tak, aby osiągnąć cel w takim horyzoncie. Okres ten może być krótszy lub dłuższy zależnie od typu i siły wstrząsów oddziałujących na polską gospodarkę.

Opóźnienia, które występują pomiędzy zmianą stóp procentowych przez bank centralny a jej wpływem na gospodarkę i inflację, sprawiają, że ważną przesłanką polityki pieniężnej banków centralnych są projekcje inflacji. Dlatego RPP będzie nadal brała pod uwagę w swej polityce pieniężnej wyniki kolejnych projekcji inflacji przygotowywanych przez ekonomistów NBP oraz wyniki prognoz inflacji innych ośrodków badawczych. Ponieważ modele ekonometryczne są uproszczonym odwzorowaniem rzeczywistości, RPP będzie również uwzględniała kształtowanie się bilansu czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Rada będzie również brała pod uwagę odchylenia rzeczywistej ścieżki inflacji od wcześniej prognozowanej. Odchylenia takie świadczą bowiem, że przyszły przebieg zjawisk w gospodarce może różnić się od wcześniej prognozowanego.

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego jest komunikacja z uczestnikami szeroko pojętego otoczenia gospodarczego. W jej ramach Rada przedstawia swoje oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Najważniejszymi instrumentami w sferze komunikacji pozostają *Raporty o inflacji*, komunikaty i konferencje prasowe po posiedzeniach RPP. Rada dołoży należytej staranności w dą-

żeniu do przejrzystości i jednoznaczności tych instrumentów.

Stabilizacja inflacji na poziomie celu inflacyjnego ułatwia także spełnienie kryteriów z Maastricht i wykorzystania szans, jakie stworzy dla Polski członkostwo w strefie euro. Narodowy Bank Polski będzie nadal prowadził działania umożliwiające zrealizowanie scenariusza możliwie najszybszego przystąpienia do strefy euro, współpracując w tym względzie z Rządem. Przyjęcie wspólnej waluty musi być poprzedzone co najmniej dwuletnim uczestnictwem w ERM II. Członkostwo Polski w tym systemie będzie oznaczało konieczność stabilizowania kursu walutowego. Możliwości stabilizowania kursu będą tym większe, im lepsza będzie sytuacja w sektorze finansów publicznych. Rada Polityki Pieniężnej podtrzymuje stanowisko, że uczestnictwo w systemie ERM II powinno być możliwie krótkie. Przystąpienie do tego mechanizmu kursowego powinno zatem nastąpić w takim momencie, aby najpóźniej w drugim roku uczestnictwa w ERM II możliwe było spełnienie pozostałych kryteriów konwergencji. Ponadto podjęcie decyzji o przystąpieniu do ERM II powinno uwzględnić konieczność i możliwość przeprowadzenia zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz innych zmian legislacyjnych umożliwiających zastąpienie złotego przez euro. Bardzo ważne będzie więc stanowisko, jakie w tej kwestii przyjmie koalicja rządowa wyłoniona w wyborach do parlamentu.

RPP wyraża przekonanie, że trwała konsolidacja finansów publicznych jest ważna nie tylko jako warunek konieczny dla wykorzystania szans, jakie stworzy Polsce jej członkostwo w strefie euro. Poprawiłoby to także trwale pozycję konkurencyjną Polski. Kraj, który udowadnia, że umiejętnie zarządza finansami publicznymi i w sposób trwały utrzymuje inflację na poziomie celu, ma szansę zwiększyć inwestycje w gospodarce, co pozwoliłoby na przyspieszenie procesu realnej konwergencji.

IV. Instrumenty polityki pieniężnej

W 2005 r. nastąpił wzrost nadpłynności sektora bankowego. Wynikał on głównie ze skupu walut obcych przez NBP oraz spadku salda lokat terminowych Ministerstwa Finansów w banku centralnym.

W 2006 r. nadpłynność sektora bankowego powinna utrzymywać się na poziomie porównywalnym z 2005 r. Głównymi czynnikami oddziałującymi na jej skalę będą transakcje walutowe banku centralnego, skala i zmienność lokat Ministerstwa Finansów w NBP oraz zmiany poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu.

W 2006 r. poziom limitu lokat terminowych Ministerstwa Finansów w NBP, uzgodniony z Minister-

stwem Finansów, ukształtuje się średnio w roku na poziomie 5,6 mld zł.

1. Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem polityki pieniężnej jest krótkoterminowa stopa procentowa. Zmiany wysokości stopy referencyjnej NBP określają kierunek prowadzonej polityki pieniężnej. Poziomy stóp depozytowej oraz lombardowej NBP wyznaczają pasmo wahań stóp procentowych *overnight* na rynku międzybankowym.

- a) **Stopa referencyjna NBP** określa minimalną rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania lokat międzybankowych o porównywalnym terminie zapadalności.
- b) **Stopa lombardowa NBP** wyznacza koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa w ten sposób górny pułap wzrostu rynkowych stóp *overnight*.
- c) **Stopa depozytowa NBP** wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa w ten sposób dolny pułap spadku rynkowych stóp *overnight*.

2. Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku są podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie krótkoterminowych stóp procentowych na poziomie spójnym z realizacją ustalonego przez RPP celu inflacyjnego. W ramach tego rodzaju operacji NBP może stosować następujący zestaw instrumentów:

- a) **Operacje podstawowe** w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP. Przetargi na bony będą się odbywać regularnie raz w tygodniu, a ich minimalna rentowność określona będzie wysokością stopy referencyjnej NBP. Bank centralny będzie przeprowadzał operacje podstawowe w skali pozwalającej na osiągnięcie równowagi płynnościowej na rynku, a przez to na kształtowanie się stawki WIBOR 1 tydzień wokół stopy referencyjnej NBP.
- b) **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 mogą obejmować operacje absorbujące i zasilające (emisję bonów pieniężnych NBP, operacje *repo* i *reverse repo* oraz przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP).
- c) **Operacje strukturalne** mają na celu długoterminową zmianę struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzić następujące opera-

cje strukturalne: emisja obligacji, przedterminowy wykup obligacji, zakup i sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

3. Rezerwa obowiązkowa

Podstawową funkcją rezerwy obowiązkowej jest ograniczanie wahań stóp procentowych poprzez łagodzenie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym. Obniżenie stopy rezerwy i wprowadzanie dalszych zmian w systemie rezerwy będzie uzależnione od kształtowania się warunków płynnościowych na rynku międzybankowym. Ewentualne zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej będą miały na celu stopniowe zbliżanie tego instrumentu do wymogów Eurosystemu.

4. Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje te mają na celu stabilizowanie poziomu płynności na rynku międzybankowym i skali wahań stóp *overnight*. Operacje depozytowo-kredytowe przeprowadzane są z inicjatywy banków komercyjnych.

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

Kredyt lombardowy umożliwia bankom zaciągnięcie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten zabezpieczony jest papierami wartościowymi, a jego oprocentowanie określa koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym.

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

5. Interwencje walutowe

Instrumentem polityki pieniężnej, który może być wykorzystany przez NBP, są interwencje na rynku walutowym. W gospodarce polskiej zmiany kursu walutowego wywierają istotny wpływ na inflację. Dlatego duże wahania kursu walutowego mogą utrudniać stabilizację inflacji. Mogą tym samym zaistnieć okoliczności, w których NBP zadecyduje, że dążenie do stabilizowania inflacji wymaga dokonania interwencji na rynku walutowym.

* * *

Narodowy Bank Polski będzie prowadził dalsze prace mające na celu przygotowanie krajowego systemu operacyjnego polityki pieniężnej do uczestnictwa w Eurosystemie. W 2006 r. zostanie rozszerzony dostęp do podstawowych operacji otwartego rynku oraz zakres publikowanych danych na temat warunków płynnościowych w sektorze bankowym.