

## 736

## UCHWAŁA RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ

z dnia 30 września 2003 r.

## w sprawie ustalenia założeń polityki pieniężnej na rok 2004

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 oraz z 2003 r. Nr 65, poz. 594 i Nr 137, poz. 1303) uchwała się, co następuje:

§ 1. Ustala się założenia polityki pieniężnej na rok 2004, stanowiące załącznik do uchwały.

§ 2. Uchwała wchodzi w życie z dniem 1 stycznia 2004 r.

Przewodniczący Rady Polityki Pieniężnej:

L. Balcerowicz

Członkowie Rady Polityki Pieniężnej: J. Czekaj, M. Dąbrowski, B. Grabowski, C. Józefiak, W. Łączkowski, J. Pruski, G. Wójtowicz, W. Ziółkowska

Załącznik do uchwały Rady Polityki Pieniężnej z dnia 30 września 2003 r. (poz. 736)

## ZAŁOŻENIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA ROK 2004

## I. Polityka pieniężna w 2004 r.

W 2003 r. zostanie zakończona realizacja *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999—2003*. Według wszelkich dostępnych prognoz osiągnięty zostanie średniookresowy cel polityki pieniężnej wyznaczony przez Radę Polityki Pieniężnej w 1998 r. — stopa inflacji mierzona indeksem cen towarów i usług konsumpcyjnych ukształtuje się poniżej 4 %.

W lutym 2003 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła *Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku*, w której przedstawiła koncepcję prowadzenia polityki pieniężnej w najbliższych latach. Polityka pieniężna będzie prowadzona nadal w oparciu o strategię bezpośredniego celu inflacyjnego. Według tej strategii od stycznia 2004 r. będzie realizowany ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5 % w ujęciu rok do roku, z dopuszczalnym przedziałem wahań  $\pm 1$  punkt procentowy. Oznacza to, iż od początku 2004 r. realizacja celu inflacyjnego nie będzie, jak dotychczas, weryfikowana w grudniu, lecz w ciągu 2004 r. i kolejnych lat. Wyznaczenie celu ciągłego było możliwe dzięki obniżeniu inflacji i oznacza prowadzenie polityki stabilizowania inflacji na niskim poziomie.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego, do momentu wejścia do mechanizmu ERM II, będzie prowadzona w warunkach płynnego kursu walutowego. System kursu płynnego pozwala na elastyczne reagowanie na pojawiające się w gospodarce nieoczekiwane wstrząsy. Doświadczenia międzynarodowe pokazują ponadto, że taki system kursowy zmniejsza ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. Tak jak w poprzednich latach, Rada zastrzega sobie jednak możliwość interweniowania na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do realizacji celu inflacyjnego. W przypadku ukształtowania się inflacji poza przedziałem dopuszczalnych wahań polityka pieniężna będzie

kształtowana tak, aby powrót inflacji do poziomu zgodnego z wyznaczonym celem nastąpił w średnim horyzoncie czasowym, co powinno sprzyjać ograniczeniu wahań produkcji.

Polityka pieniężna w 2004 r. będzie prowadzona w sposób umożliwiający jak najszybsze przystąpienie Polski do strefy euro. W 2004 r. wskazane byłoby rozpoczęcie negocjacji między Rządem Rzeczypospolitej Polskiej i Narodowym Bankiem Polskim (zwanym dalej „NBP”) a przedstawicielami Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego na temat przystąpienia Polski do mechanizmu kursowego ERM II. Rada Polityki Pieniężnej stoi na stanowisku, że przedział wahań kursowych powinien być możliwie szeroki ( $\pm 15$  %) i wprowadzony na najkrótszy możliwy okres, co w przypadku ERM II oznacza okres dwóch lat. Jak pokazały doświadczenia wielu krajów, ograniczanie przedziału wahań kursu walutowego jest często przyczyną ataków spekulacyjnych i kryzysów walutowych.

Przystąpienie do ERM II powinno zatem nastąpić w takim momencie, aby już w drugim roku uczestnictwa w tym mechanizmie możliwe było spełnienie pozostałych kryteriów konwergencji, tj. kryteriów inflacji, długoterminowej stopy procentowej, deficytu finansów publicznych i długu publicznego. Spełnienie kryterium deficytu finansów publicznych wymaga przeprowadzenia kompleksowej reformy finansów publicznych, która jest również niezbędna do stworzenia podstaw do długofalowego rozwoju gospodarczego. Reforma ta jest także konieczna ze względu na trwałe spełnianie kryterium długu publicznego.

W interesie Polski jest jak najszybsze wypełnienie kryteriów konwergencji, które nie tylko warunkują przystąpienie do strefy euro, lecz również są spójne z wysokim i stabilnym wzrostem gospodarczym.

Członkostwo w strefie euro pozwoli uzyskać istotne korzyści gospodarcze, związane ze zmniejszeniem ryzyka makroekonomicznego, obniżeniem kosztów pozyskania kapitału, ożywieniem wymiany handlowej ze strefą euro, wyeliminowaniem części kosztów transakcyjnych, zwiększeniem porównywalności cen i wzmocnieniem konkurencji.

## II. Warunki realizacji celu polityki pieniężnej

Polityka pieniężna jest realizowana w warunkach determinowanych również przez czynniki, na które bank centralny nie ma wpływu.

### Czynniki zewnętrzne

Koniunktura zewnętrzna może istotnie wpływać na inflację poprzez kanał popytowy, a sytuacja w świecie może spowodować wahania podaży i cen na rynkach surowców.

Bieżące prognozy rozwoju gospodarki światowej w 2004 r. wskazują na stopniową poprawę koniunktury. Według prognoz dostępnych w sierpniu 2003 r., wzrost gospodarczy w 2004 r. ma być wyższy od tegorocznego zarówno w strefie euro, gdzie oczekiwane jest zwiększenie PKB o około 2,0 % (wobec przewidywanego w 2003 r. 0,8 %), jak i w Stanach Zjednoczonych, gdzie prognozowany wzrost wynosi około 3,7 % (wobec 2,5 % w 2003 r.). Ostatnie lata pokazały jednak, że prognozy wzrostu gospodarczego mogą być obciążone dużym błędem, a zatem należy podchodzić do nich z ostrożnością.

Czynniki popytowe nie powinny w 2004 r. powodować istotnego wzrostu cen na światowych rynkach surowcowych. Jednak nie można wykluczyć okresowych zaburzeń podaży, spowodowanych w głównej mierze zaostrzeniem ryzyka geopolitycznego, co w konsekwencji może zwiększyć wahania cen na rynkach surowców, w tym przede wszystkim cen ropy naftowej.

### Ceny żywności, ceny kontrolowane\*

Zmiany cen żywności i napojów bezalkoholowych w znacznym stopniu wpływają na wahania inflacji, gdyż mają one duży udział w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych (obecnie 28,2 %).

Przewiduje się, że w 2004 r. średnioroczne tempo wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych wyniesie około 2 %. Ze wstępnych ocen wynika, że tegoroczne zbiory ukształtują się na poziomie niższym od przeciętnego z ostatnich dwóch lat. Natomiast co do przyszłorocznych zbiorów przyjmuje się, że będą zbliżone do średniej wieloletniej. W odniesieniu do cen artykułów żywnościowych pochodzenia zwierzęcego

zakłada się stopniowe wyhamowywanie tendencji spadkowej w 2003 r. i ich wzrost w 2004 r.

Istotny wpływ na poziom inflacji mogą mieć również zmiany cen kontrolowanych, których łączny udział w koszyku towarów i usług konsumpcyjnych wynosi obecnie 27,2 %.

Prognozy sytuacji na światowym rynku paliw z sierpnia 2003 r. zakładają powolne obniżanie się cen ropy naftowej. Czynniki zewnętrzne powinny w 2004 r. sprzyjać obniżaniu się cen paliw w kraju. Niewielkie przyspieszenie wzrostu krajowych cen paliw może jednak wystąpić na skutek oddziaływania czynników wewnętrznych, tj. ewentualnej podwyżki stawki podatku akcyzowego oraz wprowadzenia opłaty paliwowej, a także polityki krajowych producentów i dystrybutorów paliw. Na kształtowanie się krajowych cen paliw będą również wpływały zmiany kursu złotego do dolara amerykańskiego.

NBP ocenia obecnie, iż w 2004 r. średnioroczny wzrost cen kontrolowanych wyniesie około 2 %.

### Rozwój gospodarczy, uwarunkowania systemowe

Po okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2001—2002 nastąpiła poprawa koniunktury w 2003 r., głównie na skutek szybkiego wzrostu eksportu oraz stopniowej poprawy aktywności inwestycyjnej. Spadek inflacji do poziomu krajów rozwiniętych oraz zdecydowane zmniejszenie deficytu w rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego umożliwiły stopniowe zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej. W efekcie, w okresie od marca 2001 r., kiedy został zainicjowany cykl obniżek, do czerwca 2003 r. Narodowy Bank Polski obniżył stopę referencyjną NBP o 13,75 punktów procentowych z 19 % do 5,25 %. Realna stopa referencyjna, deflowana bieżącym wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, spadła w tym okresie o ponad 7 punktów procentowych.

NBP szacuje, że w 2003 r. PKB zwiększy się realnie o 3—3,5 %. Dalsza poprawa koniunktury, związana między innymi z ujawnieniem skutków dotychczasowych obniżek stóp procentowych, sprawi, że w 2004 r. polityka pieniężna będzie realizowana w warunkach wzrostu PKB o około 4 %—5 %. Ożywieniu gospodarczemu sprzyjać będzie stopniowa poprawa sytuacji gospodarczej głównych partnerów handlowych Polski. Przyspieszeniu gospodarczemu towarzyszy szybsze domykanie luki popytowej.

W długim okresie polityka pieniężna przyczynia się do zwiększenia wzrostu gospodarczego poprzez utrzymywanie niskiej, stabilnej inflacji. Trwale szybszy rozwój wymaga jednak również określonych reform strukturalnych, które usunęłyby liczne słabości polskiej gospodarki, w tym m. in.:

- ustawowo zdeterminowane wysokie wydatki socjalne, destabilizujące budżet państwa,
- deformacje rynku pracy (np. wysokie narzuty na płace netto, brak terytorialnego zróżnicowania płacy minimalnej),

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

- ograniczenia mechanizmu rynkowego w niektórych sferach (sektor energetyczny, usługi związane z użytkowaniem mieszkań), blokujące elastyczne dostosowania podaży,
- utrzymywanie się znacznego zakresu własności państwa w wielu ważnych gałęziach gospodarki (np. górnictwo, sektor paliwowy, transport kolejowy),
- niską sprawność administracji (np. duży stopień uznaniowości decyzji będący wynikiem niskiej jakości regulacji, długotrwałe procedury w sądach gospodarczych).

Wykorzystanie szansy rozwojowej, wynikającej z przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, wymaga m.in. właściwego zagospodarowania środków unijnych, tak aby jak największa ich część została wykorzystana na inwestycje prorozwojowe. Spełnienie powyższego warunku oraz usunięcie wymienionych barier rozwoju pozwoliłoby nie tylko na przyspieszenie likwidacji luki rozwojowej, ale przyczyniłoby się także do trwałego spadku bezrobocia i ułatwiłoby przeprowadzenie reformy finansów publicznych. Uzdrawienie strony podażowej będzie sprzyjać stabilizacji inflacji na niskim poziomie w warunkach szybszego, długofalowego wzrostu gospodarczego.

#### Polityka fiskalna

Z dostępnych informacji wynika, że w 2004 r. zdecydowanie pogłębi się nierównowaga sektora finansów publicznych. W stosunku do 2003 r. nastąpi wzrost deficytu o około 2 % PKB. Dokonuje się to w warunkach wyższego wzrostu gospodarczego. Tym samym jeszcze szybciej rośnie deficyt strukturalny, który — z definicji — jest oczyszczony z wpływu czynników cyklicznych.

Wzrost deficytu budżetowego wynika z wysokiej dynamiki wydatków oraz zobowiązań państwa i jednostek samorządu terytorialnego, tylko w części będących konsekwencją akcesji Polski do Unii Europejskiej. Wysoki poziom pozostałych wydatków to efekt braku reform strukturalnych.

Konsekwencją planowanej polityki fiskalnej w 2004 r. będzie wzrost długu publicznego, którego poziom może przekroczyć 55% PKB, tj. drugi próg ostrzegawczy określony w ustawie o finansach publicznych. Należy to traktować jako poważny sygnał kryzysowej sytuacji finansów publicznych. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, w kolejnym roku rząd musi przedstawić projekt budżetu zapewniający spadek relacji długu Skarbu Państwa do PKB pod koniec roku budżetowego.

Utrzymujący się w latach 2001—2004 wysoki i rosnący deficyt finansów publicznych oraz będący jego konsekwencją szybko powiększający się dług publiczny zagrażają rozwojowi gospodarki. Luźna polityka fiskalna zmniejsza możliwości uzyskania kredytu przez przedsiębiorstwa. Banki preferują możliwość ulokowania środków w bezpiecznych papierach rządowych zamiast finansowania projektów inwestycyjnych obarczonych ryzykiem. Rosnący dług publiczny rodzi też

niepewność, która nie sprzyja decyzjom inwestycyjnym. W ten sposób sytuacja w finansach publicznych w coraz większym stopniu obniża wzrost potencjału rozwojowego gospodarki i odsuwa w czasie spełnienie fiskalnych kryteriów konwergencji.

#### III. Instrumenty polityki pieniężnej

W maju 2004 r. Polska przystąpi do Unii Europejskiej i jednocześnie NBP stanie się członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Zasady polityki pieniężnej określone będą jednak autonomicznie przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP), tak jak ma to miejsce w chwili obecnej.

##### Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem realizacji założonego celu inflacyjnego będzie stopa procentowa. Stopami wyznaczającymi kierunek prowadzonej polityki pieniężnej będą: stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa. NBP będzie utrzymywał poziom stóp spójny z założonym celem inflacyjnym, wpływając bezpośrednio na stopy rynku pieniężnego.

Stopa referencyjna określać będzie minimalną rentowność podstawowych operacji NBP, wpływając jednocześnie na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności.

Stopa lombardowa wyznaczać będzie maksymalny koszt pozyskania pieniądza w NBP, określając górny pułap dla wahań rynkowych stóp O/N.

Stopa depozytowa ograniczać będzie wahania stóp rynkowych „od dołu”. Banki będą mogły złożyć jednodniowy depozyt w banku centralnym w przypadku dysponowania wolnymi środkami.

Stopy depozytowa i lombardowa wyznaczać będą dopuszczalne pasmo wahań stóp O/N rynku międzybankowego. Korytarz przez nie utworzony będzie symetryczny względem stopy referencyjnej.

##### Płynność sektora bankowego

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

Istnieje wiele czynników warunkujących płynność operacyjną sektora, których poziomowi w 2004 r. nie można precyzyjnie przewidzieć. Należą do nich przede wszystkim: pieniądź gotówkowy w obiegu, poziom depozytów sektora budżetowego w NBP, skup walut przez NBP z tytułu transferów z Unii Europejskiej i sprzedaż walut przez NBP na obsługę zadłużenia zagranicznego. Z dużym prawdopodobieństwem można powiedzieć, że w 2004 r. nadal utrzymywać się będzie operacyjna nadpłynność sektora bankowego. Gdyby jednak przejściowo pojawił się brak operacyjnej płyn-

ności sektora bankowego, NBP odpowiednio dostosuje instrumenty polityki pieniężnej.

W 2004 r. kontynuowane będą działania zmierzające w kierunku ograniczenia nadpłynności strukturalnej, jednakże cel ten osiągnany będzie stopniowo, zgodnie z warunkami panującymi na rynku pieniężnym.

#### Operacje otwartego rynku

Operacje otwartego rynku będą podstawowym instrumentem umożliwiającym utrzymywanie stóp rynku międzybankowego na poziomie pożądanym z punktu widzenia realizacji założonego celu inflacyjnego.

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

1. Operacje podstawowe w postaci emisji 14-dniowych bonów pieniężnych NBP.

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

2. Operacje dostrajające możliwe do zastosowania w sytuacji nieoczekiwanej zmiany płynności w sektorze bankowym bądź w przypadku występowania zaburzeń, które skutkowałyby niepożądanymi z punktu widzenia polityki pieniężnej zmianami stóp rynku międzybankowego.

Obejmowałyby one zarówno operacje absorbujące, jak i zasilające, tj. emisję bonów pieniężnych NBP, operacje typu repo i przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP.

3. Operacje strukturalne, których celem będzie długoterminowa zmiana stanu płynności w systemie bankowym.

W 2004 r., jeśli wystąpiłaby taka konieczność, bank centralny mógłby wykupić własne obligacje znajdujące się w portfelach banków komercyjnych bądź wyemitować długoterminowe papiery wartościowe.

#### Rezerwa obowiązkowa

Jedną z podstawowych funkcji rezerwy obowiązkowej będzie łagodzenie wpływu zmian płynności w sektorze bankowym na wahania stóp procentowych. Wynika to z obowiązku utrzymania odpowiednich środków na rachunkach bieżących banków komercyjnych w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej, co ułatwia bankowi centralnemu stabilizowanie stóp rynkowych na pożądanym poziomie.

Obniżenie stopy rezerwy uzależnione będzie od kształtowania się płynności w sektorze bankowym.

#### Operacje kredytowo-depozytowe

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

Kredyt lombardowy pełnić będzie rolę źródła krótkoterminowej płynności (overnight). Umożliwi on bankom zaciąganie kredytu na bazie O/N. Będzie zabezpieczony papierami wartościowymi, a jego oprocentowanie określi krańcowy koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym.

Lokata na koniec dnia umożliwi bankom komercyjnym złożenie jednodniowego depozytu w banku centralnym.

#### Inne operacje

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego pozostanie kredyt techniczny, będący formą pożyczki z banku centralnego spłacaną w ciągu tego samego dnia operacyjnego. Będzie on nieoprocentowany i zabezpieczony skarbowymi papierami wartościowymi.