

## 799

## UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 26 września 2007 r.

## w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2008

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, z późn. zm.<sup>1)</sup>) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2008, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2008 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej:

*S.S. Skrzypek*

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

<sup>1)</sup> Zmiany tekstu jednolitego wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2005 r. Nr 167, poz. 1398, z 2006 r. Nr 157, poz. 1119 oraz z 2007 r. Nr 25, poz. 162 i Nr 61, poz. 410.

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej z dnia 26 września 2007 r. (poz. 799)

## ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2008

**1. Strategia polityki pieniężnej**

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 str-

tegia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5 % z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości  $\pm 1$  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 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 postępowanie się kwartalnymi i rocznymi 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 różna 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 trwały 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 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. 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 umożliwia efektywne funkcjonowanie mechanizmu transmisji, co jest kluczowe dla właściwej realizacji polityki pieniężnej. Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń na rynku aktywów oraz perspektywy inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnienie 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, banki centralne biorą pod uwagę, jak długi był okres, w którym inflacja utrzymywała się blisko celu, ponieważ takie kształtowanie się inflacji sprzyja zakotwiczeniu oczekiwań inflacyjnych.

Rada podtrzymuje przekonanie, że najbardziej korzystna dla Polski byłaby realizacja strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków umożliwiających przystąpienie do strefy euro w najbliższym możliwym terminie, przy uwzględnieniu bilansu kosztów i korzyści z tym związanych.

## 2. Polityka pieniężna w 2008 r.

Gospodarka polska znajduje się w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Dominujący wkład do wzrostu PKB ma dynamicznie rosnący popyt krajowy. Obserwuje się wysoki wzrost eksportu, jednak ze względu na ożywienie popytu krajowego i towarzyszące mu przyspieszenie importu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB będzie w 2007 r. ujemny. Silnemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy szybki wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rośnie szybciej niż wydajność pracy, w wyniku czego następuje wzrost jednostkowych kosztów pracy.

W 2008 r. w strefie euro spodziewane jest nieznaczne spowolnienie aktywności gospodarczej w porównaniu z 2007 r., natomiast w Stanach Zjednoczonych oczekuje się przyspieszenia wzrostu gospodar-

czego<sup>1)</sup>. W Stanach Zjednoczonych utrzymuje się jednak ryzyko znaczącego obniżenia aktywności gospodarczej, związane z możliwością głębszego niż oczekiwany spadku cen nieruchomości na rynku amerykańskim i utrzymania się w dłuższym okresie dużej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych. Zrealizowanie się takiego scenariusza prowadziłoby do osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, co w wyniku ograniczenia popytu zewnętrznego przyczyniłoby się do osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego w Polsce.

Ważnym elementem uwarunkowań zewnętrznych są ceny ropy naftowej, które według aktualnych prognoz będą utrzymywać się w kolejnych latach na wysokim poziomie<sup>2)</sup>. W związku z korzystnymi prognozami wzrostu gospodarczego na świecie, oczekuje się relatywnie dużego wzrostu światowego zapotrzebowania na ropę zarówno w II poł. 2007 r., jak i w 2008 r., co może prowadzić do dalszego spadku zapasów tego surowca. Ponadto, utrzymanie wydobycia ropy przez kraje OPEC<sup>3)</sup> na niezmiennym poziomie oraz wysokie ryzyko polityczne w regionach wydobycia ropy może powodować dalszą presję na wzrost cen tego surowca.

W ostatnich latach obserwowany jest systematyczny wzrost cen żywności na światowych rynkach, przy czym relatywnie długi okres utrzymywania się wzrostowej tendencji cen może wskazywać, że jest ona w większym stopniu wynikiem zmian strukturalnych niż krótkookresowych dostosowań. Coraz silniejsze związanie krajowego sektora rolno-spożywczego z sytuacją na rynku światowym może spowodować, że wzrostowa tendencja światowych cen żywności stanie się czynnikiem ryzyka wzrostu inflacji w Polsce.

Perspektywy utrzymania się wysokich cen ropy oraz wzrostu cen żywności mogą oddziaływać w kierunku wzrostu inflacji w Polsce w 2008 r. Jednak prowadzona przez najważniejsze banki centralne polityka pieniężna wskazuje na ich dążenie do zapewnienia stabilności cen w średnim okresie, co biorąc pod uwagę rosnącą rolę powiązań handlowych między krajami oraz niepełne przenoszenie inflacji na zmiany kursów walutowych, powinno sprzyjać ograniczeniu wzrostu inflacji w Polsce. W strefie euro oraz w Stanach Zjed-

<sup>1)</sup> Ocena Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP uwzględniająca prognozy instytucji zewnętrznych (EBC, OECD, Komisji Europejskiej, banków komercyjnych) z sierpnia i września 2007 r. wskazuje, że dynamika PKB w strefie euro obniży się w 2008 r. do 2,2 % wobec 2,5 % w 2007 r., a w USA wyniesie w 2008 r. 2,6 % wobec spodziewanego 1,9 % w 2007 r.

<sup>2)</sup> Prognoza Departamentu Energii Stanów Zjednoczonych z dnia 11 września 2007 r. skorygowana o różnicę między ceną ropy Brent a WTI wynikającą z notowań rynków terminowych wskazuje, że średnia cena ropy WTI wyniesie w 2007 r. 67,9 USD/b, a w 2008 r. 71,3 USD/b.

<sup>3)</sup> Biorąc pod uwagę znacznie wolniejszy wzrosty produkcji ropy w krajach nienależących do OPEC w porównaniu ze wzrostem światowego zapotrzebowania, kluczowe znaczenie dla równowagi na rynku paliw będzie miało wydobycie w krajach OPEC, które dysponują obecnie relatywnie dużymi rezerwami mocy produkcyjnych.

noczonych w 2007 r. inflacja obniży się w porównaniu z 2006 r., a obecne prognozy na 2008 r. wskazują na stabilizację tempa wzrostu cen w strefie euro na poziomie bliskim definicji stabilności cen Europejskiego Banku Centralnego oraz na dalsze niewielkie obniżenie inflacji w Stanach Zjednoczonych<sup>4)</sup>.

Perspektywy wzrostu gospodarczego w Polsce w 2008 r. pozostają korzystne. Tempo wzrostu PKB prawdopodobnie obniży się nieznacznie w stosunku do 2007 r. Struktura wzrostu najprawdopodobniej nie ulegnie istotnej zmianie; nadal główną rolę odgrywać będzie wzrost popytu krajowego (inwestycji i konsumpcji), a wkład eksportu netto do wzrostu PKB zostanie ujemny. Można oceniać, że tempo wzrostu inwestycji kształtować się będzie na wysokim, dwucyfrowym poziomie, do czego przyczyniać się powinny m.in. korzystne perspektywy zbytu (w kraju i za granicą), wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych, a także napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz środków unijnych. Wzrost konsumpcji będzie prawdopodobnie wynikać z dynamicznie rosnących dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, w tym przede wszystkim z rosnącego funduszu płac (wzrostu liczby zatrudnionych oraz wzrostu płac, dodatkowo wzmocnionych obniżką składki rentowej w 2007 i 2008 r.<sup>5)</sup>), dochodów gospodarstw domowych z tytułu działalności gospodarczej prowadzonej na własny rachunek oraz planowanej waloryzacji rent i emerytur<sup>6)</sup>.

Szybkemu wzrostowi gospodarczemu oraz ożywieniu na rynku pracy towarzyszy stopniowo rosnąca inflacja. Po okresie, w którym roczny wskaźnik CPI utrzymywał się poniżej dolnej granicy przedziału odchylenia od celu inflacyjnego NBP, na początku 2007 r. roczna stopa inflacji powróciła do przedziału odchylenia, a w marcu do celu inflacyjnego (2,5 %). W kolejnych miesiącach inflacja kształtowała się w pobliżu celu. Oceniając jednak, że w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, w kwietniu, czerwcu i sierpniu 2007 r. Rada podjęła decyzje o podwyższeniu stóp procentowych NBP (każdorazowo po 25 punktów bazowych).

Dostosowywanie polityki pieniężnej do zmieniających się warunków koniunkturalnych jest powszech-

nie stosowanym przez banki centralne sposobem średniookresowego stabilizowania inflacji na poziomie celu inflacyjnego. Jeśli oczekiwanemu wysokiemu wzrostowi gospodarczemu w Polsce będzie towarzyszyć narastanie presji inflacyjnej, konieczne stanie się dalsze zaostżenie polityki pieniężnej. W przypadku wystąpienia silnych szoków, polityka pieniężna będzie prowadzona w sposób umożliwiający realizację celu w średnim horyzoncie czasowym. Rada będzie dążyła do tego, aby powrót inflacji w okolice celu (2,5 %), który nastąpił w pierwszym półroczu 2007 r., miał charakter trwały. Utrzymanie inflacji w okolicach celu stwarza korzystne warunki dla zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu, co w przyszłości powinno umożliwić realizację celu inflacyjnego przy mniejszej zmienności stóp procentowych oraz PKB.

Wśród czynników, które będą wpływać na kształt polityki pieniężnej w 2008 r. na pierwszy plan wysuwają się: sytuacja na rynku pracy oraz sytuacja w sektorze finansów publicznych.

Oczekuje się, że kontynuacja wysokiego tempa wzrostu gospodarczego przyczyni się do dalszego znacznego wzrostu popytu na pracę, a dynamika liczby pracujących w gospodarce pozostanie dodatnia, choć powinna obniżyć się w porównaniu do 2007 r. Wzrost zatrudnienia będzie wynikać przede wszystkim z wyczerpywania się w przedsiębiorstwach możliwości dalszego zwiększania produkcji bez wzrostu zatrudnienia oraz tworzenia większości nowych miejsc pracy w pracochłonnych sektorach, tj. w usługach i budownictwie. Od 2006 r. wzrostowi popytu na pracę towarzyszy spadek liczby osób aktywnych zawodowo, co związane jest m.in. z migracjami zarobkowymi Polaków do niektórych państw UE. Można oczekiwać, że to niekorzystne z punktu widzenia potencjału gospodarki zjawisko ulegnie zahamowaniu i w 2008 r. nastąpi stopniowy wzrost podaży pracy. Brak pełnych i wiarygodnych danych o liczbie Polaków pracujących za granicą znacznie jednak utrudnia ilościową ocenę wpływu tego zjawiska na procesy inflacyjne i w konsekwencji zwiększa niepewność towarzyszącą prowadzeniu polityki pieniężnej. Z kolei przedłużenie okresu przechodzenia na wcześniejsze emerytury oraz znaczące podwyższenie płacy minimalnej będą negatywnie oddziaływać na liczbę osób aktywnych zawodowo. Przedłużenie okresu przechodzenia na wcześniejsze emerytury prowadzi do dezaktywizacji osób w wieku przedemerytalnym. Podwyższenie płacy minimalnej eliminuje z rynku pracy część osób o najniższych kwalifikacjach lub powoduje wyparcie ich zatrudnienia do szarej strefy.

Kontynuacja silnego wzrostu liczby pracujących i relatywnie wolnego tempa zwiększania liczby osób aktywnych zawodowo, w połączeniu z niedostosowaniem struktury podaży i popytu na pracę, mogą przyczyniać się do narastania problemów przedsiębiorstw ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanych pracowników oraz do utrzymywania się wysokiej dynamiki wzrostu wynagrodzeń. W efekcie, pomimo korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego i rosnącej wydajności pracy, oczekuje się, że w 2008 r. nastąpi dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, a w konsekwencji także nasilenie presji inflacyjnej.

<sup>4)</sup> Ocena Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych NBP uwzględniająca prognozy instytucji zewnętrznych (EBC, Komisji Europejskiej, banków komercyjnych) z sierpnia i września 2007 r. wskazuje, że inflacja w strefie euro zarówno w 2008 r., jak i w 2007 r. utrzyma się na poziomie 2,0 %, natomiast w Stanach Zjednoczonych w 2008 r. wyniesie 2,3 % wobec 2,7 % w 2007 r.

<sup>5)</sup> Ustawa z dnia 15 czerwca 2007 r. o zmianie ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych oraz niektórych innych ustaw przewiduje m.in. obniżenie składek rentowych od dnia 1 lipca 2007 r. o 3 pkt procentowe po stronie pracownika oraz od dnia 1 stycznia 2008 r. o 2 pkt procentowe po stronie pracodawcy. Ostatecznie, w wyniku tych zmian, składka rentowa obniży się z 13 % do 6 % podstawy wymiaru składki.

<sup>6)</sup> Pod koniec maja 2007 r. rząd przyjął projekt ustawy zakładający coroczną waloryzację rent i emerytur od 2008 r.

Istotnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie także kształt polityki fiskalnej w latach 2008—2009. Znaczenie perspektyw kształtowania się polityki fiskalnej w najbliższych latach wynika stąd, że podmioty uwzględniają w swoich bieżących decyzjach także oczekiwane zmiany obciążeń fiskalnych. Redukcja składki rentowej, rozszerzenie zakresu ulg prorodzinnych w podatku dochodowym od osób fizycznych oraz zmiana skali podatkowej wraz z obniżeniem najwyższej stawki od 2009 r. przyczynią się do istotnego ubytku dochodów sektora finansów publicznych. Są to rozwiązania sprzyjające utrwaleniu wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie, pod warunkiem że towarzyszy im odpowiednia redukcja wydatków sektora finansów publicznych. Obecnie brak jest jednak konkretnych propozycji zmierzających do zrekompensowania ubytku dochodów sektora finansów publicznych poprzez ograniczenie wydatków publicznych, a te, które się pojawiają, zamiast obniżania wydatków implikują wzrost podatków. Takie rozwiązania mogłyby osłabić korzystny wpływ redukcji klina podatkowego na potencjał polskiej gospodarki. Ryzykiem dla perspektyw wzrostu jest to, że deklarowane obniżki podatków będą dokonywane w warunkach oczekiwanej kontynuacji szybkiego wzrostu gospodarczego, co może doprowadzić do zwiększenia deficytu sektora finansów publicznych, szczególnie gdy nastąpi spowolnienie wzrostu gospodarczego. Rodzi to także obawy, że może to zwiększyć presję inflacyjną oraz prowadzić do pogorszenia relacji polityki fiskalnej i pieniężnej (ang. *policy mix*).

Rozważając kwestie dotyczące polityki pieniężnej, Rada bierze pod uwagę wyniki badań i analiz prowadzonych w NBP. W 2008 r. w zakresie tych badań będą mieściły się także prace dotyczące korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro.

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego jest także komunikacja z otoczeniem. W jej ramach Rada przedstawia swoje oceny aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Istotnym, wprowadzonym od kwietnia 2007 r. elementem komunikacji są publikowane co miesiąc *Opisy dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej*, w których prezentowane są najważniejsze zagadnienia rozpatrywane podczas posiedzeń Rady oraz argumenty wysuwane przez uczestników dyskusji. Do najważniejszych instrumentów w sferze komunikacji w 2008 r. nadal należą będą także *Raporty o inflacji*, komunikaty oraz konferencje prasowe po posiedzeniach RPP. Rada dołoży starań w dążeniu do utrzymania przejrzystości polityki pieniężnej.

Zgodnie z praktyką rosnącej liczby banków centralnych, dążąc do bardziej wnikliwej analizy zjawisk gospodarczych, Rada postanowiła ograniczyć od 2008 r. częstotliwość publikacji *Raportu o inflacji* wraz z projekcją z czterech do trzech razy w roku. Taka częstotliwość projekcji będzie wystarczająca z punktu widzenia średniookresowego charakteru zależności pomiędzy polityką pieniężną a procesami gospodarczymi. Z kolei dodatkowy czas pomiędzy przygotowaniem kolejnych *Raportów* pozwoli na pogłębienie prowadzonych w NBP badań oraz umożliwi pracę nad doskonaleniem narzędzi analitycznych niezbędnych dla skutecznego prowadzenia polityki pieniężnej. Ponadto,

rozpoczęta w bieżącym roku publikacja comiesięcznych *Opisów dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej* pozwala na prezentowanie opinii członków RPP dotyczących procesów inflacyjnych ze znacznie mniejszym opóźnieniem i większą szczegółowością. Dzięki temu zmniejszenie liczby *Raportów* nie wpłynie negatywnie na przejrzystość polityki pieniężnej. *Raporty* będą publikowane w lutym, czerwcu i październiku.

### 3. Instrumenty polityki pieniężnej

#### Płynność sektora bankowego

W 2007 r. nastąpiła stabilizacja poziomu nadpłynności sektora bankowego, mierzonego skalą emisji bonów pieniężnych NBP. Szacuje się, że średni w roku poziom wyemitowanych bonów pieniężnych NBP wyniesie ok. 20 mld zł.

Przewiduje się, że po wzroście w latach 2005—2006, w 2008 r. nadpłynność zostanie ograniczona. Podobnie jak w latach poprzednich, głównym czynnikiem oddziałującym na wzrost poziomu płynności sektora bankowego będzie napływ do Polski środków z Unii Europejskiej i ich przewalutowanie w NBP. Z kolei, czynnikiem powodującym spadek poziomu płynności będzie przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu. Wysokość lokat terminowych Ministerstwa Finansów w NBP ukształtuje się średnio na poziomie zbliżonym do odnotowanego w 2007 r.

#### 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 rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania krótkoterminowych lokat na rynku niezabezpieczonych depozytów międzybankowych.

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

**Stopa depozytowa NBP** wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa 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.

**Operacje podstawowe**, w postaci emisji 7-dniowych bonów pieniężnych NBP, odbywają się regularnie raz w tygodniu. Za ich pomocą bank centralny zarządza bieżącym poziomem płynności sektora banko-

wego. Począwszy od 2008 r. na przetargach bonów pieniężnych NBP będzie obowiązywać stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP.

Bank centralny będzie przeprowadzał operacje podstawowe w skali umożliwiającej kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP. Przejście z kształtowania stawki WIBOR SW wokół stopy referencyjnej NBP na stawkę POLONIA wynika z tendencji zachodzących w strukturze terminowej rynku pieniężnego. W ostatnich latach wzrastał m.in. udział lokat *overnight* w całości obrotów na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych. Obecnie stanowią one zdecydowaną większość transakcji. Dzięki przejściu na stawkę *overnight* NBP będzie efektywniej oddziaływał na gospodarkę poprzez mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej. Stabilizowanie stopy *overnight* wokół stopy referencyjnej NBP pozwoli z kolei bankom na lepsze zarządzanie własną pozycją płynnościową.

**Operacje dostrajające** mogą zostać podjęte w celu ograniczenia wpływu nieoczekiwanych zmian w poziomie płynności sektora bankowego na wysokość krótkoterminowych stóp procentowych, w tym szczególnie stawki POLONIA. 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 ban-

kowym na wahania stóp procentowych. Ewentualne zmiany stopy rezerwy obowiązkowej 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 zaciąganie 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.