

Rada Polityki Pieniężnej

**Średniookresowa strategia polityki pieniężnej
na lata 1999 - 2003**

Warszawa, wrzesień 1998 rok

SPIS TREŚCI

I.	Wprowadzenie	3
II.	Polityka pieniężna na tle procesów makroekonomicznych i perspektywy integracji z Unią Europejską	4
III.	Bezpośredni cel inflacyjny - zasadą polityki pieniężnej	6
IV.	Realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego	9
V.	Ewolucja w kierunku płynnego kursu walutowego	12
VI.	Instrumenty polityki pieniężnej	13
VII.	Koordinacja polityki pieniężnej, fiskalnej i dochodowej	14
VIII.	Strukturalne uwarunkowania Strategii	15

I. Wprowadzenie

Rosnący stopień urynkowienia polskiej gospodarki i rozwój instytucji z tym związanych (w tym rynku pieniężnego, walutowego, kapitałowego oraz liberalizacja prawa dewizowego) zwiększają stopień zależności podmiotów gospodarczych od krajowych i międzynarodowych rynków finansowych oraz prowadzonej polityki makroekonomicznej. Wydłuża się jednocześnie horyzont podejmowania decyzji przez te podmioty. Dlatego Rada Polityki Pieniężnej uznała za swój obowiązek opracowanie Strategii, przedstawiającej zamierzenia Rady w zakresie kształtowania polityki pieniężnej w horyzoncie dłuższym niż jeden rok, aby przyczynić się w ten sposób do zwiększenia stopnia przewidywalności polityki pieniężnej.

Strategia określa sposób postępowania banku centralnego w zakresie realizacji jego konstytucyjnych i ustawowych celów w średnim horyzoncie. Celem podstawowym polityki pieniężnej banku centralnego jest kontynuowanie procesu obniżania inflacji, a w dalszej perspektywie stabilizacja cen. Osiągnięcie tego celu ma zasadnicze znaczenie dla stworzenia solidnych podstaw długotrwałego wzrostu gospodarczego. Z uwagi na niedokończony jeszcze proces przekształcania gospodarki polskiej w rozwiniętą gospodarkę rynkową dodatkowym celem banku centralnego jest wsparcie rozwoju nowoczesnego rynku finansowego.

Strategia prezentuje najistotniejsze zamierzenia Rady w zakresie realizacji powyższych celów w latach 1999-2003. Ramy czasowe Strategii nie tylko odpowiadają okresowi pierwszej kadencji Rady, ale - co istotniejsze - pokrywają się z okresem przygotowania gospodarki polskiej do jej integracji (do końca 2002 roku) z Unią Europejską (UE), a następnie Europejską Unią Gospodarczą i Walutową (EMU). Szczegółowe zamierzenia w zakresie polityki pieniężnej przedstawiane będą na kolejne lata we wrześniu każdego roku w Założeniach polityki pieniężnej.

Strategia zwiększy ponadto przejrzystość polityki pieniężnej, a przez to umożliwi podejmowanie przez podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe bardziej racjonalnych decyzji, a także przyczyni się do rozwoju rynku pieniężnego i walutowego oraz

instrumentów występujących na tych rynkach.

Przygotowanie Strategii znajduje dodatkowe uzasadnienie w kontekście integracji z Unią Europejską, gdyż w procesie dostosowywania gospodarki polskiej do standardów UE, a następnie EMU, polityka pieniężna będzie odgrywała bardzo poważną rolę. Spełnienie kryteriów, które warunkują włączenie do unii monetarnej, jest bowiem ściśle związane z polityką pieniężną.

Dla stabilnego rozwoju każdej gospodarki fundamentalne znaczenie ma koordynacja polityki fiskalnej z polityką pieniężną. Jest to szczególnie ważne dla gospodarki polskiej – małej, otwartej gospodarki, podlegającej przemianom systemowym i dążącej do integracji ze strukturami europejskimi oraz w warunkach postępującego procesu globalizacji i stosunkowo częstych zjawisk kryzysowych na rynkach finansowych. Przedstawienie Strategii przez Radę powinno ułatwić koordynację polityki fiskalnej z polityką pieniężną, co zwiększy skuteczność działań antyinflacyjnych w warunkach stabilnego i wysokiego wzrostu gospodarczego. Ponadto, przyczyni się do wcześniejszego ujawniania potencjalnych rozbieżności między tymi dwoma elementami polityki makroekonomicznej, stwarzając warunki ich szybszej harmonizacji.

II. Polityka pieniężna na tle procesów makroekonomicznych i perspektywy integracji z Unią Europejską

Strategicznym celem Polski jest integracja naszej gospodarki ze strukturami UE i w dalszej perspektywie z EMU. Dla realizacji tego celu gospodarka polska spełnić musi w ciągu najbliższych kilku lat szereg kryteriów makroekonomicznych, z których wiele stanowi poważne wyzwania dla polityki pieniężnej. Kryteria monetarne dotyczą stabilności cen, kursu walutowego i długookresowych stóp procentowych. Kryterium stabilności cen oznacza dzisiaj, że Polska musi stosunkowo szybko obniżyć inflację do poziomu nie wyższego niż 3-4% w skali roku. Zgodnie z kryterium kursu walutowego, kraj aspirujący do unii walutowej będzie zobowiązany do przynależności przez dwa lata do Europejskiego Mechanizmu Kursowego (ERM2). Złoty musi być powiązany w tym systemie sztywnym parytetem z euro. Kurs rynkowy złotego będzie mógł wahać się w stosunku do tego

parytetu prawdopodobnie w granicach $\pm 15\%$. Z kolei kryterium stopy procentowej zakłada, że stopa długoterminowa nie powinna przekraczać więcej niż o dwa punkty procentowe referencyjnej stopy procentowej z obszaru EMU. Szybka realizacja tego zadania w warunkach wysokiego i stabilnego wzrostu gospodarczego sprzyjać będzie minimalizacji kosztów społecznych związanych z tym procesem.

W trakcie budowy gospodarki rynkowej od roku 1989 Polska osiągnęła poważne sukcesy. Począwszy od 1992 roku nastąpił szybki wzrost gospodarczy połączony ze spadkiem inflacji. Dokonywała się prywatyzacja i restrukturyzacja gospodarki, którym to procesom towarzyszył rozwój wielu segmentów i instytucji gospodarki rynkowej. Od 1998 roku następuje przyspieszenie reform systemowych w zakresie decentralizacji struktur państwa, finansów publicznych, systemu emerytalno-rentowego i ochrony zdrowia oraz restrukturyzacji gospodarki.

Jednakże tym pozytywnym procesom towarzyszyły również zjawiska negatywne, takie jak widoczny od przełomu lat 1995/1996 zbyt szybki wzrost popytu wewnętrznego w relacji do PKB, spowodowany szybkim wzrostem płac realnych i akcji kredytowej oraz relatywnie wysokim deficytem budżetowym. W efekcie gospodarka rozwijała się w warunkach szybko narastającego deficytu obrotów towarowych i bieżących bilansu płatniczego. Dalsze utrzymanie wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego zostało uwarunkowane zmniejszeniem nierównowagi zewnętrznej.

Dla przeciwdziałania powyższym tendencjom bank centralny od IV kwartału 1996 roku konsekwentnie zaostrzał politykę pieniężną, podnosząc stopy procentowe i stopy rezerw obowiązkowych. Opóźnione i niewystarczające wsparcie polityki pieniężnej wzrostem stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej ukształtowało jednak niewłaściwą kombinację obu tych polityk, której kontynuacja podważałaby proces stabilizowania gospodarki.

Począwszy od 1998 roku zmienił się instytucjonalny proces podejmowania decyzji w zakresie polityki pieniężnej. Na podstawie nowej Konstytucji i Ustawy o NBP została powołana Rada Polityki Pieniężnej. W skład Rady wchodzi: Prezes NBP oraz 9 członków powoływanych w równej liczbie przez Prezydenta, Sejm i Senat RP. Rada ustala coroczne założenia polityki pieniężnej i kierując się nimi podejmuje decyzje w zakresie podstawowych instrumentów banku centralnego: stóp procentowych, rezerwy

obowiązkowej, operacji otwartego rynku, zobowiązań NBP z tytułu kredytów i pożyczek oraz polityki kursowej. Już na pierwszych swoich posiedzeniach Rada podjęła bardzo istotne decyzje, które wpłynęły na charakter polityki pieniężnej. Było to:

- rozszerzenie pasma wahań kursu złotego oraz dopuszczenie do swobodnego, rynkowego kształtowania się kursu w ramach tego pasma, co spowodowało istotne jego upłynnienie, tworząc warunki do bardziej skutecznej polityki pieniężnej;
- obniżenie tempa dewaluacji złotego, co stworzyło warunki do dalszego obniżania inflacji;
- przeniesienie punktu ciężkości przy kontroli podaży pieniądza z pieniądza rezerwowego na stopy procentowe;
- zmiana zasad prowadzenia operacji otwartego rynku: przyjęcie jako stopy referencyjnej NBP stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku oraz skrócenie najdłuższego terminu zapadalności bonów pieniężnych NBP z 270 do 28 dni.

Restrykcyjna polityka pieniężna wsparta polityką fiskalną doprowadziła do obniżenia dynamiki popytu wewnętrznego do poziomu tempa wzrostu PKB oraz zahamowała tempo wzrostu deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Proces ten dokonał się w warunkach szybkiego wzrostu gospodarczego oraz dalszego spadku inflacji. W najbliższych latach wyzwaniem dla polityki makroekonomicznej, w tym dla polityki pieniężnej, będzie utrzymanie tej pozytywnej tendencji w gospodarce.

III. Bezpośredni cel inflacyjny - zasadą polityki pieniężnej w latach 1999-2003

Podstawowym celem banku centralnego jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Można to osiągnąć, stosując strategię pośredniej lub bezpośredniej realizacji celu inflacyjnego.

Strategia pośredniej realizacji celu inflacyjnego zakłada istnienie stabilnych związków między wielkościami, na które bank centralny stara się wpływać (pełniącymi funkcję tzw. celów pośrednich), a celem finalnym, czyli inflacją. Dwie odmiany strategii pośredniej to: strategia utrzymywania stałego kursu waluty krajowej w stosunku do waluty kraju o niskiej inflacji oraz strategia, zakładająca kontrolę przyrostu podaży pieniądza.

Mimo że strategia utrzymywania stałego kursu walutowego jest łatwo zrozumiała dla otoczenia gospodarczego, a bank centralny nie może prowadzić nadmiernie ekspansywnej polityki pieniężnej, to ma ona również poważne wady:

- bardzo trudno jest z góry ustalić kurs równowagi, szczególnie w warunkach silnych zaburzeń zewnętrznych, postępującej liberalizacji obrotu dewizowego i przyspieszonych zmian strukturalnych w gospodarce,

- w warunkach kursu stałego polityka pieniężna nie może reagować na szoki wewnętrzne,

- gospodarka podatna jest na zaburzenia, mające źródło w kraju, z którego walutą związano walutę krajową,

- w warunkach coraz większej otwartości gospodarek oraz globalnego rynku finansowego kraje stosujące stałe kursy walutowe podatne są na załamania, prowadzące do gwałtownych zmian kursu walutowego o dużej skali, ze wszystkimi tego konsekwencjami; wybór takiego systemu w obliczu coraz szerszego zakresu wymienialności złotego i powiększającej się niestabilności światowych rynków finansowych byłby więc ryzykowny.

Wprowadzenie stałego kursu walutowego dokonałoby się zatem wbrew uwzględnianej dotąd logice stopniowego upłynniania kursu złotego i mogłoby oddalić perspektywę stabilnego włączenia złotego do systemu ERM2, które powinno się dokonać przy kursie równowagi, trudnym do zidentyfikowania bez udziału sił rynkowych. Stosowanie kursu stałego w niewielkim stopniu daje gwarancję osiągnięcia tego celu.

Kontrola podaży pieniądza jako strategia polityki pieniężnej ma uzasadnienie wtedy, gdy związek między agregatem pieniężnym a inflacją jest stabilny, a bank centralny przy użyciu swoich instrumentów jest w stanie w dostatecznym stopniu kształtować przyrost podaży pieniądza. Warunki te dla gospodarki polskiej spełnione są w niewielkim stopniu, bowiem:

- rozwój rynku finansowego oraz jego instrumentów powoduje zmiany w stopniu monetyzacji gospodarki;

- obecnie stosowany mechanizm kursowy nie daje gwarancji kontroli podaży pieniądza głównie ze względu na wpływ zagranicznego składnika źródeł kreacji pieniądza na jego podaż;

- wysoka nadpłynność sektora bankowego, której sprzyja odziedziczona struktura aktywów NBP oraz struktura instytucjonalna sektora bankowego, utrudnia proces transmisji sygnałów banku centralnego do gospodarki.

Do 1998 roku Narodowy Bank Polski starał się prowadzić politykę pieniężną, łącząc elementy dwóch wymienionych strategii - celem pośrednim był przyrost podaży pieniądza, jednakże realizowany w ramach dewaluacji kroczącej złotego w stosunku do przyjętego koszyka walut z ograniczonymi wahaniami rzeczywistego kursu złotego w ramach dopuszczalnego pasma wahań. Strategia taka nie pozwalała w pełni realizować obu celów pośrednich, natomiast początkowo, w warunkach ograniczonych powiązań gospodarki ze światowym rynkiem finansowym, a tym samym większej suwerenności polityki pieniężnej, umożliwiała ograniczanie inflacji. Poważny wzrost stopnia integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem światowym oraz malejący poziom ryzyka inwestycji w Polsce uniemożliwiły dalsze, skuteczne realizowanie takiej strategii polityki pieniężnej. Rada, podejmując decyzję o wzroście stopnia płynności złotego wewnątrz rozszerzonego pasma wahań, zmniejszyła stopień wewnętrznej sprzeczności w zakresie realizowanych dotychczas celów pośrednich polityki pieniężnej.

Rada uznaje jednak, że w warunkach rosnącego stopnia integracji gospodarki polskiej z gospodarką światową, jak też konieczności przełamywania oczekiwań inflacyjnych, będących jedną z głównych barier w procesie dalszego obniżania inflacji, podstawową zasadą polityki pieniężnej w latach 1999-2003 powinna być strategia realizacji celu inflacyjnego w sposób bezpośredni.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) zakłada brak celów pośrednich. Bank centralny nie koncentruje się na pojedynczym wskaźniku, natomiast bierze pod uwagę każdą dostępną informację o czynnikach, zagrażających wykonaniu przyjętego na dany rok celu inflacyjnego. Realizując ten cel, bank centralny wykorzystuje wszelkie dostępne instrumenty polityki pieniężnej.

Za wyborem takiej strategii prowadzenia polityki pieniężnej przemawiają następujące argumenty:

- cel polityki pieniężnej jest jasno określony i zrozumiały dla otoczenia gospodarczego,
- system ten poprzez swoją otwartość ogranicza możliwość realizacji przez władze monetarne krótkookresowych celów w sferze realnej i 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 przy stosunkowo małym koszcie społecznym, przez co próbuje pogodzić zmniejszanie inflacji z wysokim wzrostem gospodarczym,

- dzięki większej elastyczności w stosowaniu instrumentów polityki pieniężnej minimalizuje wady stałego kursu walutowego, ponieważ pozwala reagować na problemy wewnętrzne i może okresowo izolować gospodarkę od zaburzeń zagranicznych,

- większa elastyczność w stosowaniu instrumentów umożliwia dobór reakcji banku centralnego w zależności od rodzaju szoku, stanowiącego zagrożenie dla realizacji celów inflacyjnych,

- w przeciwieństwie do polityki, bazującej na kontroli agregatów pieniężnych, strategia BCI pozwala elastycznie reagować na zmiany szybkości obiegu pieniądza.

Istotnym dodatkowym argumentem, przemawiającym za tym wyborem, są wymienione wcześniej ułomności pozostałych dwóch strategii prowadzenia polityki pieniężnej.

Rada, podejmując decyzję o wyborze strategii BCI, zdaje sobie sprawę z ograniczeń, które towarzyszą temu sposobowi prowadzenia polityki pieniężnej:

- ograniczona dostępność informacji (długość szeregów czasowych) potrzebnych do rozpoznania istotnych związków między instrumentami polityki pieniężnej a inflacją;

- występowanie problemu opóźnień, który powoduje, że trafność decyzji w zakresie polityki pieniężnej można ocenić jedynie po znacznym upływie czasu;

- konieczność ściślejszej koordynacji polityki fiskalnej z polityką pieniężną dla wzmocnienia wiarygodności strategii dezinflacyjnej.

Pomimo tych ograniczeń Rada stoi na stanowisku, że w porównaniu z innymi wariantami, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego jest wyborem najlepszym z możliwych w okresie przed wstąpieniem Polski do UE i EMU.

IV. Realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego

Rada ustaliła, że celem średniookresowym polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji poniżej poziomu 4% do 2003 roku.

Ustalanie celów inflacyjnych w trakcie okresu objętego Strategią i ocena stopnia ich realizacji będą opierały się na wskaźniku wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych

(CPI), choć wiele krajów stosuje wskaźnik tzw. inflacji bazowej.

Inflacja bazowa poprzez eliminację przy jej szacowaniu pewnych towarów i usług, podlegających silnym wahaniom sezonowym, regulacjom o charakterze administracyjnym lub też wahaniom powstałym na skutek przejściowych szoków podażowych, lepiej niż wskaźnik zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych obrazuje zjawisko trwałych zmian poziomu cen w gospodarce. Porównanie zmian poziomu wskaźników inflacji: CPI i bazowej, umożliwi również określenie granic wpływu banku centralnego na procesy inflacyjne w gospodarce. Dlatego też wiele banków centralnych na świecie dokonuje obliczeń wskaźników inflacji bazowej. NBP podjął przygotowania, zmierzające do liczenia wskaźnika inflacji bazowej, i wystąpił do GUS o przygotowanie niezbędnego do tych celów analitycznego zbioru informacji liczbowych. Mimo wyboru CPI, wpływ czynników zewnętrznych, nie mających wpływu na inflację bazową, będzie szczegółowo komentowany. Nastąpi to w przypadku, gdy podejmowane decyzje będą pozornie niezgodne z kierunkiem rozbieżności między celem inflacyjnym a obserwowanym i(lub) prognozowanym poziomem wskaźnika CPI.

Decyzja o wykorzystywaniu wskaźnika CPI do ustalania celu inflacyjnego oraz stopnia jego realizacji podyktowana jest wieloma względami. Przemawia za tym przede wszystkim fakt, iż taka miara inflacji stosowana jest powszechnie w polskiej gospodarce od początku okresu transformacji i jest najsilniej zakorzeniona w świadomości społeczeństwa spośród różnych wskaźników wzrostu cen.

Wskaźnik CPI dzięki swojej konstrukcji, opartej na ustalonej przez GUS strukturze rzeczywistych wydatków gospodarstw domowych o charakterze konsumpcyjnym, informuje o łącznych zmianach cen dóbr i usług w sferze konsumpcji. O wyborze wskaźnika CPI do wyznaczania celów inflacyjnych i stopnia ich realizacji w najbliższych latach przesądza również specyfika czynników, kreujących wzrost cen w polskiej gospodarce - duży udział cen podlegających wahaniom sezonowym i cen pośrednio lub bezpośrednio administrowanych przez państwo. Wprowadzenie jako oficjalnego celu polityki pieniężnej tzw. inflacji bazowej wiązałoby się w tej sytuacji z koniecznością eliminacji ze struktury wskaźnika CPI, bardzo istotnych dla powszechnej percepcji zjawisk inflacyjnych, cen. Z kolei inne możliwe miary inflacji bazowej oparte na specyficznych formułach statystycznych, opracowanych przez bank centralny, byłyby prawdopodobnie zbyt mało zrozumiałe, aby dobrze pełnić funkcję celu inflacyjnego. Dodatkowym argumentem, przemawiającym za stosowaniem wskaźnika CPI, jest fakt, że Główny Urząd Statystyczny wylicza go i publikuje niezależnie od Narodowego Banku Polskiego.

Cel inflacyjny na dany rok będzie ustalany przedziałowo. Szerokość przedziału nie może być zbyt mała, ponieważ utrzymanie inflacji na wąskiej ścieżce, szczególnie w przypadku stosowania wskaźnika CPI, może być obarczone wysokim ryzykiem oraz może wymuszać dużą zmienność parametrów polityki pieniężnej, powodującą zaburzenia w sferze realnej. Za wyborem szerszego przedziału przemawia z kolei większy stopień elastyczności polityki pieniężnej w reagowaniu na wszelkiego rodzaju szoki, jakim w najbliższych latach może być poddana gospodarka polska. Polityka pieniężna, z uwagi na konstrukcję systemu decyzyjnego, może szybciej reagować na zjawiska szokowe niż np. polityka fiskalna. Amortyzacja szoków przez politykę pieniężną nie powinna jednak prowadzić do osłabienia wiarygodności realizacji celu inflacyjnego. Przedział ten nie może być zatem zbyt szeroki, ponieważ podmioty gospodarcze mogłyby uznać go za mało wiarygodny.

Rada podjęła decyzję o ustaleniu celu na 1999 rok w przedziale 8%-8,5%. Przedział ten, w świetle doświadczeń innych krajów, należy uznać za wąski. Przyczyną, dla której przyjęto wąski przedział, był fakt, że do 1998 roku społeczeństwo polskie było przyzwyczajone do celów o charakterze punktowym. Wprowadzenie szerszego przedziału mogłoby sugerować osłabienie determinacji Rady do obniżania inflacji. Z uwagi na wcześniejsze argumenty Rada uważa, że w następnych latach szerokość przedziału powinna być większa.

Rada podjęła również decyzję, że okresem, dla którego cel będzie ustalany, jest jeden rok. Taki horyzont czasowy uwzględnia istniejące opóźnienia w reakcji gospodarki na posunięcia banku centralnego, jak również daje polityce pieniężnej możliwość zmiany koncepcji ograniczania inflacji w dłuższym okresie w odpowiedzi na potencjalne szoki w gospodarce. Ponieważ jednak opóźnienia reakcji gospodarki na działania banku centralnego powinny się zwiększać wraz z obniżaniem stopy inflacji i rozwojem rynków finansowych, horyzont celu polityki pieniężnej może ulec w przyszłych latach wydłużeniu (zamiast np. grudzień do grudnia osiągnięcie celu w okresie dłuższym).

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego wymaga modyfikacji roli polityki informacyjnej NBP. Strategia ta pozwala elastycznie reagować na wyzwania i zagrożenia dla procesu ograniczania inflacji w krótkim i długim okresie przy wykorzystaniu wszelkich dostępnych instrumentów w stopniu daleko większym niż w przypadku innych strategii polityki pieniężnej. Sposób prowadzenia tej polityki może w krótkim okresie budzić jednak

w społeczeństwie wątpliwości co do możliwości realizacji przyjętej ścieżki dezinflacji. Aby tego uniknąć, potrzebna jest taka zmiana polityki informacyjnej, która przekona społeczeństwo o determinacji banku centralnego w realizacji deklarowanego celu.

Celem polityki informacyjnej będzie zmniejszenie stopnia niepewności otoczenia gospodarczego co do reakcji banku centralnego na różnego typu szoki poprzez jasne przedstawienie kwestii celów długookresowych, sposobu ich realizacji oraz interpretacji rozwoju sytuacji gospodarczej. Polityka informacyjna będzie miała szczególne znaczenie dla przełamywania oczekiwań inflacyjnych. Jej skuteczność w tym zakresie pozwoli minimalizować skutki polityki antyinflacyjnej dla sfery realnej gospodarki. Ponieważ dla przełamywania tych oczekiwań podstawowe znaczenie będzie mieć wiarygodność banku centralnego i prowadzonej przez niego polityki pieniężnej, szczegółowemu uzasadnieniu będą podlegały decyzje z zakresu polityki pieniężnej i ich wpływ na realizację przyjętego celu.

Podstawowym dokumentem analitycznym Rady będzie Raport o inflacji. Raport ten będzie się ukazywał początkowo nadal w okresach półrocznych, a następnie kwartalnych. Zgodnie z Ustawą o NBP, w Monitorze Sądowym i Gospodarczym publikowane będą informacje o sposobie głosowania poszczególnych członków Rady.

V. Ewolucja w kierunku systemu płynnego kursu walutowego

Strategia bezpośredniego osiągnięcia wyznaczonego celu inflacyjnego będzie realizowana w warunkach wzrostu stopnia płynności kursu walutowego. Jednym z warunków przystąpienia Polski do EMU będzie włączenie złotego na okres 2 lat do systemu kursowego ERM2. Powinno ono, jak wspomniano, zostać poprzedzone okresem stosowania w pełni płynnego kursu walutowego. Pozwoli to trafniej zbliżyć kurs rynkowy do kursu równowagi przed jego ponownym usztywnieniem w ramach ERM2. System płynnego kursu walutowego zostanie wprowadzony po okresie stopniowego rozszerzania dopuszczalnego pasma wahań kursowych i zmniejszania tempa dewaluacji kroczącej w ramach obecnie istniejącego systemu kursowego.

Do czasu pełnego upłynnienia kursu złotego jego parytet centralny będzie odnoszony do koszyka walut, którego struktura zmieni się od 1 stycznia 1999 roku. Rada uznaje, że nowa struktura koszyka powinna zostać oparta na euro i dolarze amerykańskim.

Termin wprowadzenia systemu płynnego kursu walutowego będzie uzależniony od stopnia rozwoju rynku walutowego, jak również od osiągniętego zaawansowania w zakresie liberalizacji obrotu dewizowego. Zarówno w obecnym systemie kursowym, jak i po wprowadzeniu płynnego kursu walutowego NBP będzie mógł dokonywać interwencji na rynku walutowym, gdy uzna, że wymagają tego względy polityki pieniężnej.

Wraz z postępującym upłynnieniem kursu walutowego zwiększać się będzie ryzyko kursowe dla podmiotów gospodarczych oraz instytucji finansowych. Przedstawienie zatem kierunku ewolucji polityki kursowej sprzyjać będzie lepszemu dostosowaniu się podmiotów gospodarczych do przewidywanych zmian, jak też szybszemu rozwojowi instrumentów zabezpieczających przed tym ryzykiem.

VI. Instrumenty polityki pieniężnej

W ramach przyjętej Strategii bank centralny będzie wykorzystywał wszystkie dostępne informacje i tak kształtował zestaw instrumentów polityki pieniężnej, by osiągnąć założony cel inflacyjny. Waga poszczególnych instrumentów w danym okresie uzależniona będzie od charakteru wyzwań, stojących przed bankiem centralnym w procesie ograniczania inflacji. Zwiększona elastyczność przy wyborze instrumentów polityki pieniężnej będzie odpowiadała również zmianom, zachodzącym w obecnie stosowanym reżimie kursowym.

Podstawowymi stopami procentowymi banku centralnego pozostaną: stopa lombardowa oraz stopa redyskonta. Stopa lombardowa wyznaczać będzie górną granicę stóp rynku międzybankowego oraz ogólny kierunek zmian polityki pieniężnej.

Stopą referencyjną, wskazującą bieżący kierunek polityki pieniężnej, pozostanie stopa wyznaczająca oprocentowanie krótkookresowych operacji otwartego rynku. Będzie ona również pełnić funkcję najniższej stopy dla stóp międzybankowego rynku depozytów o okresie zapadalności porównywalnym z danymi operacjami NBP. Może ona podlegać częstszym zmianom niż stopy podstawowe.

Operacje otwartego rynku pozostaną podstawowym instrumentem oddziaływania NBP na system bankowy. Dobór instrumentów wykorzystywanych w tych operacjach zależeć będzie od konkretnych uwarunkowań, istniejących na rynku. Intencją Rady jest

rynkowe kształtowanie się stóp długoterminowych. Zgodnie z tą zasadą, NBP będzie generalnie koncentrował się na operacjach krótkookresowych.

Rada nie przewiduje istotnych zmian w zasadach refinansowania banków.

Doświadczenia banków centralnych wyraźnie wskazują, że jedną z przesłanek skutecznej transmisji sygnałów polityki pieniężnej banku centralnego do sektora bankowego oraz jego szybkiej i odpowiedniej co do skali reakcji jest strukturalny brak nadpłynności sektora bankowego. Obecnie NBP ma do czynienia z sytuacją daleką od optymalnej. Nadwyżka płynności systemu bankowego znajduje odzwierciedlenie w skali absorbujących ją operacji otwartego rynku. Z uwagi na powyższe, NBP zaproponuje rządowi restrukturyzację jego zobowiązań w stosunku do banku centralnego, tak by były zbywalne na rynku papierów wartościowych. Umożliwiłoby to zmniejszenie roli bonów pieniężnych NBP, tj. instrumentów występujących po stronie pasywnej bilansu NBP, w prowadzeniu operacji otwartego rynku. W wyniku tej operacji NBP powinien uzyskać większą kontrolę stopnia płynności sektora bankowego przy wykorzystaniu instrumentów, występujących po stronie aktywnej bilansu NBP. Operacja ta sprawiłaby jednocześnie, że bank centralny w bardziej aktywny sposób przyczyniłby się do rozwoju rynku finansowego w Polsce.

Rada przewiduje konieczność stopniowej modyfikacji systemu rezerw obowiązkowych, która będzie uwzględniała potrzeby bieżącej polityki pieniężnej oraz jego stopniowe zbliżanie do rozwiązań przyjętych przez Europejski Bank Centralny.

VII. Koordynacja polityki pieniężnej, fiskalnej i dochodowej

Kwestia koordynacji polityki pieniężnej, fiskalnej i dochodowej nabiera szczególnego znaczenia w warunkach przyjęcia inflacji jako bezpośredniego celu polityki pieniężnej. Niespójność tych polityk może podważyć wiarygodność założonego tempa dezinflacji. Rząd, poprzez swą politykę fiskalną, w tym bezpośrednio oddziaływanie na poziom cen, a także poprzez udział w kształtowaniu poziomu płac, może mieć istotny wpływ na inflację.

Dlatego też podstawowym kryterium, którym będzie kierować się Rada przy opiniowaniu projektu budżetu będzie zbieżność polityki fiskalnej z realizowanym przez NBP celem inflacyjnym. Dla wzmocnienia wiarygodności polityki antyinflacyjnej Rada

będzie również dążyła do zwiększenia stopnia spójności polityki informacyjnej rządu i banku centralnego.

VIII. Strukturalne uwarunkowania Strategii

Nadchodzące lata przyniosą wiele bardzo istotnych wydarzeń, mających wpływ na warunki realizacji polityki pieniężnej.

Gospodarka polska w coraz większym stopniu będzie włączana w globalizację procesów gospodarczych, co przy stosunkowo częstych zaburzeniach na rynkach finansowych i walutowych stanowi czynnik utrudniający prowadzenie polityki pieniężnej. Efektem międzynarodowych zobowiązań z tytułu uczestnictwa w WTO, OECD oraz UE (obecnie jeszcze na warunkach kraju stowarzyszonego) będzie sfinalizowanie po 2000 roku wolnego przepływu towarów, usług i kapitału pomiędzy Polską i jej partnerami gospodarczymi. Fakt, iż polska gospodarka jest już ogniwem światowego systemu gospodarczego, ze wszystkimi tego korzystnymi, jak też ujemnymi konsekwencjami, nakłada na całą politykę finansową istotne ograniczenia i większą odpowiedzialność. Niespójność tej polityki czy nieadekwatność wobec deklarowanych wcześniej założeń może spotkać się z coraz silniejszymi, penalizującymi reakcjami rynków zagranicznych.

Rosnąca wrażliwość polskiej gospodarki na procesy, zachodzące na międzynarodowych rynkach finansowych, wymaga zwiększenia jej odporności, od której w znacznym stopniu zależy skuteczność polityki pieniężnej. W związku z tym konieczne jest utrzymywanie odpowiednio dużych rezerw dewizowych. Powinny one stabilizować złotego w przypadku gwałtownych zaburzeń na rynku walutowym, a także gwarantować poszerzoną szybko wymienialność złotego oraz zwiększone w dalszych latach spłaty zadłużenia zagranicznego.

Powstanie strefy euro może powodować zmiany w strukturze międzynarodowych rynków finansowych i zmiany relacji najważniejszych światowych walut. Dla Polski może to oznaczać wzrost popytu na złotego spowodowany dążeniem inwestorów zagranicznych do walutowej dywersyfikacji portfela ich aktywów w obliczu ograniczenia liczby walut europejskich.

Liberalizacja obrotu dewizowego oraz rosnący stopień wymienialności złotego przyczynią się do rozwoju rynków finansowych. Procesy te mogą jednak wywoływać zmiany w dotychczasowych tendencjach popytu na pieniądz oraz zwiększać jego niestabilność. Rozwojowi rynku kapitałowego sprzyjać będzie również reforma emerytalno-rentowa, która najprawdopodobniej wpłynąć może na wzrost skłonności do oszczędzania, przy możliwym osłabieniu tempa wzrostu depozytów terminowych. Rozwój systemów płatniczych będzie zmniejszał z kolei popyt na pieniądz gotówkowy.

W wymiarze wewnętrznym wśród czynników zwiększających niepewność w warunkach gospodarowania duże znaczenie będzie miała sytuacja sektora finansów publicznych w związku z projektowanymi reformami strukturalnymi i instytucjonalnymi.

Od 1999 roku podstawowym problemem polityki fiskalnej państwa staje się finansowanie reform - ustrojowej, ubezpieczeń społecznych, ochrony zdrowia i oświaty - przy utrzymaniu niskiego deficytu budżetowego, jako warunku koniecznego do zachowania stabilizacji makroekonomicznej. Jednocześnie decentralizacja struktur państwa, jego struktur władzy i w konsekwencji decentralizacja finansów publicznych, mająca stworzyć warunki do bardziej efektywnego wykorzystywania środków budżetowych, może w początkowym okresie stanowić czynnik dodatkowej niepewności dla polityki fiskalnej.

Niezgodna z przewidywaniami rządu realizacja reform i skumulowanie w czasie kosztów ich wdrażania stanowić będą istotne zagrożenie dla finansów publicznych, a w konsekwencji dla realizacji celu inflacyjnego i (lub) utrzymania deficytu obrotów bieżących na bezpiecznym poziomie.

Istotnym wyzwaniem dla osiągnięcia rocznego celu inflacyjnego w okresie realizacji średniookresowej strategii polityki pieniężnej mogą być skumulowane w czasie zmiany w systemie podatków pośrednich. Podniesienie stawek VAT i akcyzy w celu dostosowania ich do standardów UE może przejściowo powodować wzrost wskaźnika CPI, który nie będzie objawem nieskuteczności polityki pieniężnej.

Ważnym czynnikiem, warunkującym skuteczność polityki pieniężnej w najbliższych latach, będzie istniejąca w polskiej gospodarce inercja inflacyjna. Po długim okresie wysokiej inflacji podmioty gospodarcze oraz gospodarstwa domowe formułują swe oczekiwania inflacyjne przede wszystkim na podstawie przeszłych doświadczeń. Ich zachowania mogą więc być poważnym czynnikiem, utrwalającym wzrost cen. Dla

skutecznego przełamania oczekiwań inflacyjnych duże znaczenie będzie miała wiarygodność prowadzonej polityki pieniężnej. Jednocześnie ta polityka mogłaby być bardziej skuteczna w ograniczaniu inflacji, a jej koszty w sferze realnej gospodarki mniejsze, gdyby ograniczony został zakres systemowych mechanizmów indeksacyjnych, zwłaszcza w sferze płac.

* * *

Prezentowana Strategia nie ma charakteru zamkniętego. Wraz z okresową oceną stopnia jej realizacji i aktualności, która będzie zawsze miała charakter publiczny, niektóre jej elementy będą mogły podlegać modyfikacji, dostosowaniu do bieżącego przebiegu procesów gospodarczych. Tym bardziej że przedstawiana Strategia prezentuje stanowisko Rady Polityki Pieniężnej, które w pewnych kwestiach (np. decyzje z zakresu systemu kursu walutowego) musi zostać uzgodnione z rządem.