

719**UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

z dnia 27 września 2006 r.

w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2007

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 oraz z 2006 r. Nr 157, poz. 1119) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2007, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2007 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. Wojtyna*

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej
z dnia 27 września 2006 r. (poz. 719)

ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2007

1. 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 poziomu, poczynając od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5 % z symetrycznym przedziałem odchyżeń o szerokości ± 1 punkt procentowy. Horyzontem jego obowiązywania może być wejście Polski do ERM II. RPP realizuje strategię 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 dotychczasowy sposób rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji:

- Po pierwsze, określenie celu *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. 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, występowanie wstrząsów w gospodarce jest nieuniknione. 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. 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 konsumpcję i inwestycje. Z kolei próba pełnego zamortyzowania skutków wstrząsu podażowego wywołującego wzrost cen i spadek produkcji — poprzez ekspansywną politykę pieniężną — powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga podjęcia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej silniejsze 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 zapobieganie wtórnym skutkom 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 in-

- flacji. Bieżące decyzje władz monetarnych oddziałują na zachowanie cen w przyszłości, podobnie jak bieżąca inflacja pozostaje pod wpływem zmian stóp procentowych dokonanych kilka kwartałów wcześniej. Długość tych opóźnień nie jest jednak stała 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 banki centralne 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 całokształtu dostępnej informacji, a nie tylko wyników projekcji inflacji; b) nie jest możliwe postępowanie 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, w ocenie perspektyw inflacji — szczególnie, gdy jest ona niska — banki centralne w prowadzeniu polityki pieniężnej uwzględniają kształtowanie się cen aktywów w związku z potrzebą zapewnienia stabilności finansowej. W warunkach zliberalizowanych rynków finansowych oraz sprzyjających niskiej inflacji korzystnych zjawisk po podażowej stronie gospodarki wzrasta potrzeba uwzględniania stabilności finansowej w decyzjach władz monetarnych. Jeśli w reakcji na niską inflację banki centralne nadmiernie obniżą stopy procentowe, może to prowadzić do szybkiego wzrostu cen aktywów. Wzrostowi temu towarzyszy ryzyko tzw. niestabilnego boomu, w którym wyższa inflacja pojawia się ze znacznym opóźnieniem. Wraz z szybkim wzrostem cen aktywów narasta ryzyko gwałtownego i znacznego ich spadku, co rodzi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego i sfery realnej. Stabilność systemu finansowego umożliwi efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co jest kluczowe dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku aktywów oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych.
 - Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa wraz z realizowaną polityką fiskalną na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna jest najczęstszym powodem konieczności utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie.
 - Po jedenaste, 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, należy brać pod uwagę długość okresu utrzymywania się niskiej inflacji.
- Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków umożliwiających wprowadzenie euro w najbliższym możliwym terminie.
- ## 2. Warunki realizacji polityki pieniężnej
- Obecne prognozy wskazują na obniżenie inflacji w 2007 r. wobec 2006 r. w Stanach Zjednoczonych oraz nieznaczne obniżenie inflacji w strefie euro (prognozowana inflacja¹⁾ w Stanach Zjednoczonych wyniesie w 2007 r. 2,6 % wobec 3,5 % w 2006 r., natomiast inflacja w strefie euro wyniesie w 2007 r. 2,1 % wobec 2,2 % w 2006 r.). Wedle tych prognoz spodziewane jest nieznaczne spowolnienie wzrostu gospodarczego w strefie euro w 2007 r. w porównaniu z 2006 r. (prognozowany wzrost gospodarczy¹⁾ w strefie euro wyniesie w 2007 r. 1,8 % wobec 2,3 % w 2006 r.). Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego w 2007 r. jest także oczekiwane w Stanach Zjednoczonych (prognozowany wzrost gospodarczy¹⁾ wyniesie 2,5 % wobec 3,4 % w 2006 r.). Istnieje jednak ryzyko większego niż w przytaczanych prognozach osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie w 2007 r. Taki scenariusz zrealizowałby się, gdyby doszło do gwałtownego odwrócenia nierównowag globalnych lub większego niż oczekiwany spadku cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Zrealizowanie się takiego scenariusza oddziaływałoby negatywnie na gospodarkę w Polsce poprzez zmiany w popycie zewnętrznym, osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego oraz zmiany sytuacji fiskalnej ze wszystkimi tego konsekwencjami. Łączny wpływ tych czynników na warunki prowadzenia polityki pieniężnej byłby trudny do określenia.
- Procesy globalizacyjne, jakie zachodziły z dużą intensywnością przez ostatnich kilkanaście lat, spowodowały, że globalne determinanty inflacji (w tym globalna luka popytowa, konkurencja cenowa w skali globalnej) zyskały na znaczeniu w porównaniu z ich krajowy-

¹⁾ Zgodnie z konsensusem *The Economist*.

mi odpowiednikami (krajowa luka popytowa). Wobec tego należy pilnie śledzić rozwój sytuacji w gospodarce światowej. Ponadto, dostępne dane sygnalizują, że przyszłe antyinflacyjne oddziaływanie procesów globalizacyjnych może być słabsze niż w przeszłości.

Wysokiemu wzrostowi gospodarki światowej towarzyszyło od II kw. 2005 r. przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce. W I poł. 2006 r. czynnikiem wzrostu gospodarczego był w coraz większym stopniu wzrost popytu krajowego. Przyspieszeniu wzrostu popytu krajowego towarzyszyło utrzymanie się dodatniego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Taka struktura wzrostu PKB jest korzystna z punktu widzenia jego trwałości, co znajduje odzwierciedlenie w prognozach gospodarczych na 2007 r. Zgodnie z aktualnymi prognozami tempo wzrostu gospodarczego w 2007 r. wyniesie około 5,0 % i będzie mu towarzyszyć tempo wzrostu popytu krajowego przewyższające dynamikę PKB, przy tempie wzrostu popytu konsumpcyjnego zbliżonym do dynamiki PKB oraz wyraźnie wyższym tempie wzrostu inwestycji. Po okresie, w którym inflacja utrzymywała się znacznie poniżej dolnej granicy odchyłań od celu inflacyjnego, w sierpniu nastąpił jej powrót do przedziału dopuszczalnych wahań. Od początku III kw. 2006 r. wzrosły także miary inflacji bazowej. Czynnikiem, który może łagodzić wpływ szybszego wzrostu popytu krajowego na inflację, jest możliwość absorbowania części rosnącego popytu przez zwiększony import, jakkolwiek siła tego wpływu będzie zależna od kształtowania się cen transakcyjnych importu oraz kursu walutowego. Przy obecnie niskim deficycie obrotów bieżących zwiększony import nie prowadziłby do powstania nadmiernych napięć w bilansie płatniczym w 2007 r.

Przyspieszenie wzrostu gospodarczego przyczynia się do obserwowanego od II poł. 2005 r. szybkiego wzrostu liczby pracujących w gospodarce. Szybki wzrost popytu na pracę może wynikać z niskich rezerw siły roboczej w przedsiębiorstwach, wysokiego stopnia wykorzystania mocy wytwórczych oraz tworzenia większości nowych miejsc pracy w bardziej pracochłonnym sektorze usług. Szybki wzrost popytu na pracę może również w pewnym stopniu wynikać z napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, któremu towarzyszy przenoszenie miejsc pracy do Polski z krajów o relatywnie wysokich kosztach pracy. Równocześnie w kierunku zwiększenia podaży pracy może oddziaływać wzrost liczby osób w wieku produkcyjnym, choć dane BAEL wskazują na spadek liczby aktywnych zawodowo. Natomiast do zmniejszenia podaży pracy przyczyniają się migracje zarobkowe polskich pracowników do niektórych krajów UE. Znaczny wzrost popytu na pracę i równoczesne obniżenie tempa wzrostu podaży pracy — przy niedostosowaniu struktury podaży i popytu na pracę — może oddziaływać w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń. Presję płacową może łagodzić nadal wysokie, choć spadające bezrobocie.

Istotne znaczenie dla procesów inflacyjnych ma kształtowanie się jednostkowych kosztów pracy w gospodarce, które zależy od relacji dynamiki płac do dynamiki wydajności pracy. W przemyśle wzrost wydajności pracy nadal wyprzedza tempo wzrostu płac, czego efek-

tem jest spadek jednostkowych kosztów pracy w tym sektorze. W całej gospodarce od III kw. 2004 r. następuje natomiast wzrost jednostkowych kosztów pracy.

Można oczekiwać, że czynnikiem, który będzie sprzyjał wzrostowi wydajności pracy, będą rosnące inwestycje w gospodarce. Będzie temu również sprzyjał utrzymujący się napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich, któremu towarzyszy napływ nowoczesnych technologii i metod zarządzania. Utrzymanie wysokiego tempa inwestowania będzie zależne od stanu koniunktury oraz czynników strukturalnych i instytucjonalnych, które określają klimat inwestycyjny. Wśród czynników strukturalnych i instytucjonalnych kluczową rolę odgrywają: skala łącznych obciążeń fiskalnych, perspektywy ograniczenia nierównowagi finansów publicznych, skuteczność ochrony praw własności i egzekwowania umów oraz natężenie przepisów ograniczających wolność gospodarczą.

Biorąc pod uwagę szybki wzrost popytu na pracę, wspomnianą sytuację w zakresie podaży pracy oraz brak reform strukturalnych prowadzących do zwiększenia wydajności pracy, można oczekiwać, że w 2007 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrośnie w porównaniu z 2006 r.

Czynnikiem utrudniającym prowadzenie polityki pieniężnej (jak przypomniano w pkt 1 *Założeń*) jest wystąpienie negatywnych wstrząsów podażowych, a więc wzrostów cen, których przyczyną nie są zmiany w popycie krajowym. Wstrząsem tego rodzaju, który będzie utrudniał prowadzenie polityki pieniężnej NBP w 2007 r. były nieoczekiwane niekorzystne dla rolnictwa warunki pogodowe, czego konsekwencją są znacząco mniejsze od oczekiwań zbiory.

Korzystna dla gospodarki polskiej jest jej rosnąca integracja z gospodarką UE przyczyniająca się do wzrostu udziału euro w transakcjach na krajowym rynku walutowym i, w efekcie, do obserwowanego od 2005 r. stopniowego zmniejszania się zmienności kursu złotego w stosunku do wspólnej waluty europejskiej. Do zmniejszenia się tej zmienności przyczyniło się również utrzymywanie się niskiej inflacji w Polsce. Czynnikiem, który mógłby ponownie zwiększyć zmienność kursu złotego do euro, byłoby pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych.

Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie polityka fiskalna w 2007 r. Kluczowym elementem przedstawionego projektu ustawy budżetowej jest założone wysokie tempo wzrostu wydatków budżetu państwa, przekraczające prognozowane tempo wzrostu PKB. Polityka fiskalna w tym kształcie oznacza utrzymywanie na zbyt wysokim poziomie deficytu strukturalnego finansów publicznych oraz potrzeb pożyczkowych państwa. Dodatkowo istnieją zagrożenia w postaci wzrostu zobowiązań Skarbu Państwa na skutek uchwalania wadliwych aktów prawnych. W konsekwencji następować będzie dalsze narastanie długu publicznego, którego relacja do PKB będzie stopniowo zmierzała w kierunku limitu konstytucyjnego. Zbliżenie się relacji długu do tej granicy może w ostateczności spowodować konieczność dokonania głębokiej korekty polityki fiskalnej. Obserwowane obecnie wysokie tempo wzrostu gospodarczego po-

winno być wykorzystane do przeprowadzenia reform powodujących trwałe ograniczenie strukturalnego deficytu finansów publicznych niezbędne dla ograniczenia dynamiki długu publicznego. Zmniejszenie strukturalnego deficytu finansów publicznych jest także warunkiem koniecznym wstąpienia Polski do strefy euro i wykorzystania szans, jakie stworzy to Polsce. Zdrowe finanse publiczne i trwałe utrzymywanie inflacji na poziomie celu stwarza szansę zwiększenia inwestycji w gospodarce, co pozwoliłoby na przyspieszenie procesu realnej konwergencji. Poprawiłoby to również trwałe pozycję konkurencyjną Polski.

Mimo reform dokonanych od początku transformacji, w gospodarce polskiej nadal utrzymują się liczne słabości strukturalne i instytucjonalne, które ograniczają możliwości wykorzystania potencjału polskiej gospodarki, wpływając niekorzystnie na poziom zatrudnienia i efektywność wykorzystania czynników produkcji. Wstrzymanie procesu prywatyzacji może mieć niekorzystny wpływ na jakość zarządzania w przedsiębiorstwach i ich wydajność. Zbyt mały jest zasięg procesów deregulacji szczególnie w tzw. przemyśle sieciowych (energetyka, telekomunikacja), która sprzyjałaby zwiększeniu konkurencji cenowej na szeregu rynków towarów i usług. Wydłużenie perspektywy przystąpienia do strefy euro może stać się czynnikiem oddziałującym niekorzystnie na napływy inwestycji bezpośrednich sprzyjających wzrostowi wydajności, a więc wzrostowi gospodarczemu i niskiej inflacji. Oddalenie się perspektywy wejścia Polski do strefy euro może powodować relatywny wzrost wysokości długoterminowych stóp procentowych (w wyniku zwiększenia się zawartych w nich premii za ryzyko), co wpłynęłoby niekorzystnie na sytuację w budżecie. Doświadczenia innych krajów wskazują, że przeprowadzenie zwiększających efektywność reform strukturalnych i instytucjonalnych umożliwi realizację celu inflacyjnego przy wyższym tempie wzrostu gospodarczego.

Przedkładane projekty legislacyjne, które mogłyby ograniczyć niezależność banku centralnego, mogą utrudnić realizację celu polityki pieniężnej. Wprowadzane zmiany instytucjonalne dotyczące nadzoru nad sektorem finansowym mogą rodzić ryzyko dla łącznego utrzymywania stabilności systemu finansowego i stabilności cen. W 2007 r., a szczególnie w pierwszych jego miesiącach, wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej może mieć zmiana na stanowisku Prezesa NBP.

3. Cele polityki pieniężnej w 2007 r.

Rada będzie dążyła do tego, aby prognozowany na początek 2007 r. powrót inflacji w okolice celu inflacyjnego (2,5 %) miał charakter trwały. Jednak, tak jak w poprzednich latach, w przypadku wystąpienia silnych i nieoczekiwanych wstrząsów, polityka pieniężna będzie prowadzona w sposób umożliwiający realizację celu w średnim horyzoncie czasowym. Wynika to z opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej. Taki sposób prowadzenia polityki pieniężnej pozwala ograniczać wahania produkcji.

Jeśli oczekiwanemu utrzymaniu się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego będzie towarzyszyć narastanie presji inflacyjnej, konieczne może być dosto-

sowanie polityki pieniężnej. Dostosowywanie polityki pieniężnej do zmieniających się warunków koniunkturalnych jest stosowanym powszechnie przez banki centralne sposobem średniokresowego stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego.

Szacuje się obecnie, że w Polsce instrumenty polityki pieniężnej banku centralnego oddziałują najsilniej na inflację z opóźnieniem 5—7 kwartałów. Należy jednocześnie wskazać na istnienie znacznej niepewności odnoszącej się do siły i opóźnienia mechanizmu transmisji impulsów polityki monetarnej, które mogą ulegać zmianom na skutek zmian strukturalnych w gospodarce.

Opóźnienia, które występują pomiędzy zmianą stóp procentowych przez bank centralny a pojawieniem się jej skutków w przebiegu procesów gospodarczych i inflacyjnych, 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 o tym, że przyszły przebieg zjawisk w gospodarce może różnić się od wcześniej prognozowanego.

Powrót inflacji w okolice celu stworzy korzystne warunki dla utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Lepsze zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych sprawiłoby, że w przyszłości realizacja celu inflacyjnego byłaby możliwa przy mniejszej zmienności stóp procentowych oraz produkcji. Elementem utrudniającym utrwalenie niskich oczekiwań inflacyjnych w najbliższych miesiącach i w przyszłym roku może się jednak okazać kształtowanie się cen żywności, cen kontrolowanych oraz cen paliw. W 2007 r. Rada będzie wnikliwie analizowała zmiany tych cen pod kątem ryzyka wystąpienia wtórnych skutków inflacyjnych. Jeśli prawdopodobieństwo wystąpienia tych efektów byłoby znaczne, Rada podejmie konieczne działania przeciwdziałające podwyższaniu się oczekiwań inflacyjnych. Rada będzie prowadziła politykę pieniężną w taki sposób, aby utrzymać inflację w pobliżu celu inflacyjnego.

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego jest komunikacja z otoczeniem. 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 dążeniu do przejrzystości polityki pieniężnej. W *Raportach o inflacji* Rada będzie się starała szerzej przedstawiać argumenty podnoszone w trakcie dyskusji na swoich posiedzeniach.

Stabilizacja inflacji na poziomie celu inflacyjnego ułatwi w przyszłości spełnienie kryterium stabilności cen, stanowiące jeden z warunków członkostwa Polski

w strefie euro. Ponadto, kształtowanie się inflacji na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym będzie oddziaływać w kierunku obniżenia premii za ryzyko inflacyjne zawartej w długoterminowych stopach procentowych i tym samym do ich obniżenia, ułatwiającego spełnienie kryterium długoterminowych stóp procentowych. Realizacja celu inflacyjnego ułatwi zatem spełnienie kryteriów z Maastricht i umożliwi wykorzystanie szans, jakie stworzy dla Polski członkostwo w strefie euro. Rada Polityki Pieniężnej będzie wspierać działania podejmowane przez Narodowy Bank Polski umożliwiające zrealizowanie scenariusza możliwie najszybszego przystąpienia do strefy euro, współpracując w tym względzie z Rządem. Określenie przez Polskę daty przystąpienia do strefy euro, poparte wiarygodnym programem reform, pozwoliłoby zwiększyć efektywność tych działań. Rada uważa, że wskazane jest rozpoczęcie publikowania przez GUS zharmonizowanego wskaźnika cen konsumpcyjnych (HICP) wykorzystywanego w ocenie zbieżności w zakresie kryterium stabilności cen z Maastricht.

4. Instrumenty polityki pieniężnej

Płynność sektora bankowego

W 2006 r. nastąpił, w ujęciu średniorocznym, wzrost nadpłynności sektora bankowego. Głównym źródłem przyrostu nadpłynności, po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej w 2004 r., jest napływ do kraju środków unijnych i związany z tym skup walut obcych przez NBP. W 2006 r. wzrosła dynamika pieniądza gotówkowego w obiegu, co ograniczało przyrost nadpłynności.

W 2007 r. wielkość przyrostu nadpłynności sektora bankowego będzie nadal zależała głównie od skali transakcji walutowych banku centralnego, zmian poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu oraz wahań poziomu lokat terminowych Ministerstwa Finansów w NBP. W 2007 r. limit tych lokat, uzgodniony z Ministerstwem Finansów, ukształtuje się średnio w roku na poziomie 4,9 mld zł.

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.

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

Stopa lombardowa NBP wyznacza koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa w ten sposób górny pułap wzrostu rynkowych stóp *overnight*.

Stopa depozytowa NBP wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa w ten sposób dolny pułap spadku rynkowych stóp *overnight*.

Operacje otwartego rynku

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

Operacje podstawowe w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP. Przetargi na bony odbywają się regularnie raz w tygodniu, a ich minimalna rentowność określona jest wysokością stopy referencyjnej NBP. Bank centralny przeprowadza operacje podstawowe w skali umożliwiającej kształtowanie się rynkowej stawki WIBOR SW, odpowiadającej zapadalności operacji podstawowych, wokół stopy referencyjnej NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu łagodzenia wpływu nieoczekiwanych zmian w poziomie płynności sektora bankowego na wysokość krótkoterminowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące i zasilające: emisję bonów pieniężnych NBP, operacje *repo* i *reverse repo* oraz przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP.

Operacje strukturalne mogą zostać przeprowadzone w celu długoterminowej zmiany struktury płynności w sektorze bankowym. Gdyby wystąpiła taka konieczność, bank centralny może przeprowadzić następujące operacje strukturalne: emisję obligacji, przedterminowy wykup obligacji, zakup i sprzedaż papierów wartościowych na rynku wtórnym.

Rezerwa obowiązkowa

Podstawową funkcją rezerwy obowiązkowej jest łagodzenie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym na wahania stóp procentowych. Ewentualna zmiana stopy rezerwy lub wprowadzenie innych rozwiązań, mających na celu zbliżenie systemu rezerwy do wymogów Eurosystemu, będą uzależnione od kształtowania się warunków płynnościowych na rynku międzybankowym.

Operacje depozytowo-kredytowe

Celem operacji depozytowo-kredytowych jest ograniczanie skali wahań stopy procentowej rynku międzybankowego *overnight*. Banki uczestniczą w tych operacjach z własnej inicjatywy.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie nadwyżek środków w banku centralnym na termin *overnight*, a jego oprocentowanie stanowi dolne ograniczenie dla stawki rynkowej kwotowanej na ten termin.

Kredyt lombardowy umożliwia zaciągnięcie w banku centralnym kredytu na termin *overnight*. Jego oprocentowanie określa maksymalny koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym i stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej *overnight*. Kredyt

lombardowy jest zabezpieczany papierami wartościowymi, akceptowanymi przez bank centralny.

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego pozostaną oferowane przez NBP kredyty w złotych i w euro, jako źródła pozyskania środków w ciągu dnia operacyjnego. Kredyty te są nieoprocentowane. Podobnie jak w przypadku kredytu lombardowego, zabezpieczenie stanowią papiery wartościowe, które są akceptowane przez bank centralny.

Interwencje walutowe

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