

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

**Założenia polityki
pieniężnej na rok 2009**

Warszawa, wrzesień 2008

1. Strategia polityki pieniężnej

Zgodnie z art. 227 ust. 1 Konstytucji RP „Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza”. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 określa, że „podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP”.

Współcześnie banki centralne przez stabilność cen rozumieją inflację na tyle niską, aby nie wywierała ona negatywnego wpływu na inwestycje, oszczędności i inne ważne decyzje podejmowane przez uczestników życia gospodarczego. Zapewnienie tak rozumianej stabilności cen jest podstawowym sposobem, w jaki bank centralny przyczynia się swoimi decyzjami do osiągnięcia wysokiego i trwałego wzrostu gospodarczego. Banki centralne traktują stabilność cen symetrycznie, co oznacza, że reagują zarówno na zagrożenia inflacyjne, jak i deflacyjne.

Rada Polityki Pieniężnej opiera politykę pieniężną na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że taka strategia jest skutecznym sposobem zapewnienia stabilności cen. Po sprowadzeniu inflacji do niskiego poziomu, począwszy od 2004 r. RPP przyjęła ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości ± 1 punkt procentowy. RPP realizuje strategię w warunkach płynnego kursu walutowego. 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 posługiwanie się kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, takimi jak stosowane w projekcji inflacji NBP, w budżecie

państwa oraz w statystyce Unii Europejskiej. 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 najbliżej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie pozwala na zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, co sprzyja prowadzeniu polityki pieniężnej, która w reakcji na wstrząsy wymaga mniejszych i rzadszych zmian stóp procentowych.
- Po trzecie, występowanie wstrząsów w gospodarce jest nieuniknione. W zależności od siły wstrząsu i stopnia inercyjności oczekiwań inflacyjnych różne są skala i okres odchylenia inflacji od przyjętego celu. Bank centralny zazwyczaj nie reaguje na takie odchylenia inflacji, które uznaje za przejściowe i które mieszczą się w przedziale wahań wokół celu. W krajach o trwale niskiej stopie inflacji bank nie musi reagować nawet wówczas, gdy przejściowo inflacja odchyli się poza granice tego przedziału. W przypadku wstrząsów, które oceniane są jako powodujące trwałe odchylenie inflacji od celu, bank centralny odpowiednio modyfikuje politykę pieniężną.
- Po czwarte, reakcja polityki pieniężnej na wstrząsy zależy także 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 na taki wstrząs 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 – poprzez ekspansywną politykę pieniężną – realnych skutków wstrząsu podażowego, wywołującego wzrost cen i spadek produkcji, powoduje z reguły utrwalenie się wyższej inflacji i wymaga prowadzenia w następnych okresach znacznie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej, powodującej

silniejsze spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Reakcja banku centralnego powinna zależeć od oceny trwałości skutków wstrząsu.

- Po piąte, znaczna część wstrząsów podaźowych ma przejściowy charakter i niewielką skalę, w związku z czym nie ma potrzeby natychmiastowego reagowania na nie. Przy większych wstrząsach nawet przejściowe przyspieszenie wzrostu cen może wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji wzrost inflacji ze względu na pojawienie się żądań płacowych. Zadaniem polityki pieniężnej jest więc w takiej sytuacji zapobieganie wtórnym skutkom wstrząsu podaźowego (tzw. efektów drugiej rundy). Ryzyko powstania tego rodzaju efektów jest znaczne w krajach o krótkiej historii niskiej inflacji. Przy analizie wstrząsów podaźowych 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 posługiwanie 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, oceniając perspektywy 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 perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne może być uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych.
- Po dziesiąte, przy ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej należy brać pod uwagę nie tylko wysokość realnych stóp procentowych, ale także poziom realnego kursu walutowego. Tak rozumiana restrykcyjność polityki pieniężnej wpływa wraz z realizowaną polityką fiskalną na łączną restrykcyjność polityki makroekonomicznej. Nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna jest najczęstszym powodem konieczności utrzymania stóp procentowych na wyższym poziomie.

- Po jedenaste, istotną przesłanką podejmowania decyzji w polityce pieniężnej jest bilans czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Bilans ten jest tworzony na podstawie projekcji inflacji, oceny rzeczywistego przebiegu procesów gospodarczych, które mogą odbiegać od przebiegu przedstawionego w projekcji, a także kształtowania się zmiennych oraz informacji nieuwzględnionych bezpośrednio w projekcji. Oceniając czynniki wpływające na kształtowanie się przyszłej inflacji, banki centralne biorą pod uwagę kształtowanie się inflacji w przeszłości, ponieważ ma to wpływ na stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie celu inflacyjnego. W tym kontekście istotna jest długość okresu, w którym inflacja utrzymywała się na poziomie zgodnym z celem oraz okresu, w którym się od niego odchylała.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro oraz związanego z tym wejścia do ERM II, Rada dokona niezbędnych dostosowań strategii polityki pieniężnej oraz – w porozumieniu z Radą Ministrów – polityki kursowej do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro. Zdaniem Rady przystąpienie Polski do strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie.

Rada wyraża przekonanie, że w nadchodzących latach polityka gospodarcza w Polsce powinna być realizowana w taki sposób, aby poprzez przeprowadzenie reform strukturalnych umożliwić trwałe spełnienie kryteriów z Maastricht i jednocześnie osiągnięcie jak największych korzyści związanych z przystąpieniem do strefy euro.

2. Polityka pieniężna w 2009 r.

Podstawowym celem polityki pieniężnej prowadzonej w 2009 r. będzie – podobnie jak w latach poprzednich – dążenie do utrzymania inflacji w średnim okresie na poziomie 2,5%. Jednocześnie polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro, Rada dostosuje strategię polityki pieniężnej do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji niezbędnych do przyjęcia euro.

W I połowie 2008 r. gospodarka Polski znajdowała się w okresie szybkiego wzrostu obejmującego większość jej sektorów, choć od kilku kwartałów tempo wzrostu gospodarczego stopniowo się obniża. Dominującą rolę we wzroście PKB nadal odgrywał wzrost konsumpcji i inwestycji. Wciąż obserwowany był wzrost eksportu, jednak ze względu na utrzymującą się wysoką dynamikę popytu krajowego i silny wzrost importu, któremu sprzyjała także aprecjacja kursu złotego, wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostawał ujemny. Jednocześnie pogłębiał się deficyt na rachunku obrotów bieżących. Szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszył silny wzrost zatrudnienia i spadek bezrobocia, a także wysoka dynamika wynagrodzeń. Przeciętne wynagrodzenie w gospodarce rosło wyraźnie szybciej niż wydajność pracy, czego efektem był znaczący wzrost jednostkowych kosztów pracy. Procesom tym towarzyszył wzrost inflacji bazowej.

W I połowie 2008 r. inflacja CPI utrzymywała się powyżej celu inflacyjnego NBP, do czego w głównej mierze przyczynił się silny wzrost cen produktów rolno-spożywczych oraz surowców energetycznych na rynkach światowych, a także znaczące podwyżki cen regulowanych w Polsce, a więc czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Wkład do wzrostu inflacji CPI miały także rosnące ceny niektórych usług. Czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną były natomiast istotne umocnienie kursu złotego oraz rozpoczęte w 2007 r. podwyżki stóp procentowych NBP.

Dodatkowo inflacja ograniczana była przez utrzymujący się spadek cen towarów przetworzonych importowanych z krajów o niskich kosztach wytwarzania. Mimo przyspieszenia wzrostu cen, w I połowie 2008 r. inflacja w Polsce była znacznie niższa niż w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

W 2009 r. – podobnie jak w latach poprzednich – istotne znaczenie dla prowadzonej polityki pieniężnej będą miały zarówno zmiany zachodzące w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki, jak i czynniki wewnętrzne wpływające na perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego w Polsce.

Istotny wpływ na poziom aktywności gospodarczej w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki mają obserwowane od II połowy 2007 r. zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych, a także znaczący wzrost cen ropy naftowej. Czynniki te przyczyniły się do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego w wielu krajach. W 2008 r. tempo wzrostu PKB ma być istotnie niższe niż w 2007 r. m.in. w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii. W 2009 r. oczekiwane jest dalsze spowolnienie wzrostu w największych gospodarkach¹. Niska dynamika PKB w tych gospodarkach, w szczególności w strefie euro, która jest głównym partnerem handlowym Polski, poprzez ograniczenie polskiego eksportu będzie oddziaływać w kierunku osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce.

W 2008 r. inflacja wzrosła do poziomu najwyższego od kilkunastu lat w krajach rozwiniętych i rozwijających się. Do jej wzrostu przyczynił się w decydującym stopniu silny wzrost cen żywności oraz surowców energetycznych, w tym ropy naftowej, na rynkach światowych. Czynnikiem, który mógł przyczynić się do wzrostu inflacji był obserwowany wcześniej stosunkowo niski poziom realnych stóp procentowych na międzynarodowych rynkach finansowych.

¹ Ocena Instytutu Ekonomicznego NBP uwzględniająca dostępne do września 2008 r. prognozy instytucji zewnętrznych (MFW, OECD, KE, banków komercyjnych) wskazuje, że dynamika PKB w strefie euro obniży się w 2009 r. do 1,0% wobec oczekiwanego 1,3% w 2008 r., a w Stanach Zjednoczonych wyniesie w 2009 r. 1,5% wobec oczekiwanego 1,7% w 2008 r.

Notowania rynków terminowych wskazują, że w 2009 r. ceny ropy naftowej mogą utrzymać się na relatywnie wysokim poziomie². Mimo obniżenia prognoz popytu na ropę w krajach rozwiniętych, ważnym czynnikiem kształtującym poziom cen tego surowca jest utrzymująca się wysoka dynamika zapotrzebowania na ropę w krajach rozwijających się i jednoczesny niewielki wzrost jej podaży.

Zapoczątkowany jesienią 2007 r. i utrzymujący się w 2008 r. silny wzrost cen żywności i surowców rolnych na rynkach światowych wynikał zarówno z krótkookresowych zaburzeń o charakterze podażowym (susza w niektórych krajach), jak i zmian strukturalnych (wzrost popytu na żywność ze strony gospodarek rozwijających się oraz rozwój rynku biopaliw). W 2009 r., pomimo spodziewanego wyraźnego spowolnienia wzrostu w gospodarce światowej, ceny żywności, podobnie jak ceny ropy naftowej, najprawdopodobniej utrzymają się na relatywnie wysokim poziomie, choć ich dynamika powinna się obniżyć.

Oczekiwane w 2009 r. osłabienie globalnego impulsu inflacyjnego związanego ze wzrostem cen surowców energetycznych i żywności będzie oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji zarówno w gospodarkach rozwiniętych – w tym w Stanach Zjednoczonych oraz strefie euro³ – jak i w gospodarkach rozwijających się. Do ograniczenia inflacji u głównych partnerów handlowych Polski przyczyni się także spowolnienie wzrostu gospodarczego w tych krajach. W przeciwnym kierunku mogą natomiast oddziaływać podwyższone oczekiwania inflacyjne oraz związane z tym ryzyko pojawienia się efektów drugiej rundy i utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie. Istotna w tym względzie będzie także polityka pieniężna prowadzona przez główne banki centralne.

Obserwowane od II połowy 2007 r. wstrząsy w gospodarce światowej stanowią wyzwanie dla polityki pieniężnej wielu banków centralnych. Z jednej strony banki muszą

² Notowania rynków terminowych z września 2008 r. wskazują, że średnia cena ropy Brent wyniesie w 2008 r. 109,6 USD/b, a w 2009 r. 106,4 USD/b.

³ Ocena Instytutu Ekonomicznego NBP uwzględniająca dostępne do września 2008 r. prognozy instytucji zewnętrznych (MFW, KE, banków komercyjnych) wskazuje, że inflacja cen konsumpcyjnych w strefie euro w 2009 r. obniży się do poziomu 2,4% wobec 3,5% oczekiwanego w 2008 r., natomiast w Stanach Zjednoczonych w 2009 r. wyniesie 2,9% wobec oczekiwanego 4,5% w 2008 r.

uwzględniać znaczący wzrost bieżącej inflacji i ryzyko jej utrwalenia, mimo, że jej wzrost wynika w istotnej mierze – w szczególności w małych otwartych gospodarkach – z oddziaływania czynników niezależnych od prowadzonej przez nie polityki pieniężnej. Z drugiej strony, proinflacyjne wstrząsy cenowe na rynkach surowców energetycznych negatywnie wpływają na wzrost gospodarczy. Z tego względu banki centralne w swoich decyzjach muszą brać pod uwagę ryzyko nadmiernego obniżenia wzrostu gospodarczego związanego z zacieśnieniem polityki pieniężnej, jakie byłoby niezbędne do szybkiego obniżenia inflacji do niskiego poziomu. W krajach, w których wzrost cen surowców nie został zamortyzowany poprzez zmiany kursu walutowego, banki muszą także uwzględniać większe ryzyko utrzymania się inflacji na wysokim poziomie pomimo spowolnienia wzrostu gospodarczego. Z kolei w krajach bezpośrednio dotkniętych kryzysem na rynku finansowym dodatkowym czynnikiem brany pod uwagę w polityce pieniężnej jest kwestia zapewnienia stabilności systemu finansowego.

W Polsce, w 2009 r. oczekiwane jest obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Struktura wzrostu PKB prawdopodobnie nie ulegnie istotnej zmianie; nadal główną rolę odgrywać będzie wzrost popytu krajowego (choć w porównaniu z 2008 r. będzie on w większym stopniu związany ze wzrostem konsumpcji, a w mniejszym – inwestycji), a wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie ujemny. Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego powinno łagodzić presję inflacyjną oraz oddziaływać w kierunku stabilizacji deficytu obrotów bieżących.

Ważnym czynnikiem, który będzie wpływać na przebieg procesów inflacyjnych w Polsce w 2009 r. będą zmiany zachodzące na rynku pracy. W I połowie 2008 r. utrzymywała się wysoka dynamika popytu na pracę, co przy ograniczonym wzroście podaży pracy powodowało przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń do poziomu znacznie przekraczającego tempo wzrostu wydajności pracy. Oczekuje się, że spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku obniżenia popytu na pracę i łagodzenia presji płacowej. Jednocześnie obserwowany od I kwartału 2008 r. wzrostowy trend liczby osób aktywnych zawodowo utrzyma się prawdopodobnie także w 2009 r. Czynnikiem łagodzącym napięcia na rynku pracy będzie prawdopodobne zmniejszenie skali migracji zarobkowej, do czego powinno przyczynić się wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego w Wielkiej Brytanii, Irlandii i innych krajach strefy euro.

Tendencje te będą oddziaływać w kierunku ograniczenia presji płacowej. Czynnikiem wpływającym na sytuację na rynku pracy w 2009 r., a przez to na dynamikę wynagrodzeń będzie także ostateczny kształt regulacji w zakresie emerytur pomostowych oraz ustalenia dotyczące wysokości płacy minimalnej. Ograniczenie liczby zawodów uprawnionych do korzystania z wcześniejszych emerytur przyczyniłoby się do wzrostu aktywności zawodowej osób starszych, a przez to do zwiększenia podaży pracy i zmniejszenia presji płacowej. Dalszy znaczny wzrost płacy minimalnej, choć oddziaływałby w kierunku zwiększenia aktywności zawodowej, mógłby spowodować zmniejszenie popytu na pracę osób o niższych kwalifikacjach oraz wzrost szarej strefy.

Jednym z istotnych uwarunkowań polityki pieniężnej w 2009 r. będzie także kształt polityki fiskalnej w latach 2009-2010. Zgodnie z Programem Konwergencji, Aktualizacja 2007 po oczekiwanym rozluźnieniu polityki fiskalnej w 2008 r., w kolejnych latach ma ona być zacieśniana o 0,5 pkt. proc. PKB rocznie. Zgodnie z przedstawionym przez Rząd projektem ustawy budżetowej, deficyt budżetu państwa ma ulec zmniejszeniu z 22,9 mld zł w 2008 r. do 18,2 mld zł w 2009 r., a zatem właśnie o ok. 0,5 pkt. proc. PKB. Jednak oczekiwane przez Rząd pogorszenie salda funduszy celowych i jednostek samorządu terytorialnego w 2009 r., może utrudnić realizację celu zapisanego w Programie Konwergencji. Bardzo istotna jest także kwestia żądań płacowych zgłaszanych przez pracowników sektora publicznego. Nadmierny wzrost płac w sektorze publicznym mógłby oddziaływać w kierunku pogłębienia deficytu tego sektora i zwiększenia presji inflacyjnej.

Czynnikiem podwyższającym inflację w 2009 r. będzie prawdopodobnie dalszy wzrost cen energii elektrycznej. Czynnikiem ryzyka dla inflacji pozostanie ponadto kształtowanie się cen gazu ziemnego, węgla i innych nośników energii, a także rozłożone w czasie przełożenie wysokich cen tych nośników na ceny detaliczne produktów energetycznych. Innym istotnym czynnikiem zwiększającym tempo wzrostu cen w 2009 r., a jednocześnie pozostającym poza bezpośrednim wpływem polityki pieniężnej, będzie wzrost akcyzy na niektóre towary, częściowo wynikający z zobowiązań akcesyjnych wobec Unii Europejskiej.

W I połowie 2008 r. Rada kontynuowała rozpoczęty w 2007 r. cykl podwyżek stóp procentowych. W tym samym czasie następowało umocnienie kursu złotego. Dokonane podwyżki stóp procentowych w połączeniu ze znacznym umocnieniem kursu walutowego będą oddziaływały w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej w 2009 r. Jednocześnie ze względu na trwałość skutków wstrząsów cenowych na rynkach światowych oraz wzrost cen regulowanych w Polsce, które to czynniki przyczyniły się do przyspieszenia tempa wzrostu cen, a także biorąc pod uwagę opóźnienia w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej, powrót inflacji do celu 2,5% będzie prawdopodobnie następował stopniowo.

W 2009 r. poziom stóp procentowych będzie – podobnie jak w latach poprzednich – dostosowywany do zmieniającej się oceny prawdopodobieństwa kształtowania się inflacji w średnim okresie powyżej lub poniżej celu inflacyjnego 2,5%. Stabilizowanie inflacji na poziomie celu inflacyjnego w średnim okresie jest zgodne ze strategią polityki pieniężnej Narodowego Banku Polskiego oraz polityką innych banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia przez Polskę do strefy euro, Rada będzie prowadziła politykę pieniężną umożliwiającą spełnienie kryteriów konwergencji, a tym samym umożliwiającą przyjęcie przez Polskę euro w wyznaczonym terminie.

Ważnym czynnikiem, który sprzyjałby zapewnieniu stabilności makroekonomicznej w dłuższym okresie, a zarazem trwałemu spełnianiu kryteriów z Maastricht jest przeprowadzenie reform strukturalnych, w tym reformy finansów publicznych, które przyczyniłyby się do przyspieszenia długofalowego wzrostu gospodarczego i jednocześnie ograniczałyby presję inflacyjną. W ocenie Rady reformy te są niezbędne dla pełnego wykorzystania szans związanych z przyjęciem euro.

W grudniu 2008 r. w Narodowym Banku Polskim zakończone zostaną prace nad *Raportem na temat pełnego uczestnictwa Rzeczypospolitej Polskiej w trzecim etapie Unii Gospodarczej i Walutowej*. Raport ten zostanie wykorzystany przy opracowaniu planu działań związanych z przystąpieniem Polski do strefy euro.

Ważnym elementem w procesie realizacji celu inflacyjnego jest komunikacja banku centralnego z otoczeniem. W jej ramach Rada przedstawia swoją ocenę aktualnego stanu gospodarki oraz przyszłego przebiegu procesów gospodarczych. Najważniejszymi instrumentami w sferze komunikacji w 2009 r. będą nadal *Informacje po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej* oraz konferencje prasowe po posiedzeniach RPP, a także *Opisy dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym Rady Polityki Pieniężnej* i *Raporty o inflacji*.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro, Rada przedstawi dokument opisujący strategię polityki pieniężnej podporządkowaną konieczności trwałego spełnienia kryteriów konwergencji w okresie poprzedzającym przyjęcie euro. Dokument ten będzie stanowił aktualizację *Strategii polityki pieniężnej po 2003 roku*.

3. Instrumenty polityki pieniężnej

Płynność sektora bankowego w 2009 r.

NBP szacuje, że w 2008 r. średni poziom wyemitowanych bonów pieniężnych NBP z 7-dniowym terminem zapadalności wyniesie około 11 mld zł.

Wzrost poziomu pieniądza gotówkowego w obiegu będzie w 2009 r. wpływał na ograniczenie płynności sektora bankowego. W przeciwnym kierunku będą z kolei oddziaływać dokonywane w NBP operacje zamiany na złote napływających do Polski środków unijnych.

Istotny wpływ na poziom płynności sektora bankowego będzie miał także sposób finansowania obsługi zadłużenia zagranicznego Skarbu Państwa. Zakładany przez NBP zakup walut obcych przez MF w banku centralnym będzie powodował ograniczenie płynności sektora bankowego.

Możliwy udział Polski w ERM II może mieć wpływ na poziom płynności sektora bankowego.

W zależności od kształtowania się wskazanych wyżej czynników, możliwe jest utrzymanie w 2009 r. nadwyżki płynności w sektorze bankowym lub wystąpienie jej niedoboru.

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 stopy procentowej *overnight* na rynku międzybankowym.

Stopa referencyjna NBP określa rentowność podstawowych operacji otwartego rynku, wpływając jednocześnie na poziom krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych.

Stopa lombardowa NBP wyznacza koszt pozyskania pieniądza w NBP. Określa górny pułap wzrostu rynkowej stopy *overnight*.

Stopa depozytowa NBP wyznacza oprocentowanie depozytu w NBP. Określa dolne ograniczenie dla wahań rynkowej stopy *overnight*.

Operacje otwartego rynku

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

Za pomocą operacji podstawowych oraz dostrajających bank centralny będzie oddziaływał na warunki płynnościowe w sektorze bankowym w taki sposób, aby możliwe było kształtowanie się stawki POLONIA w pobliżu stopy referencyjnej NBP.

Operacje podstawowe będą standardowo przeprowadzane w sposób regularny (raz w tygodniu), z 7-dniowym z reguły terminem zapadalności. Na przetargach będzie obowiązywać stała rentowność na poziomie stopy referencyjnej NBP.

Z uwagi na możliwość pojawienia się w 2009 r. niedoboru płynności w sektorze bankowym, NBP będzie mógł przeprowadzać operacje podstawowe zarówno w kierunku zasilającym, jak i absorbującym. W okresach utrzymywania się nadpłynności, bank centralny będzie emitował bony pieniężne. Natomiast w okresach niedoboru płynności, NBP będzie zasilał sektor bankowy w płynność za pomocą transakcji *repo*. Ich zabezpieczenie będą stanowiły papiery wartościowe akceptowane przez NBP.

Operacje dostrajające mogą zostać podjęte w celu ograniczenia wpływu zmian w warunkach płynnościowych w sektorze bankowym na wysokość krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych. Mogą one obejmować operacje absorbujące (emisję bonów pieniężnych NBP, transakcje *reverse repo*) oraz zasilające (przedterminowy wykup bonów pieniężnych NBP, transakcje *repo*). Zapadalność, rentowność oraz sposób przeprowadzania operacji będą uzależnione od sytuacji występującej w sektorze bankowym.

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 stabilizowanie bieżących warunków płynnościowych w sektorze bankowym. Możliwość utrzymywania rezerwy obowiązkowej w systemie uśrednionym ogranicza zmienność najkrótszych rynkowych stóp procentowych.

Ewentualne zmiany stóp rezerwy obowiązkowej będą uzależnione od kształtowania się warunków płynnościowych w sektorze bankowym.

Operacje depozytowo-kredytowe

Operacje depozytowo-kredytowe mają na celu ograniczanie skali wahań stawki rynkowej *overnight*. Banki uczestniczą w tych operacjach z własnej inicjatywy.

Depozyt na koniec dnia pozwala na lokowanie nadwyżek środków w banku centralnym na termin *overnight*. Jego oprocentowanie określa dolne ograniczenie dla stawki rynkowej kwotowanej na ten termin.

Kredyt lombardowy umożliwia bankom komercyjnym zaciągnięcie kredytu na termin *overnight*. Kredyt ten jest zabezpieczany papierami wartościowymi, akceptowanymi przez bank centralny. Jego oprocentowanie wyraża krańcowy koszt pozyskania pieniądza w banku centralnym, co stanowi górne ograniczenie dla stawki rynkowej *overnight*.

Ważnym elementem systemu rozliczeniowego są oferowane przez NBP **kredyty** w złotych i w euro stanowiące źródło pozyskania środków **w ciągu dnia operacyjnego**. Kredyty te są zabezpieczane, podobnie jak kredyt lombardowy, papierami wartościowymi akceptowanymi przez bank centralny. Kredyty te nie są oprocentowane.

Swapy walutowe

W celu zarządzania płynnością sektora bankowego NBP może przeprowadzać swapy walutowe. W ramach swapa walutowego NBP kupuje (lub sprzedaje) złote za walutę obcą na rynku kasowym i jednocześnie odsprzedaje (lub odkupuje) je, w ramach transakcji terminowej, w określonej dacie.

Interwencje walutowe

Instrumentem polityki pieniężnej, który może zostać wykorzystany przez NBP są interwencje na rynku walutowym. Zmiany kursu walutowego wywierają istotny wpływ na inflację, a tym samym mogą zaistnieć okoliczności, w których Rada Polityki Pieniężnej zadecyduje, że dążenie do stabilizowania inflacji wymaga dokonania interwencji na rynku walutowym.

W przypadku przystąpienia Polski do ERM II, interwencje na rynku walutowym mogą być również wykorzystywane do stabilizowania kursu złotego w celu spełnienia kryterium stabilności kursu walutowego.