

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

**Strategia polityki pieniężnej
po 2003 roku**

Warszawa, luty 2003 r.

SPIS TREŚCI

I.	WSTĘP	3
II.	STAN REALIZACJI STRATEGII NA LATA 1999-2003.....	6
III.	STRATEGIA POLITYKI PIENIĘŻNEJ.....	11
IV.	CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ.....	13
V.	KRYTERIA ZBIEŻNOŚCI	16
VI.	STRUKTURALNE UWARUNKOWANIA STRATEGII.....	19
VII.	POLITYKA PIENIĘŻNA A AKCESJA DO STREFY EURO	21
VIII.	INSTRUMENTY POLITYKI PIENIĘŻNEJ	22

I. Wstęp

Przyjęta przez Radę we wrześniu 1998 roku *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003* zakładała, że na koniec tego okresu inflacja nie przekroczy 4%. Cel ten został następnie skonkretyzowany w *Założeniach polityki pieniężnej na 2003 rok* w postaci celu krótkookresowego na poziomie 3% z przedziałem możliwych odchyleń ± 1 punkt procentowy. W grudniu 2002 roku dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji osiągnął poziom 0,8%, zaś inflacja w ujęciu średniorocznym 1,9%. Inflacja w Polsce została w ten sposób ograniczona do poziomu notowanego w ostatnich latach w krajach rozwiniętych. Zdecydowana większość prognoz wskazuje, że na koniec 2003 roku inflacja ukształtuje się na poziomie zapewniającym realizację średniookresowego celu polityki pieniężnej.

Opracowanie *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku* jest podyktowane kilkoma względami.

Po pierwsze, istota polityki pieniężnej opartej na bezpośrednim celu inflacyjnym wymaga, aby cel inflacyjny został zdefiniowany w horyzoncie średniookresowym. W ten sposób zwiększa się elastyczność polityki pieniężnej w reakcji na nieprzewidziane wydarzenia i dzięki temu jej zasadniczy cel może być realizowany w najbardziej sprzyjających warunkach dla gospodarki. Średniookresowa perspektywa względnie stabilnych cen sprzyja jednocześnie utrwalaniu się oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie, wzmacniając tym samym korzystne podstawy dla wysokiego wzrostu gospodarczego.

Po drugie, charakter opóźnień w mechanizmie transmisji monetarnej sprawia, że skutki decyzji podejmowanych w 2003 roku ujawnią się w pełni dopiero w latach 2004-2005. Badania empiryczne pokazują bowiem, że maksymalna reakcja stopy inflacji na zmianę stóp procentowych przez NBP następuje po upływie około półtora roku. Fakt nakładania się na siebie skutków decyzji podejmowanych w różnych okresach powoduje, że polityka pieniężna powinna być prowadzona w kilkuletnim horyzoncie czasowym, z uwzględnieniem celów średniookresowych i oczekiwanych warunków ich realizacji. Przejrzystość prowadzonej polityki wymaga, aby te założenia zostały ogłoszone publicznie. Dlatego już obecnie jest niezbędne opracowanie i opublikowanie *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*.

Po trzecie, osiągnięcie niskiego poziomu inflacji stwarza nowe jakościowo ramy dla polityki pieniężnej. Po długim okresie obniżania inflacji polityka pieniężna powinna być obecnie nakierowana na jej stabilizację na niskim poziomie.

Po czwarte, perspektywy wejścia Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku wyznaczają zdaniem Rady konieczność stabilizacji inflacji na poziomie spójnym ze strategią polityki gospodarczej zakładającą możliwie szybkie przystąpienie do strefy euro. W ramach tego procesu złoty zostanie włączony do europejskiego mechanizmu kursowego ERM II (Exchange Rate Mechanism II) a gospodarka polska będzie musiała spełnić kryteria konwergencji nominalnej.

Rada Polityki Pieniężnej jest przekonana, że najbardziej korzystne dla Polski byłoby przyjęcie strategii gospodarczej nastawionej na stworzenie warunków zapewniających wprowadzenie euro w 2007 r., a więc w najbliższym możliwym terminie. Podstawowe korzyści przystąpienia do strefy euro to:

- istotne zmniejszenie ryzyka makroekonomicznego,
- większa dostępność i obniżenie kosztów pozyskania kapitału,
- ożywienie wymiany handlowej ze strefą euro poprzez wyeliminowanie ryzyka kursowego,
- wyeliminowanie części kosztów transakcyjnych oraz
- zwiększenie porównywalności cen i wzmocnienie konkurencji.

Wszystkie te efekty umożliwiają zwiększenie dynamiki inwestycji i wydajności, a tym samym trwale przyspieszenie tempa wzrostu gospodarki. Biorąc pod uwagę już osiągnięty stopień integracji z gospodarką unijną, przedstawione korzyści powinny być znacznie wyższe niż koszty związane z rezygnacją z samodzielnego prowadzenia polityki pieniężnej. Szybkie przystąpienie do strefy euro stwarza zatem korzystne warunki dla przyspieszenia procesu realnej konwergencji. Zakończenie procesu ograniczania inflacji i przejście do jej stabilizowania na niskim poziomie oznacza również brak sprzeczności w krótkim okresie między procesem konwergencji realnej a koniecznością spełnienia kryteriów nominalnych.

Niezbędne warunki włączenia Polski do strefy euro to utrzymanie niskiej inflacji i stabilne finanse publiczne. Te cechy gospodarki służą trwałemu przyspieszeniu wzrostu gospodarczego. Tak więc proces przygotowania Polski do członkostwa w strefie euro jest jednocześnie procesem budowania trwałych fundamentów wzrostu gospodarczego. Dlatego w najbliższych latach głównym zadaniem Narodowego Banku Polskiego będzie utrzymanie niskiej inflacji i przygotowanie Polski - w zakresie przysługujących NBP kompetencji - do wprowadzenia wspólnej waluty europejskiej.

Dokument składa się z ośmiu części. W pierwszej kolejności omówiona jest dotychczasowa realizacja *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, co służy określeniu punktu wyjścia nowej *Strategii*. Następnie zostały przedstawione nowa strategia i nowy cel polityki pieniężnej, zasady spełnienia kryteriów zbieżności oraz strukturalne uwarunkowania realizacji *Strategii*. W części końcowej omówiono przewidywaną ewolucję instrumentów Narodowego Banku Polskiego.

II. Stan realizacji *Strategii na lata 1999-2003*.

We wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej ogłosiła *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Zdecydowano w niej o wprowadzeniu systemu bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) i określono średniookresowy cel polityki pieniężnej - sprowadzenie stopy wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych poniżej 4% w 2003 r.

Zdaniem Rady najkorzystniejszym sposobem prowadzenia polityki pieniężnej w kraju takim jak Polska było przyjęcie strategii BCI. Przesądziła o tym konieczność dokończenia procesu obniżania inflacji w warunkach rosnącej otwartości gospodarki, integracji rynków finansowych oraz głębokiej i narastającej nierównowagi zewnętrznej. Przyjęcie innych strategii nie gwarantowało trwałego obniżenia inflacji (w przypadku kontroli agregatów pieniężnych), lub też narażało gospodarkę na ryzyko poważnych zaburzeń na rynku finansowym ze wszystkimi negatywnymi konsekwencjami dla realnego sektora gospodarki (przy kontroli kursu walutowego). W opinii Rady doświadczenia zarówno Polski, jak i innych krajów wskazywały również, że prowadzenie eklektycznej polityki pieniężnej nastawionej na jednoczesną kontrolę stóp procentowych lub agregatów pieniężnych i kursu walutowego natrafiło pod koniec lat dziewięćdziesiątych na niemożliwe do przewyciężenia sprzeczności.

Strategia BCI nie posiadała zatem ułomności innych strategii prowadzenia polityki pieniężnej. Za jej wyborem przemawiały natomiast liczne argumenty:

- cel polityki pieniężnej jest jasno określony i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego,
- system ten poprzez swoją otwartość pozwala na publiczną weryfikację kierunku i skuteczności polityki pieniężnej, przez co zwiększa jej wiarygodność,
- przy odpowiedniej wiarygodności banku centralnego strategia ta pozwala przełamywać oczekiwania inflacyjne,
- większa elastyczność w stosowaniu instrumentów polityki pieniężnej umożliwia dobór reakcji banku centralnego w zależności od rodzaju wstrząsu stanowiącego zagrożenie dla realizacji celów inflacyjnych.

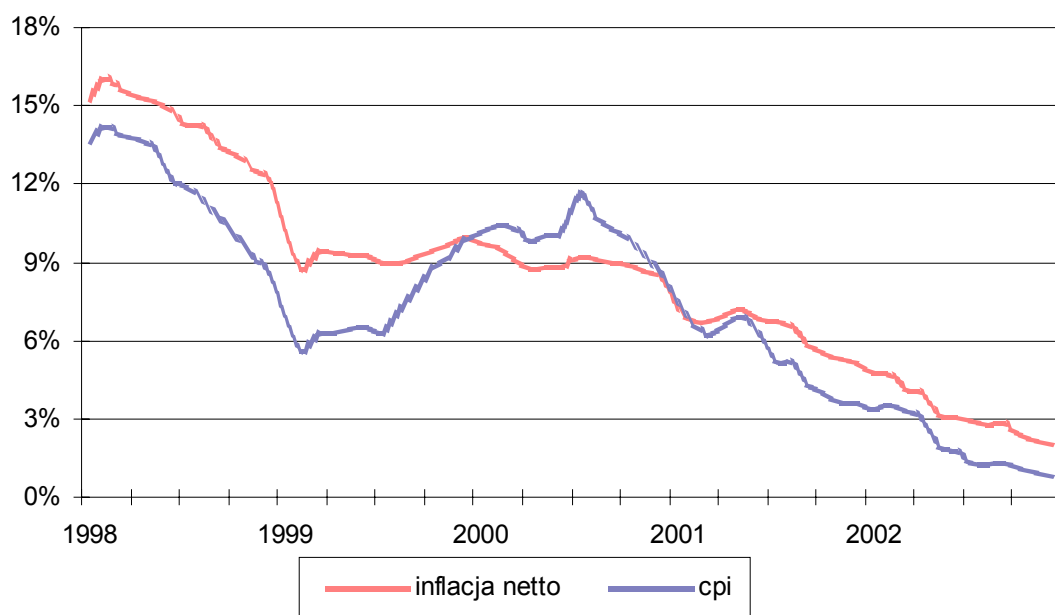
Wprowadzeniu systemu BCI miała służyć ewolucja polityki kursowej w kierunku płynnego kursu walutowego oraz wyznaczanie corocznych, krótkookresowych celów inflacyjnych. System płynnego kursu walutowego zapewniał niezbędną spójność strategii oraz pozwalał wyeliminować podstawowe źródło nadpłynności sektora bankowego. Wyznaczanie rocznych celów inflacyjnych wskazywało natomiast na zakładaną w czasie skalę obniżania inflacji przy realizacji podstawowego celu średniookresowego.

Polityka pieniężna w latach 1999-2002 była realizowana w ramach systemu BCI. W 1999 roku kontynuowano rozpoczęty w lutym 1998 roku proces obniżania tempa dewaluacji złotego w stosunku do koszyka walutowego i zwiększania pasma dopuszczalnych wahań

złotego wobec parytetu centralnego. W kwietniu 2000 r. Rada Ministrów na wniosek RPP podjęła decyzję o upłynnieniu kursu. Niski poziom inflacji osiągnięty pod koniec 2002 r. pozwala przewidywać, że zostanie zrealizowany cel średniookresowej strategii na lata 1999-2003. Polityka pieniężna przyczyniła się również w znacznym stopniu do przewyciężenia sygnalizowanego w poprzedniej *Strategii* problemu zbyt szybkiego wzrostu popytu wewnętrznego oraz związanego z nim gwałtownego wzrostu nierównowagi zewnętrznej i ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego. Deficyt rachunku obrotów bieżących, który przekraczał 8% PKB, udało się obniżyć do 3,6 % PKB.

Należy podkreślić, że w omawianym okresie poziom inflacji odbiegał od krótkookresowych celów inflacyjnych. W znacznym stopniu wynikało to z samych uwarunkowań BCI, na które Rada zwracała uwagę w dokumencie z września 1998 roku. Ustalanie celów inflacyjnych w postaci wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych z definicji zakłada większą zmienność tego wskaźnika w porównaniu do wskaźnika inflacji bazowej. Rozbieżność między tymi wskaźnikami jest szczególnie istotna w przypadku wystąpienia wstrząsów podażowych. W omawianym okresie wstrząsy takie powodowały znaczne wahania cen paliw i żywności. Wskaźnik inflacji netto, eliminujący ten wpływ kształtował się znacznie bardziej stabilnie i wykazywał mniejsze rozbieżności w stosunku do przyjętych krótkookresowych celów inflacyjnych.

Wyk. 1: Inflacja bazowa netto oraz CPI w latach 1998-2002 (zmiana w proc. wobec analogicznego okresu roku poprzedniego)



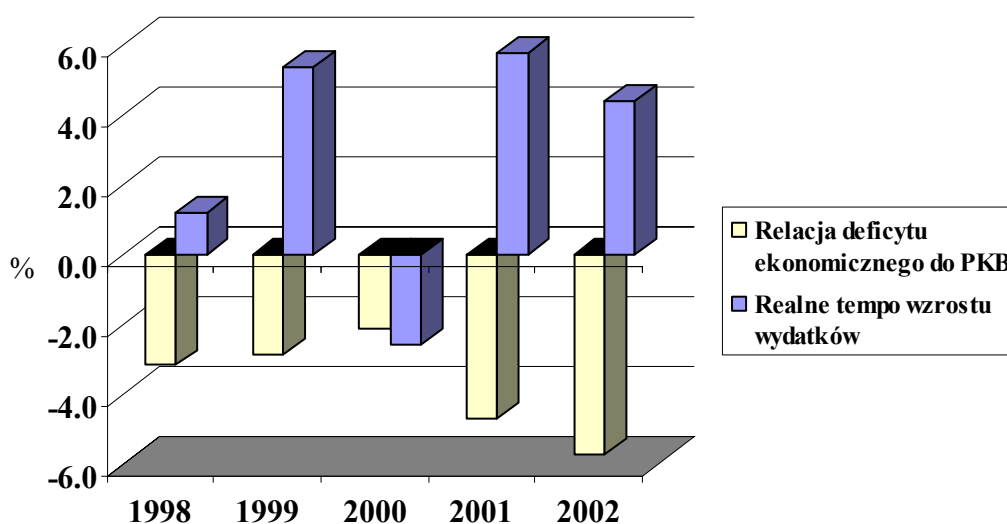
Źródło: GUS i NBP

Rada zwracała również uwagę, że ze względu na długość opóźnień w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej realizacja rocznych celów inflacyjnych może natrafiać na trudności. Jednocześnie Rada uznała, że w horyzoncie rocznym nie było wskazane zmniejszanie restrykcyjności polityki pieniężnej w stopniu, który próbowałby w pełni zneutralizować korzystny wpływ wstrząsów podażowych na spadek inflacji. W trakcie realizacji *Strategii* coraz bardziej widoczny stawał się indykatywny charakter rocznych celów inflacyjnych.

W omawianym okresie uwidoczniły się również niekorzystne skutki niedopasowania polityki fiskalnej i pieniężnej. Ekspansywna polityka fiskalna wymagała prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej, co w rezultacie prowadziło do obniżenia inflacji przy większych kosztach dla realnego sektora gospodarki, niż te, jakie by wystąpiły przy bardziej

restrykcyjnej polityce fiskalnej i – dzięki temu – mniej restrykcyjnej polityce pieniężnej. Dodatkowym, istotnym utrudnieniem dla polityki pieniężnej była malejąca przejrzystość finansów publicznych.

Wyk. 2: Deficyt ekonomiczny (w proc. PKB) i wydatki sektora finansów publicznych (realna stopa wzrostu) w latach 1998 - 2002



Źródło: Ministerstwo Finansów

Należy odnotować, że pomimo nierealizowania krótkookresowych celów inflacyjnych wiarygodność polityki pieniężnej ulegała istotnemu wzmocnieniu. Świadczy o tym znaczny spadek oczekiwań inflacyjnych osób prywatnych oraz kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych sektora finansowego. Do wzmocnienia wiarygodności banku centralnego, poza skutecznym obniżeniem inflacji, przyczynił się także przyjęty system płynnego kursu walutowego. Zapewniał on spójność przyjętej strategii polityki pieniężnej oraz umożliwiał jej

skuteczną realizację w warunkach zakłóceń na międzynarodowych rynkach finansowych. Rozbieżności w realizacji inflacyjnych celów rocznych były obszernie wyjaśniane m.in. w systematycznie publikowanych raportach inflacyjnych.

W sumie najważniejszym rezultatem polityki pieniężnej w latach 1998-2002 jest obniżenie inflacji z 13.2% w grudniu 1997 r. do 0,8% w grudniu 2002 r. Średnioroczna stopa inflacji obniżyła się z 11,8% w 1998 r. do 1,9% w 2002 r., a więc do poziomu jaki notuje się w gospodarkach krajów rozwiniętych. Doświadczenia tych krajów wskazują, że niska inflacja sprzyja trwałemu wzrostowi gospodarczemu. Ponadto umożliwia ona spełnienie kryterium inflacyjnego, będącego jednym z warunków przystąpienia do strefy euro, co z kolei - jak wskazano - przyczynia się do wzmocnienia wzrostu gospodarki.

Pomimo realizacji przez NBP programu ograniczania operacyjnej nadpłynności, sprzedaż walut pochodzących z wpływów prywatyzacyjnych bezpośrednio w NBP spowodowała, że nie nastąpiło zapowiadane przejście do stanu operacyjnego braku płynności w sektorze bankowym. Z powodu trudności z osiągnięciem trwałego niedoboru płynności oraz nierównomiernego rozkładu płynności w bankach komercyjnych, Narodowy Bank Polski zdecydował się dokonać wykupu wyemitowanych w 1999 r. obligacji indeksowanych do inflacji. Przyczyni się to do utrzymania niewielkiej operacyjnej nadpłynności sektora bankowego, doprowadzając do poprawy konkurencyjności sektora bankowego.

III. Strategia polityki pieniężnej

Doświadczenia związane z realizacją strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zakończenie procesu obniżania inflacji oraz zbliżająca się perspektywa uczestnictwa w Unii Europejskiej,

a następnie w strefie euro, wyznaczają ramy dla *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*. W porównaniu z wcześniejszą *Strategią* nastawioną na ograniczanie inflacji zmianie ulega podstawowe zadanie polityki pieniężnej. Jest nim obecnie ustabilizowanie inflacji na niskim poziomie. Osiągnięcie niskiej inflacji, przy niskich oczekiwaniach inflacyjnych, pozwala na prowadzenie mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w okresie obniżania inflacji. Przedstawiona zmiana ma podstawowe znaczenie dla prowadzenia polityki pieniężnej po 2003 roku, w warunkach malejącego – wraz z przybliżaniem się terminu wejścia Polski do strefy euro – ryzyka makroekonomicznego. Strategia BCI będzie mogła być realizowana przy relatywnie mniejszym – w stosunku do strefy euro - dysparytecie krótkoterminowych stóp procentowych.

Wysoka skuteczność strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w okresie ograniczania inflacji wzmacnia zasadność stosowania tego sposobu postępowania w warunkach stabilizowania inflacji. Jak się często podkreśla strategia BCI, choć wiąże się z możliwością wystąpienia dużych wahań kursu, wykazuje najwięcej zalet w odniesieniu do krajów, które utrzymują inflację na niskim poziomie. W takich warunkach bank centralny posiada już wiarygodność antyinflacyjną, zmniejsza się ryzyko istotnego odchylenia faktycznej inflacji od celu inflacyjnego i zwiększa się w konsekwencji elastyczność polityki pieniężnej w reakcji na nieprzewidziane wstrząsy. W związku z tym należy nadal kształtować politykę pieniężną w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. Biorąc pod uwagę dotychczasowe doświadczenia Rada uznaje, że taka strategia jest najbardziej skutecznym sposobem kontrolowania inflacji oraz zmniejsza ryzyko wystąpienia poważnych zaburzeń na rynku walutowym.

W ramach prowadzenia strategii BCI bank centralny na podstawie wszechstronnej analizy danych makroekonomicznych wyznacza i publicznie ogłasza cel inflacyjny, a następnie tak dostosowuje poziom stóp procentowych, aby zmaksymalizować prawdopodobieństwo jego realizacji. Taka polityka pieniężna pozwala na skuteczne utrwalenie niskich oczekiwań inflacyjnych, co z kolei ułatwia stabilizowanie inflacji.

System płynnego kursu walutowego sprzyja skuteczności strategii BCI, gdyż polityka oddziaływania na kurs walutowy mogłaby wymuszać zmiany stóp procentowych niezgodne z przyjętym celem inflacyjnym. Dlatego do momentu wejścia do ERM II powinien być utrzymany system płynnego kursu walutowego, a wprowadzone po tym okresie pasmo możliwych wahań kursu w ramach ERM II powinno mieć maksymalnie dopuszczalną szerokość.

IV. Cel polityki pieniężnej

Zdobyte doświadczenia w realizacji strategii BCI oraz nowe wyzwania stojące przed polityką pieniężną po 2003 roku wymuszają pewną modyfikację prowadzonej strategii polityki pieniężnej. Stabilizowanie inflacji na niskim poziomie pozwala na rezygnację z inflacyjnych celów rocznych wyznaczanych na koniec danego roku kalendarzowego na rzecz realizacji celu ciągłego. Wydłużony w ten sposób horyzont czasowy umożliwi pełne uwzględnienie opóźnień między decyzjami banku centralnego a ich skutkami i zwiększy dodatkowo wiarygodność i elastyczność polityki pieniężnej. Wyznaczenie ciągłego celu inflacyjnego jest też zgodne z otwartymi ramami czasowymi nowej *Strategii*. Podstawowym zadaniem *Strategii* jest członkostwo Polski w strefie euro, które zdaniem Rady powinno

nastąpić w możliwie najszybszym terminie. Jest ono jednak warunkowane spełnieniem wszystkich kryteriów konwergencji nominalnej, które tylko w części zależy od polityki pieniężnej.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania celem polityki pieniężnej po 2003 r. jest ustabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy. Zdaniem Rady, określony wyżej ciągły cel inflacyjny jest w warunkach polskich spójny z szybkim wzrostem gospodarczym. Jednocześnie wyznaczony poziom celu inflacyjnego jest bliski oczekiwanej wartości referencyjnej dla kryterium inflacyjnego. W latach 1998 – 2002 wartość referencyjna kształtowała się w przedziale 1,8% - 3,4%, a przeciętnie wynosiła 2,7%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie 2,5% nie gwarantuje więc spełnienia kryterium inflacyjnego, jednak ewentualne późniejsze dostosowanie inflacji do wymogu tego kryterium nie będzie wiązało się z koniecznością znacznego obniżania w krótkim okresie tempa wzrostu cen w Polsce.

Choć przyjęty cel inflacyjny przekracza poziom inflacji z końca 2002 r., to nie oznacza on konieczności prowadzenia ekspansywnej polityki pieniężnej przez NBP. Spadek tempa wzrostu cen w 2002 r. wynikał bowiem w znacznym stopniu z wystąpienia przejściowych czynników, takich jak dobre zbiory w rolnictwie czy obniżka akcyzy na wyroby spirytusowe.

Ocena stopnia realizacji ciągłego celu inflacyjnego na poziomie 2,5% z dopuszczalnym przedziałem wahań ± 1 punkt procentowy będzie się opierać na wskaźniku wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) w ujęciu rok do roku. Taka miara inflacji jest powszechnie stosowana w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest

najsilniej zakorzeniona w świadomości społeczeństwa spośród różnych wskaźników wzrostu cen. W razie ukształtowania się inflacji poza przedziałem dopuszczalnych wahań w wyniku pojawienia się nieoczekiwanych wstrząsów polityka pieniężna będzie prowadzona w taki sposób, aby umożliwić powrót inflacji do poziomu zgodnego z wyznaczonym celem w średnim horyzoncie czasowym. W takim horyzoncie cel polityki pieniężnej będzie realizowany w sposób zapewniający minimalizację wahań produkcji .

Dążenie do szybkiego członkostwa w strefie euro sprawia, że niezbędne jest publikowanie i śledzenie dodatkowego indeksu cen, który służy do weryfikacji spełnienia inflacyjnego kryterium konwergencji z Maastricht. Jest nim zharmonizowany wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (HICP) w ujęciu dwunastomiesięcznej średniej ruchomej. Opiera się on nadal na koszyku towarów i usług konsumpcyjnych, który najlepiej odzwierciedla zmiany siły nabywczej dochodów przeciętnego polskiego gospodarstwa domowego, a różnice pomiędzy krajowym wskaźnikiem CPI i indeksem HICP są nieznaczne. Ponieważ wadą opisanych wskaźników jest ich podatność na działanie wstrząsów niezależnych od polityki pieniężnej - np. zmiany podaży żywności czy cen paliw, do wewnętrznych analiz Rada będzie także wykorzystywała liczone w NBP i publikowane miary inflacji bazowej.

W dalszym ciągu konieczne będzie wspieranie polityki pieniężnej aktywną działalnością informacyjną. Takie działanie sprzyja zmniejszeniu niepewności i pozwala lepiej rozumieć decyzje banku centralnego przez uczestników życia gospodarczego. W ten sposób zwiększa się przejrzystość i wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej. Otwartość banku centralnego pozwala uczestnikom życia gospodarczego stosunkowo łatwo oceniać jego decyzje z punktu widzenia stopnia realizacji wyznaczonych celów polityki pieniężnej.

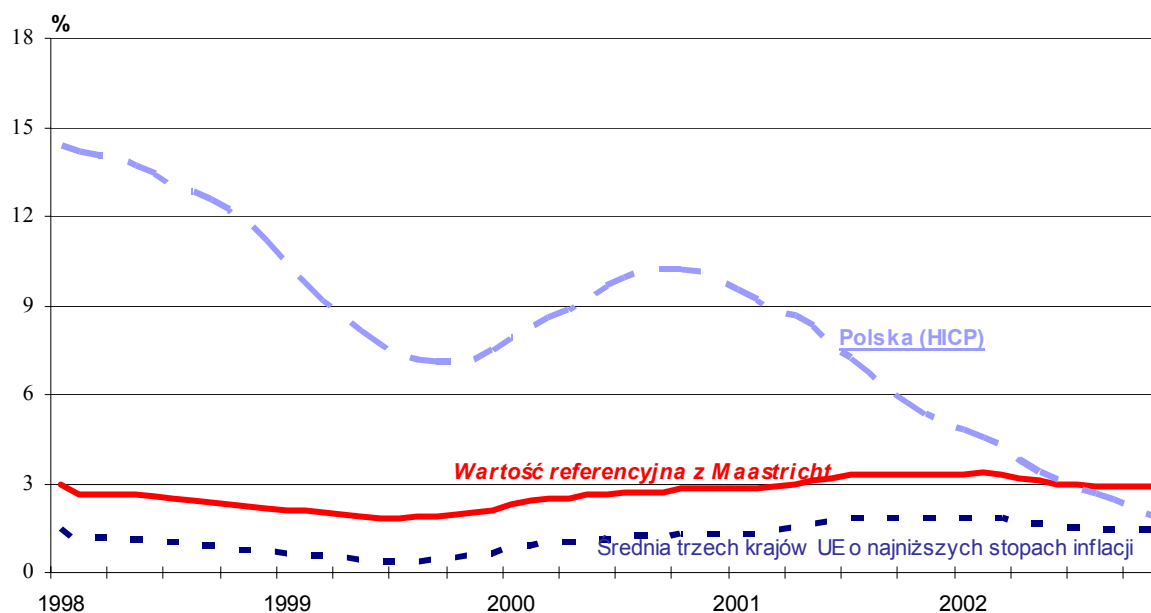
Aktywna działalność informacyjna przyczynia się również do zwiększenia odpowiedzialności banku centralnego przed uczestnikami życia gospodarczego za prowadzoną politykę pieniężną. Do podstawowych narzędzi komunikacji społecznej będą należeć publikowane kwartalnie raporty o inflacji, komunikaty z posiedzeń Rady, inne materiały publikowane na stronie internetowej NBP, konferencje prasowe, publiczne wystąpienia oraz uczestnictwo w seminariach i konferencjach naukowych.

V. Kryteria zbieżności

Drugim podstawowym zadaniem, przed jakim stanie w najbliższych latach Narodowy Bank Polski, będzie doprowadzenie do jak najszybszego przystąpienia Polski do strefy euro. Wymaga to spełnienia kryteriów zbieżności zapisanych w Traktacie z Maastricht. Dotyczą one stopy inflacji, długoterminowej stopy procentowej, stabilności kursu walutowego, deficytu sektora finansów publicznych oraz długu publicznego. Polityka pieniężna będzie wywierała bezpośredni wpływ na realizację trzech pierwszych kryteriów.

Kryterium inflacyjne jest spełnione, gdy średnioroczna stopa inflacji, mierzona obowiązującym w Unii Europejskiej zharmonizowanym indeksem cen konsumpcyjnych (HICP), w momencie weryfikacji nie przekracza średniej inflacji w trzech krajach UE o najniższym wskaźniku wzrostu cen o więcej niż 1,5 punktu procentowego. Jak zaznaczono, w latach 1998-2002 przeciętna wartość referencyjna wynosiła 2,7%. Przy braku silnych wstrząsów przyczyniających się do wzrostu inflacji w strefie euro, w momencie weryfikacji kryterium dla Polski, dopuszczalna stopa inflacji może być niższa od odnotowanej przeciętnej wartości referencyjnej. Od kilku miesięcy Polska spełnia kryterium inflacyjne.

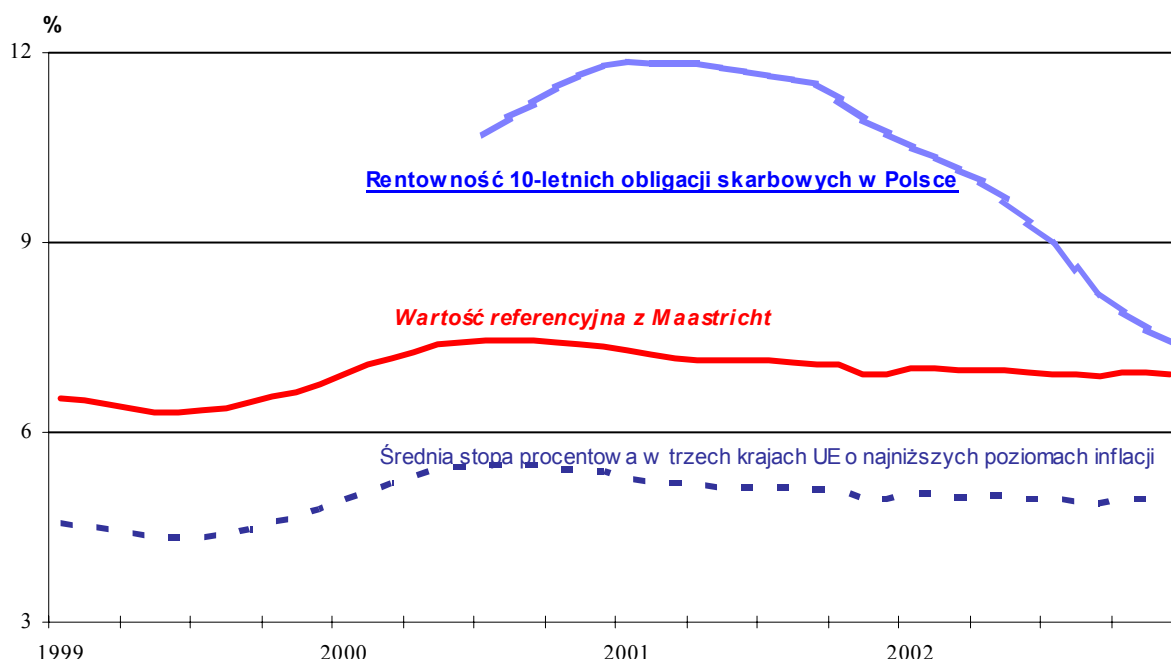
Wyk. 3: Stopień spełnienia przez Polskę kryterium zbieżności w zakresie stopy inflacji



Źródło: Eurostat, NBP

Kryterium długoterminowej stopy procentowej jest spełnione, gdy średnioroczne, nominalne oprocentowanie długoterminowych (zwykle dziesięcioletnich) obligacji skarbowych ukształtuje się na poziomie nie przekraczającym o więcej niż 2 punkty procentowe średniej obliczonej dla trzech krajów UE o najniższej stopie inflacji. Ocena zbieżności w zakresie kryterium stopy procentowej pozwala sprawdzić, czy wiarygodność trwałego obniżenia stopy inflacji jest dostatecznie duża. Ocena ta jest dokonana przez bezstronnego arbitra, jakim jest rynek finansowy. Jeżeli uczestnicy rynku będą przekonani o trwałości dokonanego procesu dezinflacji ulegną zmniejszeniu długookresowe oczekiwania inflacyjne i rentowność długoterminowych papierów skarbowych, co umożliwi spełnienie kryterium stopy procentowej. W ostatnim okresie bieżąca rentowność dziesięcioletnich obligacji skarbowych była już niższa od poziomu referencyjnego. Pozwala to przypuszczać, że także średnioroczna rentowność obniży się na tyle, aby kryterium stóp procentowych zostało spełnione.

Wyk. 4: Stopień spełnienia przez Polskę kryterium zbieżności w zakresie stóp procentowych



Źródło: Eurostat, NBP

Kryterium kursowe wymaga utrzymania przez okres co najmniej dwóch lat kursu walutowego w systemie kursowym ERM II bez „nadmiernych napięć” na rynku walutowym. Choć system ten dopuszcza wahania kursu waluty krajowej w granicach $\pm 15\%$ wokół centralnego parytetu, w ocenie stabilności kursu walutowego uwzględniane będą najprawdopodobniej również inne czynniki, takie jak brak znaczących napięć na rynku walutowym. Sprzeczna ze spełnieniem kryterium byłaby dewaluacja parytetu centralnego.

Kryteria fiskalne są spełnione, jeśli w kraju ubiegającym się o członkostwo w strefie euro relacje deficytu sektora finansów publicznych i długu publicznego do PKB (obliczanych zgodnie z metodologią ESA 95) nie przekraczają odpowiednio 3% i 60%. Przekroczenie tych pułapów jest dopuszczalne tylko w szczególnych okolicznościach. Obecnie Polska spełnia

kryterium długu publicznego, natomiast przekroczone jest kryterium relacji deficytu sektora finansów publicznych do PKB.

Spełnienie wszystkich kryteriów podlega weryfikacji w formie Raportów Zbieżności, sporządzanych przez Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny.

VI. Strukturalne uwarunkowania Strategii

Pod wieloma względami obecna struktura gospodarki wydaje się w znacznie większym stopniu sprzyjać prowadzeniu polityki pieniężnej niż w momencie wprowadzenia strategii BCI w 1998 r. Sektor prywatny wytwarza obecnie niemal 75% produktu krajowego brutto. Dalece zaawansowany lub zakończony jest proces prywatyzacji wielu branż. Pozytywnie należy także ocenić zmiany wprowadzone w 2002 r. do Kodeksu Pracy. W ocenie RPP utrzymują się jednak istotne strukturalne słabości, hamujące wzrost gospodarczy, utrudniające równoważenie finansów publicznych i zwiększające koszty stabilizacji inflacji na niskim poziomie. Należą do nich:

- ustawowo zdeterminowane wysokie wydatki socjalne, destabilizujące budżet państwa,
- deformacje rynku pracy, tylko częściowo złagodzone wprowadzonymi w 2002 r. zmianami w Kodeksie Pracy,
- ograniczenia mechanizmu rynkowego w niektórych sferach (sektor energetyczny, sektor mieszkaniowy) blokujące elastyczne dostosowania podaży,
- utrzymywanie się znacznego zakresu własności państwa w wielu ważnych gałęziach gospodarki,

- wysoki stopień zbiurokratyzowania gospodarki oraz niska sprawność administracji państwowej.

Strukturalne cechy gospodarki mają decydujący wpływ na poziom deficytu finansów publicznych oraz na tempo wzrostu wydajności pracy, a tym samym na możliwość pogodzenia szybkiego wzrostu gospodarczego z niskim poziomem inflacji. Ich poprawa – poprzez reformy strukturalne - jest też jednym z warunków uzdrowienia finansów publicznych. Z kolei ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych ma podwójne znaczenie dla rozwoju gospodarczego. Po pierwsze, zapobiega ono nadmiernemu zwiększaniu się długu publicznego, którego wzrost utrudnia dostęp przedsiębiorstw do kredytu oraz grozi pułapką zadłużenia. Jednocześnie, przyciągając zagraniczny kapitał portfelowy, deficyt przyczynia się do aprecjacji złotego nie rekompensowanej wzrostem produktywności gospodarki. Po drugie, ograniczenie deficytu jest niezbędne do wejścia Polski do strefy euro, co dodatkowo wzmocni wzrost gospodarczy.

Zdaniem Rady usunięcie wymienionych barier strukturalnych - dokończenie prywatyzacji, przełamanie monopolu oraz dokonanie gruntownej reformy prawa pracy i reformy wydatków budżetowych - nie tylko pozwoli na skuteczniejsze prowadzenie polityki pieniężnej, ale przede wszystkim umożliwi szybszy przyrost potencjału produkcyjnego w polskiej gospodarce i - co za tym idzie - szybszy, zrównoważony wzrost oraz wyraźny spadek stopy bezrobocia.

Rada ocenia, że deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych w 2002 r. przekroczył 5% PKB. Jest on nadmierny z punktu widzenia oczekiwanych wpływów z prywatyzacji oraz uzyskania wysokiego tempa wzrostu polskiej gospodarki. W efekcie rośnie

stosunek długu publicznego do PKB. Niepokoi także postępujący wzrost obciążeń podatkowych i niekontrolowany wzrost zadłużenia pozabudżetowych jednostek sektora finansów publicznych. Przystąpienie do Unii Europejskiej wiąże się z koniecznością ponoszenia przez budżet państwa dodatkowych wydatków. W takiej sytuacji gruntowna reforma finansów publicznych i związane z nią reformy strukturalne są kluczowym warunkiem trwałego przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

W najbliższych latach w większym niż dotychczas stopniu zmiany stóp procentowych NBP i koszty utrzymania niskiej inflacji będą uzależnione od polityki fiskalnej i reform strukturalnych. Moment wejścia do strefy euro - i odpowiednie dostosowanie polityki pieniężnej – będzie zależeć od spełnienia fiskalnych kryteriów nominalnej konwergencji. Należy też zwrócić uwagę na fakt, iż bardziej sztywny system kursowy wymaga bardziej zdyscyplinowanej polityki fiskalnej. Wprowadzenie przedziału wahań kursowych połączone z niskim stopniem restrykcyjności polityki fiskalnej znacząco zwiększa ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego. W okresie uczestnictwa w ERM II niebezpieczeństwo zrealizowania się takiego scenariusza będzie tym większe, im mniej zdyscyplinowana i mniej przewidywalna będzie polityka fiskalna.

VII. Polityka pieniężna a akcesja do strefy euro

Przystępowanie do strefy euro będzie procesem wieloetapowym. Pierwszym krokiem będą negocjacje pomiędzy Rządem RP i NBP z jednej strony a przedstawicielami Komisji Europejskiej i Europejskiego Banku Centralnego z drugiej, na temat sposobu powiązania złotego z euro w momencie przystąpienia do systemu ERM II (wybór kursu centralnego i skali dopuszczalnych wahań).

Najpóźniej po upływie dwóch lat od przystąpienia do ERM II Polska zostanie oceniona przez Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny w Raportach Zbieżności. W raportach tych będzie analizowane kształtowanie się kursu walutowego, stopy inflacji i długoterminowej stopy procentowej w okresach referencyjnych oraz wielkość deficytu sektora finansów publicznych i długu publicznego w roku poprzedzającym rok weryfikacji.

Rada ocenia, że niezależnie od rozwoju sytuacji w sektorze finansów publicznych, przedstawiony w *Strategii* ciągły cel inflacyjny umożliwia, we właściwym momencie, stosunkowo szybkie obniżenie inflacji, jeśli będzie to konieczne dla spełnienia kryterium inflacyjnego. Po podjęciu ostatecznej decyzji co do daty przystąpienia do strefy euro w przypadku, gdyby wartość referencyjna miała być niższa od 2,5%, zostanie wyznaczony dodatkowy, krótkookresowy cel inflacyjny, umożliwiający spełnienie kryterium inflacyjnego.

VIII. Instrumenty polityki pieniężnej

W ramach przyjętej strategii bank centralny będzie tak kształtował zestaw instrumentów polityki pieniężnej, aby osiągnąć założony cel inflacyjny. NBP będzie dążył do ujednolicenia instrumentów w ramach operacji otwartego rynku z funkcjonującymi w Eurosystemie, jednakże ich dobór i szybkość dostosowań uzależnione będą od uwarunkowań rynkowych, a w szczególności od poziomu płynności w sektorze bankowym.

Stopa procentowa będzie głównym instrumentem realizacji celu inflacyjnego. Stopami wytyczającymi kierunek polityki pieniężnej będą stopa referencyjna, stopa lombardowa i stopa depozytowa.

Stopa referencyjna będzie określać rentowność podstawowych operacji NBP przeprowadzanych w ramach operacji otwartego rynku. Stopa ta będzie bezpośrednio oddziaływać na poziom oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym o porównywalnym terminie zapadalności.

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

Stopa depozytowa będzie stanowić dolne ograniczenie korytarza wahań krótkoterminowych stóp rynkowych.

Konieczność ograniczania skali nadpłynności na krajowym rynku pieniężnym sprawiła, że stopa rezerwy obowiązkowej jest obecnie wyższa niż w Eurosystemie. W najbliższych latach w systemie rezerwy obowiązkowej największe znaczenie będą mieć zmiany polegające m.in. na zmniejszeniu stopy rezerwy obowiązkowej do poziomu obowiązującego w Eurosystemie oraz – pod warunkiem wprowadzenia odpowiednich podstaw prawnych - oprocentowaniu środków rezerwy. Zmiany te mają szczególne znaczenie nie tylko z punktu widzenia dostosowań do standardów EBC, ale również z punktu widzenia konkurencyjności polskiego systemu bankowego wobec zagranicy.

Łagodzeniu wpływu krótkoterminowych zmian płynności w sektorze bankowym na poziom stawek rynkowych służyć będą operacje kredytowo – depozytowe. Kredyt lombardowy umożliwi bankom zaciągnięcie kredytu na koniec dnia, zaś lokata na koniec dnia złożenie jednodniowego depozytu.

Przedstawiając *Strategię polityki pieniężnej po 2003 roku* Rada wyraża przekonanie, że proponowany sposób prowadzenia polityki pieniężnej będzie spójny z polityką gospodarczą po wejściu Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku i w perspektywie możliwego szybkiego przystąpienia do strefy euro.