

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI 1998

Warszawa, czerwiec 1999 r.



Projekt graficzny, skład:

Ryszard Piwowar
Piotr Chodorek
Ed Polinski

Druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

Narodowy Bank Polski
Gabinet Prezesa
Wydział Promocji i Informacji
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
telefon (0-22) 653 23 35, fax (0-22) 653 13 21

© *Copyright by Narodowy Bank Polski, 1999*

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	4
WSTĘP	7
Przebieg procesów inflacyjnych w 1998 r.	8
Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych	8
Kształtowanie się alternatywnych miar inflacji	16
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu	17
Czynniki określające zjawiska inflacyjne w 1998 r.	20
Pieniądz i ceny na rynku finansowym	20
Podaż pieniądza w 1998 r.	20
Funkcjonowanie kanałów transmisji w 1998 r.	34
Kanał stopy procentowej	36
Kanał kredytowy w 1998 r.	47
Kurs walutowy	49
Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne w 1998 r.	56
Ceny akcji	59
Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży	60
Popyt wewnętrzny	62
Konsumpcja indywidualna	63
Inwestycje	66
Budżet państwa	69
Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne	73
Zagregowana podaż	78
Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach	81
Polityka pieniężna w 1998 r. a realizacja celu inflacyjnego	86
Instytucjonalne i systemowe uwarunkowania polityki pieniężnej	86
Instrumenty polityki pieniężnej	91
Zmiany w instrumentarium polityki pieniężnej w 1998 r.	91
Kształtowanie parametrów instrumentów polityki pieniężnej	93
Perspektywy inflacji	100
ZAŁĄCZNIK 1	104
ZAŁĄCZNIK 2	113

SYNTEZA

W 1998 r. polityka pieniężna realizowana była w nowych uwarunkowaniach instytucjonalnych. Zgodnie z Konstytucją oraz Ustawą o Narodowym Banku Polskim została powołana Rada Polityki Pieniężnej. RPP uchwaliła *Założenia polityki pieniężnej na 1998 rok* i zdecydowała o przyjęciu nowego systemu realizacji polityki pieniężnej – strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, zdefiniowanego jako wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych.

W ramach tej strategii istotną kwestią jest przejrzystość polityki pieniężnej i przekonanie opinii publicznej o determinacji banku centralnego w osiąganiu zadeklarowanego celu inflacyjnego. *Raport o inflacji*, który jest podstawowym dokumentem analitycznym Rady, powinien przyczynić się do realizacji tych celów. Zmniejszeniu niepewności w zakresie polityki pieniężnej służyć miało również opublikowanie we wrześniu 1998 r. dokumentu pt. *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, w którym określono cel inflacyjny do końca 2003 r. - obniżenie inflacji poniżej 4%.

Pierwszym etapem realizacji celu średniookresowego było obniżenie inflacji poniżej zakładanego celu 9,5% w 1998 r. W okresie grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r. inflacja obniżyła się do poziomu 8,6%. Inflacja średnia roczna wyniosła zaś 11,8%, przy przewidywanej 11%. Oznaczało to, że w porównaniu z rokiem 1997 nastąpiła znaczna obniżka stopy wzrostu cen - w przypadku inflacji w okresie grudzień-grudzień o 4,6 pkt. proc., a średniej rocznej o 3,1 pkt. proc. Obniżyło się również tempo inflacji mierzone wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu (z 11,5% w 1997 r. do 4,8% w 1998 r.) i wskaźnikiem cen produkcji budowlano-montażowej (z 14,1% w 1997 r. do 10,6% w 1998 r.). W 1998 r. wzrost cen rozkładał się nierównomiernie w ciągu roku. Silny impuls inflacyjny wystąpił w I kwartale, głównie wskutek podwyżek cen regulowanych, natomiast wyraźne ograniczenie tempa wzrostu cen zaznaczyło się w III i IV kwartale 1998 r. Wzrost cen towarów nieżywnościowych, usług i napojów alkoholowych był szybszy od ogólnego wskaźnika cen, zaś ceny żywności wzrosły wolniej, przyczyniając się do ograniczenia wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Polityka pieniężna w 1998 r. była realizowana w zmiennych i trudno przewidywalnych warunkach.

Charakterystycznym zjawiskiem, które wystąpiło w 1998 r. był wpływ czynników zewnętrznych na gospodarkę polską. Następowala szybka transmisja impulsów z gospodarki światowej - przez mechanizm kursowy, ceny surowców i paliw, a gwałtowne zmiany popytu zewnętrznego przenoszone były na rynek wewnętrzny, zmuszając do reakcji i dostosowania podmioty gospodarcze. Sytuacja gospodarcza w Polsce jest w coraz większym stopniu zależna od przebiegu zjawisk ekonomicznych u głównych partnerów gospodarczych. Analizując politykę pieniężną w 1998 r. i oceniając jej efektywność, trzeba zatem uwzględnić wpływ zaburzeń na rynkach światowych na przebieg procesów gospodarczych w Polsce.

Osiąganie celu inflacyjnego w 1998 r. było również uwarunkowane procesami zapoczątkowanymi w okresie wcześniejszym. Kluczowym problemem polityki pieniężnej w latach 1996-1997 była rosnąca dysproporcja między tempem wzrostu popytu krajowego a tempem wzrostu podaży. Już w końcu 1996 r. NBP przedsięwziął działania mające na celu zmniejszenie tej dysproporcji. Wyniki tych działań widoczne były z pewnym opóźnieniem - w końcu 1997 r. i na początku 1998 r. Do lipca 1998 r. luka między tempem wzrostu popytu a tempem wzrostu podaży ulegała stopniowej redukcji, czemu towarzyszył spadek deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego. Sprzyjało to łagodzeniu polityki pieniężnej, polegającemu na obniżaniu stóp procentowych przez NBP, czemu towarzyszyło zmniejszanie stopy miesięcznej dewaluacji i zwiększanie zakresu dopuszczalnych odchyłeń kursu od parytetu centralnego.

W drugiej połowie roku pozytywne tendencje w zakresie równowagi gospodarczej uległy zakłóceniu. Poważne zaburzenia pojawiły się w sierpniu 1998 r. wskutek kryzysu finansowego w Rosji oraz widocznych wciąż konsekwencji kryzysu w krajach azjatyckich. Kryzys rosyjski miał wiele skutków bezpośrednich i pośrednich. Efektem bezpośrednim było zmniejszenie eksportu polskich towarów. To spowodowało trudności ze zbytem w wielu krajowych przedsiębiorstwach. Kryzys rosyjski i azjatycki wywołał również skutki pośrednie - obniżenie tempa wzrostu w krajach rozwiniętych. To z kolei obniżyło popyt na polskie towary i zwiększyło lukę w obrotach towarowych, a co za tym idzie i w obrotach bieżących. W rezultacie obniżyło się tempo wzrostu PKB w III i IV

kwartale 1998 r. Jednocześnie ograniczenie popytu zewnętrznego, poprzez wzrost podaży na rynku krajowym, przyczyniło się do wyhamowania wzrostu cen w Polsce, przede wszystkim na rynku żywności. Innym skutkiem ubocznym była ponownie rosnąca rozpiętość między ulegającym spowolnieniu, lecz utrzymującym się na stosunkowo wysokim poziomie, tempem wzrostu krajowego popytu a tempem wzrostu podaży.

Czynnikami, które pod koniec roku utrudniły prowadzenie polityki pieniężnej były: gwałtowny wzrost zadłużenia budżetu w sektorze bankowym w grudniu oraz wzrost wymagalnych zobowiązań budżetu. Fakt wykupienia większości tych zobowiązań przez banki przyczynił się do zwiększonej kreacji pieniądza w tym okresie.

W ciągu całego 1998 r. ulegała pogorszeniu sytuacja finansowa przedsiębiorstw, co wynikało przede wszystkim z coraz silniej odczuwanej bariery popytu (m.in. wskutek spadku popytu na polski eksport), przy konkurencji towarów importowanych. Ograniczenie możliwości pełnego przenoszenia wzrostu kosztów w ceny finalne przez przedsiębiorstwa sprzyjało obniżaniu inflacji. Mniejszy niż w poprzednich latach wpływ na presję inflacyjną wywierał także wzrost wynagrodzeń.

Rada Polityki Pieniężnej dokonała modyfikacji instrumentów polityki pieniężnej - systemu prowadzenia operacji otwartego rynku, systemu rezerwy obowiązkowej oraz sposobu prowadzenia polityki kursowej. Zmiany te miały na celu zwiększenie skuteczności polityki pieniężnej. Rada zdecydowała o ograniczeniu operacji otwartego rynku do emisji 28-dniowych bonów pieniężnych. Oznaczało to odejście od sprzedaży bonów o dłuższych okresach zapadalności i pozostawienie kształtowania krzywej dochodowości siłom rynkowym. Minimalna stopa operacji otwartego rynku (tzw. stopa referencyjna) stała się *de facto* trzecią stopą podstawową NBP. Za jej pomocą NBP wpływał efektywnie na stopy rynku międzybankowego, a za ich pośrednictwem na stopy kredytowe banków. Wysokość stóp długoterminowych zależy głównie od oczekiwań inflacyjnych, w związku z tym bank centralny może na nie oddziaływać wpływając na te oczekiwania.

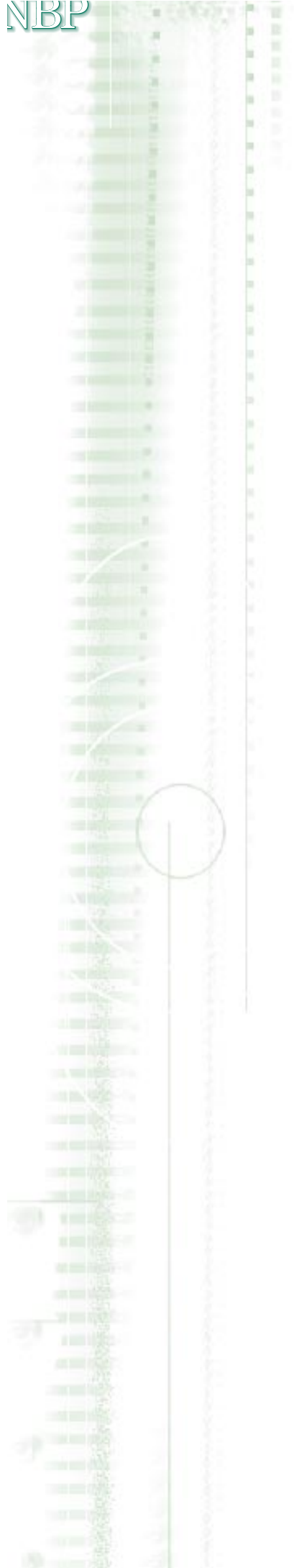
Powiększeniu zakresu autonomii i wzmocnieniu efektywności polityki pieniężnej, w warunkach dużej swobody przepływu kapitału, służyło zwiększenie elastyczności polityki kursowej poprzez rozszerzenie dopuszczalnego przedziału wahań złotego i jego faktycznej zmienności. Ta mo-

dyfikacja polityki kursowej pozwoliła zwiększyć ryzyko kursowe dla krótkoterminowych zagranicznych inwestycji portfelowych. Tym samym pozwoliło to stopniowo ograniczać napływ krótkoterminowego kapitału portfelowego, szczególnie widoczny w pierwszych miesiącach 1998 r.

W 1998 r. bank centralny miał do rozwiązania problemy, podobne do tych, które występowały w latach poprzednich, związane przede wszystkim z absorbowaniem nadwyżki płynności w sektorze bankowym. Utrzymywanie się strukturalnej nadwyżki płynności w sektorze bankowym uniemożliwiało podjęcie decyzji o obniżeniu rezerw obowiązkowych. Z kolei mechanizm naliczania rezerw obowiązkowych zachęcał niektóre banki do czasowego przesuwania środków między rachunkami, co osłabiało skuteczność tego instrumentu. Wprowadzone przez Radę Polityki Pieniężnej modyfikacje systemu ograniczyły możliwość wykorzystania tych luk.

Zmiana zasad operacji otwartego rynku w kwietniu 1998 r. skutkowała znacznym wzrostem częstotliwości tych operacji. Skrócenie ich horyzontu czasowego spowodowało modyfikację zarządzania płynnością w bankach, ułatwiając reakcje na zmiany popytu na kredyt. Jednakże w 1998 r. dynamika akcji kredytowej wykazywała tendencję malejącą (pozostawała ustabilizowana w kategoriach realnych). Widoczne było natomiast utrzymywanie się zainteresowania zaciąganiem kredytów za granicą, jak również kredytów nominowanych w walutach obcych. Wynikało to z oczekiwań na aprecjację kursu złotego i utrzymywania się istotnych różnic w wysokości stóp procentowych.

Kurs złotego oraz niskie ceny surowców na rynkach światowych przyczyniły się do znacznego obniżenia inflacji. W polityce kursowej Rada starała się, przez obniżanie stopy miesięcznej dewaluacji, obniżyć oczekiwania inflacyjne, a jednocześnie, aby przyczynić się do zwiększenia niepewności co do kształtowania się kursu złotego, poszerzała dopuszczalne pasmo wahań kursu. Ponadto, wskutek obniżania stóp procentowych w warunkach braku zagrożeń dla realizacji celu inflacyjnego, doszło do pewnego obniżenia rozpiętości między stopami krajowymi a stopami procentowymi za granicą. Wraz ze wzrostem ryzyka inwestycji na tzw. rynkach wschodzących był to istotny czynnik zmniejszający zainteresowanie zagranicznych inwestorów portfelowych polskim rynkiem rządowych papierów dłużnych.



WSTĘP

W 1998 r. polityka pieniężna realizowana była w nowych uwarunkowaniach instytucjonalnych. Zgodnie z Konstytucją, która weszła w życie 17 października 1997 r. oraz Ustawą o Narodowym Banku Polskim została powołana Rada Polityki Pieniężnej. RPP uchwaliła *Założenia polityki pieniężnej na 1998 rok* i ustaliła nowy bezpośredni cel polityki pieniężnej - inflację, zdefiniowaną jako wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Niniejszy *Raport o inflacji* po raz pierwszy prezentowany jest jako dokument Rady Polityki Pieniężnej. Jest to jednocześnie pierwszy *Raport* publikowany w trakcie obowiązywania przyjętej w ubiegłym roku strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Skuteczna realizacja strategii bezpośredniego celu inflacyjnego i osiągnięcie najważniejszego - średnioterminowego celu polityki NBP - obniżenia inflacji poniżej poziomu 4% do 2003 r., wymaga przejrzystości polityki pieniężnej. Od tego, w jakim stopniu społeczeństwo orientuje się, jakie są cele polityki pieniężnej, jaka jest ich struktura, w jaki sposób bank centralny te cele realizuje, jak interpretuje sytuację gospodarczą, jak reaguje gdy występują nieoczekiwane szoki, zależy w dużym stopniu wiarygodność polityki pieniężnej. Ta wiarygodność pozwala z kolei zmniejszać niepewność gospodarowania i skuteczniej, przy mniejszych kosztach ogólnoeconomicznych, oddziaływać na zachowania podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, ułatwiając przełamywanie oczekiwań inflacyjnych. Prezentowany *Raport o inflacji* powinien przyczyniać się do realizacji tych ważnych zadań.

Przedstawiany obecnie *Raport* dotyczy 1998 r. W ciągu tego właśnie okresu po raz pierwszy od początku lat osiemdziesiątych tempo wzrostu cen towarów i usług kon-

sumpcyjnych obniżyło się do wielkości jednocyfrowej. Było to poważne osiągnięcie polityki antyinflacyjnej NBP. Nie można jednak nie wspomnieć o innych czynnikach, które pomogły w ograniczeniu zjawisk inflacyjnych. Niniejsze opracowanie przedstawia kształtowanie się procesów inflacyjnych w gospodarce polskiej oraz ich uwarunkowania - w tym również zjawiska w gospodarce światowej, które wywierają wpływ na sytuację w Polsce - kraju o gospodarce już otwartej. Analiza czynników, które kształtowały zjawiska inflacyjne w 1998 r., obejmuje pieniądź, czynniki jego kreacji i sytuację na rynkach finansowych, zagregowany popyt oraz podaż. Przedstawione zostały także elementy mechanizmu transmisji polityki pieniężnej, sytuacja w sferze realnej, w tym tendencje w zakresie kosztów w przedsiębiorstwach. W końcowej części *Raportu* przypomniano istotne zmiany uwarunkowań instytucjonalnych polityki pieniężnej. Przedstawione są również podjęte w 1998 r. decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zarówno zmian parametrów instrumentów polityki pieniężnej. *Raport* kończy się przedstawieniem przewidywanego scenariusza zjawisk inflacyjnych w 1999 r.

Spadek inflacji był wynikiem skutecznej polityki antyinflacyjnej, prowadzącej do trwałego zmniejszenia nierównowagi w gospodarce. Wzrost cen ograniczała bariera popytu, szczególnie silnie oddziałująca na rynku żywnościowym oraz na rynku towarów nieżywnościowych, zwłaszcza trwałego użytku. Istotnym elementem dezinflacji było kształtowanie się kursu złotego do głównych walut w 1998 r., a także spadek cen wielu podstawowych surowców i paliw oraz wystąpienie licznych zaburzeń w gospodarce światowej, które w 1998 r. przyczyniły się do zwolnienia tempa wzrostu cen w wielu krajach świata.

Przebieg procesów inflacyjnych w 1998 r.

Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych

Uchwalony przez Radę Polityki Pieniężnej cel inflacyjny na 1998 r., zakładający, że poziom cen towarów i usług konsumpcyjnych w końcu 1998 r. w porównaniu z końcem 1997 r. nie powinien być wyższy niż 9,5%, został przez bank centralny zrealizowany. Inflacja mierzona w ujęciu grudzień do grudnia ukształtowała się na poziomie 8,6%. Średni roczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 11,8% wobec 11,0% wzrostu przyjętego w *Założeniach*.

Tak istotne obniżenie inflacji w 1998 r., stwarzające korzystne warunki do jej dalszego ograniczania w średnim okresie, było możliwe dzięki realizowanej polityce pieniężnej, wspieranej w pierwszej połowie ubiegłego roku przez zdyscyplinowaną politykę budżetową.

Na kształtowanie się tendencji inflacyjnych w polskiej gospodarce w minionym roku miały również istotny wpływ czynniki zewnętrzne o charakterze globalnym, jak również czynniki będące konsekwencją krajowych procesów gospodarczych. W 1998 r. można wyodrębnić kilka okresów i zidentyfikować charakterystyczne dla nich czynniki szczególnie silnie oddziałujące na tempo wzrostu cen.

Okres styczeń - maj 1998 r.: przyspieszenie tempa inflacji

Występująca w końcowym okresie 1997 r. spadkowa tendencja tempa wzrostu cen uległa zahamowaniu w początkach 1998 r. W styczniu i lutym nastąpiło wyraźne przyspieszenie inflacji liczonej w skali dwunastomiesięcznej z 13,2% w grudniu 1997 r. do 13,6% w styczniu i 14,2% w lutym 1998 r. (wykresy 1 i 2). W styczniu ceny wzrosły o 3,1%, w lutym o 1,7% w porównaniu z miesiącem poprzednim (wykres 3), tj. odpowiednio o 0,2 i o 0,6 pkt. proc. wyżej niż przed rokiem. Jednocześnie luty był miesiącem, w którym wzrost cen w ujęciu dwunastomiesięcznym kształtował się na poziomie najwyższym w całym 1998 r. (wykres 4).

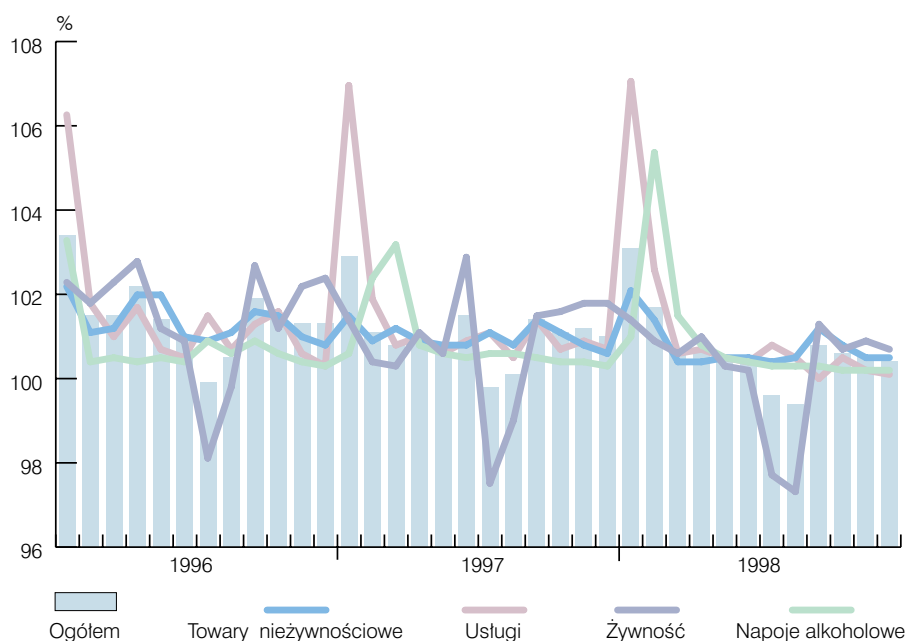
Wykres 1

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych (miesiąc poprzedni = 100)



Wykres 2

Dynamika cen grup towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) (miesiąc poprzedni = 100)

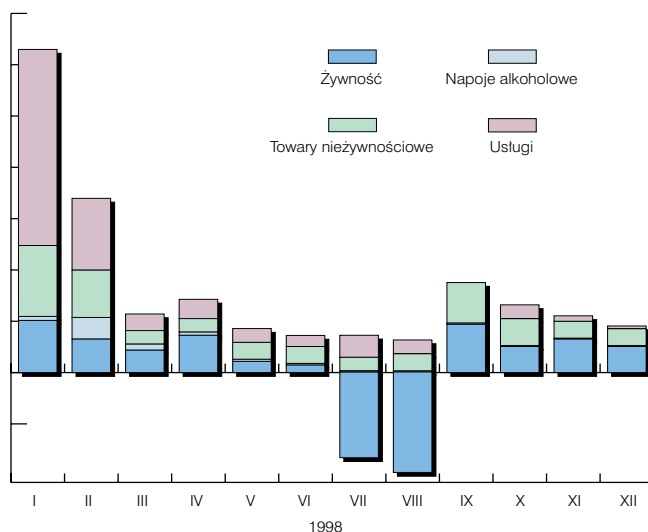


Zasadniczym impulsem inflacyjnym w tym okresie były podwyżki cen kontrolowanych w formie bezpośredniej lub pośredniej (wykresy 5, 6 i 7).

Większość podwyżek cen kontrolowanych miała miejsce w I kwartale. Obejmowały one następujące

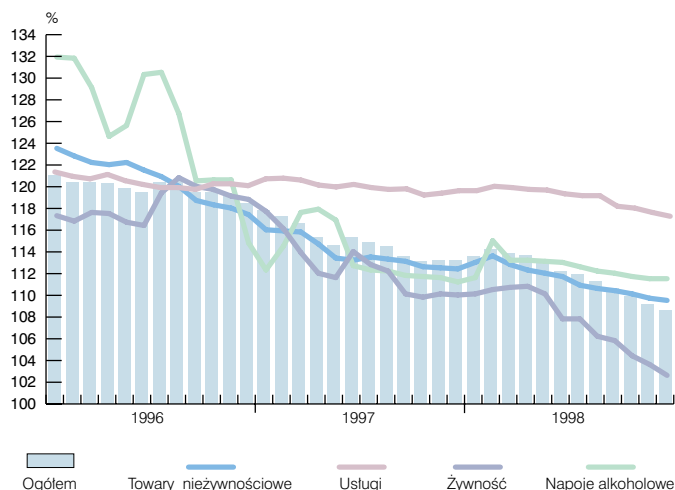
Wykres 3

Udział cen podstawowych grup towarów i usług w ogólnym wzroście (CPI) (miesiąc poprzedni = 100)



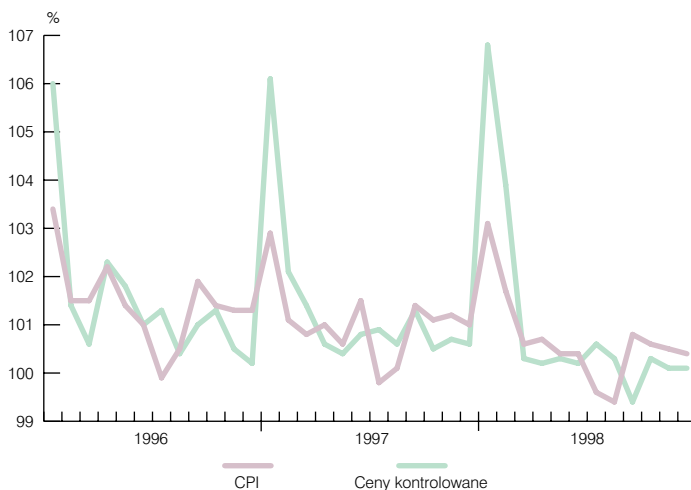
Wykres 4

Dynamika grup cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



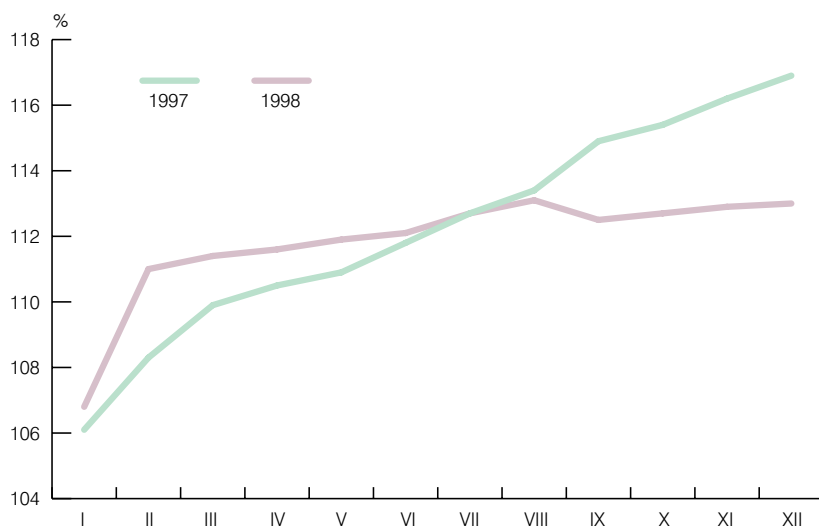
Wykres 5

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz cen kontrolowanych w latach 1996-1998 (miesiąc poprzedni = 100)



Wykres 6

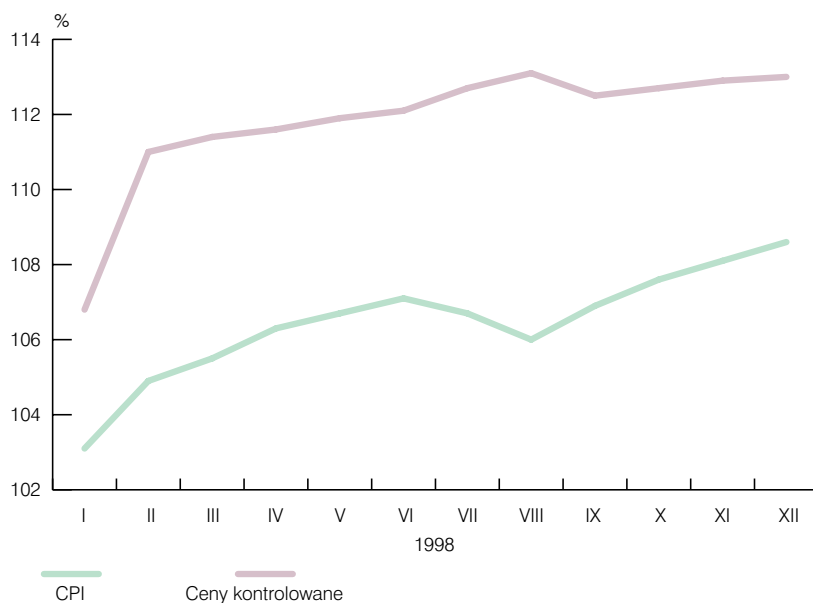
Dynamika cen kontrolowanych w latach 1997-1998 (grudzień roku poprzedniego = 100)



Wykres 7

Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz cen kontrolowanych w 1998 r.

(grudzień 1997 = 100)



ceny: energii elektrycznej, gazu oraz opłaty za abonament RTV, usługi pocztowe i telekomunikacyjne, bilety PKP i PKS, stawki podatku akcyzowego na paliwa, wyroby tytoniowe i napoje alkoholowe.

Administracyjne regulowanie cen konsumpcyjnych jest elementem procesów dostosowawczych, nieuniknionych w gospodarce podlegającej transformacji, prowadzących do korekty cen relatywnych i doprowadzenia poziomu cen objętych sterowaniem

administracyjnym i ich struktury do warunków porównywalnych ze światowymi. Z drugiej jednak strony, podwyżki cen kontrolowanych, przenosząc się na ceny innych grup towarów i usług, mogą dodatkowo przyczyniać się do wzrostu inflacji. W 1998 r. bezpośrednie i pośrednie skutki silniejszego niż w ub.r. impulsu inflacyjnego z początku roku wpływały na tempo wzrostu cen aż do kwietnia (wykresy 1 i 2).

W największym stopniu skutki podwyżek cen kontrolowanych wpłynęły na wzrost cen usług. W warunkach mało elastycznego popytu na wiele rodzajów usług, w tym związanych z utrzymaniem mieszkań, przewozami środkami transportu publicznego, usługami pocztowo-telekomunikacyjnymi, administracyjne regulowanie cen podtrzymywało tendencje inflacyjne. Spowodowało to przyspieszenie inflacji, która w ujęciu dwunastomiesięcznym dopiero w maju powróciła do poziomu z końca 1997 r. (13,3%). W zestawieniu z końcem 1997 r. wzrost cen usług i towarów nieżywnościowych w tym okresie uległ przyspieszeniu. Wzrost cen usług do końca lutego kształtował się w przedziale 18,7% - 19,4%, a towarów nieżywnościowych 12,2% - 13,8%. Na początku 1998 r. ceny żywności charakteryzowały silniejsze tendencje wzrostowe niż przed rokiem. Od grudnia 1997 r. do maja 1998 r. żywność zdrożała o 4,3% wobec 3,9% w takim samym okresie 1997 r. W maju dwunastomiesięczny wzrost cen żywności kształtował się na poziomie 10,3%, tj. był zbliżony do występującego w końcu 1997 r. - 10,2%.

Począwszy od marca inflacja ponownie zaczęła się obniżać, ale dopiero po maju zaczął się okres silniejszego spadku inflacji. Miesięczne przyrosty cen z wysokiego poziomu w styczniu i lutym w dalszych miesiącach analizowanego okresu obniżyły się, a wpływ poszczególnych grup cen na łączny wskaźnik inflacji kształtował się w sposób bardziej równomierny niż w początkach roku.

Okres czerwiec - sierpień 1998 r.: znaczny spadek inflacji

W miesiącach letnich 1998 r. nastąpił bezwzględny spadek cen: o 0,4% w lipcu i o 0,6% w sierpniu. Skala dezinflacji była największa od 1996 r., a zarazem objęła po raz pierwszy obydwie miesiące letnie. Podstawowym czynnikiem wpływającym na tak znaczne obniżenie inflacji był spadek cen żywności w lipcu o 2,3%

i w sierpniu o 2,7%. Wystąpił problem z zagospodarowaniem nadwyżek produktów rolnych, pochodzących z dużych zapasów z lat poprzednich, wysokiej produkcji bieżącej oraz importu, przy ograniczonym popycie krajowym, a także stopniowym zwiększaniu się trudności z eksportem żywności. W konsekwencji zaczęły narastać zapasy krajowej żywności.

Coraz istotniejszy wpływ na inflację w omawianej części roku miały również niskie ceny surowców na rynkach światowych. Tendencje wyraźniejszego obniżania się cen transakcyjnych importu, zapoczątkowane w czerwcu, także przyczyniały się do zmniejszenia krajowej inflacji. Silne tendencje spadkowe cen zewnętrznych w 1998 r. miały ograniczający wpływ na kształtowanie się cen produktów krajowych. Najbardziej dotyczyło to rynku paliw. Głęboki spadek cen paliw na rynkach światowych znalazł odzwierciedlenie w niskim tempie wzrostu cen paliw na rynku krajowym, umożliwiając jednocześnie kilkakrotne podniesienie stawek akcyzy na paliwa, przy niewielkim stosunkowo wzroście cen finalnych. Dzięki temu stosunkowo wolno wzrastały także ceny produktów pochodnych oraz usług transportowych.

Wpływ na tempo wzrostu cen krajowych, obok tendencji dezinflacyjnych na rynkach światowych, wywarło również realne (a niekiedy również nominalne) umacnianie się złotego w I połowie roku, które przyczyniło się do obniżenia dynamiki cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym, sprzyjając tłumieniu presji inflacyjnej na rynku krajowym.

Okres wrzesień - grudzień 1998 r.: wpływ silnych szoków podażowych

W ostatnich miesiącach roku miesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych systematycznie malało. Od września do grudnia 1998 r. żywność podrożała o 3,5% (przed rokiem o 6,8%), usługi o 0,8% (przed rokiem o 3,7%), artykuły nieżywnościowe o 3,0% (przed rokiem o 4,1%). Dzięki silnej redukcji tempa wzrostu cen w tym okresie, w październiku 1998 r. inflacja po raz pierwszy od kilkunastu lat uległa ograniczeniu do wartości jednocyfrowej, osiągając wzrost w wysokości 9,9% w skali dwunastomiesięcznej, by w końcu roku obniżyć się do poziomu 8,6% (tablica 1).

Tablica 1
Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	XII 1997	XII 1998
	XII roku poprzedniego = 100	
Ogółem CPI	113,2	108,6
Ogółem żywność	110,2	102,8
- przetwory zbożowe	106,8	104,8
- ziemniaki, strączkowe, warzywa	118,8	101,4
- mięso surowe i drób	106,7	93,9
- przetwory mięsne	109,6	99,6
- ryby i przetwory rybne	114,0	109,8
- tłuszcze roślinne	107,3	113,0
- tłuszcze zwierzęce	111,6	92,7
- jaja	117,7	80,4
- nabiał	111,3	104,8
- cukier, wyroby cukiernicze i miód	97,1	107,1
- używki	115,6	111,9
- przyprawy korzenne i naturalne	111,8	110,8
Ogółem towary nieżywnościowe	112,6	109,7
- wyroby tytoniowe	119,1	119,7
- odzież damska	111,7	108,7
- węgiel i brykiety oraz koks	108,7	105,1
- artykuły medyczno-farmaceutyczne	113,2	115,6
- środki do mycia i prania	111,5	113,2
- samochody osobowe	107,7	100,5
- paliwo	116,1	104,7
Ogółem usługi	118,7	114,6
- opłaty za najem mieszkania	126,8	123,0
- zimna woda	125,1	116,6
- centralne ogrzewanie	113,9	117,8
- ciepła woda	136,2	141,6
- energia elektryczna	116,7	114,0
- gaz	115,6	112,6

Czynnikiem, który w tym okresie przyczynił się do zintensyfikowania konkurencji na rynku krajowym i wy tłumienia skłonności podmiotów gospodarczych do podnoszenia cen był kryzys rosyjski i konsekwencje zaburzeń na rynkach finansowych dla światowej koniunktury gospodarczej. Producenci do tknięci nagłym załamaniem popytu na rynku rosyjskim (oraz na rynkach innych krajów WNP) i ograniczeniem popytu importowego gospodarek Europy Zachodniej (w tym przede wszystkim Niemiec) zmu-

szeni byli szukać możliwości zbytu na rynku krajowym. Coraz bardziej odczuwalne ograniczenie popytu w wielu segmentach rynku, w warunkach coraz większej konkurencji (w tym z zewnątrz), skutkowało zahamowaniem skłonności do podnoszenia cen przez krajowe podmioty gospodarcze, mimo iż odczuwały one presję wzrostu kosztów produkcji.

W ubiegłym roku malejące dość szybko tempo wzrostu cen w Polsce było zatem w części związane ze zmniejszeniem tempa wzrostu cen w skali globalnej. W gospodarce światowej w 1998 r. osłabło tempo wzrostu gospodarczego, pojawiały się ogniska kryzysów gospodarczych, których skutki w różnym stopniu odczuła gospodarka światowa. Systematycznie postępujące otwieranie się polskiej gospodarki zwiększało jednocześnie jej wrażliwość na zmiany zachodzące w skali globalnej.

Sytuacja na rynku krajowym w 1998 r. wyraźnie osłabiła tendencje do podnoszenia cen produkcji sprzedanej przemysłu. Występująca w poprzednich latach skłonność producentów do przenoszenia w ceny kosztów produkcji uległa znacznemu ograniczeniu, mimo utrzymującej się w wielu działach przemysłu presji spowodowanej wzrostem kosztów. Przedsiębiorstwa, nie mogąc podnosić cen w celu utrzymania zakładanej dochodowości produkcji, w miarę możliwości dążyły do ograniczania kosztów, w tym również kosztów płac. Zmniejszało to popyt krajowy i hamowało presję inflacyjną.

Dezinflacja była większa niż oczekiwali podmioty gospodarcze. Podobnie jak w latach poprzednich, oczekiwania inflacyjne przez większą część ubiegłego roku były wyższe od założonego celu inflacyjnego (o czym świadczy między innymi systematycznie publikowany przegląd przewidywań inflacji banków, sporządzany przez agencję Reuters). Po części przyczyniło się do tego kwestionowanie realności celu inflacyjnego przez niektóre ośrodki rządowe. Dopiero w ostatnich miesiącach roku doszło do rewizji oczekiwań. Mogło to dodatkowo pogorszyć sytuację finansową przedsiębiorstw.

Ewolucja oczekiwań inflacyjnych w 1998 r., prowadząca w efekcie do ich zbieżności z prognozami oficjalnymi, była ważnym zjawiskiem, świadczącym o wzroście wiarygodności polityki antyinflacyjnej, sprzyjającym realizacji średniookresowego celu inflacyjnego.

Kształtowanie się alternatywnych miar inflacji

Ocena procesów inflacyjnych w Polsce dokonywana jest na podstawie kształtowania się wskaźników wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Jednakże, w celu określenia granic wpływu polityki pieniężnej banku centralnego na te procesy, NBP analizuje pomocniczo inne miary inflacji, w tym wskaźniki inflacji bazowej.

Szczególnie przydatna może być analiza miary inflacji oczyszczonej z wpływu nagłych szoków podażowych, a także wolnej od sezonowego wpływu zmian niektórych cen towarów i usług konsumpcyjnych tzw. inflacji bazowej. Taki wskaźnik prezentuje tę część inflacji, która pozostaje w bliższej relacji ze sferą monetarną.

Wskaźniki inflacji bazowej mogą być użytecznym narzędziem analitycznym, pomagającym dostrzec trwałą, długookresową tendencję zmian cen konsumpcyjnych w gospodarce. Wysokość inflacji bazowej pozwala również na określenie zakresu faktycznego wpływu polityki monetarnej na kształtowanie się cen konsumpcyjnych. Wskaźniki inflacji bazowej są wykorzystywane przez wiele banków centralnych na świecie do badań i prac analitycznych.

Inflacja bazowa może być liczona na wiele różnych sposobów i w związku z tym w Narodowym Banku Polskim prowadzone są badania, mające na celu wyłonienie najlepszej miary inflacji bazowej w warunkach polskich. Do tej pory oszacowane zostały następujące wskaźniki inflacji bazowej:

- 1) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności,
- 2) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych,
- 3) mediana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych,
- 4) 15% średnia obcięta uzyskana ze zdezagregowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Miary inflacji bazowej charakteryzują się w porównaniu z inflacją mierzoną wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych bardziej wyrównanym przebiegiem.

Mimo że wskaźniki inflacji bazowej obliczonej różnymi metodami różnią się od siebie, można wskazać pewne prawidłowości ich zmian w stosunku do kształtowania się indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Wyjątkiem jest wskaźnik powstały po wyłączeniu cen kontrolowanych - podwyżki cen kontrolowanych były bowiem czynnikiem przesuwającym jednorazowo ścieżkę inflacji (CPI) w górę. Wahanie sezonowe cen i ich zmiany wynikające z przejściowych szoków podaży miały wpływ na wzrost inflacji w I połowie roku. Natomiast od lipca do sierpnia widoczne jest zmniejszenie rozpiętości między CPI a wskaźnikami inflacji bazowej, potwierdzające wpływ sezonowego spadku cen żywności na inflację. Począwszy od września wskaźniki inflacji (CPI) rosły jednak ponownie szybciej od inflacji bazowej (por. wykresy 39, 41, 43 i 45 w załączniku 1).

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

W 1998 r. znacznie obniżyło się tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. Wzrost tych cen w okresie od grudnia 1997 r. do grudnia 1998 r. był ponad dwukrotnie mniejszy niż w takim samym okresie roku poprzedniego i ukształtował się w wysokości 4,8% wobec 11,5% przed rokiem.

Wykres 8 pokazuje, jak kształtował się wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w ciągu lat 1997-1998.

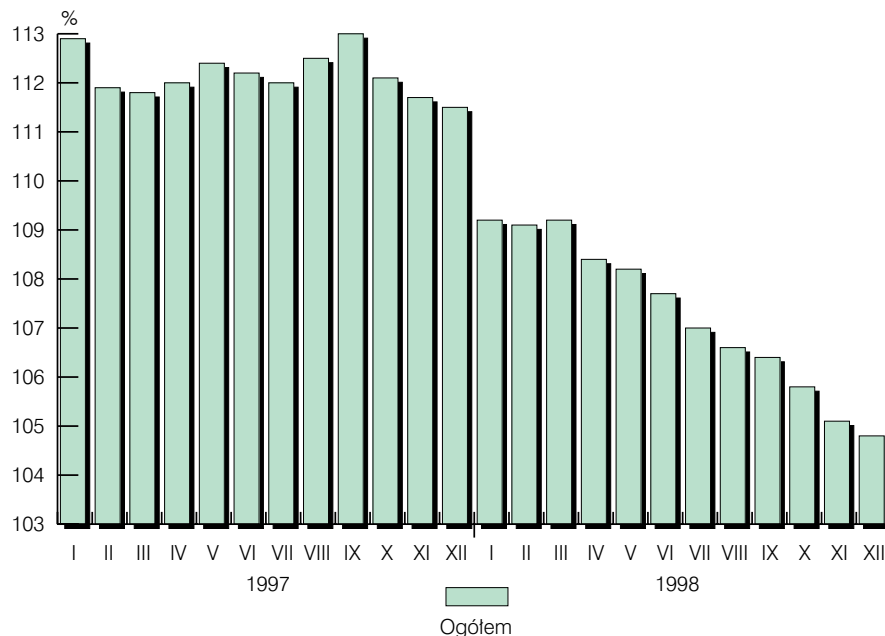
Generalnie skalę wzrostu cen produkcji przemysłowej w 1998 r. wyznaczały rosnące koszty produkcji spowodowane m. in. podwyżkami cen nośników energii, kosztów usług obcych. Z drugiej strony wzrost cen hamowała niska dynamika cen surowców importowanych. Jednocześnie duża konkurencja na rynku krajowym, osłabienie popytu konsumpcyjnego oraz ograniczone możliwości eksportu wyrobów za granicę hamowały możliwość podwyższania cen przez producentów.

W niektórych działach przemysłu utrzymywały się jednak wyraźne tendencje wzrostowe cen, wywołane silną presją kosztową.

Najniższy wzrost cen (ponad czterokrotnie mniejszy od skali ich wzrostu sprzed roku) odnotowano w przemyśle wydobywczym, co było głównie wynikiem osłabienia dynamiki cen w górnictwie węgla kamiennego i brunatnego oraz wydobywaniu torfu.

Wykres 8

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu PPI (analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100)



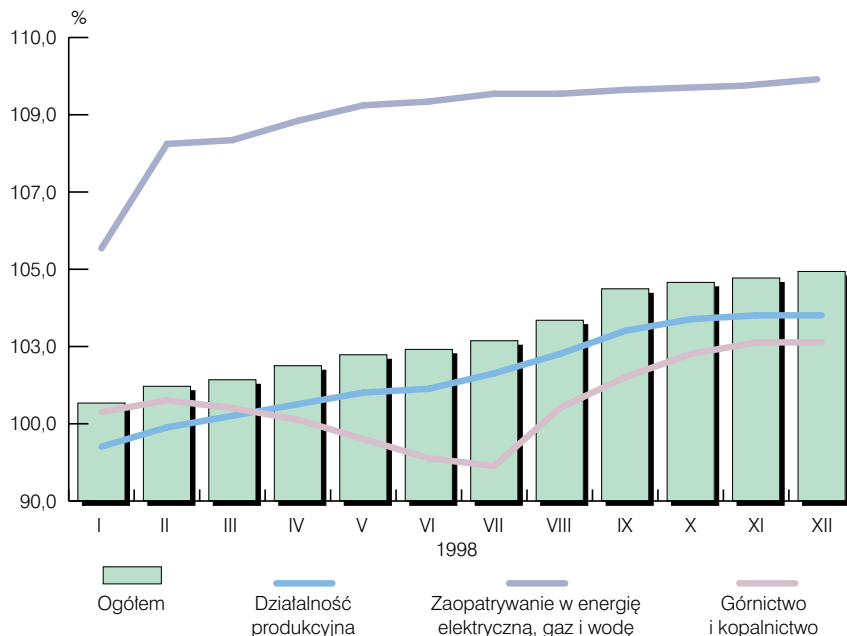
W znacznie wolniejszym tempie niż przed rokiem, jak i poniżej przeciętnego wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu, rosły również ceny w sekcji „działalność produkcyjna”. W ciągu 1998 r. w tej sekcji „przemysłu” spadły ceny w dziale produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych, podczas gdy przed rokiem wzrost tych cen był silny. Znacznie mniej niż w roku poprzednim, jak i poniżej przeciętnej dynamiki cen w tej sekcji, wzrosły także ceny w działach produkcji: celulozowo-papierniczej, wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych, maszyn i aparatury elektrycznej, mebli. Natomiast w ciągu 1998 r. najbardziej podrożała produkcja wyrobów tytoniowych, jak również odzieży oraz futrzarstwa, silnie przekraczając przeciętny wzrost cen w tej sekcji i ogólny wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu.

W ciągu 1998 r. wysoki wzrost cen produkcji, znacznie przekraczający średni poziom wzrostu, wystąpił w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę. Skala tego wzrostu była zbliżona do występującej w roku poprzednim. Wynikał on głównie ze znacznego wzrostu cen w działach „pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody” oraz „zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę”.

W ciągu 1998 r. kształtowanie się wzrostu cen w trzech podstawowych sekcjach przemysłu pokazuje wykres 9.

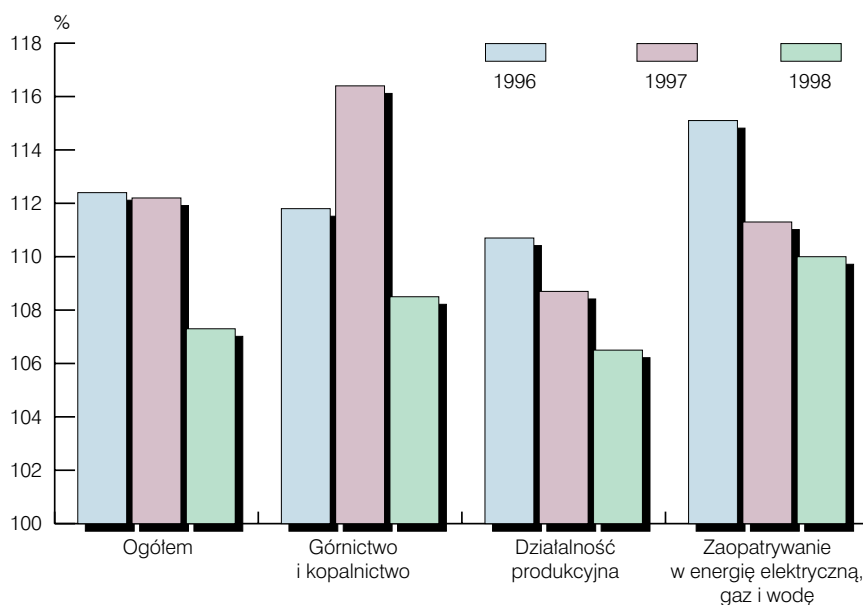
Wykres 9

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) według podstawowych sekcji (grudzień 1997 = 100)



Wykres 10

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w latach 1996-1998 (rok poprzedni = 100)



Średnie roczne tempo wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w 1998 r., na tle lat 1996-1997, przedstawia wykres 10.

Czynniki określające zjawiska inflacyjne w 1998 r.

Pieniądz i ceny na rynku finansowym

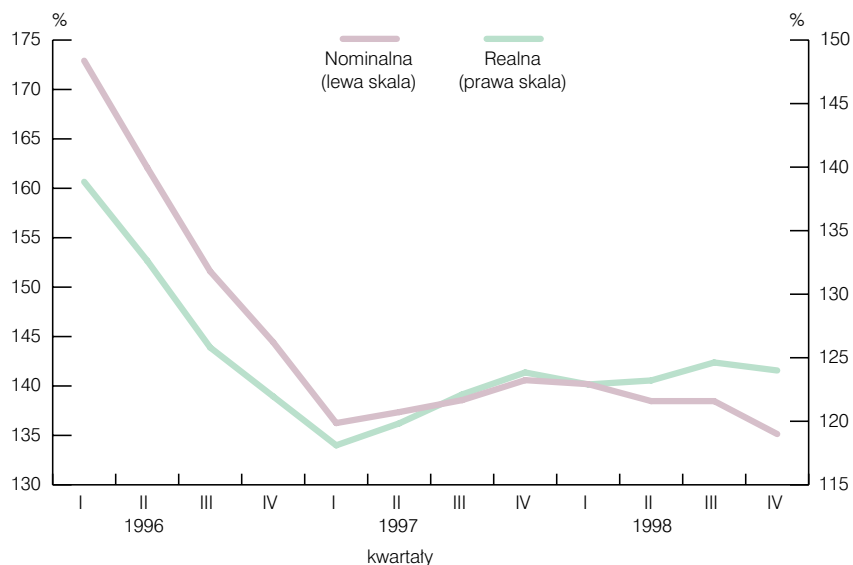
Podaż pieniądza w 1998 r.

Podstawowym agregatem pieniężnym jest pieniądz ogółem M2, zdefiniowany jako suma pieniądza krajowego i zobowiązań walutowych wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Pieniądz krajowy to pieniądz gotówkowy w obiegu (z wyłączeniem gotówki w kasach banków) oraz środki złotowe zgromadzone w bankach na rachunkach podmiotów gospodarczych i osób prywatnych. W roku 1998 podaż pieniądza ogółem zwiększyła się o 44,4 mld zł, tj. o 25,2% w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1997 r., osiągając na koniec roku poziom 220,8 mld zł. Realnie wzrost ten wyniósł 15,2%. W 1997 r. nominalny wzrost agregatu M2 wyniósł 29,1%, realny zaś 14,0% (patrz tablica 2).

Najistotniejsze zmiany dokonały się na rachunkach złotych sektora niefinansowego. Stan zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych i osób prywatnych osiągnął na koniec grudnia 1998 r. wielkość 156,9 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1997 r. oznaczało to wzrost o 38,6 mld zł, tj. o 32,6%.

Wykres 11

Dynamika depozytów złotych osób prywatnych (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



Tablica 2
Bilans skonsolidowany systemu bankowego

Wyszczególnienie	1997	1998	
AKTYWA			
1. Aktywa zagraniczne netto [mln USD]	23.539,7	3.944,4	27.484,1
przyrost nominalnie %		16,8	
1. Aktywa zagraniczne netto [mln PLN]	82.812,8	1.3491,5	96.304,3
przyrost nominalnie/realnie [%]		16,3	7,1
2. Aktywa krajowe netto	93.578,9	30.881,5	124.460,4
przyrost nominalnie/realnie [%]		33,0	22,5
2.1. Zadłużenie netto sektora budżetowego	55.258,8	6.069,9	61.328,7
przyrost nominalnie/realnie [%]		11,0	2,2
2.2. Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	108.291,1	30.232,0	138.523,1
przyrost nominalnie/realnie [%]		27,9	17,8
2.3. Saldo pozostałych pozycji netto	-69.971,0	-5.420,4	-75.391,4
AKTYWA OGÓŁEM	176.391,7	44.373,0	220.764,7
PASYWA			
3. Pieniądz krajowy	145.571,1	41.552,1	187.123,2
przyrost nominalnie/realnie [%]		28,5	18,4
3.1. Pieniądz gotówkowy w obiegu	27.255,9	2.969,3	30.225,2
przyrost nominalnie/realnie [%]		10,9	2,1
3.2. Zobowiązania złotowe	118.315,2	38.582,8	156.898,0
przyrost nominalnie/realnie [%]		32,6	22,1
4. Zobowiązania walutowe	30.820,6	2.820,9	33.641,5
przyrost nominalnie/realnie [%]		9,2	0,5
Zobowiązania walutowe [mln USD]	8.760,8	840,1	9.600,9
PIENIĄDZ OGÓŁEM	176.391,7	44.373,0	220.764,7
przyrost nominalnie/realnie [%]		25,2	15,3
KURS WALUTOWY	3,5180	-0,0140	3,5040
CPI [%]		8,6%	

Depozyty złotowe osób prywatnych stanowiły w roku 1998 około 74,3% depozytów ogółem, natomiast depozyty podmiotów gospodarczych 25,7%. Wzrosty nominalne obu kategorii wyniosły odpowiednio: 35,5% i 26,4%, realne zaś 24,8% i 16,4% (patrz wykres 11). Dane te wskazują, że w 1998 r., podobnie jak w roku poprzednim, utrzymało się wysokie, w ujęciu realnym, tempo wzrostu depozytów osób prywatnych. Głównymi czynnikami wpływają-

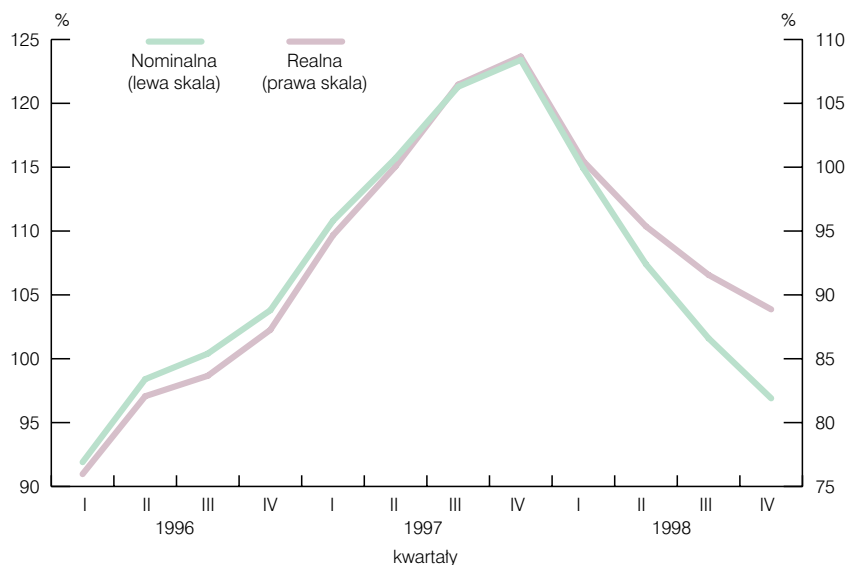
cymi na zmiany tego agregatu pieniężnego były: realny wzrost wynagrodzeń, wyższa dochodowość depozytów złotych od walutowych oraz osłabienie tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Wysoki wzrost zobowiązań złotych wobec osób prywatnych może świadczyć o rosnącej skłonności do oszczędzania w pieniądzu krajowym.

W porównaniu z 1997 r. w znaczący sposób wzrosły realnie depozyty podmiotów gospodarczych (o ok. 14 pkt. proc.). Tak wysoki wzrost tych depozytów był wynikiem przede wszystkim ich powiększenia się o ok. 6 mld zł w grudniu 1998 r., co stanowiło ok. 60% całorocznego przyrostu. Spowodowane to było ograniczeniem produkcji w IV kwartale ub.r., przy jednoczesnym wzroście wpływów ze sprzedaży w grudniu. W konsekwencji część środków pieniężnych została przejściowo zdeponowana na rachunkach bankowych.

Zasoby walutowe osób prywatnych i podmiotów gospodarczych zwiększyły się w roku 1998 o 840 mln USD, osiągając wielkość 9,6 mld USD, z czego 72,7% stanowiły zasoby walutowe osób prywatnych. Wartość złotowa zobowiązań walutowych ogółem wzrosła w analizowanym okresie o 2,8 mld zł, tj. o 9,2%, osiągając wielkość 33,6 mld zł. Depozyty walutowe podmiotów gospodarczych wzrosły w ujęciu dolarowym o 64,9%, przy czym związane to było głównie z napływem dewiz w grudniu 1998 r. na

Wykres 12

Dynamika depozytów walutowych osób prywatnych (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



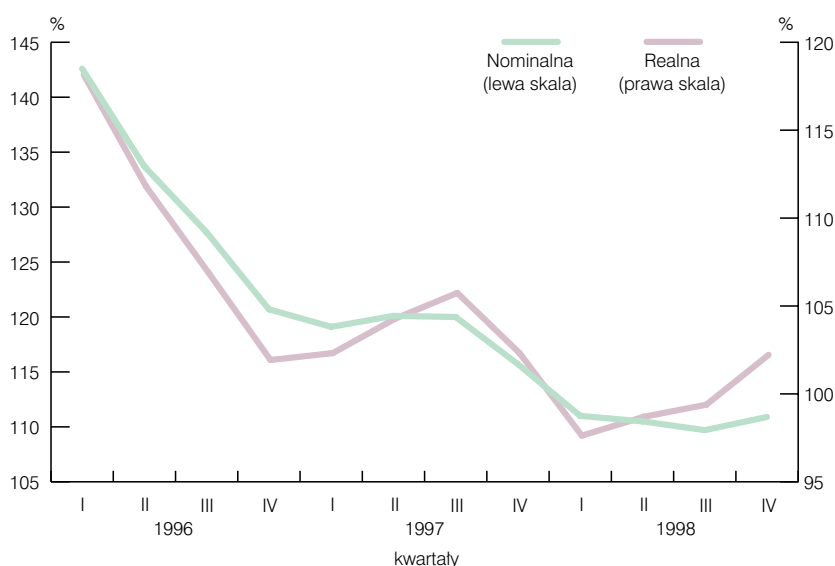
rachunek TP SA z tytułu emisji obligacji na rynkach zagranicznych w wysokości 1 mld USD. Bez tych środków depozyty walutowe podmiotów gospodarczych w 1998 r. utrzymałyby się na poziomie zbliżonym do roku poprzedniego. Zasoby walutowe osób prywatnych zmniejszyły się zaś o 3,1% (patrz wykres 12). Stanowią one oszczędności zgromadzone przeważnie w przeszłości - w okresie braku zaufania do złotego. Zmniejszenie się zainteresowania osób prywatnych utrzymywaniem zasobów pieniężnych w postaci walut obcych wynikało przede wszystkim z wyższej dochodowości depozytów złotych niż walutowych.

Pieniądz gotówkowy w obiegu w 1998 r. wzrósł prawie o 3 mld zł, osiągając na koniec grudnia ub.r. stan 30,2 mld zł. Wzrost nominalny tej kategorii wyniósł 10,9%, realny zaś 2,1%, podczas gdy w 1997 r. wskaźniki te wyniosły odpowiednio: 15,7% i 2,2% (patrz wykres 13). Zmiany zapotrzebowania osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na pieniądz gotówkowy wiążą się ze spadkiem inflacji oraz z obserwowanym w ostatnich latach wzrostem znaczenia rozliczeń bezgotówkowych. Rozszerza się zakres usług bankowych oferowanych w ramach rachunków oszczędnościowo - rozliczeniowych, upowszechnia się stosowanie kart bankowych.

W strukturze podaży pieniądza w 1998 r. w porównaniu z 1997 r. zaszły zatem widoczne zmiany.

Wykres 13

Dynamika pieniądza gotówkowego (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



Wzrósł udział depozytów złotych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w podaży pieniądza ogółem - z 68% w 1997 r. do 71,0% w 1998 r. Nastąpiło to w wyniku zmniejszenia się udziału walut obcych i pieniądza gotówkowego w obiegu, których udział wynosił na koniec roku 1998 odpowiednio 15,3% i 13,7%.

Szacuje się, że w roku 1998 relacja pieniądza ogółem (średniego miesięcznego stanu w roku) do PKB wyniosła 35,5% wobec 32,4% w roku 1997. Miał zatem miejsce wzrost stopnia monetyzacji gospodarki. Nastąpił również wzrost stopnia monetyzacji mierzonej relacją pieniądza krajowego do PKB, z 26,7% do 29,7%. Relacja stanu pieniądza ogółem na koniec 1998 r. do PKB wyniosła 40,1% w porównaniu z 37,6% w 1997 r.

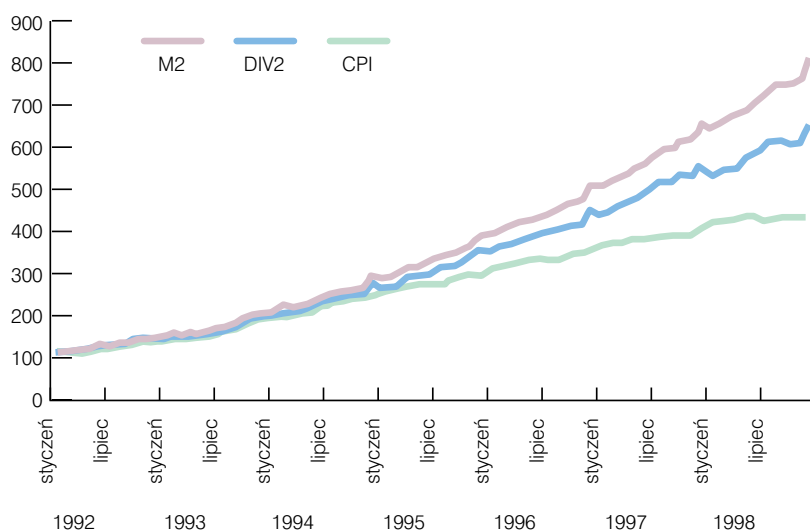
Analiza zależności między inflacją - mierzoną wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych - a podażą pieniądza ogółem wskazuje, że w Polsce coraz wyraźniej zaczyna występować stopniowe rozchodzenie się ścieżek dynamik obu kategorii (patrz wykres 14). Stało się to szczególnie widoczne w roku 1998.

Jedną z głównych przyczyn tego zjawiska jest rosnący popyt na pieniądz, potwierdzony coraz większym stopniem monetyzacji gospodarki, przejawiającej się w rosnącym udziale aktywów finansowych, w tym również ma-

Wykres 14

Kształtowanie się indeksów M2, DIV2 oraz wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych

(styczeń 1992 = 100)



jątku finansowego, w portfelach podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych. Jest to naturalna konsekwencja przede wszystkim malejącej inflacji oraz rozwoju rynków finansowych w Polsce, umożliwiających racjonalne kształtowanie struktury posiadanych aktywów. W portfelach aktywów podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych wyraźnie wzrósł udział dających dochód aktywów finansowych. W rzeczywistości jednak duża część aktywów pieniężnych nie pełni roli transakcyjnej (środków płatniczych przeznaczonych na realizację bieżących wydatków), lecz majątku finansowego utrzymywanego głównie po to, aby przynosiły dochód z oprocentowania. Obserwuje się zmianę preferencji podmiotów, które - w stosunku do lat ubiegłych - wykazują relatywnie wyższy popyt na pieniądz, w tym i skłonność do utrzymywania większej części swojego majątku (bogactwa, oszczędności) w postaci środków o dużej płynności.

Przy niższym poziomie inflacji następuje wzrost znaczenia krótkookresowych odchyleń od długookresowego trendu. Odchylenia te kształtowane są przede wszystkim przez czynniki sezonowe oraz mające charakter krótkookresowych szoków, głównie wywołanych czynnikami niemonetarnymi.

Pośród najważniejszych czynników niemonetarnych, które mogą wywoływać zmienność tempa inflacji, należy wymienić zmieniającą się intensywność presji na wzrost płac, wielkość stosowanych przez producentów narzutów na koszty, zmieniający się stopień monopolizacji poszczególnych segmentów rynku krajowego, sezonowe wahania cen żywności i surowców, poziom wykorzystania mocy produkcyjnych, zmiany w systemie podatkowym, zmiany warunków występujących na rynkach międzynarodowych oraz zmiany w oczekiwaniach inflacyjnych, wynikające z niepewności co do przyszłego kształtowania się sytuacji w gospodarce. Dlatego w coraz większym stopniu polityka stabilizacyjna musi uwzględniać znaczenie tych czynników.

Wymienione wyżej przyczyny sprawiają, że coraz mniejsza jest stabilność i przewidywalność związku między agregatem pieniężnym M2 a inflacją. Istnieje jednak weryfikowalna statystycznie relacja długookresowa, wiążąca CPI z agregatem monetarnym Divisia, dzięki czemu można mówić o długookresowym trendzie indeksu cen determinowanym podażą pieniądza (patrz załącznik 2).

Koncepcja indeksu *Divisia*

Indeks *Divisia* tworzony jest na podstawie agregatu pieniężnego M2. W celu obliczenia indeksu *Divisia* każdemu z komponentów tworzących agregat M2 przypisywana jest odpowiednia waga. Waga ta stanowi miarę udziału kosztów związanych z utrzymywaniem określonego komponentu w ogólnych kosztach, ponoszonych na utrzymywanie aktywów pieniężnych do celów transakcyjnych. Udział ten jest tym większy, w im większym stopniu dany komponent jest w stanie pełnić transakcyjną funkcję pieniądza.

Udział w kosztach przypisywany poszczególnym komponentom wyrazić można w następujący sposób:

$$S_{it} = \frac{p_{it} \cdot M_{it}}{\sum_i p_{it} \cdot M_{it}} \quad (1)$$

gdzie M_{it} określa wielkość aktywów pieniężnych utrzymywanych w formie i w czasie t , natomiast p_{it} jest kosztem utrzymywania aktywów pieniężnych w formie i . Koszt ten obliczany jest na podstawie poniższej formuły:

$$p_i = (R - r_i) \quad (2)$$

gdzie R stanowi referencyjną stopę zwrotu, uzyskiwaną z najmniej płynnego aktywum pieniężnego, dostępnego na rynku. Wielkość r_i określa stopę zwrotu uzyskiwaną z aktywum pieniężnego i .

Do obliczenia indeksu *Divisia* wykorzystuje się poniższy wzór:

$$\ln D_t - \ln D_{t-1} = \sum_i n_{it} \cdot (\ln M_{it} - \ln M_{it-1}) \quad (3)$$

gdzie:

\ln oznacza logarytm naturalny zmiennej;

D_t jest miarą *Divisia* w czasie t ;

M_{it} jest zdefiniowane jak wyżej;

$$n_{it} = \frac{(s_{it} + s_{it-1})}{2} \quad (4)$$

s_{it} jest zdefiniowane w formule (1)

Jak wynika ze wzoru (4), wagi stosowane do skonstruowania indeksu *Divisia* są średnimi arytmetycznymi udziałów s_j , obliczonych dla dwóch okresów.

Zgodnie z obserwacjami poczynionymi dla agregatu M2 oraz indeksu *Divisia* w warunkach polskich, tempo wzrostu M2 jest szybsze od tempa wzrostu indeksu *Divisia*. Zjawisko to ujawniło się na początku 1995 r. i nasilało się do końca 1998 r.

Przygotowano na podstawie: „*Divisia Measures of Money*”, Bank of England Quarterly Bulletin, maj 1993.

Czynniki kreacji pieniądza

Struktura czynników kreacji pieniądza wskazuje, że od kilku lat podstawowe źródło przyrostu pieniądza w sektorze bankowym stanowią **należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych**. Ilustruje to tablica 3.

W 1998 r. przyrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w systemie bankowym wyjaśniał: 68,1% przyrostu podaży pieniądza ogółem¹ (w 1997 r. 68,5%), z tego przyrost należności od podmiotów gospodarczych - 55,7%, a od osób prywatnych - 12,4%.

Zadłużenie ogółem z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wyniosło na koniec 1998 r. 138,5 mld zł, w tym odsetki zapadłe a niespłacone 4,3 mld zł. Zadłużenie to wzrosło w 1998 r. o 27,9%. Tempo wzrostu zadłużenia podmiotów gospodarczych i osób prywatnych w 1998 r. zmniejszyło się w porównaniu z 1997 r., chociaż nadal było wysokie. Przyrost zadłużenia był determinowany wzrostem popytu na kredyty w przedsiębiorstwach, spółkach prywatnych i spółdzielniach. Jak wynika z analizy sytuacji finansowej, coraz istotniejszym motywem sięgania przedsiębiorstw po kredyty było zapewnienie prowadzenia działalności bieżącej w warunkach pogarszających się wyników finansowych. Ponadto, dla części z nich kredyty bankowe (oprócz zobowiązań krótkoterminowych) stanowiły istotne źródło dochodów, pozwalające im utrzymać się na rynku.

¹ Przy obliczeniach dotyczących udziału poszczególnych czynników kreacji pieniądza uwzględniono saldo pozostałych pozycji netto.

Tablica 3
Czynniki kreacji pieniądza w 1998 r.

Wyszczególnienie	Przyrost w 1998 r.	Udział w przyroście rocznym
	(w mln zł)	(w %)
Podaż pieniądza ogółem	44.373,0	100,0
- aktywa zagraniczne netto	13.491,3	30,4
- należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	30.232,0	68,1
- zadłużenie sektora budżetowego	6.069,9	13,7
- saldo pozostałych pozycji netto	-5.420,2	-12,2

Zadłużenie z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wzrastało nierównomiernie w poszczególnych kwartałach roku. Najwyższy przyrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych odnotowano w III kwartale 1998 r., głównie na skutek wpływu deprecjacji złotego na złotową wartość kredytów indeksowanych w stosunku do walut obcych.

Z ogólnej kwoty należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec 1998 r. 79,4% stanowiły należności złotowe, a 20,6% to należności w walutach obcych, których udział wzrastał, co mogło wynikać z efektu statystycznego spadku kursu złotego, jak też z większego zainteresowania przedsiębiorstw zadłużaniem się w walutach obcych.

W 1998 r. zadłużenie krótkoterminowe rosło znacznie szybciej niż zadłużenie długoterminowe, stąd w należnościach od sektora niefinansowego² na koniec 1998 r. wzrósł udział należności krótkoterminowych do 1 roku włącznie, mimo że w strukturze stanowiły one mniej niż połowę tych należności (41,4%).

Kwota należności zagrożonych od sektora niefinansowego stanowiła na koniec 1998 r. 10,2% należności od sektora niefinansowego. Ich nominalny przyrost był głównie wynikiem przyrostu należności wątpliwych i poniżej standardu.

Aprecjacja złotego wpłynęła w roku 1998 na wzrost zainteresowania polskich firm niżej oprocentowanymi kredytami zagranicznymi. Popyt na kredyty dewizowe nie osłabł, mimo spadku kursu złotego w trakcie kryzysu w Rosji. Spadek kursu złotego był krótkotrwały, po czym kurs powrócił do poprzedniego poziomu. W końcu roku 1998 ogólna wielkość zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyniosła równowartość ok. 50 mld zł, przy czym 40% stanowiły kredyty udzielane przez firmy zagraniczne ich filiom w Polsce, a więc stanowiące w istocie część inwestycji bezpośrednich.

² Należności z sektora niefinansowanego są mniejsze od należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych o należności od instytucji ubezpieczeniowych, od pozostałych niebankowych instytucji finansowych oraz o wartość dłużnych papierów wartościowych i operacji z przyrzeczeniem odkupu.

Kolejnym czynnikiem kreacji pieniądza były **aktywa zagraniczne netto**³, które w 1998 r. wzrosły o 3.944 mln USD, osiągając na koniec 1998 r. 27.484 mln USD. Był to znacznie większy przyrost niż w 1997 r., gdy aktywa zagraniczne netto zwiększyły się o 2.154 mln USD. Udział aktywów zagranicznych netto w przyroście pieniądza wyniósł w 1998 r. 30,4% w porównaniu z udziałem w 1997 r. w wysokości 53,6%. Największy wpływ na kształtowanie się aktywów zagranicznych netto wywarły niżej omówione kategorie bilansu płatniczego.

W 1998 r., podobnie jak w poprzednich latach, nadwyżka kapitałowa i finansowa bilansu płatniczego zdecydowała o przyroście rezerw dewizowych systemu bankowego. Nadwyżka uzyskana w tej części bilansu płatniczego zrównoważyła deficyt obrotów bieżących i umożliwiła wzrost rezerw dewizowych. Saldo obrotów finansowych i kapitałowych wyniosło 10.800 mln USD. Najważniejszą pozycją tej części bilansu płatniczego, przyczyniającą się do wzrostu rezerw dewizowych, były inwestycje bezpośrednie, na które składają się udziały wnoszone przez inwestorów zagranicznych oraz pożyczki otrzymane od udziałowców zagranicznych.

Napływ netto kapitału zagranicznego w postaci inwestycji bezpośrednich wyniósł w 1998 r. 4.966 mln USD (dla porównania w 1997 r. 3.041 mln USD). Na tak istotny wzrost inwestowanego w gospodarkę polską kapitału zagranicznego wpłynęły z jednej strony dobre wyniki makroekonomiczne (zwłaszcza w pierwszym półroczu 1998 r.) oraz kontynuowanie procesu prywatyzacji.

Napływ netto zagranicznego kapitału w postaci inwestycji portfelowych wyniósł 1.330 mln USD. Jest to znacznie mniej niż w poprzednim roku, w którym nadwyżka wyniosła 2.098 mln USD. Przyczynił się do tego odpływ kapitału polskiego inwestowanego za granicą, przede wszystkim w dłużne papiery wartościowe przez sektor bankowy. Zagraniczne inwestycje portfelowe w kraju netto wyniosły 1.511 mln USD, co wynika głównie z uzyskania

³ Aktywa zagraniczne netto obejmują rezerwy oficjalne brutto, pozostające w dyspozycji NBP, pozostałe aktywa zagraniczne w walutach wymiennalnych, pomniejszone o krótkoterminowe pasywa banków i kredyty MFW oraz inne należności od nierezidentów, jak kredyty udzielone, emisja papierów wartościowych, pożyczki podporządkowane, kredyty otrzymane z terminem pierwotnym powyżej 1 roku, należności w walutach niewymiennalnych i inne aktywa niepiłnne.

wpływów z częściowej prywatyzacji TP SA i emisji przez tę spółkę euroobligacji.

Napływowi kapitału inwestowanego w dłużne papiery wartościowe sprzyjał trwający od listopada 1997 r. do kwietnia 1998 r. proces umacniania się złotego i oczekiwania na jego dalszą aprecjację. W późniejszym okresie 1998 r. dużą rolę odgrywały oczekiwania na obniżkę stóp procentowych, stwarzające możliwość osiągnięcia zysków na zakupie i późniejszej odsprzedaży polskich papierów dłużnych. Różnica stóp procentowych w Polsce i za granicą była dla inwestorów zagranicznych wystarczająco wysoka, mimo że uległa ona zmniejszeniu w porównaniu z 1997 r.

Kryzys w Rosji spowodował pogorszenie się klimatu inwestycyjnego na rynkach wschodzących i wycofanie części kapitału zagranicznego ulokowanego w polskich papierach wartościowych. Inwestorzy zagraniczni dążyli do zrekompensowania sobie strat poniesionych na rynku rosyjskim. Odływ netto kapitału trwał przez kolejne trzy miesiące i wyniósł: w sierpniu - 637 mln USD⁴, we wrześniu - 413 mln USD, w październiku - 52 mln USD. Łącznie od sierpnia do października odpłynęło 1,1 mld USD kapitału zagranicznego, a więc był to ubytek relatywnie niewielki.

W 1998 r. zaciągnięto kredyty długoterminowe w wysokości 3.235 mln USD, a spłacono 1.506 mln USD. W rezultacie nastąpił napływ netto kapitału w tej pozycji. Utrzymujące się znaczne zróżnicowanie poziomu oprocentowania w kraju i za granicą przy tendencji do realnej aprecjacji złotego zachęcało przedsiębiorstwa krajowe do zaciągania zagranicznych kredytów. Wykorzystanie długoterminowych kredytów otrzymanych przez sektor pozarządowy i pozabankowy wyniosło 1.866 mln USD.

W 1998 r. nastąpiło pogłębienie nierównowagi zewnętrznej w zakresie obrotów bieżących. Deficyt obrotów bieżących wyniósł 6.858 mln USD i był wyższy o 2.546 mln USD w porównaniu z deficytem w 1997 r. Stosunek deficytu obrotów bieżących do PKB wzrósł z 3,0% w 1997 r. do 4,4% w 1998 r.

Wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów wyniosły w 1998 r.

⁴ Z tego 400 mln USD odpłynęło z Polski z tytułu wykupu obligacji Brady'ego, a więc operacji nie związanej z reakcją na kryzys rosyjski.

30.122 mln USD, tzn. wzrosły w porównaniu z poprzednim rokiem o 10,6%. Przy wypłatach za import, wynoszących 43.842 mln USD (wzrost o 13,7%), deficyt płatności towarowych wyniósł 13.720 mln USD.

Nadwyżka transferów w wysokości 1.942 mln USD była wynikiem zarówno dodatniego salda transferów sektora rządowego (408 mln USD), jak i dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (1.536 mln USD).

Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w 1998 r. 5.996 mln USD była więc zaledwie o 15 mln USD mniejsza niż w poprzednim roku. Na wielkość tej pozycji bilansu płatniczego składają się operacje gotówkowe w dewizach, będące wynikiem handlu przygranicznego, a także nierejestrowanych operacji eksportowo-importowych (przede wszystkim z krajami byłego ZSRR), turystyki, nierejestrowanych dochodów z pracy podejmowanej przez Polaków za granicą, odsprzedaży środków podjętych z rachunków walutowych lub z przechowywanej gotówki w walutach wymiennalnych. Do sierpnia 1998 r. nadwyżka wpływów niesklasyfikowanych obrotów bieżących była wyższa niż w poprzednim roku. Załamanie handlu przygranicznego na wschodniej granicy uwidoczniło się we wrześniu i kolejnych miesiącach. Ostatecznie w całym roku nadwyżka ta ukształtowała się na poziomie 1997 r., co stanowiło 43,7% deficytu w rejestrowanych obrotach towarowych.

Uzyskany w skali całego roku przyrost aktywów zagranicznych netto (i stabilizacja ich poziomu w okresie od września do grudnia) w warunkach pogorszenia sytuacji na międzynarodowych rynkach kapitałowych świadczy o stabilnej sytuacji makroekonomicznej w Polsce i zaufaniu rynków zagranicznych do polityki gospodarczej państwa. Jednak ten wpływ dewiz stanowił istotny problem dla antyinflacyjnej polityki pieniężnej przy nie w pełni elastycznym kursie walutowym. Monetarne skutki dużego przyrostu rezerw oficjalnych NBP (w 1998 r. rezerwy oficjalne brutto wzrosły o 6.712 mln USD do poziomu 27.382 mln USD) musiały być neutralizowane za pomocą kosztownych operacji sprzedaży bonów pieniężnych, absorbujących wzrost płynnych środków w sektorze banków komercyjnych.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym zwiększyło się w stosunku do grudnia roku poprzedniego o 6,1 mld zł i osiągnęło na koniec 1998 r. poziom 61,3 mld zł. Oznacza to przyrost o 11,0%, przy czym udział zadłużenia netto sektora budżetowego w kreacji pieniądza ogółem zmniejszył się z 17,7% w 1997 r. do 13,7% w 1998 r. Obserwowana tendencja malejącej roli sektora budżetowego w tworzeniu pieniądza wynika ze zwiększonego popytu na skarbowe papiery wartościowe ze strony niebankowych podmiotów krajowych i podmiotów zagranicznych, zwiększenia dopływu środków z prywatyzowanego majątku narodowego, a także czynnika, który pojawił się dopiero w 1998 r., tj. konstytucyjnego zakazu finansowania deficytu budżetowego przez bank centralny.

W ciągu 1998 r. różne było tempo i kierunek zmian zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym. W okresach wysokich przychodów z prywatyzacji, jak również znacznego zaangażowania środków podmiotów z sektora pozabankowego (w tym podmiotów zagranicznych) inwestujących na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych, sektor budżetowy istotnie zmniejszał swoje zadłużenie wobec systemu bankowego. Znaczny dopływ środków finansowych pozwalał nie tylko na zaspokojenie potrzeb budżetu państwa, ale także na odłożenie nadwyżek środków budżetowych w formie lokat na rachunkach w NBP. Lokaty te służyły utrzymaniu płynności w okresach zwiększonych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Po głębokim spadku zadłużenia netto sektora budżetowego w I półroczu ub.r. (o 4,6 mld zł), w III kwartale występował systematyczny jego wzrost, w konsekwencji w końcu września przyrost kredytu netto dla sektora budżetowego wyniósł już 1,6 mld zł. Ponowne zmniejszenie zadłużenia budżetu w systemie bankowym było możliwe dzięki wpływom środków z prywatyzacji Telekomunikacji Polskiej SA, po 11 miesiącach sektor budżetowy odnotował spadek swoich zobowiązań netto o 0,7 mld zł.

O przyroście zadłużenia netto sektora budżetowego w 1998 r. przesądził grudzień. W miesiącu tym zadłużenie sektora budżetowego zwiększyło się o 6,7 mld zł, a jego tempo wzrostu wyniosło 12,4% i było wyższe od tempa wzrostu w całym 1998 r. Gwałtowne

ny wzrost tej kategorii wynikał z jednej strony z wysokich potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, z drugiej zaś z niskiego dopływu środków na ich pokrycie, zarówno braku finansowania pozabankowego, jak i braku oczekiwanych wysokich wpływów ze sprzedaży akcji Banku Przemysłowo-Handlowego SA. Zadłużenie sektora budżetowego w ujęciu netto wykazuje zwykle pod koniec roku wzrost, głównie z tytułu spadku depozytów budżetowych w systemie bankowym, w związku m. in. z wydatkowaniem środków pieniężnych przez jednostki budżetowe w ramach przyznanym im limitów oraz przekazaniem środków na wypłaty wynagrodzeń i świadczeń „płatnych z góry” w pierwszych dniach nadchodzącego roku. W końcu 1998 r. wystąpiły jednakże dodatkowe zjawiska. W związku z uruchomieniem od 1 stycznia 1999 r. reformy systemu ubezpieczeń społecznych, ochrony zdrowia i reformy samorządowej, budżet państwa dokonał redystrybucji środków na ten cel. Ponadto, w grudniu Ministerstwo Finansów sprzedało NBP obligacje nominowane w USD na rzecz przedterminowego wykupu długu zagranicznego (obligacji *Brady'ego*). To właśnie ta operacja (o wartości 727,8 mln USD) przyczyniła się do skokowego wzrostu zadłużenia netto sektora budżetowego w NBP. Po utrzymującym się w ciągu 11 miesięcy 1998 r. spadku zobowiązań netto budżetu wobec NBP, w grudniu 1998 r. nastąpił wyjątkowo duży ich wzrost (o 6,5 mld zł, tj. o 18,9%), co w skali całego roku spowodowało wzrost zadłużenia netto sektora budżetowego w NBP o 1,2 mld zł, tj. o 10%.

W 1998 r., dzięki mniejszemu zaangażowaniu środków z sektora bankowego, jak również zaprzestaniu bezpośredniego finansowania deficytu budżetu państwa pieniądzem banku centralnego, presja sektora budżetowego na wzrost zasobów pieniężnych uległa osłabieniu. Mimo odnotowanego ograniczenia deficytu budżetu państwa, skala zapotrzebowania Rządu na finansowanie jego potrzeb pożyczkowych jest jednak nadal zbyt wysoka w warunkach gospodarki polskiej, charakteryzującej się jeszcze stosunkowo niskim poziomem monetyzacji.

Obserwowany w 1998 r. znaczny wzrost zaangażowania inwestorów krajowych w zakup skarbowych papierów wartościowych był niewystarczający na pokrycie zgłaszanego przez budżet zapotrzebo-

wania na środki finansowe. Nadal uzupełniającym źródłem finansowania pozostawały środki zagraniczne, pozyskiwane w formie kredytów od międzynarodowych instytucji lub pochodzące z napływu kapitału zagranicznego inwestującego w krajowe skarbowe papiery wartościowe, a także w drodze bezpośredniej sprzedaży majątku narodowego inwestorom zagranicznym. To pośrednie i bezpośrednie finansowanie zagraniczne komplikuje prowadzenie polityki pieniężnej w warunkach nie w pełni płynnego systemu kursowego (zjawisko obserwowane szczególnie w I półroczu 1998 r.). Utrudnia kontrolowanie zagranicznego komponentu bazy monetarnej przez bank centralny, gdyż prowadzi do wzrostu rezerw oficjalnych brutto, stanowiąc jednocześnie jedno ze źródeł występującej w polskim systemie bankowym nadpłynności. Nadpłynność ogranicza w znacznym stopniu efektywność stosowanych instrumentów polityki pieniężnej i zwiększa jej koszty, zmniejszając tym samym wpłaty NBP z zysku, będące jednym ze źródeł dochodów budżetu państwa. Zmniejszenie nadpłynności w bankach komercyjnych wymaga zahamowania strumienia nadwyżkowej podaży pieniądza rezerwowego poprzez zmniejszenie wzrostu rezerw dewizowych, ale także aktywów krajowych netto w NBP, co może być dokonane poprzez odpowiednią politykę fiskalną nakierowaną na głębszą redukcję potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Istotnego znaczenia nabiera w tych okolicznościach kwestia długoterminowych zobowiązań budżetu wobec NBP, które na koniec 1998 r. ukształtowały się na poziomie ok. 16 mld zł. Ich sekurytyzacja, a następnie sprzedaż bankom pozwoliłaby zmniejszyć skarbowe aktywa NBP i ograniczyć nadpłynność sektora bankowego.

Funkcjonowanie kanałów transmisji w 1998 r.

Bank centralny oddziałuje na gospodarkę za pomocą stopy procentowej i kursu walutowego - mówi się zatem odpowiednio o funkcjonowaniu tradycyjnego kanału stopy procentowej oraz kanału kursu walutowego. Bank centralny wywiera również wpływ na kształtowanie się podaży kredytów w bankach komercyjnych, a podaż kredytów na sferę realną gospodarki. Jest to tzw. kanał kredytowy.

Stopa procentowa banku centralnego ma wpływ na oprocentowanie krótkoterminowych depozytów na rynku międzybankowym, te zaś oddziałują na oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Oprocentowanie depozytów i kredytów ma z kolei wpływ na decyzje gospodarstw domowych, dotyczące oszczędności i konsumpcji, oraz na decyzje przedsiębiorstw o inwestycjach. Oznacza to, że stopa procentowa jest jednym z czynników kształtujących popyt i determinujących inflację.

Różnica krajowych i zagranicznych stóp procentowych jest jednym z czynników określających przepływy kapitału, a co zatem idzie - kurs walutowy. Gdy krajowa stopa procentowa, uwzględniając istniejącą premię na ryzyko danego kraju oraz oczekiwania co do zmiany wartości waluty krajowej, jest wyższa niż zagraniczna, rosną inwestycje portfelowe, czego następstwem jest aprecjacja waluty krajowej, spadek popytu zagranicznego i dynamiki produkcji krajowej. Efektem aprecjacji może być więc pogorszenie salda obrotów bieżących. Z drugiej strony, przez obniżenie dynamiki cen importu oraz wzrost konkurencji na rynku krajowym, zmniejsza się bieżąca i oczekiwana inflacja. Kurs walutowy wpływa zatem zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na procesy inflacyjne w kraju.

W przeciwieństwie do kanału stopy procentowej i kursu walutowego, działanie tzw. kanału kredytowego transmisji impulsów pieniężnych nie odbywa się za pośrednictwem zmian cen instrumentów finansowych. Warunkiem jego istnienia jest wpływ banku centralnego na krzywą podaży kredytów banków komercyjnych oraz to, że przynajmniej dla części podmiotów kredyt bankowy jest jedynym źródłem finansowania zewnętrznego, tzn. nie mają one łatwego dostępu do rynku pieniężnego i (lub) kapitałowego.

Bank centralny oddziałuje na możliwość kreowania kredytów przez banki komercyjne za pomocą stopy rezerwy obowiązkowej i operacji otwartego rynku. Wzrost stopy rezerwy obowiązkowej i operacje otwartego rynku absorbujące nadwyżkową płynność zmniejszają możliwości kreowania kredytów przez banki. Prowadzi to do obniżenia popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego i w efekcie do zmniejszenia presji na ceny.

Kanał stopy procentowej

Czynniki wpływające na poziom stóp procentowych w gospodarce

Bezpośredni wpływ banku centralnego na stopy procentowe ogranicza się do oddziaływania na oprocentowanie krótkoterminowych depozytów międzybankowych. Oprocentowanie depozytów międzybankowych oddziałuje następnie na wszystkie pozostałe krótkoterminowe stopy procentowe. Wysokość stóp długoterminowych zależy natomiast głównie od oczekiwań inflacyjnych, w związku z czym bank centralny może wpływać na ich wysokość, oddziałując na oczekiwania inflacyjne.

W 1998 r. Narodowy Bank Polski oddziaływał na rynkowe stopy procentowe bezpośrednio - za pomocą stopy oprocentowania operacji otwartego rynku i pośrednio - poprzez oprocentowanie kredytu lombardowego. Stanowiły one odpowiednio dolną i górną granicę wahań stóp rynkowych. Pożądany poziom stóp procentowych utrzymywany był za pomocą operacji otwartego rynku poprzez wyrównywanie popytu i podaży pieniądza rezerwowego. Banki komercyjne, dążąc do minimalizowania dysproporcji między dostępnymi im środkami a zapotrzebowaniem na nie, akceptowały oprocentowanie oferowane przez bank centralny. Tym samym, oprocentowanie operacji otwartego rynku wyznaczało krańcową przychodowość aktywów banków. W warunkach trwałej nadwyżki płynności sektora bankowego (tzw. nadpłynności - patrz ramka), NBP prowadził w 1998 r. wyłącznie takie operacje, które ją absorbowały, emitując w tym celu własne papiery wartościowe (bony pieniężne NBP). Były one dostępne wyłącznie dla banków krajowych i Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Główną zasadą prowadzenia operacji otwartego rynku w 1998 r. było utrzymanie rentowności bonów pieniężnych NBP na poziomie nie niższym niż określony przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP) poziom stopy referencyjnej. Od lutego 1998 r. NBP emitował wyłącznie bony pieniężne o 28-dniowym terminie wykupu, stwarzając bankom możliwość alternatywnej lokaty i utrzymywał tym samym 1-miesięcz-

Nadpłynność banków komercyjnych i jej skutki dla polityki pieniężnej

Nadpłynność jest zjawiskiem charakteryzującym się istnieniem zadłużenia netto banku centralnego w sektorze banków komercyjnych. Zazwyczaj banki centralne są wierzycielami netto tego sektora, co pozwala im, poprzez stopy banku centralnego, określając krańcową cenę pasywów banków komercyjnych, efektywnie wpływać na politykę stóp depozytowych i kredytowych banków komercyjnych. W przypadku zmiany stóp procentowych przez bank centralny, banki komercyjne kierujące się kryterium zysku dostosowują niezwłocznie swoje stopy depozytowe, aby zmniejszyć (gdy stopy procentowe banku centralnego rosną) lub zwiększyć (gdy stopy te są obniżane) zasilanie w banku centralnym. Równoległe następuje proces dostosowania oprocentowania aktywów, co wynika z mikroekonomicznego celu maksymalizacji zysku realizowanego w środowisku konkurencyjnym. W sytuacji nadpłynności stopy procentowe banku centralnego przestają pełnić rolę krańcowych stóp pozyskania pieniądza, odgrywają natomiast rolę (stopa operacji otwartego rynku) krańcowej stopy inwestycji. Oddziałują więc na przychodowość aktywów banków komercyjnych, nie zaś na koszt pasywów. W tej roli stopy banku centralnego mają słabszy wpływ na zachowanie cenowe banków komercyjnych, ponieważ jest on związany z efektem substytucji aktywów (bank centralny oferuje bankom komercyjnym możliwość inwestowania przy danej stopie). W sytuacji strukturalnej nadpłynności utrzymanie zamierzonego przez bank centralny stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej zależy także od postawy banków komercyjnych, a nie jedynie od woli banku centralnego. Zjawisko strukturalnej nadpłynności utrudnia więc kontrolę przyrostu pieniądza. Teoretycznie może również ograniczać zdolności banku centralnego do skutecznej obrony waluty krajowej w razie silnej presji na jej deprecjację (ban-

ki komercyjne nieponawiając operacji z bankiem centralnym posiadają dostęp do środków pozwalających zakupić w celach spekulacyjnych środki z rezerw oficjalnych brutto, nie będąc bezpośrednio wystawione na skutki podniesienia stóp procentowych przez bank centralny).

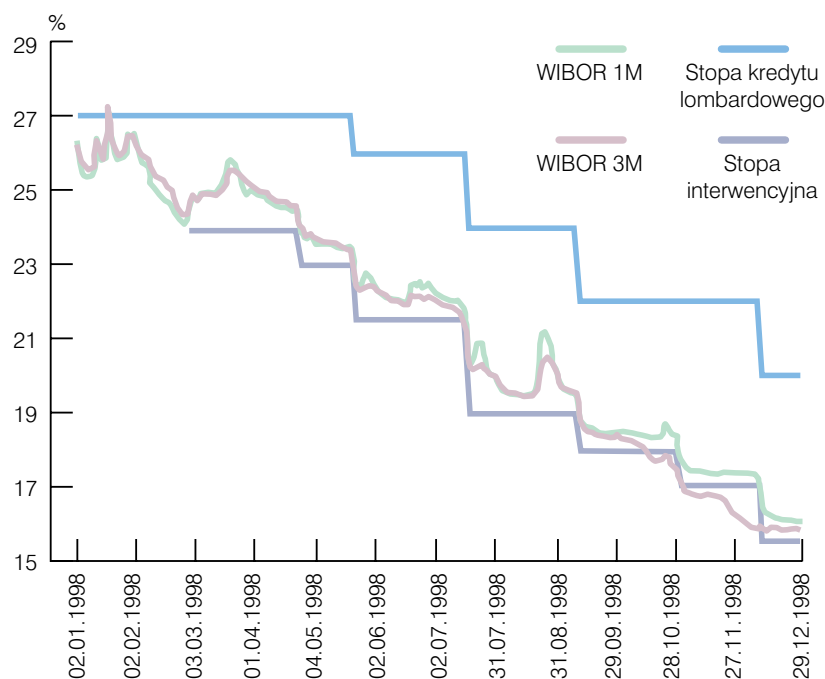
W Polsce nadpłynność sektora banków komercyjnych jest zjawiskiem trwałym, które występuje od 1994 r. Głównym źródłem nadpłynności był wzrost rezerw oficjalnych brutto banku centralnego, które w okresie 1994-1998 wzrosły o ok. 23,1 mld USD. Duża część przyrostu rezerw związana była z czynnikami, na które NBP nie miał bezpośredniego wpływu, takimi jak np. przychody z prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, kredyty zaciągane za granicą przez sektor publiczny, transfery publiczne, inwestycje bezpośrednie. NBP ograniczał negatywne skutki tego procesu, sprzedając w absorbujących operacjach otwartego rynku cały portfel zbywalnych skarbowych papierów wartościowych, następnie emitując własne papiery wartościowe (bony pieniężne NBP) oraz prowadząc politykę wysokich stóp rezerwy obowiązkowej. Na koniec 1998 r. skala nadpłynności zaabsorbowanej w operacjach otwartego rynku i rezerwie obowiązkowej była równa 47,7 mld zł, co stanowiło ok. 14,2% całości aktywów sektora banków komercyjnych.

Istnienie zjawiska nadpłynności utrudnia realizację procesu obniżania stóp rezerwy obowiązkowej. Przy wysokich obciążeniach rezerwą banki krajowe znajdują się w trudniejszej sytuacji konkurencyjnej niż banki zagraniczne. Skala nadpłynności, np. ulokowana w rezerwie obowiązkowej, mogłaby być mniejsza, gdyby NBP mógł wykorzystać w operacjach otwartego rynku portfel dotychczas niezbywalnych zobowiązań budżetowych. W końcu 1998 r. wartość nominalna tych zobowiązań wynosiła ok. 14,2 mld zł.

ną stopę WIBOR⁵ na poziomie nie niższym od akceptowanej rentowności operacji otwartego rynku. Oddziaływanie NBP na stopy oprocentowania depozytów międzybankowych jest ważne dlatego, że banki ustalają oprocentowanie kredytów, odnosząc je do stawek WIBOR. Wykres 15 ilustruje zależność 1-miesięcznej stawki WIBOR od oprocentowania operacji otwartego rynku (od stóp dochodowości 28-dniowych bonów pieniężnych NBP). Z powodu wysokiej nadpłynności w sektorze bankowym w 1998 r. poziom stóp procentowych na rynku międzybanko-

⁵ Średnia arytmetyczna stóp procentowych, przy jakich dokonywane są lokaty na rynku międzybankowym; skrót WIBOR pochodzi od nazwy Warsaw Interbank Offered Rate.

Wykres 15
Stopy NBP a stopy WIBOR



wym był bliższy stopie operacji otwartego rynku niż stopie lombardowej.

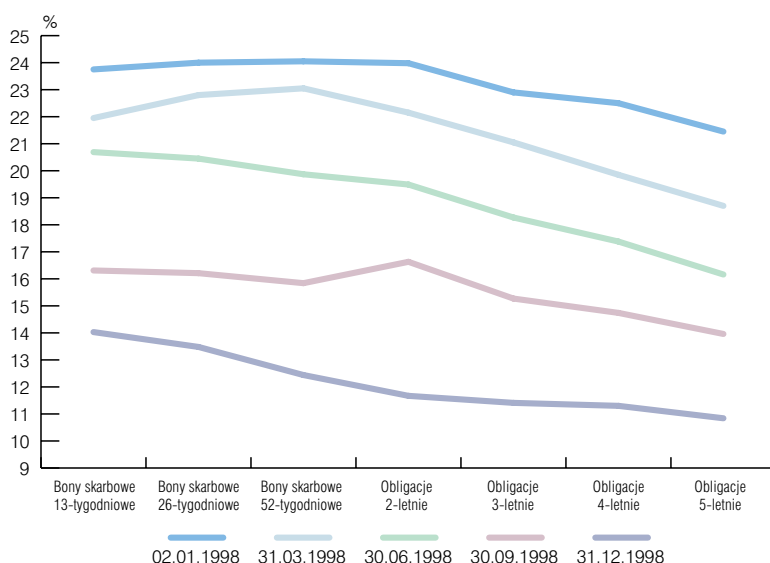
W miarę wydłużania się terminów zapadalności instrumentów finansowych wpływ banku centralnego na ich ceny i stopy rentowności jest coraz mniejszy. Coraz większą rolę zaczynają odgrywać oczekiwania uczestników rynku, dotyczące kształtowania się przyszłego tempa inflacji i wysokości krótkoterminowych stóp procentowych. Dlatego zmiany krzywej dochodowości (pokazującej zmiany rentowności papierów wartościowych wraz z wydłużaniem się terminów ich zapadalności) mogą być źródłem informacji o zmieniających się oczekiwaniach rynku, a także o wiarygodności polityki pieniężnej banku centralnego⁶. W 1998 r. krzywa przychodowości w Polsce miała nachylenie ujemne, tzn. im bardziej odległy był termin zapadalności obligacji skarbowych, tym niższe były stopy ich rentowności, co odzwierciedlało zaufanie rynku do skuteczności antyinflacyjnej polityki banku centralnego (patrz wykres 16).

W 1998 r. występowały silne oczekiwania spadku stóp procentowych. Było to związane z poprawą wa-

⁶ Jeśli zaostreniu polityki pieniężnej towarzyszy spadek długoterminowych stóp procentowych, oznacza to, że rynek ma zaufanie do skuteczności polityki pieniężnej. Odwrotna sytuacja może oznaczać brak takiego zaufania.

Wykres 16

Krzywe przychodowości – skarbowe papiery wartościowe (rynek wtórny-1998)



runków makroekonomicznych: spowolnieniem inflacji i zahamowaniem w pierwszej połowie roku narastania deficytu obrotów bieżących. Analiza kwotowań depozytów międzybankowych oraz popytu zgłaszanego na bony pieniężne NBP w ramach operacji otwartego rynku również potwierdzały utrzymywanie się oczekiwań spadku stóp procentowych.

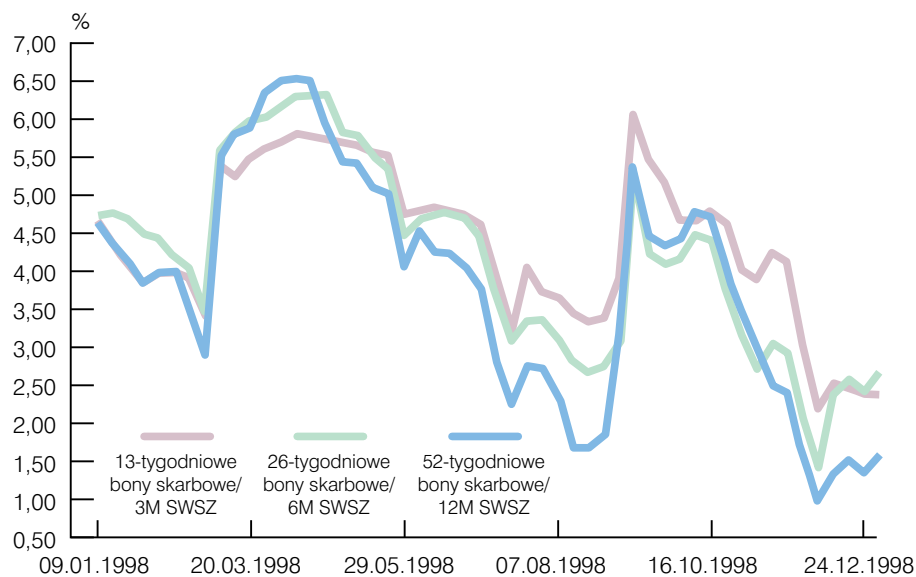
Czynnikiem, który silnie wpływał na kształt krzywej dochodowości, był popyt inwestorów zagranicznych. Wynikał on z trzech przesłanek

Ocena polskiej gospodarki. W 1998 r. Polska miała opinię kraju stabilnego politycznie i gospodarczo, prowadzącego prawidłową i przewidywalną politykę gospodarczą, a co za tym idzie, była postrzegana jako kraj bezpieczny dla inwestycji zagranicznych. Przekonanie o atrakcyjności polskich instrumentów finansowych zostało ugruntowane w 1997 r. i na początku 1998 r. W okresie tym napływał kapitał portfelowy, przyciągany wysoką dochodowością polskich papierów skarbowych i niską zmiennością kursu walutowego. W sytuacji ograniczonego ryzyka kursowego i znacznej różnicy wysokości stóp procentowych inwestycje w polskie papiery skarbowe przynosiły duże zyski.

Uwarunkowania te stopniowo się jednak zmieniały. Po serii obniżek stóp podstawowych znacząco zmniejszył się dysparytet stóp procentowych, wyrażony stosunkiem przychodowości polskich bonów skar-

Wykres 17

Relacja stóp krajowych i zagranicznych w 1998 r.



SWSZ (Skorygowana Wazona Stopa Zagraniczna) = Dewaluacja krocząca PLN*WSZ

WSZ (Wazona Stopa Zagraniczna) =
Średnie oprocentowanie walut koszyka PLN według stopy LIBOR

bowych i 3-miesięcznej stawki LIBOR. Bank centralny zaprzestał też interwencji na rynku walutowym i zwiększył szerokość pasma wahań kursu walutowego, przez co wzrosło ryzyko kursowe dla inwestorów (patrz wykres 17).

Efekt konwergencji. Motywem nabywania przez inwestorów zagranicznych polskich papierów wartościowych był także oczekiwany efekt konwergencji. Inwestorzy liczyli, że przed wstąpieniem do UE w Polsce nastąpi spadek inflacji i stóp procentowych, co przyniesie zyski z zakupionych obligacji skarbowych, podobnie jak miało to miejsce w przypadku Hiszpanii i Portugalii. Doświadczenia tych krajów wskazują, że konsekwentna polityka antyinflacyjna prowadzi do dużego wzrostu cen obligacji emitowanych w okresie przedakcesyjnym. Na początku lipca 1998 r. przychodowość obligacji złotych o stałym oprocentowaniu z 5-letnim okresem wykupu (2003 r.) wynosiła 15,71%, natomiast rentowność 10-letnich papierów krajów o stosunkowo wysokiej inflacji w przeszłości, lecz mimo to zakwalifikowanych do Unii, wynosiła od 5,06% (papiery włoskie) do 6,36% (aktywa hiszpańskie). Inwestując w długoterminowe obligacje o stałym oprocentowaniu, można więc było oczekiwać wysokich zysków kapitałowych.

Efekt oczekiwanego wprowadzenia euro. Wiązał się on z dążeniem do dywersyfikacji portfeli aktywów po wyeliminowaniu 11 walut krajów wchodzących do strefy euro. Inwestorzy, posiadający dotychczas aktywa w tych walutach, poszukiwali nowych lokat w walutach, których kursy nie byłyby w pełni powiązane z euro, by zmniejszać ryzyko kursowe. Polskie papiery wartościowe nadawały się do pełnienia takiej roli.

Wszystkie wymienione czynniki powodowały duże zainteresowanie instrumentami finansowymi o długich terminach wykupu, a więc obligacjami skarbowymi o stałym oprocentowaniu. Popyt ze strony inwestorów zagranicznych sprzyjał występowaniu silnej presji na wzrost cen obligacji i będący tego konsekwencją spadek długoterminowych stóp procentowych, mimo że rynek obligacji nie był jeszcze tak płynny jak rynek bonów skarbowych czy depozytów międzybankowych.

Pod koniec 1998 r. zaczął zmieniać się kąt nachylenia krzywej dochodowości. Następowало coraz wyraźniejsze spłaszczanie krzywej, szczególnie dla dłuższych okresów (od 1 roku do 5 lat do wykupu). Tendencję tę można tłumaczyć wygaszaniem oczekiwań na dalszy równie szybki spadek inflacji. Osiągnięcie jednocyfrowej inflacji i przyjęcie przez Radę Polityki Pieniężnej średniookresowego celu inflacyjnego wzmocniło oczekiwania uczestników rynku co do ograniczonej zmiany przychodowości tych instrumentów w okresie najbliższych 4 - 5 lat.

Dominującą tendencją na polskim rynku finansowym w 1998 r. był spadek stóp procentowych. Wystąpiły jedynie dwa okresy, w których stopy procentowe znacząco wzrosły, tj. okres bezpośrednio po podwyższeniu przez RPP stopy operacji otwartego rynku w końcu lutego oraz okres kryzysu rosyjskiego. Ten drugi przypadek pokazał, do jakiego stopnia wydarzenia na międzynarodowych rynkach finansowych mogą wpłynąć na rynek polski.

Polska jest postrzegana przez zagranicznych inwestorów instytucjonalnych jako jeden z wielu „rynków wschodzących”. Ponieważ fundusze i banki inwestycyjne często nie dywersyfikują portfela według grup krajów i regionów, lecz według zbliżonego poziomu ryzyka inwestycyjnego, załamanie się rosyjskiego rynku finansowego zmieniło ich postawę wobec całej grupy

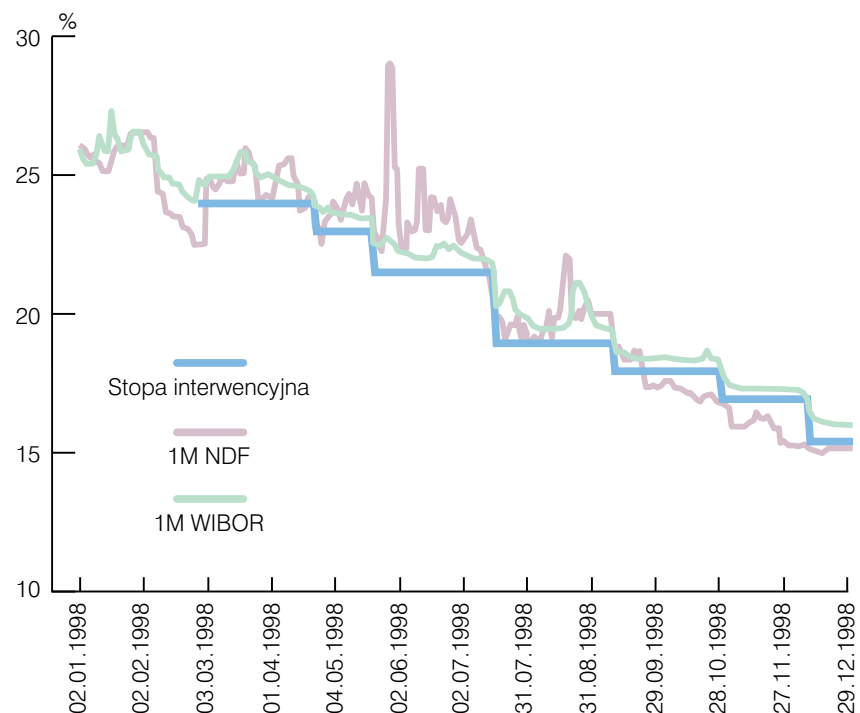
krajów należących do rynków wschodzących. W sierpniu 1998 r. inwestorzy zagraniczni wycofali z krajów Europy Środkowej część inwestycji portfelowych w celu skompensowania strat poniesionych na innych rynkach. Aktywa polskie były traktowane w 1998 r. przez inwestorów jako tzw. kredyt defensywny, czyli aktywa relatywnie wysoko dochodowe i stosunkowo mało wrażliwe na bodźce zewnętrzne. Nagły odpływ kapitału portfelowego spowodowany był także krótkim cyklem rozliczeniowym funduszy inwestycyjnych (częste podawanie wartości jednostek uczestnictwa).

Przejęciowy charakter wpływu kryzysu rosyjskiego na polski rynek finansowy był świadectwem pozytywnych opinii zagranicznych inwestorów co do kierunku polityki gospodarczej. W stosunkowo krótkim czasie ceny bonów skarbowych, obligacji i innych instrumentów finansowych wzrosły do poziomu z okresu poprzedzającego kryzys.

W 1998 r. inwestorzy zagraniczni byli również aktywni na rynku walutowych instrumentów pochodnych. Znaczący wzrost obrotów na tym rynku był ściśle związany z rozwojem poza granicami Polski (w Londynie) rynku transakcji terminowych, w tym

Wykres 18

Przychodowość 1M NDF a stopa 1M WIBOR



Operacje *Non-Deliverable Forward*

Non-Deliverable Forward - operacje te polegają na zawarciu „zakładu” o przyszłe kształtowanie się ceny instrumentu bazowego, w tym wypadku kursu walutowego. Strony uzgadniają poziom kursu terminowego, który będzie podstawą do rozliczenia różnic kursowych. Kwotę tę wyznacza się na podstawie wzoru:

$$RK = W \cdot [KT - KKt]$$

gdzie:

RK - kwota różnic kursowych do rozliczenia,

W - wartość kontraktu, od której liczy się kwotę różnic kursowych,

KT - kurs terminowy zaakceptowany przez strony w dniu zawierania transakcji,

KKt - kurs kasowy w dniu rozliczania transakcji.

Przykładowo, jeżeli strony transakcji zawrą kontrakt na 100.000 USD i uzgodnią kurs terminowy na poziomie

4 PLN/USD, a w dniu rozliczenia kurs wyniesie 3,5 PLN/USD, to strona wystawiająca NDF ma obowiązek dostarczyć stronie kupującej kwotę 50.000 PLN [100.000 • (4 - 3,5)]. Wynika stąd, że inwestor oczekujący aprecjacji kursu złotego ponad kurs wynikający z kwotowań NDF będzie zawierał tego typu transakcje (kupował NDF). Zwiększony popyt na NDF-y prowadzi do spadku ich oprocentowania, czyli procentowo wyrażonej różnicy między aktualnym kursem kasowym a proponowanym w transakcji kursem terminowym. Z wykresu wynika, że w lutym (najwyraźniej), a także w lipcu i październiku miał miejsce spadek procentowych kwotowań NDF. Na podstawie kształtowania się kursu złotego inwestorzy mogli wyciągać wnioski zachęcające ich do zawierania tego typu transakcji. Potwierdza to znaczny wzrost skali operacji otwartego rynku sterylizujących napływ kapitału, wynikający m.in. z transakcji zabezpieczania się banków komercyjnych wystawiających NDF-y.

tzew. *Non-Deliverable Forward* (NDF). Rynek ten pozostaje poza jurysdykcją władz polskich, a jego istnienie umożliwia korzystanie z przychodowości instrumentów nominowanych w złotych bez konieczności inwestowania bezpośrednio w instrumenty emitowane przez podmioty polskie.

Obserwacja różnicy między przychodowością operacji NDF a stopami WIBOR umożliwia identyfikację okresów silnych oczekiwań na aprecjację złotego. W 1998 r. występowało kilka okresów spekulacji inwestorów zagranicznych na aprecjację złotego, przede wszystkim w lutym, w lipcu i październiku. W tych okresach kwotowania 1-miesięcznych NDF na rynku londyńskim znajdowały się poniżej stawek 1-miesięcznych stóp WIBOR (patrz wykres 18).

Reakcja stóp procentowych w bankach na politykę banku centralnego

Z badań NBP wynika, że największe banki komercyjne zazwyczaj ustalają oprocentowanie depozytów w relacji do stopy podstawowej banku centralnego, którą jest stopa lombardowa, choć nie bez znaczenia jest również oprocentowanie na rynku międzybankowym oraz oprocentowanie oferowane przez głównych konkurentów. Oprocentowanie kredytów kształtuje się pod wpływem stóp procentowych na rynku mię-

dzybankowym (głównie 1-miesięcznej stopy WIBOR). Z kolei stopa WIBOR 1M, jak zostało wcześniej wspomniane, zależy silnie od stopy oprocentowania 28-dniowych operacji otwartego rynku NBP.

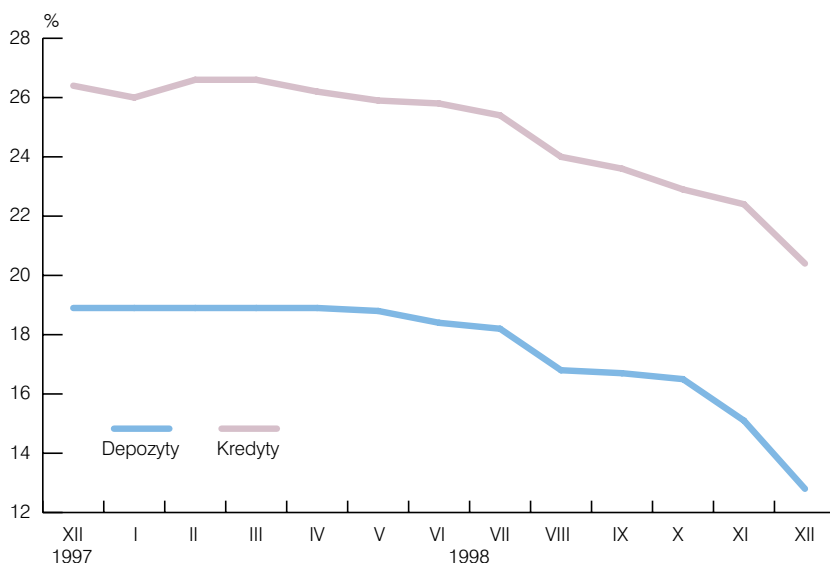
W 1998 r. oprocentowanie kredytów i depozytów w bankach komercyjnych spadało w ślad za kolejnymi obniżkami stopy lombardowej i rentowności operacji otwartego rynku. Z punktu widzenia szybkości i głębokości dostosowań, w minionym roku można wyróżnić dwa okresy. W pierwszym, który trwał do sierpnia, zarówno oprocentowanie depozytów, jak i kredytów spadało wolniej niż stopy NBP. W drugim zaś, od września do końca roku, spadek stóp w bankach był silniejszy niż w NBP.

W pierwszym okresie oprocentowanie depozytów rocznych⁷ obniżyło się silniej niż depozytów o krótszym okresie zapadalności. Na jeden punkt obniżki stopy lombardowej NBP banki zareagowały wówczas obniżeniem oprocentowania rocznych depozytów osób prywatnych o 0,7 pkt. proc. Natomiast na 1 pkt. proc. obniżenia minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku banki obniżyły oprocentowanie kredytów złotych o 0,5 pkt. proc., przy czym oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych spadało silniej niż dla osób prywatnych.

W ostatnich czterech miesiącach roku NBP dwukrotnie obniżył stopy podstawowe i trzykrotnie stopę rentowności operacji otwartego rynku. Częste obniżki stóp przez NBP spowodowały zmianę zachowania banków, które zaczęły szybciej i silniej niż poprzednio reagować na obniżki stóp NBP. W rezultacie, w okresie między wrześniem a grudniem 1998 r., na 1 pkt. proc. obniżki stopy lombardowej banki zareagowały obniżeniem oprocentowania rocznych depozytów osób prywatnych również o blisko 1 pkt. proc. Podobnie jak poprzednio, szybciej spadało oprocentowanie depozytów 1-rocznych niż depozytów o krótszym okresie zapadalności (z wyjątkiem depozytów 1-miesięcznych). Oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych obniżyło się w stopniu równym spadkowi stopy rentowności operacji otwartego rynku. Utrzymała się występująca w poprzednim okresie tendencja znacznie szybszego

⁷ Dane dotyczące oprocentowania depozytów i kredytów prezentowane w tym rozdziale dotyczą grupy 20 największych banków komercyjnych.

Wykres 19
Średnie ważone oprocentowanie depozytów i kredytów



spadku oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych niż dla gospodarstw domowych.

W ciągu roku oprocentowanie depozytów terminowych gospodarstw domowych obniżyło się znacznie silniej niż oprocentowanie zaciąganych przez nie kredytów, natomiast oprocentowanie rocznych depozytów podmiotów gospodarczych obniżyło się w skali zbliżonej do spadku oprocentowania kredytów o terminie spłaty do 1 roku. Różnica między oprocentowaniem kredytów i depozytów terminowych ogółem w grudniu 1998 r. pozostała taka sama jak w grudniu 1997 r. (patrz wykres 19).

Stopy procentowe i popyt na kredyty

Reakcja popytu na kredyt na zmiany stopy procentowej centralnego zależy z jednej strony od reakcji banków, z drugiej zaś od zachowania kredytobiorców - przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Reakcja banków na stopniowe zaostrzenie polityki pieniężnej, które zaczęło się pod koniec 1996 r., była początkowo słaba i powolna. Wynikało to w znacznej mierze z nadpłynności sektora bankowego i konkurencji banków o udziały na rynku kredytowym. Natomiast słaba reakcja przedsiębiorstw na zmiany oprocentowania kredytów była skutkiem m.in. korzystnej oceny koniunktury w Polsce w dłuższym okresie, ciągle stosunkowo niewielkiej roli zasilania

zewnątrznego w finansowaniu działalności gospodarczej i znacznej koncentracji kredytów w jednostkach będących „dużymi” kredytobiorcami. Banki są zainteresowane utrzymywaniem z nimi stabilnych, długookresowych związków i dlatego przedsiębiorstwa te mogą uzyskać korzystniejsze warunki kredytowania niż „mali” kredytobiorcy. Z badań NBP wynika, że istotnie, największe zmiany wielkości wykorzystywanych kredytów dotyczyły drobnych kredytobiorców. Ich udział w kredycie ogółem malął. Ponadto, w warunkach zaostrzenia polityki pieniężnej może przejściowo wzrosnąć popyt na kredyty ze strony przedsiębiorstw, którym pogarszają się wskaźniki płynności. Są one poddane presji sięgania po dodatkowe źródła zewnętrzne dla finansowania działalności bieżącej. W ciągu 1997 r. udział kredytu dla podmiotów o wysokiej płynności malął, a dla podmiotów o niskich wskaźnikach płynności rósł.

Z kolei stosunkowo powolna reakcja gospodarstw domowych na wzrost stóp procentowych wynikała z dużego potencjału konsumpcji odłożonej oraz szybkiego - w 1997 r. - wzrostu płac realnych.

Z ocen NBP wynika, że reakcja kredytów na wzrost stóp procentowych nastąpiła po ok. 6-8 miesiącach, czyli w trzecim kwartale 1997 r. W 1998 r. popyt na kredyty ogółem w wyrażeniu realnym, tj. po wyeliminowaniu inflacji⁸, był o 2 pkt. proc. wyższy niż w 1997 r. Ocena wpływu kredytów na inflację jest niejednoznaczna. Z jednej bowiem strony, wśród towarów konsumpcyjnych najwyższą dynamikę miały ceny grup artykułów, których nie kupuje się na kredyt: medyczo-farmaceutycznych, wyrobów kosmetycznych, wydawnictw, środków myjących, natomiast tempo wzrostu cen towarów, które mogły być finansowane kredytem, na rynkach, gdzie występowała bardzo wysoka konkurencja (samochody, meble, artykuły gospodarstwa domowego, elektroniczny sprzęt powszechnego użytku) było mniejsze. Z drugiej strony, tempo wzrostu cen produkcji budowlano-montażowej spadało wolniej niż cen produkcji sprzedanej przemysłu czy też towarów i usług konsumpcyjnych. Mogło to mieć związek z ciągle wysoką dynamiką inwestycji, a w mniejszym stopniu z kredytami na cele mieszkaniowe.

⁸ Jako deflatora użyto średniego ważonego wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i towarów oraz usług konsumpcyjnych (CPI).

Kanał kredytowy w 1998 r.

Jak wspomniano wyżej, warunkiem istnienia kanału kredytowego jest dominująca rola banków na rynkach finansowych. Mimo stopniowego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, w 1998 r. banki były nadal podstawowymi pośrednikami finansowymi. Praktycznie nie istniał rynek obligacji korporacyjnych, a rynek bonów komercyjnych pozostawał relatywnie płytki. Również rynek kapitałowy był dostępny dla stosunkowo ograniczonego grona przedsiębiorstw i nie miał kluczowego znaczenia dla pozyskiwania środków. Działanie kanału kredytowego osłabiała natomiast możliwość zadłużania się przez przedsiębiorstwa za granicą. Skłaniała je do tego stosunkowo wysoka krajowa stopa procentowa i, do kryzysu rosyjskiego, postrzegane jako niskie - ryzyko kursowe. Według wstępnych danych, zadłużenie zagraniczne przedsiębiorstw zwiększyło się w ciągu roku o ponad 4 mld USD.

W 1998 r. na funkcjonowanie kanału kredytowego nie wywarła większego wpływu stopa rezerwy obowiązkowej - jej poziom nie został bowiem zmieniony w stosunku do 1997 r. Od początku roku weszła natomiast w życie zmiana zasady naliczania rezerwy obowiązkowej. O ile w 1997 r. banki mogły zaliczać do 50% gotówki w kasie do rezerwy obowiązkowej, to w 1998 r. - jedynie 10%. Poprzednio, praktycznie cały zasób gotówki w kasie (pogotowie kasowe) mógł być zaliczany do rezerwy. Od 1998 r., jeśli banki musiały utrzymywać więcej gotówki niż mogły zadeklarować jako rezerwę obowiązkową, to o taką samą kwotę musiały zwiększyć rezerwę na rachunku utrzymywanym w NBP. Okazało się jednak, że posunięcie to nie zwiększyło w istotny sposób obciążenia banków rezerwą. Średnia stopa rezerwy na koniec grudnia 1998 r. osiągnęła poziom 11,8% i była tylko o 0,1 pkt. proc. wyższa niż w 1997 r. Efektywna stopa rezerwy, po odliczeniu gotówki, wyniosła na koniec roku 10,6% i była taka sama jak na koniec 1997 r.

Bank centralny traci wpływ na podaż kredytów i tym samym ulega osłabieniu kanał kredytowy, jeżeli w warunkach restrykcyjnej polityki pieniężnej banki są w stanie pozyskać fundusze alternatywne do depozytów, nieobciążone rezerwą obowiązkową. Zdając

sobie z tego sprawę, od początku roku uszczelniono system rezerwy przez wprowadzenie obowiązku odprowadzania rezerwy od środków pozyskanych z zagranicy na okres krótszy niż dwa lata.

Z drugiej strony, na podstawie art. 39 ust. 3 Ustawy o NBP z dnia 29 sierpnia 1997 r., banki realizujące programy postępowania naprawczego mogły korzystać ze zwolnień z obowiązku utrzymywania rezerwy. Obserwowano, że niektóre banki komercyjne, przejąwszy jednostki korzystające z tego przywileju, oferowały w ich imieniu stosunkowo wysokie oprocentowanie depozytów. Takie zachowanie banków w pewnym stopniu utrudniało NBP kształtowanie w pożądanym przez siebie sposób krzywej podaży kredytów, ponieważ pozyskane w ten sposób tanie środki mogły być przeznaczane na zwiększenie akcji kredytowej. Według ocen NBP, skala tego zjawiska nie była jednak duża.

Wpływ operacji otwartego rynku na funkcjonowanie kanału kredytowego był złożony. Podobnie jak w poprzednim roku, w 1998 r. przeprowadzono wyłącznie operacje sterylizujące nadwyżkową płynność. Nastąpiły jednak pewne zmiany w sposobie prowadzenia operacji. Skrócenie okresu zapadalności operacji otwartego rynku do 28 dni niewątpliwie ułatwiło bankom elastyczniejsze reagowanie na niespodziewane zmiany popytu na kredyty, a co więcej, wywierając presję na obniżkę stóp procentowych na dłuższe terminy, mogło zachęcać banki do zwiększenia podaży kredytów.

Pod koniec 1997 r., w związku z ograniczonym wpływem zmian podstawowych stóp procentowych NBP na zmiany oprocentowania depozytów i kredytów, bank centralny podjął akcję przyjmowania depozytów od osób fizycznych. Był to nadzwyczajny instrument, uzupełniający w pewnym stopniu oddziaływanie na sektor bankowy operacji otwartego rynku. Oprocentowanie tych depozytów było wyższe niż oferowały wówczas banki komercyjne. W ciągu trzech miesięcy trwania akcji przyjęto 3,6 mld zł. Przyjmowanie depozytów przez NBP spowodowało znaczny spadek tempa wzrostu pieniądza gotówkowego i depozytów w bankach komercyjnych. Banki rozpoczęły więc rok z nieco uszczuplonym zasobem depozytów, ograniczającym zapewne na początku 1998 r. możliwości kreowania przez nie kredytów.

Okres ten zbiegł się jednak również ze znacznym, choć przejściowym, spadkiem popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych, z uwagi na wejście w życie ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów.

Lokaty były podejmowane z NBP w okresie między marcem i wrześniem. W celu ich zaabsorbowania Ministerstwo Finansów wyemitowało obligację o relatywnie wysokim, stałym oprocentowaniu na kwotę 4 mld zł, z czego 2 mld zł zarezerwowano na konwersję lokat. Cała emisja obligacji została sprzedana osobom prywatnym. Do banków powróciła zatem, prawdopodobnie, niewielka część środków, które pod koniec 1997 r. pozyskał NBP.

Kurs walutowy

Mechanizm ustalania kursu złotego w 1998 r. nie zmienił się, a zatem obowiązywała nadal zasada dewaluacji pełzającej kursu centralnego, który był jednocześnie kursem referencyjnym dla ustalonego korytarza dopuszczalnych odchyłeń kursu rynkowego. Nastąpiła jednak zmiana dotychczasowej polityki kursowej. Została ona podporządkowana realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego poprzez zwiększenie wpływu czynników rynkowych na poziom kursu. Wyższa elastyczność kursu walutowego pozwala na prowadzenie bardziej autonomicznej polityki pieniężnej. Zmienność kursu walutowego jest warunkiem skuteczności polityki stóp procentowych w gospodarce otwartej.

Zwiększeniu autonomii polityki pieniężnej sprzyjały także podjęte w 1998 r. decyzje o poszerzeniu pasma dopuszczalnych wahań kursu złotego; ich celem jest upłynnienie kursu złotego. Rada Polityki Pieniężnej podjęła w 1998 r. dwukrotnie decyzję o poszerzeniu pasma wahań kursu złotego: z dniem 26 lutego pasmo to zostało poszerzone z 7% do 10% w górę i w dół od kursu centralnego, a z dniem 28 października do 12,5%.

Wzmocnieniu rynkowego charakteru kształtowania się kursu złotego i zwiększeniu możliwości kształtowania rezerw oficjalnych sprzyjała również decyzja o zmianie zasad fixingu z grudnia 1998 r. W warunkach obowiązującego w 1998 r. Prawa dewizowego, nakładającego na władzę monetarną obowiązek skupu

walut w trakcie fixingu, jak też wobec konieczności obrony ustalonego korytarza wahań kursu rynkowego, NBP miał ograniczone możliwości kształtowania płynności banków i stóp procentowych. W transakcjach walutowych z banki komercyjnymi wprowadzono zatem marżę (0,006 PLN) pomiędzy kursem kupna i sprzedaży, skrócono czas składania ofert transakcyjnych do NBP i wyznaczono limit na ich ilość.

Rozszerzeniu autonomii polityki stóp procentowych sprzyjały także - szczególnie w II połowie 1998 r. - uwarunkowania zewnętrzne, związane z ogólnym pogorszeniem się klimatu inwestycyjnego na rynkach wschodzących i zwiększeniem ryzyka od tego rodzaju inwestycji.

Mając na uwadze fakt, że mechanizm dewaluacji pelzającej przyczynia się do wzrostu inflacji, Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie w 1998 r. obniżyła stopę miesięcznej dewaluacji kursu centralnego z dniem: 26 lutego obniżyła tempo dewaluacji złotego z 1% do 0,8%, 17 lipca do poziomu 0,65% i 10 września do poziomu 0,5% miesięcznie. Obniżki te z jednej strony odzwierciedlały spadającą stopę inflacji i tendencje do umocnienia się rynkowego kursu złotego, z drugiej zaś strony - służyły ograniczeniu oczekiwań inflacyjnych.

Wykres 20

Kursy złotego względem koszyka walut w latach 1997-1998



Zmiany w polityce kursowej, jak też uwarunkowania wewnętrzne korzystne dla napływu zagranicznego kapitału do Polski, spowodowały wyraźne umocnienie złotego w 1998 r. Przeciętne odchylenie złotego od kursu paritetowego w kierunku aprecjacji wyniosło 5,6%, podczas gdy w roku 1997 wynosiło ono 0,9% (patrz wykres 20). Jednocześnie w obliczu utrzymującej się niepewności na światowym rynku finansowym miały miejsce, podobnie jak w roku poprzednim, duże wahania kursu złotego.

Tendencja do aprecjacji złotego dominowała praktycznie w całym roku 1998, poza okresem kryzysu finansowego w Rosji. Złoty umacniał się ze względu na relatywnie dużą aktywność inwestorów zagranicznych. W szczególności duże znaczenie dla kursu złotego miał wysoki poziom zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Na przełomie sierpnia i września 1998 r., w efekcie kryzysu rosyjskiego, kurs złotego obniżył się do poziomu kursu paritetowego⁹. Stosunkowo łagodna reakcja kursu złotego na kryzys rosyjski wynikała głównie z tego, że skala odpływu zagranicznego kapitału portfelowego była relatywnie niewielka, a odpływ ten był rekompensowany napływem kapitału, głównie w postaci inwestycji bezpośrednich. W 1998 r. Polska postrzegana była bowiem jako kraj bezpieczny dla inwestycji zagranicznych.

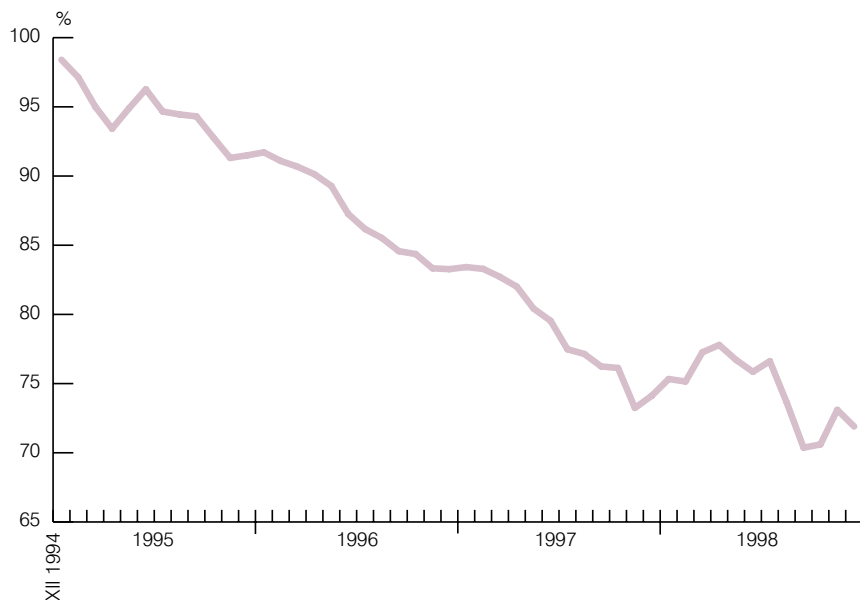
W efekcie skala nominalnej deprecjacji złotego była w 1998 r. mniejsza niż w 1997 r. (por. wykres 21). Nominalny efektywny kurs złotego obniżył się o 3 % w 1998 r. wobec spadku o 11% w 1997 r. (licząc grudzień do grudnia); w ujęciu średniorocznym skala deprecjacji efektywnej wyniosła 5,3% w 1998 r. wobec 9,8% w 1997 r.

Zmiany realnego efektywnego kursu złotego wskazują na wzmocnienie złotego w 1998 r. w stosunku do roku 1997, co szczególnie wyraźnie wystąpiło w pierwszej połowie roku (patrz wykres 22). Realny kurs złotego wzmocnił się w 1998 r. (licząc grudzień do grudnia) w przypadku indeksu opartego na cenach produkcji w działalności produkcyjnej o 2,3%, a mierzonych cenami konsumpcji o 4,1%, przy deprecjacji w roku poprzednim odpowiednio: o ok. 3,9% i 0,9%. W ujęciu średniorocznym indeks

⁹ W dniach 19-21 sierpnia kurs fixingowy obniżył się o 7,05 pkt. proc., jeszcze jedynie w dniu 28 sierpnia kurs ten znalazł się po stronie deprecjacyjnej.

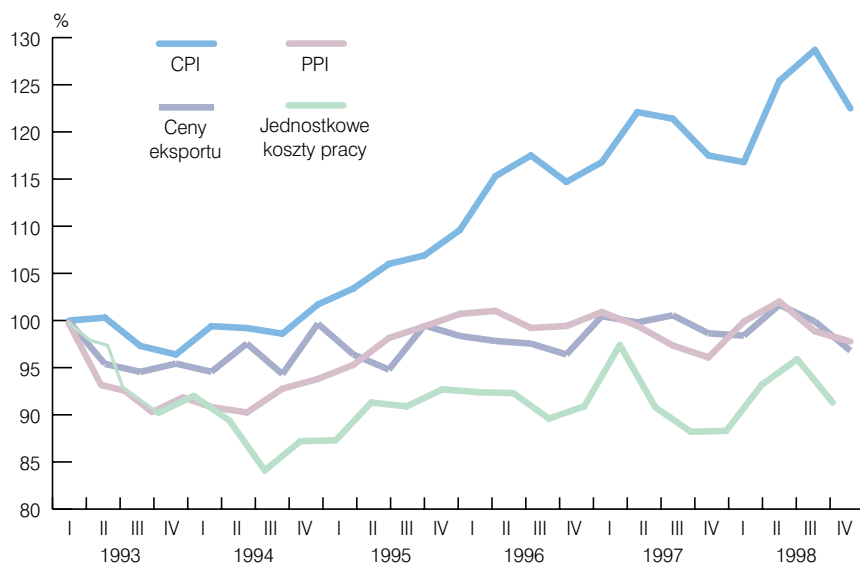
Wykres 21

Nominalny efektywny kurs walutowy w latach 1995-1998 (dane miesięczne – grudzień 1994 = 100)



Wykres 22

Realny efektywny kurs walutowy w okresie 1993-1998 (dane kwartalne – I kwartał 1993 = 100)



realnego efektywnego kursu złotego, uwzględniający wskaźnik cen produkcji przemysłowej, w działalności produkcyjnej umocnił się o 1,4% przy aprecjacji realnej, mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, o 4,5%.

Podsumowując, należy stwierdzić, że wobec znacznej szerokości pasma wahań kursu walutowego, dwukrotnie zmienianej w ciągu 1998 r., oraz maleją-

Międzynarodowa konkurencyjność

Międzynarodową konkurencyjność można określić jako relację cen krajowych i zagranicznych, wyrażoną w wspólnej walucie. Jeśli relacja ta ulega zmniejszeniu, to znaczy, że pozycja konkurencyjna danego kraju ulega poprawie. Powszechnie używanym wskaźnikiem, obrazującym pozycję konkurencyjną danego kraju, jest realny efektywny kurs walutowy. W swojej klasycznej postaci nie pozwala on na ocenę absolutnego poziomu konkurencyjności w stosunku do innych krajów. Jego konstrukcja umożliwia tylko określenie zaistniałych relatywnych zmian w pozycji konkurencyjnej.

W nominalnej postaci efektywny kurs walutowy jest średnią ważoną bilateralnych kursów walut obcych (uwzględnionych w indeksie) w stosunku do waluty krajowej. Wagi odzwierciedlają znaczenie każdej z walut w jego obrotach handlowych danego kraju.

Realny efektywny kurs walutowy jest definiowany jako nominalny efektywny kurs walutowy deflowany relatywnymi cenami lub kosztami. Indeks ten – ze względu na to, że obejmuje zmiany w sile nabywczej waluty krajowej – jest również źródłem informacji o zmianach w pozycji konkurencyjnej gospodarki danego kraju na rynku międzynarodowym.

Najczęściej używanymi deflatorami w konstrukcji indeksu realnego efektywnego kursu walutowego są

cenę konsumpcji i cenę produkcji. Podstawową zaletą indeksów opartych na cenach dóbr konsumpcyjnych jest to, że stosowane w różnych krajach koszyki dóbr konsumpcyjnych, uwzględnianych przy wyliczaniu indeksu, są podobne. Istotną jest tu także częstotliwość publikowania indeksów cen dóbr konsumpcyjnych. Ich wadą jest to, że obejmują również dobra, które nawet potencjalnie nie są przedmiotem obrotów na rynku międzynarodowym. Obciążeniem indeksów opartych na cenach konsumpcyjnych jest także to, że na ceny dóbr konsumpcyjnych mają wpływ podatki pośrednie i rozmaite dopłaty. Poza tym ceny części dóbr konsumpcyjnych mogą być ustalane administracyjnie. Wadami tego rodzaju w znacznie mniejszym stopniu są obciążone indeksy oparte na cenach występujących w działalności produkcyjnej. Znacznie lepiej odzwierciedlają one sytuację w tych sektorach gospodarki, które uczestniczą w obrotach z zagranicą. Dlatego uważamy, że indeks konstruowany w oparciu o ceny produkcji jest najlepszy z punktu widzenia oceny zmian pozycji konkurencyjnej Polski. Słabością tej miary jest nieporównywalność wynikająca z uwzględniania różnych reprezentantów cen produkcji w poszczególnych krajach, a także stosowanie zmiennego zażywania systemu wag.

tego znaczenia interwencji na rynku walutowym, aż do ich zaprzestania w drugiej połowie roku, kurs złotego kształtował się w sposób elastyczny pod wpływem okoliczności rynkowych. Rosnący stopień elastyczności kursu odzwierciedlał dążenie do upłynnienia kursu. Oznaczał on także zwiększenie autonomii polityki pieniężnej, potrzebnej w realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego.

Elastyczność kursu złotego pozwoliła także ograniczyć wpływ zewnętrznych wstrząsów na saldo obrotów bieżących i uniknąć destabilizacji sytuacji płatniczej Polski.

Kurs walutowy wpływa na ceny dóbr pochodzących z importu, te zaś, w zależności od swego przeznaczenia, wpływają na ceny towarów i usług konsumpcyjnych bezpośrednio bądź pośrednio - poprzez koszty produkcji (towary zaopatrzeniowe). Naturalnie, aprecjacja waluty krajowej spowalnia procesy inflacyjne, podczas gdy deprecjacja - przyspiesza je. W 1997 r. nominalny efektywny kurs walutowy ule-

gał deprecjacji. Z kolei w pierwszym półroczu 1998 r. miała miejsce aprecjacja, a w drugim - ponownie deprecjacja kursu walutowego (patrz zestawienie).

I kw. 97	II kw. 97	III kw. 97	IV kw. 97
+0,6%	+3,0%	+4,6%	+3,2%

I kw. 98	II kw. 98	III kw. 98	IV kw. 98
-1,9%	-1,2%	+4,2%	+2,3%

Według naszych szacunków, wzrost nominalnego efektywnego kursu walutowego o 1% powodował - przy innych warunkach nie zmienionych - wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych o ok. 0,2%. Bezpośrednie skutki aprecjacji (deprecjacji) waluty krajowej można zaobserwować stosunkowo szybko. Badania NBP wskazują, że wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych reaguje już po ok. 2 miesiącach od momentu, w którym nastąpiła nieoczekiwana zmiana kursu walutowego, natomiast wskaźnik cen towarów nieżywnościowych reaguje z nieco większym opóźnieniem i w mniejszym stopniu. W drugim półroczu 1998 r. nastąpiło zatem pewne wzmocnienie impulsów inflacyjnych ze strony kursu złotego. Nie stanowiło ono większego zagrożenia z uwagi na krótki okres utrzymywania się tendencji deprecjacyjnych i wyraźne osłabienie oczekiwań inflacyjnych przy niższym wzroście popytu zagregowanego w gospodarce.

Istotnym czynnikiem określającym siłę oddziaływania kursu walutowego na dynamikę cen krajowych jest stopień otwartości gospodarki, mierzony stosunkiem importu (eksportu) do PKB. W 1998 r. relacje te kształtowały się tak samo jak w roku poprzednim i wynosiły odpowiednio: 29,6% oraz 18%. Niewielkim zmianom w stosunku do 1997 r. uległa struktura importu (dane dla okresu I-XII). Wzrósł udział importu konsumpcyjnego i inwestycyjnego odpowiednio o 0,9 i 0,6 pkt. proc., zmniejszył się natomiast - zarówno z powodu bardzo niskiej dynamiki cen, jak i relatywnie niskiej dynamiki wolumenu importu paliw - udział importu zaopatrzeniowego. Innymi słowy, w imporcie nieznacznie zmniejszył się udział tych dóbr, które w największej mierze wpływają

na bieżącą dynamikę cen towarów i usług konsumpcyjnych. Dobra inwestycyjne mogą się natomiast przyczynić do zwiększenia efektywności gospodarowania dopiero w przyszłości.

Wyniki badań NBP wskazują, że szok aprecjacyjny - poprzez swój wpływ na eksport i import - przejściowo spowalnia dynamikę produkcji przemysłowej, w tym głównie przemysłu przetwórczego. Największy spadek dynamiki produkcji ma miejsce po 2-3 kwartałach od momentu wystąpienia szoku. Aprecjacja kursu walutowego, jaka wystąpiła przede wszystkim w pierwszej połowie 1998 r., mogła przyczynić się więc do spowolnienia dynamiki produkcji obserwowanego pod koniec roku. Trudno jest natomiast ocenić, jaki wpływ na procesy inflacyjne wywarło zmniejszenie popytu. W Polsce do tej pory nie występowała bowiem statystycznie istotna relacja między nadwyżkowym popytem i inflacją, prawdopodobnie ze względu na poważne zaburzenia krzywej zagregowanej podaży, wynikające z przemian strukturalnych, jakim ulegała polska gospodarka od początku transformacji. Można jednak wysnuć pewne wnioski, porównując bieżące wartości wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz cen towarów składających się na ten wskaźnik, z wartościami wynikającymi z funkcji trendu. Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych od drugiego kwartału 1998 r. pozostawała poniżej trendu, przy czym różnica między dynamiką bieżącą i trendem rosła w miarę upływu czasu. Było to jednak spowodowane przede wszystkim niską dynamiką cen żywności, natomiast dynamika cen towarów nieżywnościowych, czyli tej grupy towarów, która przede wszystkim powinna była zareagować na zmniejszenie popytu na wyroby przemysłu przetwórczego, była niższa niż wynikałoby to z funkcji trendu jedynie w drugim i trzecim kwartale 1998 r. Oznacza to, że kurs walutowy wpłynął na inflację przede wszystkim w sposób bezpośredni - poprzez ceny importu. Trudno natomiast stwierdzić, że wpłynął on przez popyt - pośrednio na procesy inflacyjne. Nie jest jednak wykluczone, że oddziaływanie kursu walutowego na popyt i popytu na inflację następuje w dłuższym horyzoncie czasowym i w związku z tym może się on ujawnić w 1999 r.

Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne w 1998 r.

W warunkach globalnego osłabienia popytu rok 1998 przyniósł znaczne pogłębienie spadku cen na rynku światowym. Dotyczyło to w dużo silniejszym stopniu surowców w stosunku do wyraźnie słabszej dynamiki spadku cen towarów przetworzonych. Podczas gdy ogólny indeks cen surowców (na bazie dolarowej) obniżył się w 1998 r. o 25% w stosunku do 1997 r. (wobec spadku o 2% w 1997 r.), to dolarowe ceny towarów przetworzonych obniżyły się odpowiednio o ok. 2,5%¹⁰.

Przyczyną takiej skali załamania cen w handlu światowym było w 1998 r. przede wszystkim zaostrzenie i rozszerzenie się zjawisk recesyjnych w gospodarce międzynarodowej, słabiej na spadek cen dolarowych - w stosunku do 1997 r. - oddziaływała aprecjacja dolara¹¹.

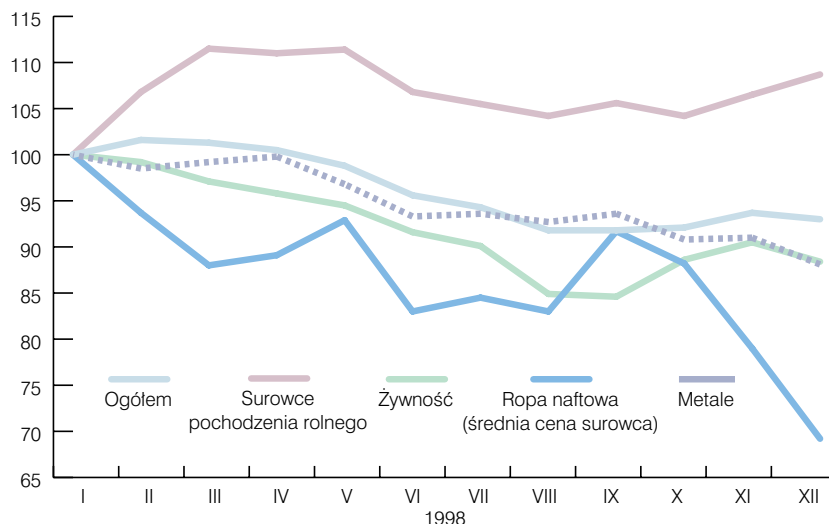
Zniżkowa tendencja cen objęła w 1998 r. większość podstawowych grup (patrz wykres 23). Największy spadek wykazały ceny surowców energetycznych (o 27%), głównie za sprawą załamania cen ropy naftowej, obniżyły się także ceny węgla, w tym zwłaszcza energetycznego. Ceny ropy naftowej wykazywały ten-

¹⁰ Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 1997-1999, grudzień 1998, IKC-HZ.

¹¹ Dolar umocnił się wobec marki niemieckiej w 1998 r. o około 1%, podczas gdy skala aprecjacji w 1997 r. wynosiła około 15,4%; analogicznie wobec jena japońskiego: w 1998 r. o około 7,3% wobec około 11,3% w 1997 r.

Wykres 23

Wskaźniki cen podstawowych grup towarów na rynkach światowych (styczeń 1998 = 100)



dencję spadkową już od 1997 r.: z 21 USD/bar. w I kwartale 1997 r. do poniżej 10 USD/bar. w grudniu 1998 r.¹² Przeciętny poziom cen ropy (wyrażony jako średnia cena importu krajów OECD) w 1998 r. wyniósł 12,5 USD/bar. wobec aż 20,6 USD/bar. w 1996 r. Wysoki poziom zapasów przy dobrych zbiorach przyczynił się do spadku cen artykułów żywnościowych. Obniżenie cen nastąpiło we wszystkich głównych grupach, takich jak: zboża, używki, cukier i rośliny oleiste.

Wyraźnie słabsza aprecjacja dolara na rynku światowym w stosunku do 1997 r. wpłynęła na pewne zahamowanie spadkowej tendencji dolarowych cen, zarówno w imporcie, jak i w eksporcie Polski w 1998 r. Ceny faktycznie płacone w polskim imporcie obniżyły się w okresie grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r. o 3,9%, natomiast w tym samym okresie 1997 r. spadek ten wyniósł odpowiednio 7,7%. Ceny uzyskiwane w polskim eksporcie wzrosły w badanym okresie o 6,2%, po spadku o 8,5% w 1997 r. W wyniku jednak wyraźnego umocnienia złotego w 1998 r., dynamika złotych cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym wyraźnie obniżyła się w stosunku do 1997 r. Wzrost cen w eksporcie wyniósł w okresie grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r. 4,7%, wobec wzrostu o 13,4% w analogicznym okresie 1997 r. Natomiast złote ceny importu obniżyły się w powyższym okresie o 5,1%, wobec odpowiedniego wzrostu o 14,5% w 1997 r. Najbardziej obniżyły się ceny importu surowców, na co złożył się ostry spadek cen w zakresie paliw mineralnych, a także wyraźnie słabsze ceny importowanej żywności oraz wielu surowców nieenergetycznych pochodzenia nierolniczego (patrz wykres 24 i 25).

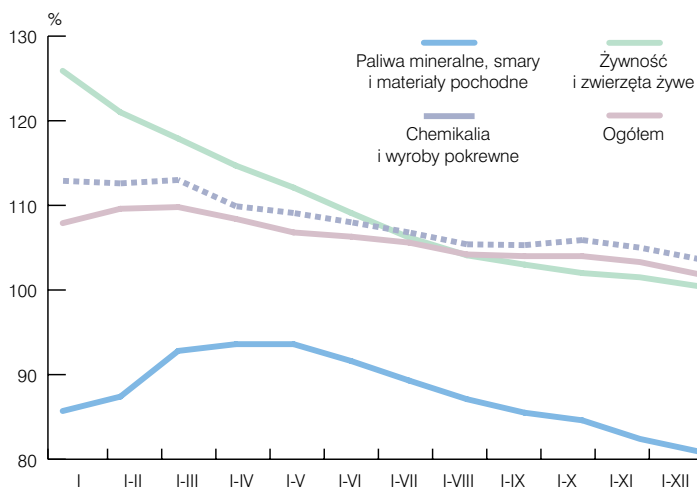
Rok 1998 przyniósł istotną poprawę *terms of trade* w polskim handlu zagranicznym, relacja ta wyniosła 104,3 w 1998 r. wobec 99,4 w 1997 r.

Należy stwierdzić, że zarówno spadek cen na rynkach światowych, jak też efekty umocnienia się złotego, które wyraźnie obniżyły dynamikę cen transakcyjnych w polskim handlu zagranicznym przyczyniły się do tłumienia presji inflacyjnej na rynku krajowym w 1998 r. Najsilniej efekt ten wystąpił w zakresie cen paliw, gdzie deflacyjny efekt cen zewnętrznych wpłynął na ograniczenie tempa wzrostu cen krajowych, mimo rosnących obciążeń z tytułu akcyzy. Na rynku artykułów żywnościowych wpływ cen zewnętrznych na proces dezinflacji

¹² Patrz przypis 11.

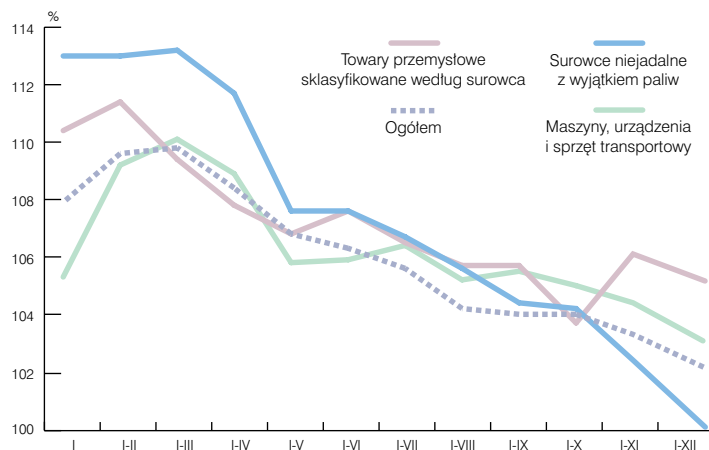
Wykres 24

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski w 1998 r. (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



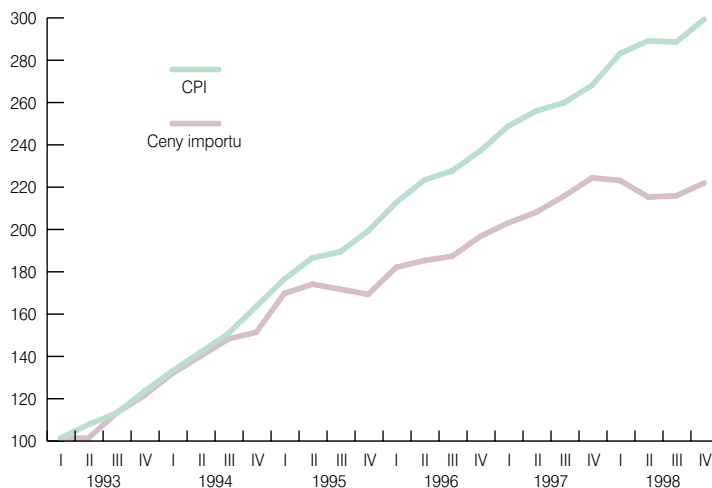
Wykres 25

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski w 1998 r. (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



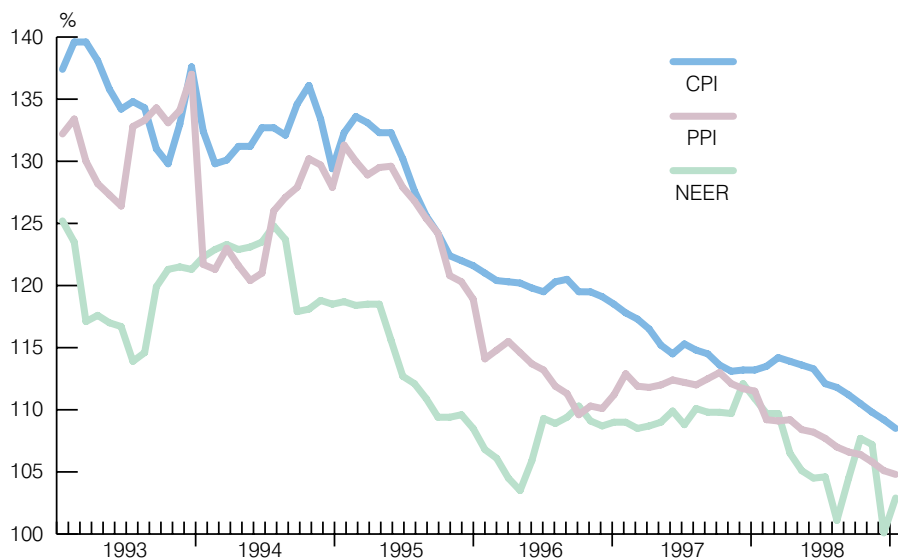
Wykres 26

Wskaźniki narastające cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz cen importu (I kwartał 1993 = 100)



Wykres 27

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), cen, produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) i NEER (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



był ograniczony ze względu na: protekcję importową oraz generalnie niewielki udział importowanej żywności w dostawach na rynek wewnętrzny.

Wpływ cen zewnętrznych na kształtowanie się inflacji na rynku krajowym obrazują wykresy 26 i 27.

Ceny akcji

Wpływ sytuacji na Giełdzie Papierów Wartościowych na ogólną sytuację gospodarczą zależy głównie od tego, czy występuje w danym kraju efekt dochodowy. Zależy więc od tego, czy wzrost kursów na giełdzie, powodujący zwiększenie się wartości aktywów podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych, wywołuje wzrost wielkości wydatków. W przypadku Polski sytuacja na giełdzie ma zapewne jakiś wpływ na gospodarkę, oddziałując na oczekiwania dotyczące przyszłego stanu koniunktury, tym niemniej udział akcji w portfelach aktywów podmiotów gospodarczych jest jeszcze zbyt mały, by efekt dochodowy miał istotne znaczenie (udział kapitalizacji giełdy w PKB w 1998 r. wyniósł 13,4%).

Sytuacja na giełdzie może wpłynąć na gospodarkę także w sytuacji, gdy wzrosty kursów akcji pociągną za sobą znaczne przyrosty wielkości

kredytów branych po to, by finansować zakupy akcji. Jeśli zjawisko tego rodzaju przybierze znaczne rozmiary, jak stało się to w roku 1997 w krajach Azji Południowo-Wschodniej, to gwałtowny spadek kursów akcji może wywołać pogorszenie się sytuacji finansowej kredytobiorców i będący tego konsekwencją kryzys płynności w systemie bankowym. Również i ta zależność nie ma jeszcze w przypadku Polski większego znaczenia ze względu na bardzo niską kapitalizację giełdy.

Dopiero w przyszłości, gdy znaczenie giełdy wzrośnie, sytuacja na niej zacznie silniej oddziaływać na ogólną sytuację gospodarczą.

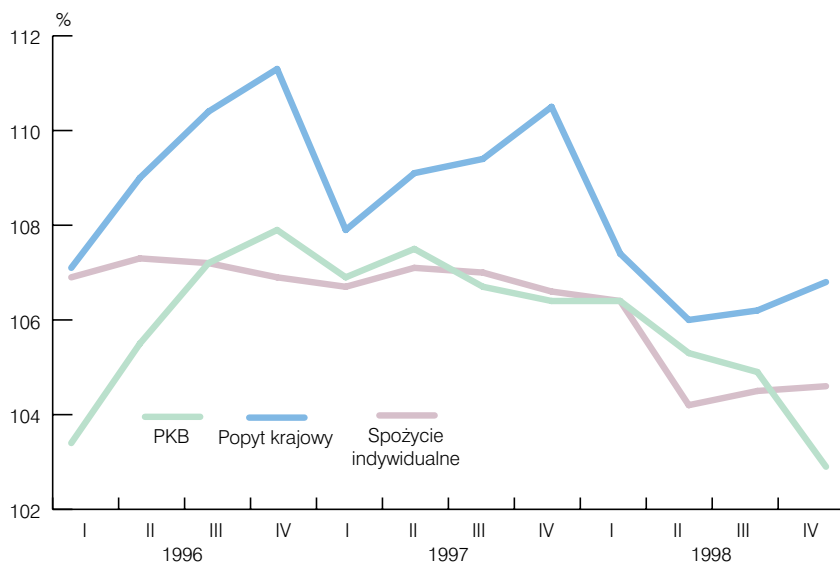
Rok 1998 nie był dobrym rokiem dla inwestorów w polskie akcje. Poziom WIG-u obniżył się z 14.886,2 pkt. na początku roku do 12.736,7 pkt. na jego końcu, przy jednoczesnych dużych fluktuacjach w trakcie tego okresu. Powody tych fluktuacji wynikały zarówno z czynników zewnętrznych (m.in. kryzys brazylijski i rosyjski), jak i wewnętrznych (przewidywane zmiany tempa wzrostu PKB, zyski spółek giełdowych). Najbardziej spektakularne osłabienie rynku związane było z rosyjskim kryzysem finansowym. Zamykanie swoich pozycji na polskim rynku przez inwestorów zagranicznych i krajowych spowodowało spadek WIG-u z 14.907,1 pkt. notowanych w dniu 19 sierpnia do 10.883,7 pkt. w dniu 1 września. Wynikiem tego było zmniejszenie się kapitalizacji giełdy warszawskiej w tym okresie z poziomu 56,7 do 45,1 mld zł. Po przejściu fazy kryzysowej, WIG oscylował w granicach 12-13 tys. pkt.

Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży

W 1998 r. na rynku krajowym nastąpiło zwiększenie podaży towarów i usług, spowodowane przez wzrost produkcji oraz przez dostawy z importu. Dostawy na rynek wewnętrzny zwiększało przesunięcie nań części produkcji, która w związku z pogorszeniem koniunktury zewnętrznej nie mogła być wyeksportowana. Stosunkowo duża już konkurencja i zwiększona podaż przy jednoczesnym osłabieniu popytu wewnętrznego, były czynnikami hamującymi podnoszenie cen przez producentów. Stąd też wzrost

Wykres 28

Dynamika PKB, popytu krajowego i spożycia indywidualnego według kwartałów w wyrażeniu realnym w latach 1996-1998 (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



kosztów, w tym płac, nie został w pełni przeniesiony na ceny produktów.

Mimo ograniczenia tempa wzrostu popytu krajowego, nie poprawił się istotnie stopień zrównoważenia wzrostu gospodarki polskiej. Stało się tak w rezultacie skokowego ograniczenia popytu zewnętrznego w drugiej połowie roku, spowodowanego kryzysem rosyjskim. Doprowadziło to w IV kwartale do spadku produkcji przemysłu i obniżenia tempa wzrostu PKB w porównaniu z IV kwartałem 1997 r. do 2,9%.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów (przy wzroście PKB odpowiednio o 6,4%, 5,3%, 4,9%), przy relatywnie wysokiej dynamice eksportu, obserwowano zbliżenie dynamiki popytu krajowego i podaży krajowej, dzięki czemu zahamowane zostało tempo narastania deficytu obrotów bieżących (patrz wykres 28). W tym okresie wzrost spożycia indywidualnego kształtował się poniżej wzrostu PKB. Wyższy o 0,7-1,3 pkt. proc. od wzrostu PKB wzrost popytu krajowego wynikał z nadal wysokiej dynamiki nakładów inwestycyjnych, choć o 5-8 pkt. proc. niższej niż w 1997 r. W IV kwartale przy podobnym do notowanego poprzednio tempie wzrostu popytu krajowego - wobec związanego z załamaniem eksportu obniżenia tempa wzrostu PKB - rozpiętość między

Tablica 4
Dynamika PKB i popytu krajowego w latach 1994-1998

Wyszczególnienie	1994	1995	1996	1997	1998
Spożycie ogółem	103,9	103,2	107,2	106,1	104,2
Spożycie indywidualne	104,3	103,3	108,3	106,9	104,9
Akumulacja brutto	109,0	124,1	119,5	120,8	114,1
Nakłady na środki trwałe	109,2	116,5	119,7	121,7	114,5
Popyt krajowy	104,7	106,7	109,6	109,3	106,5
Produkt krajowy brutto	105,2	107,0	106,0	106,8	104,8

dynamiką krajowego popytu finalnego i podaży ponownie wzrosła do 3,9 pkt. proc. Spowodowało to dalsze pogłębienie ujemnego salda eksportu i importu w ujęciu rachunków narodowych. Relacja deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego do PKB wzrosła do ponad 4%. W całym 1998 r. różnica między tempem wzrostu popytu krajowego (wzrost o 6,5%) i PKB (wzrost o 4,8%) wyniosła 1,7 pkt. proc. (patrz tablica 4).

Popyt wewnętrzny

W 1998 r. w gospodarce narodowej Polski wolniej niż w poprzednich latach rósł popyt globalny (patrz tablica 4). Na osłabienie dynamiki popytu finalnego złożyło się zmniejszenie tempa wzrostu wszystkich jego składników. Wobec osłabienia dynamiki aktywności gospodarczej zmalało również tempo wzrostu spożycia pośredniego (zużycia produktów i usług na cele ich wytwarzania).

Spadek dynamiki konsumpcji indywidualnej związany był z wolniejszym wzrostem dochodów gospodarstw domowych, zarówno w wyniku ograniczenia dynamiki dochodów z pracy najemnej, jak i w efekcie osłabienia wzrostu produkcji i usług w małych podmiotach gospodarczych. Rozwierające się „nożyce cen” w rolnictwie (relacja między zmianami cen produktów sprzedawanych a zmianami cen produktów nabywanych przez rolników z poziomu 101,8% w 1995 r., 96,0 - 95,8% w latach 1996-1997, pogorszyła się do 92,3% w 1998 r.), spowodowały, mimo korzystnych rezultatów produkcyjnych,

dalszy spadek dochodów nominalnych gospodarstw związanych z rolnictwem.

Mniejsza niż w poprzednich latach była dynamika nakładów inwestycyjnych na środki trwałe, chociaż ich tempo wzrostu było znacznie wyższe niż innych składników popytu finalnego. W ciągu roku w miarę pogarszających się ocen przyszłych możliwości zbytu produkcji obserwowano stopniowe osłabienie dynamiki aktywności inwestycyjnej. Przyczyniały się do tego również złe wyniki finansowe przedsiębiorstw, ograniczające możliwości realizacji inwestycji przy udziale środków własnych.

Na ograniczenie popytu korzystnie wpływała w I połowie 1998 r. polityka fiskalna. Nastąpiło obniżenie relacji deficytu budżetu państwa oraz wydatków budżetowych do PKB, w strukturze wydatków zmniejszyły się udziały wydatków budżetowych o prokonsumpcyjnym charakterze. Zaszły istotne, działające antyinflacyjnie, zmiany w strukturze finansowania deficytu. Korzystne dla ograniczenia popytu oddziaływanie polityki fiskalnej osłabione zostało w drugiej połowie roku przez wzrost zadłużenia jednostek budżetowych.

Konsumpcja indywidualna

W 1998 r. tempo wzrostu spożycia indywidualnego zmniejszyło się do 4,8%, w porównaniu z 6,9% w 1997 r. oraz 8,3% w 1996 r. Tempo wzrostu spożycia indywidualnego w 1998 r., podobnie jak w 1997 r., było zbliżone do tempa wzrostu PKB. W 1996 r. realny wzrost spożycia indywidualnego wyraźnie wyprzedzał wzrost PKB (patrz wykres 29).

Tablica 5

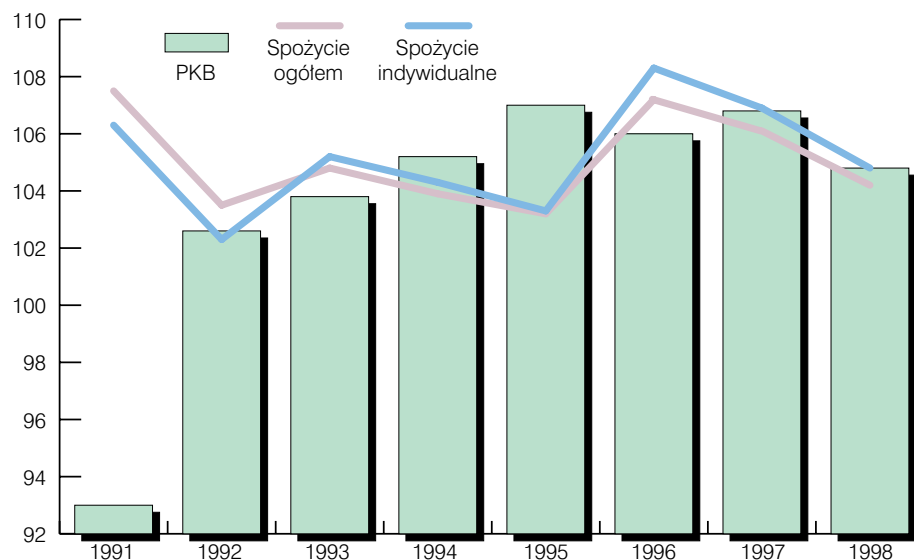
Kształtowanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, spożycia indywidualnego, PKB w latach 1995-1998

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998
	w mld zł	rok poprzedni = 100		
Dochody do dyspozycji	220,1	106,3	104,2	107,4
Spożycie Indywidualne	184,8	103,3	108,3	106,9
PKB	306,3	107,0	106,0	106,8

Źródło: Rocznik Statystyczny 1998 r., GUS, Warszawa oraz „Biuletyn Statystyczny” nr 3, Warszawa kwiecień 1999 r.

Wykres 29

Dynamika PKB, spożycia ogółem oraz spożycia indywidualnego w wyrażeniu realnym w latach 1991-1998 (rok poprzedni = 100)



Spadek dynamiki popytu konsumpcyjnego wiązał się z ograniczeniem tempa wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Jak obecnie szacuje NBP, były one nominalnie o ok. 16% większe niż w 1997 r., a ich siła nabywcza wzrosła o ok. 4% (w 1997 r. odpowiednio o 23,4% i o ponad 7%) - patrz tablica 5.

Zmniejszenie dynamiki dochodów do dyspozycji było głównie wynikiem wolniejszego wzrostu dochodów pierwotnych brutto gospodarstw domowych, zwłaszcza związanych z nadwyżką operacyjną brutto z działalności gospodarczej. Szacuje się, że w gospodarstwach rolniczych była ona mniejsza niż w 1997 r. nawet w ujęciu nominalnym. W gospodarstwach poza rolnictwem, a więc głównie wśród rodzin właścicieli małych sklepów i zakładów produkcyjnych, w znacznej mierze uzależnionych od handlu bazarowego i przygranicznego, nastąpił spadek dochodów w ujęciu realnym.

Dynamika dochodów z pracy najemnej, stanowiących ponad 50% dochodów pierwotnych, mimo wzrostu zatrudnienia obniżyła się z ponad 21% w 1997 r. do ok. 17% w 1998 r. Przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły

w 1998 r. o 16,1%, a realnie o 3,8%, wobec założonego wzrostu w ustawie budżetowej na 1998 r. o 3,2%. Przeciętne wynagrodzenie w sferze budżetowej (wg klasyfikacji GUS) wzrosło w 1998 r. o 16,9%, a realnie o 4,6% wobec zakładanego wzrostu o 1,8%. W 1998 r. znacznie wzrósł udział jednostek budżetowych podległych samorządom terytorialnym, a wyższy poziom płac w tych jednostkach w decydujący sposób wpłynął na osiągnięcie wyższego wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w całej sferze budżetowej.

Znaczne tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obserwowane do kwietnia 1998 r. (2,4% w porównaniu z analogicznym okresem sprzed roku), od maja 1998 r., wraz z osłabieniem aktywności gospodarczej, zaczęło obniżać się o 0,1 pkt. proc. miesięcznie. Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w okresie styczeń - październik w porównaniu z takim samym okresem roku ubiegłego wyniósł 1,9% i taki wskaźnik wzrostu utrzymał się już do końca 1998 r. Wzrost zatrudnienia w 1998 r. w sektorze przedsiębiorstw, jak też wzrost zatrudnienia w całej gospodarce, nie zapewnił jednak ograniczenia stopy bezrobocia do poziomu określonego w ustawie budżetowej, tj. do 10,1%. Od początku roku następował stały spadek stopy bezrobocia, a osiągnięcie w listopadzie 1998 r. wskaźnika na poziomie 9,9% wskazywało, że nie przekroczy on na koniec roku 10%. W grudniu jednak zarejestrowano 207,5 tys. nowych bezrobotnych, zaś wyrejestrowano tylko 119,5 tys., a stopa bezrobocia w końcu 1998 r. wyniosła 10,4%.

Szacuje się, że wyższy niż w 1997 r. był wzrost dochodów z własności, zwłaszcza z tytułu odsetek i dywidend, wolniejszy - wzrost dochodów ze świadczeń i innych transferów społecznych (zwłaszcza wypłat emerytur i rent) oraz transferów bieżących (w 1998 r. znacznie mniejsze niż w 1997 r., kiedy wypłacano większość odszkodowań związanych z powodzią, było saldo odszkodowań i składek ubezpieczeniowych). Emerytury i renty, zarówno pracownicze, jak i rolnicze, waloryzowane były w 1998 r. dwukrotnie (zgodnie z założeniami ustawy budżetowej) jednakowym wskaźnikiem 105,25%. W wyniku waloryzacji przeciętna emerytura i renta pracownicza wzrosła nomi-

nalnie o 13,9%, a realnie o 1,9%, zaś rolnicza o 14,3%, realnie o 2,2%. Nieznacznie został przekroczony realny wzrost tych świadczeń (odpowiednio o 0,4 i 0,7 pkt. proc.). Pomimo jednak nieznacznego przekroczenia ustalonego poziomu realnego wzrostu świadczeń, pogorszeniu uległy relacje pomiędzy przeciętną emeryturą i rentą pracowniczą a przeciętnymi wynagrodzeniami w gospodarce narodowej, bowiem w 1998 r. stanowiły one 59,1%, w 1997 r. zaś 60,6%.

Wzrost spożycia indywidualnego był nieco wyższy niż dochodów do dyspozycji brutto. Nastęstwem tego był, po wzroście w 1997 r., spadek stopy oszczędności brutto gospodarstw domowych. Jak się wstępnie szacuje, było to wynikiem stosunkowo niskiego wzrostu oszczędności finansowych. Nastąpił wprawdzie wysoki wzrost depozytów złotych (choć niższy niż przed rokiem), ale mniejszy niż w 1997 r. był przyrost pieniądza gotówkowego, zmniejszyły się depozyty walutowe. Można więc powiedzieć, że osłabienie wzrostu dochodów nie tylko obniżyło tempo wzrostu konsumpcji, ale spowodowało również zmniejszenie skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

Nastąpiły dalsze zmiany w strukturze wydatków gospodarstw domowych. Z ok. 16,5% do prawie 19% wzrósł udział wydatków związanych z utrzymaniem mieszkań. Do 4% zbliżył się udział wydatków za najem mieszkań. Udział wydatków na zdrowie przekroczył 4%. Obniżyły się udziały wydatków na żywność, odzież i obuwie. Zmiany w strukturze wydatków zgodne były z ogólnie znaną prawidłowością zmniejszania udziału dóbr pierwszej potrzeby w konsumpcji w miarę wzrostu dochodów i zamożności gospodarstw domowych. Przy utrzymującej się na rynku nadwyżce podaży towarów, zaspokajającej te potrzeby, zmiany w strukturze popytu konsumpcyjnego sprzyjały obniżeniu inflacji.

Inwestycje

W 1998 r. obniżyła się dynamika popytu inwestycyjnego. Nakłady brutto na środki trwale wzrosły realnie o 14,5%, wobec 21,7% w poprzednim roku (patrz tablica 6). W przedsiębiorstwach utrzymywa-

Tablica 6

Dynamika wzrostu wolumenu PKB i nakładów na środki trwałe w gospodarce ogółem oraz stopa inwestycji w latach 1991-1998

Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
PKB	93,0	102,6	103,8	105,2	107,0	106,0	106,8	104,8
Nakłady brutto na środki trwałe	95,6	102,3	102,9	109,2	116,9	119,7	121,7	114,5
Stopa inwestycji (ceny bieżące)	21,7	18,7	17,7	18,0	18,7	20,9	23,6	25,0

Źródło: Rocznik Statystyczny 1997 i 1998, GUS, Warszawa oraz Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju. Rok 1998, GUS, Warszawa 1999-01-28. Obliczenia własne.

ła się znaczna aktywność inwestycyjna, chociaż w miarę ogólnie pogarszającej się sytuacji gospodarczej i wyników finansowych przedsiębiorstw (co na przyszłość może oznaczać zmniejszenie zdolności przedsiębiorstw do akumulowania wolnych środków pieniężnych) obserwowano spadek tempa inwestowania - z ponad 27% w I półroczu do ok. 19% w III kwartale i ok. 14% w IV kwartale. Pogorszenie wyników finansowych przedsiębiorstw było, obok złych ocen perspektyw zbytu produkcji, czynnikiem powodującym ograniczenie rozpoczynania nowych zadań inwestycyjnych. W 1998 r. nakłady inwestycyjne na środki trwałe, poniesione przez przedsiębiorstwa duże i średnie¹³, wzrosły w cenach bieżących o 30,4%, w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego, podczas gdy w 1997 r. zanotowano wzrost o prawie 40%. Wyższa była dynamika wartości nakładów na budynki i budowle (134,5%) niż wartości zakupów maszyn, urządzeń technicznych i narzędzi (131,5%). Zważywszy jednak, że dynamika cen produkcji budowlano-montażowej (112,9%) była w 1998 r. dwukrotnie wyższa niż dynamika cen produkcji sprzedanej działu produkcji maszyn i urządzeń (106,3%) - wolumen zakupów wzrósł o ok. 24%, wobec wzrostu o ok. 19% nakładów na budynki i budowle.

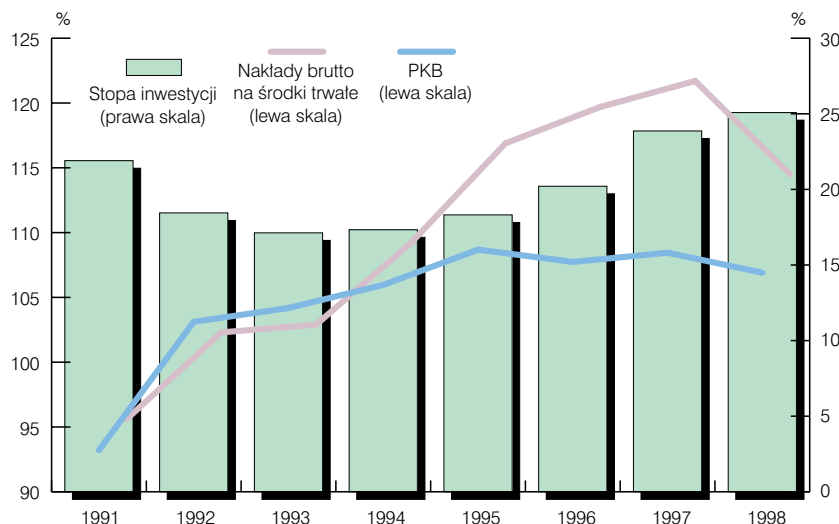
Nieco wyższa niż w 1997 r. była dynamika nakładów jednostek budżetowych. Udział wydatków majątkowych w wydatkach budżetu państwa wzrósł z 6,1% w 1997 r. do 6,8% w 1998 r.

Niska była dynamika inwestycji, które w rachunkach narodowych ujmowane są w sektorze gospodarstw domowych. Nie nastąpiła poprawa w bu-

¹³ Na podstawie „Biuletynu Statystycznego” nr 3, GUS, Warszawa, kwiecień 1999 r.

Wykres 30

Stopa inwestycji w gospodarce ogółem na tle dynamiki PKB i nakładów brutto na środki trwałe
– ceny stałe (rok poprzedni = 100)



downictwie mieszkaniowym. Szacuje się, że w związku z ograniczeniami sprzedaży bazarowej i w małych sklepach, co częściowo związane jest ze spadkiem tzw. turystyki zakupowej oraz wzrostem konkurencji szybko rozwijającej się sieci placówek wielkich organizacji handlowych (w tym sieci zagranicznych), zmniejszyły się nakłady ponoszone przez małe podmioty gospodarcze. Szczególnie głęboki, w związku z kolejnym rokiem obniżenia dochodów, był spadek inwestycji w rolnictwie indywidualnym.

Mimo obniżenia się dynamiki nakładów na środki trwałe brutto, utrzymała się - obserwowana od 1994 r. - tendencja wzrostu stopy inwestycji w całej gospodarce narodowej (patrz wykres 30).

Na podstawie salda obrotów bieżących i transferów kapitałowych można szacować, że w 1998 r. nastąpił dalszy wzrost nadwyżki inwestycji nad oszczędnościami krajowymi gospodarki, wzrósł udział inwestycji pokrywanych oszczędnościami zagranicznymi. Zmniejszył się przyrost oszczędności wygospodarowanych w sektorze gospodarstw domowych. Pogorszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw wpłynęło na zwiększenie przyrostu zadłużenia tego sektora. Korzystne zmiany zaszły w sektorze instytucji publicznych. Można szacować, że nastąpiło

dalsze zmniejszenie przyrostu zadłużenia w podsektorze instytucji rządowych (budżetu państwa). W podsektorze instytucji samorządowych, po kilkuletnim okresie kreowania oszczędności, w 1998 r. zanotowano przyrost zadłużenia.

Budżet państwa

W 1998 r. deficyt budżetu państwa osiągnął 13,2 mld zł i stanowił 91,6% poziomu przyjętego w ustawie budżetowej na 1998 r. Relacja deficytu budżetowego do PKB wyniosła ok. 2,4%, wobec 2,7% w 1997 r. i 3,4% w 1996 r.¹⁴ Rok 1998 charakteryzował się dalszym zmniejszeniem skali redystrybucji produktu krajowego przez budżet państwa (patrz tablica 7).

Realizacja deficytu budżetowego na takim poziomie była efektem nie tylko działań polityki fiskalnej, ale również innych czynników leżących poza obszarem oddziaływania tej polityki. Wolniejsze niż prognozowano tempo wzrostu gospodarczego, niższa inflacja, niższe niż przewidywano wpływy z akcyzy, ceł oraz zaległości podatkowe, były głównymi przyczynami niewykonania założonych dochodów

¹⁴ Zgodnie z ujęciem obowiązującym od 1998 r. przychody z prywatyzacji nie mogą być zaliczane do dochodów budżetu państwa. Według tej formuły deficyt budżetu państwa wyniósł w 1997 r. – 12,4 mld zł; w 1996 r. – 12,9 mld zł.

Tablica 7

Podstawowe kategorie budżetu państwa w relacji do PKB (w %)

Wyszczególnienie	1997	1998
Dochody budżetu państwa	25,5	23,0
w tym:		
- podatki pośrednie	11,8	11,7
- podatek dochodowy od osób prawnych	2,8	2,7
- podatek dochodowy od osób fizycznych	6,4	6,3
- wpłaty z zysku	0,2	0,1
- wpływy z cła	1,5	1,1
Wydatki budżetu państwa	26,8	25,4
w tym:		
- dotacje i subwencje	9,9	9,3
- wydatki bieżące jednostek sfery budżetowej	8,9	8,4
- obsługa długu publicznego	3,5	3,3
- wydatki majątkowe	1,6	1,7

budżetu państwa. Ukształtowały się one na poziomie 126,6 mld zł i były niższe od zakładanych w ustawie budżetowej o ok. 2,5 mld zł, tj. 1,9%. Wydatki budżetu państwa wyniosły 139,8 mld zł, tj. o 3,7 mld zł (o 2,6%) mniej niż ustalono w ustawie budżetowej. Realizacja wydatków poniżej planu wynikała głównie z oszczędności w wydatkach na koszty obsługi długu krajowego i zagranicznego oraz niższej dotacji do Funduszu Pracy. Obniżenie kosztów obsługi długu publicznego osiągnięto w wyniku m.in. niższego niż zakładano kształtowania się podstawowych parametrów istotnych przy spłacie zadłużenia, tj. kursu walutowego oraz stóp procentowych.

W analizowanym okresie wystąpiła zmiana struktury popytu wewnętrznego, kreowanego przez budżet państwa. Budżet państwa rozdysponował mniej środków na dotacje i subwencje (z 37,1% ogółu wydatków w 1997 r. do 36,4% w 1998 r.), będące wydatkami o charakterze świadczeniowo-konsumpcyjnym, zwiększając jednocześnie popyt poprzez finansowanie wydatków na cele inwestycyjne jednostek budżetowych (wzrost wydatków majątkowych z 6,1% w 1997 r. do 6,8% w wydatkach ogółem w 1998 r.).

Ograniczanie popytu konsumpcyjnego przez budżet państwa odbywało się nie tylko w drodze ograniczania skali dotacji do zadań gospodarczych, ale również przez zmniejszenie tempa wzrostu płac sfery budżetowej i świadczeń emerytalno-rentowych, zarówno pracowniczych, jak i rolniczych.

Wydatki sztywne, związane z obciążeniami z tytułu obsługi długu publicznego oraz dopłatami do zabezpieczeń społecznych, odgrywały nadal istotną rolę - chociaż w nieco mniejszej skali niż przed rokiem - w strukturze wydatków budżetowych. Ich udział w wydatkach ogółem wyniósł w 1998 r. 27,4%, podczas gdy przed rokiem stanowił 28,8%.

W 1998 r. utrzymała się tendencja wzrostu dodatniego salda pierwotnego budżetu państwa¹⁵. Wielkość pierwotnego salda budżetu państwa umożliwia dokonanie oceny, na ile budżet państwa może samodzielnie sfinansować dług publiczny. W 1998 r.

¹⁵ Saldo pierwotne stanowi różnicę między dochodami i wydatkami pierwotnymi budżetu państwa, tj. wydatkami nieobejmującymi kosztów obsługi długu publicznego.

budżet państwa osiągnął wysokie dodatnie saldo pierwotne, sięgające 4,7 mld zł, a jego poziom był wyższy od osiągniętego w roku 1997 o 22,5%, co oznacza zwiększenie zdolności budżetu do „samofinansowania się”.

Rok 1998 był kolejnym okresem, w którym odnotowano korzystne zmiany w strukturze finansowania deficytu budżetowego. Wystąpiła wyraźna przewaga udziału sektora pozabankowego. Udział ten wyniósł w 1998 r. ok. 88,5%, podczas gdy przed rokiem stanowił 38,6%. Było to wynikiem znacznego wzrostu, o 179,6% więcej niż w ub.r., zakupów skarbowych papierów wartościowych przez niebankowych inwestorów krajowych, co z punktu widzenia polityki stabilizacyjnej jest zjawiskiem niezwykle pożądanym. Zaciąganie długu na rynkach zagranicznych wiąże się zwykle z wyższym poziomem ryzyka, wynikającym ze zmian kursów walutowych oraz wahań stóp procentowych, co w obecnej sytuacji utrzymywania się na dość wysokim poziomie deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego jest sprawą szczególnie istotną.

Czynnikiem zwiększającym finansowanie w sektorze pozabankowym okazał się również wysoki, chociaż nierównomierny w ciągu roku, popyt inwestorów zagranicznych na skarbowe papiery wartościowe. Wzrost zadłużenia budżetu państwa wobec inwestorów zagranicznych, kupujących skarbowe papiery na rynku krajowym, nie stwarza jednak większego zagrożenia, gdyż uwzględniając, że nabywali oni przede wszystkim obligacje 5-letnie o stałym oprocentowaniu (80% całego przyrostu), nie można przypisywać im nastawienia krótkookresowego i skłonności do szybkiego wycofywania się z polskiego rynku.

Widoczne było obniżenie udziału systemu bankowego w finansowaniu deficytu budżetowego. Redukcja tego finansowania w systemie bankowym pozwoliła na ograniczenie roli budżetu w kreacji podaży pieniądza.

W 1998 r. zgodnie z zapisem konstytucyjnym nie miało miejsca inflacyjenne finansowanie deficytu w NBP w drodze bezpośredniej sprzedaży bonów skarbowych.

Odnotowany jednakże wzrost zadłużenia w banku centralnym wynikał z zamiany części zadłużenia za-

granicznego (obligacji *Brady'ego*) na obligację nominowaną w dolarach, przyjętą przez NBP. Operacja przedterminowego wykupu obligacji *Brady'ego* wpłynęła również na saldo finansowania zagranicznego. W 1998 r. - podobnie jak w roku poprzednim - było ono ujemne i ukształtowało się na wysokim poziomie - 3,3 mld zł.

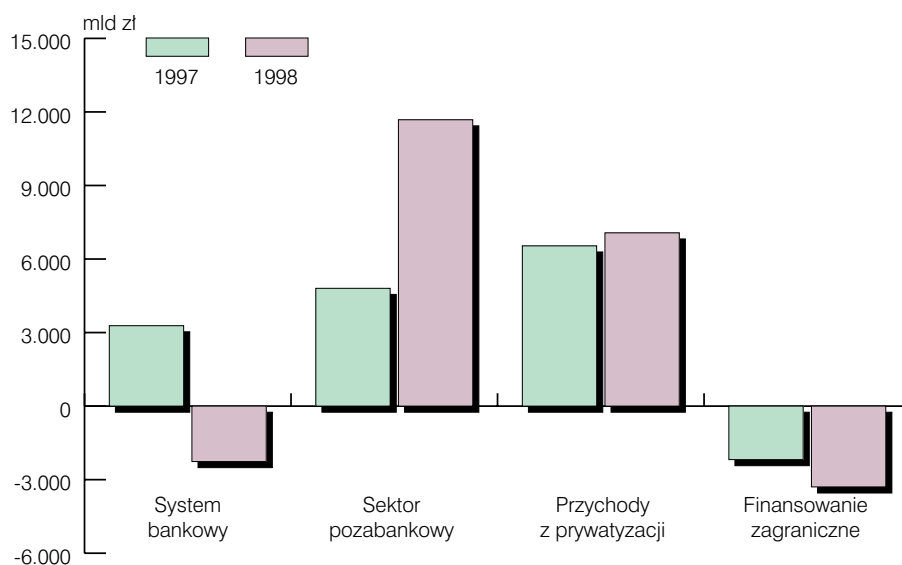
Znaczny udział w finansowaniu niedoboru budżetowego (53,8%) miały w 1998 r. przychody z prywatyzacji. Zrealizowane wpływy z prywatyzowanego majątku narodowego wyniosły ok. 7,1 mld zł i przekroczyły planowaną wielkość o ok. 300 mln zł, głównie dzięki sprzedaży akcji Telekomunikacji Polskiej SA i Banku Przemysłowo-Handlowego SA. W stosunku do roku ubiegłego relacja przychodów z prywatyzacji do wytworzonego PKB ukształtowała się na podobnym poziomie i wyniosła 1,3%, wobec 1,4% w roku poprzednim.

Strukturę podmiotową finansowania niedoboru budżetowego przedstawia wykres 31.

Odnotowany - szczególnie w I połowie 1998 r. - korzystny wpływ ograniczenia popytu ze strony budżetu państwa, wyrażający się redukcją deficytu budżetowego w relacji do PKB, został osłabiony poprzez narastanie w ostatnich miesiącach roku zobowiązań państwowych jednostek budżetowych. Zadłużenie wymagalne tych jednostek wyniosło

Wykres 31

Struktura podmiotowa finansowania niedoboru budżetowego

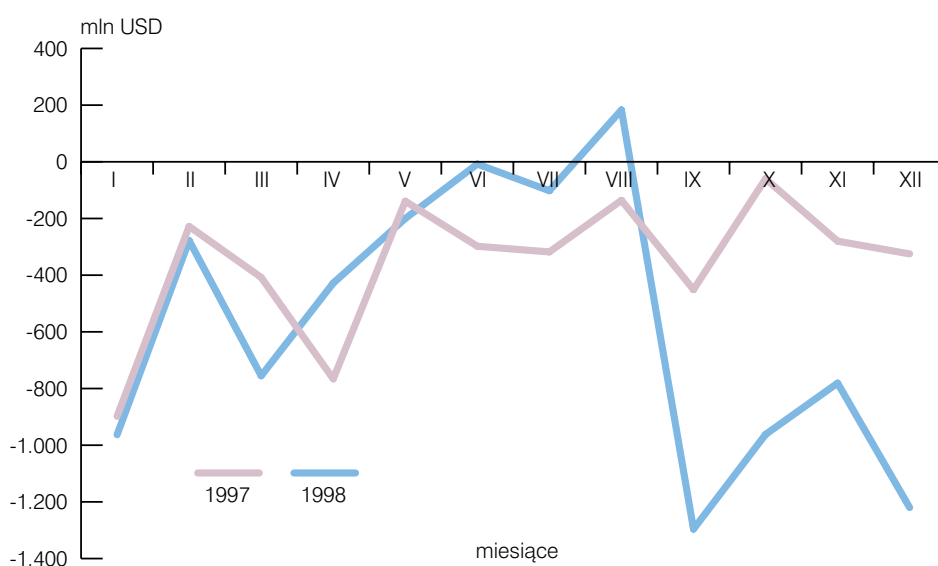


w końcu 1998 r. ok. 6,7 mld zł, z czego ok. 5 mld zł stanowił dług zaciągnięty w 1998 r., głównie przez dział „ochrona zdrowia”. Powiększenie wykazanego w 1998 r. deficytu budżetowego o przyrost wymagalnych zobowiązań jednostek budżetowych oznaczałoby jego wzrost do 3,1% PKB, a więc jedynie symboliczne zmniejszenie kreowanego przez budżet popytu wewnętrznego w stosunku do poprzedniego roku (w 1997 r. relacja ta wynosiła 3,2% PKB).

Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne

Nadal utrzymująca się w 1998 r. nadwyżka popytu wewnętrznego nad wzrostem PKB sprzyjała absorpcji oszczędności zagranicznych przez polską gospodarkę. W 1998 r. nastąpiło pogłębienie deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego, stosunek ujemnego salda wobec PKB wzrósł do poziomu 4,4%, w porównaniu z 3,0% w 1997 r. i 0,95% w 1996 r. To pogorszenie równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki wynikało jednak przede wszystkim z załamania dynamiki eksportu w wyniku efektów zewnętrznego szoku popytowego, co znalazło wyraz także w niższym tempie wzrostu PKB.

Wykres 32
Saldo obrotów bieżących w latach 1997-1998



Średnie roczne tempo wzrostu wolumenu eksportu obniżyło się prawie o połowę, z 13,7% w 1997 r. do 9,4% w 1998 r., podczas gdy odpowiednie wskaźniki dla importu wyniosły 22,0% i 14,6%¹⁶.

Rok 1998 cechowała zmienność tendencji w zakresie kształtowania się salda obrotów bieżących (wykres 32), co pozwala wyróżnić dwa odrębne okresy.

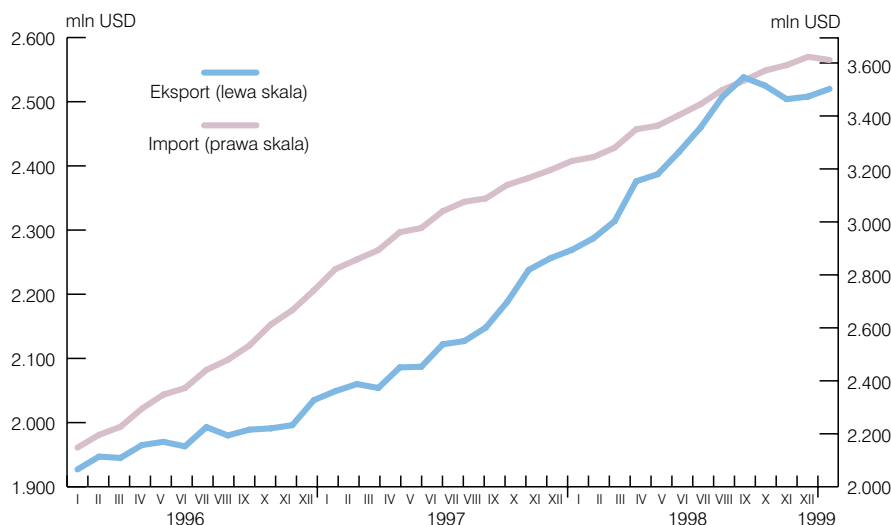
W pierwszym okresie, trwającym do sierpnia, następował szybki wzrost rezerw dewizowych i spadek deficytu obrotów bieżących (w sierpniu pojawiła się nadwyżka w kwocie 183 mln USD). Drugi okres, poczynając od września, charakteryzuje znaczny deficyt obrotów bieżących. Podczas gdy w okresie styczeń - sierpień 1997 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 3.184 mln USD, to w tym samym okresie roku 1998 deficyt ten obniżył się do poziomu 2.583 mln USD. W skali roku deficyt obrotów bieżących wzrósł jednak z poziomu 4.312 mln USD w 1997 r. do 6.858 mln USD w 1998 r.

Znaczne pogorszenie salda obrotów handlu zagranicznego, przesądzające o deficycie obrotów bieżących, było przede wszystkim wynikiem załamania dynamiki eksportu w drugiej połowie 1998 r. (patrz wykres 33). W okresie styczeń - lipiec 1998 r. eksport rozwijał się jeszcze dynamicznie i wykazał w sto-

¹⁶ „Handel Zagraniczny” styczeń-grudzień 1998 r., GUS.

Wykres 33

Dynamika wpływów za eksport i wydatów za import (12-miesięczna średnia ruchoma z wartości 1996-1998)



Tablica 8

Główne wskaźniki ekonomiczne najważniejszych gospodarek świata w latach 1997-1998

Kraj (grupa)	PKB	Inflacja	Stopy krótkoterminowe	Stopy długoterminowe
			(3-miesięczne)	(10-letnie)
Strefa euro	2,4 (2,5)	0,8 (2,0)	3,17 (4,01)	4,71 (5,99)
USA	4,3 (3,9)	1,6 (2,3)	5,00 (5,62)	5,33 (6,45)
Japonia	-2,8 (0,8)	0,6 (1,7)	0,18 (0,36)	1,30 (2,15)

Dane w procentach; w nawiasie rok 1997. Źródło: European Central Bank, „Monthly Bulletin”, 02.99, „The Economist”, 20-26.03.99.

sunku do analogicznego okresu roku ubiegłego wzrost o ponad 19%, przekraczający dynamikę wzrostu importu o ok. 4 pkt proc.

Na tak ukształtowane tendencje w zakresie obrotów bieżących relatywnie najsilniej wpłynęły zewnętrzne czynniki popytowe. W roku 1998 pogłębiły się i rozszerzyły tendencje recesyjne w gospodarce światowej (patrz tablica 8), co bezpośrednio - przez spadek popytu importowego i pośrednio - poprzez niskie ceny w handlu międzynarodowym - wpłynęło na bardzo znaczne ograniczenie możliwości zbytu polskich eksporterów. Wskaźnik koniunktury zewnętrznej (obliczony na podstawie wskaźników wzrostu PKB w wyrażeniu realnym najważniejszych odbiorców naszego eksportu, ważonych ich udziałem w naszym wywozie) obniżył się w 1998 r. do 1,67% z poziomu 1,89% w 1997 r. Pierwsza połowa roku 1998 charakteryzowała się generalnie dobrą koniunkturą zewnętrzną, natomiast w drugiej połowie roku zaostrenie się kryzysu w Rosji i wyraźne pogarszanie się koniunktury w większości gospodarek Unii Europejskiej znacznie utrudniło warunki zbytu na najbardziej newralgicznych rynkach dla polskiego eksportu. Bardzo wyraźne pogorszenie koniunktury w gospodarce niemieckiej wystąpiło w IV kwartale 1998 r. Towarzyszył temu spadek zamówień w przemyśle przetwórczym: krajowych o 3,9% (w stosunku do III kwartału 1998 r.) i zagranicznych o odpowiednio 3,2%. Produkcja przemysłowa obniżyła się w tym samym okresie o 2,3%, a PKB o 0,4%.

Efekty tak poważnej dekonunktury w gospodarce niemieckiej (porównywalnej do recesji lat 1995-1996) wpłyną na kontynuację niekorzystnych warunków zbytu dla polskich eksporterów na rynku UE, przynajmniej w I połowie 1999 r.

Wpływ kryzysu rosyjskiego na pogorszenie się salda handlu zagranicznego w 1998 r.*

Do naszych obliczeń przyjmujemy, że wpływ kryzysu rozpoczął się w lipcu 1998 r. Już w tym miesiącu nastąpił spadek eksportu do krajów byłego ZSRR o około 14%.

Przyjęliśmy dwie metody do oszacowania wpływu kryzysu rosyjskiego. Opierają się one na symulacji kształtowania się eksportu do krajów byłego ZSRR w okresie od lipca do grudnia 1998 r. Oszacowany w ten sposób eksport porównywany jest z faktycznym i różnica między pierwszym a drugim oznaczona jest jako strata wynikająca z kryzysu rosyjskiego.

Obie przyjęte metody różnią się między sobą okresem bazowym (uznawanym jako podstawa do oszacowania hipotetycznego eksportu w okresie VII-XII 1998 r.) Pierwsza metoda opiera się na porównaniu dynamiki eksportu VII-XII 97/I-VI 97 z dynamiką VII-XII/I-VI 98 (oznacza to, że rokiem bazowym jest tylko rok 1997). Druga metoda opiera się na porównaniu dynamik I-VI 97/I-VI 96 i VII-XII 97/VII-XII 96 z dynamikami I-VI 98/I-VI 97 i VII-XII 98/VII-XII 97 (w tym przypadku bazą są lata 1996 i 1997).

Po przeprowadzeniu obliczeń oszacowaliśmy, że wpływ kryzysu rosyjskiego na nasz eksport kształtował się w przedziale **1,35-2,25 mld USD**. Wielkości te stanowią około 4,7-7,9 mld PLN (przyjmując jako średni kurs za 1998 r. - 3,4937 PLN/USD), co stanowi odpowiednio około 1,3-2,1% produkcji sprzedanej przemysłu za cały rok 1998.

Oszacowana strata, wynikająca z kryzysu rosyjskiego, kształtuje się w granicach 4,8-8% całego eksportu w 1998 r.

Eksport w 1998 r. w stosunku do 1997 r. wzrósł o około 9,6%. Obliczona strata obniża dynamikę eksportu w 1998 r. o około 5,2-8,7 pkt. proc., która bez wpływu kryzysu rosyjskiego kształtowałaby się na poziomie odpowiednio 14,9-18,4%.

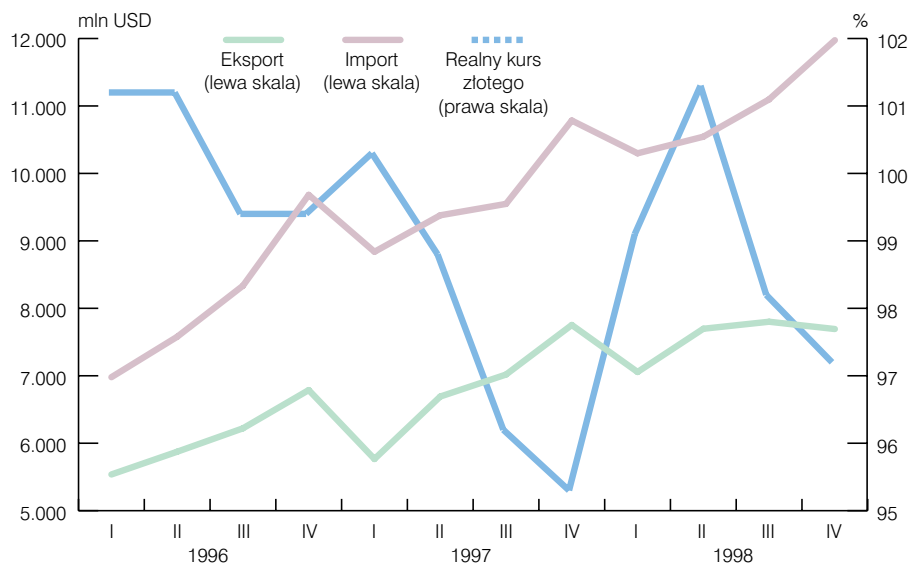
W 1998 r. deficyt obrotów handlowych w stosunku do PKB wyniósł 8,7%. Przy wyeliminowaniu wpływu kryzysu rosyjskiego na naszą gospodarkę osiągnęlibyśmy deficyt handlu zagranicznego w wysokości 7,8-7,2% PKB.

* Badanie przeprowadzono na danych GUS.

Na kształtowanie się salda handlu zagranicznego i bilansu obrotów bieżących oddziaływały także zmiany realnego efektywnego kursu walutowego (patrz wykres 34). Z analizy statystycznej wynika, że najsilniejsze i najbardziej statystycznie istotne zależności między realnym efektywnym kursem walutowym a

Wykres 34

Eksport, import i realny efektywny kurs złotego w latach 1996-1998



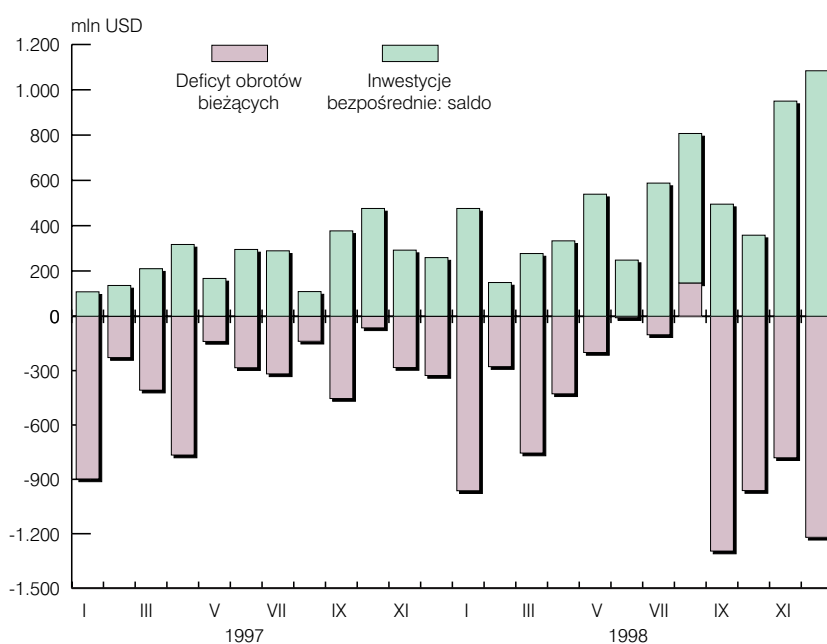
eksportem obserwowane są po trzech kwartałach. Biorąc zatem pod uwagę, że istotna realna aprecjacja złotego miała miejsce od listopada 1997 r., można oczekiwać, że jej ujemne efekty dla eksportu powinny były wystąpić w trzecim kwartale 1998 r., nakładając się na efekty kryzysu rosyjskiego i spadku koniunktury na innych rynkach. Przy analizie przyczyn załamania dynamiki eksportu trudno jest więc oddzielić ewentualne konsekwencje aprecjacji złotego od efektów zewnętrznego wstrząsu popytowego. Wydaje się jednak, że ten ostatni czynnik odegrał tu decydującą rolę.

W 1998 r. wzrost importu ograniczała polityka makroekonomiczna, ukierunkowana na hamowanie popytu krajowego i deficytu obrotów bieżących, pobudzały go natomiast czynniki kosztowe, a mianowicie: wyraźne umocnienie się w I półroczu kursu złotego oraz ostry spadek cen na rynkach światowych.

Należy zatem stwierdzić, że ostrożna polityka makroekonomiczna oraz osłabienie złotego w II półroczu przyczyniły się do stosunkowo łagodnej reakcji na zewnętrzne wstrząsy i pozwoliły uniknąć poważnej destabilizacji na polskim rynku walutowym.

Wykres 35

Finansowanie deficytu obrotów bieżących inwestycjami bezpośrednimi w latach 1997-1998



Wzrost deficytu obrotów bieżących nie był efektem presji popytowej, lecz działania przede wszystkim czynników zewnętrznych (kryzysu rosyjskiego i pogorszenia koniunktury w Niemczech), w pewnym stopniu także umocnienia złotego w pierwszej połowie 1998 r. Zagrożenia związane z powiększającą się nierównowagą w obrotach bieżących bilansu płatniczego były neutralizowane w 1998 r. utrzymaniem bezpieczeństwa jej finansowania. Deficyt obrotów bieżących pokryty był w 72,4% wpływami z tytułu inwestycji bezpośrednich, w porównaniu z ok. 71% w 1997 r. (patrz wykres 35).

Zagregowana podaż

W 1998 r. nastąpiły znaczące zmiany w strukturze rodzajowej zrealizowanej podaży globalnej. Wzrósł udział wartości globalnej rolnictwa i budownictwa, zmniejszył się udział przemysłu. Nie zmienił się udział sekcji zgrupowanych w usługach rynkowych, choć można szacować, że przy spadku usług transportu nadal wzrastała rola handlu oraz usług dla biznesu, a także usług świadczonych przez instytucje finansowe i ubezpieczeniowe.

Utrzymała się występująca od 1995 r. tendencja wzrostu udziału dostaw z importu w całości podaży, chociaż relacja importu do wartości globalnej, liczona w cenach bieżących, nie rosła tak szybko jak w latach 1996 - 1997. Zasilenie rynku tanimi towarami z importu ograniczało możliwości wzrostu produkcji krajowej i wpływało na pogorszenie kondycji finansowej producentów krajowych, jednak również przyczyniało się do osłabienia procesów inflacyjnych.

W 1998 r. produkcja sprzedana przemysłu w cenach stałych była większa niż w poprzednim roku o 4,8% (w 1997 r. wzrosła o 11,2%). Po wysokim wzroście w I kwartale - o 10,9% w skali rocznej, w kolejnych miesiącach następowało stopniowe spowolnienie tempa produkcji (w II kwartale wzrost o 6%, w III o 3,9%). W IV kwartale, głównie w związku z załamaniem eksportu na rynki krajów WNP, produkcja przemysłu była mniejsza niż w tym samym okresie 1997 r. o 0,8%. W ciągu całego roku mniejsza niż w 1997 r. była produkcja przedsiębiorstw górnictwa, produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych oraz produkcji chemi-

kaliów i wyrobów chemicznych. W II półroczu poniżej poziomu z 1997 r. kształtowała się produkcja przemysłu tkanin, metalurgicznego, a w IV kwartale również przemysłu maszyn i urządzeń. W przemyśle spożywczym i meblarskim w I półroczu tempo wzrostu znacznie przekraczało 10%, a w IV kwartale wynosiło tylko 1%.

Przyczyną spadku dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu było obniżenie popytu krajowego oraz popytu zagranicznego. Dynamika przychodów ze sprzedaży produktów towarów i materiałów na rynku krajowym w cenach bieżących spadła ze 120,7% w 1997 r. do 110,7%¹⁷. Po wzroście na początku I kwartału 1998 r. o ponad 10 pkt. proc. w stosunku do grudnia 1997 r. (wskaźnik wynosił ponad 140%), w następnych miesiącach zanotowano spadek dynamiki sprzedaży za granicę, i w rezultacie w 1998 r. przychody ze sprzedaży na eksport były większe niż w 1997 r. tylko o 15,5% (w 1997 r. wzrosły o 28,9%).

W sekcji handel i naprawy w 1998 r. dynamika przychodów ze sprzedaży na eksport była niższa od dynamiki sprzedaży na rynku krajowym. O ile dynamika przychodów ze sprzedaży na rynku wewnętrznym w tej sekcji była bardzo stabilna w ciągu całego 1998 r. i wynosiła około 130%, to dynamika przychodów ze sprzedaży na eksport wykazywała znaczne wahania. Od początku III kwartału 1998 r. następował znaczny spadek dynamiki, co było bezpośrednio związane z kryzysem na rynku rosyjskim - dynamika przychodów ze sprzedaży na eksport w okresie styczeń - lipiec 1998 r. wynosiła 134,5%, a w całym 1998 r. zaledwie 111,5%, i była o 13,7 pkt. proc. niższa od dynamiki z 1997 r.

W budownictwie dynamiki przychodów ze sprzedaży na rynku wewnętrznym i na eksport były stosunkowo wysokie i w 1998 r. wynosiły odpowiednio:

¹⁷ Dane o dynamice przychodów i zapasów do końca tego rozdziału dotyczą przedsiębiorstw objętych badaniem F-01. Dynamiki wyliczono z wartości w cenach bieżących dla kolejnych okresów narastających (styczeń, styczeń-luty, styczeń-marzec itd.) w stosunku do analogicznych okresów poprzedniego roku. Taki sposób liczenia dynamiki jest jedynym możliwym ze względu na metodologię badania statystycznego, w którym korekty dotyczące danych z różnych wcześniejszych miesięcy są wykazywane w ostatnim okresie. Należy jednak zwrócić uwagę, że im dłuższy okres objęty jest porównaniem, tym mniejszy wpływ na wskaźnik dynamiki ma ostatni miesiąc. Można więc powiedzieć, że w poszczególnych miesiącach II półroczu spadek dynamiki przychodów był silniejszy, niż wynika to ze wskaźników dla okresów narastających.

129,5% i 115,4%. Jednak dynamika przychodów ze sprzedaży na rynku krajowym od początku roku wykazywała w miarę słabnięcia popytu inwestycyjnego tendencję spadkową i, począwszy od okresu styczeń - maj 1998 r., była niższa niż w tych samych okresach 1997 r. Natomiast dynamika przychodów ze sprzedaży na eksport charakteryzowała się dość wysokim trendem rosnącym i w stosunku do końca 1997 r. wzrosła ze 100,4% w 1997 r. do 115,4% w 1998 r.

W 1998 r. w rolnictwie zostały osiągnięte dobre wyniki produkcyjne. Globalna produkcja rolnicza wzrosła o 6,6%, utrzymywały się również znaczne zapasy pochodzące z lat ubiegłych. Wysoka nadwyżka podaży produktów rolnych na rynku wewnętrznym powstała również na skutek sytuacji zewnętrznej. W 1998 r. na rynkach światowych występowały silne tendencje wzrostu produkcji żywności, czego konsekwencją była generalnie duża jej podaż. W rezultacie ceny produktów rolniczych na rynkach zagranicznych wykazywały tendencje spadkowe, co stało się bodźcem do zintensyfikowania działań prowadzących do ulokowania nadwyżek żywności powstałych w wielu krajach zachodnich na rynkach innych krajów. Wysoka konkurencyjność produktów rolniczych, pochodzących z krajów Unii Europejskiej, w znacznym stopniu dotowanych, przyczyniła się do ograniczenia możliwości eksportu polskiej żywności, powodując wypieranie polskiej żywności z dotychczasowych rynków zbytu. Sytuacja ta stworzyła ponadto warunki do stosunkowo opłacalnego importu do Polski, mimo stosowanych barier ochrony krajowej produkcji. Czynnikiem potęgującym problemy z zagospodarowaniem nadwyżki podaży żywności był kryzys rosyjski, na skutek którego nastąpiło załamanie się eksportu polskiej żywności do Rosji (m. in. drobiu i żywca wieprzowego). W rezultacie wzrost cen detalicznych w 1998 r. był wyraźnie wolniejszy niż w poprzednich latach. Trzeci rok z rzędu utrzymywały się niekorzystne relacje między cenami produktów sprzedawanych przez rolników a cenami nabywanych przez nich środków; w 1998 r. relacja ta wynosiła 92,3%. Dodatkowo rolnicy oceniają perspektywy rozwoju gospodarstw rolnych bardziej pesymistycznie niż w okresach wcześniejszych. Może to być spowodowane już wyżej wspomnianymi problemami z opłacalnością produkcji nawet gospodarstw najsilniejszych.

Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach

Po okresie korzystnych zmian na przełomie lat 1996/1997 w kolejnych miesiącach 1998 r. pogarszała się kondycja finansowa przedsiębiorstw¹⁸. Wyniki działalności przedsiębiorstw osiągnięte w 1998 r. wskazują, że uzyskały one dużo niższą efektywność niż przed rokiem, o czym świadczy rosnący wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów (zwłaszcza przychodów ze sprzedaży produktów) oraz malejące wskaźniki rentowności obrotu brutto i netto. Zmalała też w ciągu minionego roku zdolność przedsiębiorstw do regulowania bieżących zobowiązań (obniżały się wskaźniki płynności). Szczególnie niekorzystnie przedstawiała się sytuacja w przedsiębiorstwach sektora publicznego. Jednakże również w sektorze prywatnym nastąpiło w 1998 r. obniżenie rentowności, które nasiłiło się zwłaszcza w drugim półroczu.

¹⁸ Na podstawie analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw objętych miesięczną sprawozdawczością GUS na formularzach F-01. Dane dotyczą podmiotów gospodarczych prowadzących księgi rachunkowe, w których liczba pracujących przekracza 50 osób – w sekcji „górnictwo i kopalnictwo” oraz w sekcji „działalność produkcyjna” – a 20 osób – w przypadku pozostałych sekcji. Dane nie obejmują wyników przedsiębiorstw, rolnictwa, łowiectwa, leśnictwa, rybołówstwa i rybactwa, a także banków, instytucji ubezpieczeniowych i szkół wyższych.

Tablica 9

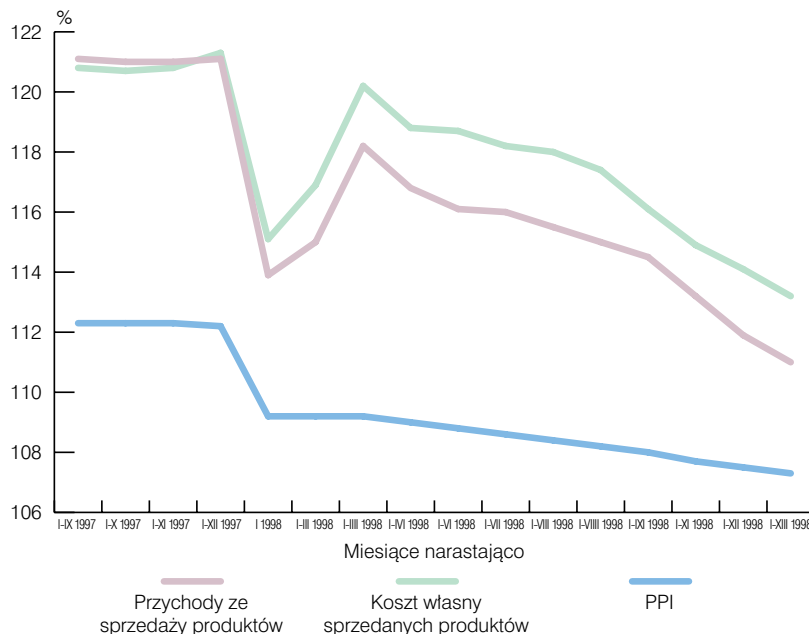
Dynamika przychodów ze sprzedaży produktów i ich kosztów własnych w przedsiębiorstwach przemysłu w latach 1997-1998 (w %)

Wyszczególnienie	I	I-II	I-III	I-IV	I-V	I-VI	I-VII	I-VIII	I-IX	I-X	I-XI	I-XII
1997												
Przychody ze sprzedaży												
produktów	121,3	121,4	118,4	120,4	119,2	120,7	120,4	120,4	121,2	121,1	121,0	121,1
Koszt własny sprzedanych												
produktów	121,2	121,4	119,0	120,7	119,5	120,7	120,3	120,3	120,8	120,8	120,8	121,3
Różnica dynamik												
w pkt. proc.	0,04	0,00	-0,67	-0,34	-0,28	-0,03	0,09	0,05	0,40	0,31	0,21	-0,22
1998												
Przychody ze sprzedaży												
produktów	113,9	115,0	118,2	116,1	116,0	115,5	115,0	114,5	113,2	111,9	111,0	110,4
Koszt własny sprzedanych												
produktów	115,1	116,9	120,2	118,8	118,7	118,2	118,0	117,4	116,1	114,9	114,1	113,2
Różnica dynamik												
w pkt. proc.	-1,23	-1,90	-1,98	-2,73	-2,71	-2,68	-3,05	-2,86	-2,82	-2,93	-3,10	-2,80

Źródło: Dane jednostkowe GUS ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw sporządzanych na formularzach F-01; agregacja i obliczenia NBP.

Wykres 36

Dynamika przychodów i kosztów w przedsiębiorstwach przemysłu od I-IX 1997 do I-XII 1998 oraz dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



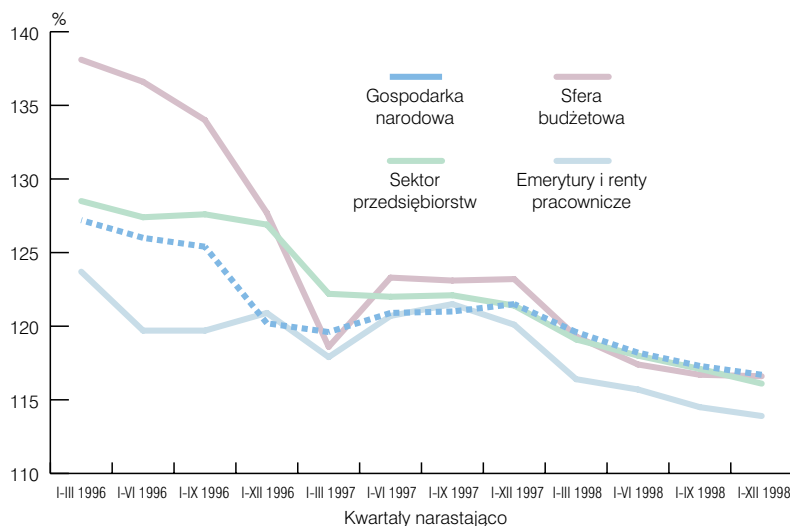
Skalę wpływu kosztów na ceny produkcji sprzedanej oceniać można na podstawie obserwacji wzajemnej relacji dynamiki kosztów i dynamiki przychodów w sektorze przedsiębiorstw. Relacja ta od początku 1998 r. kształtowała się niekorzystnie - koszty rosły szybciej niż przychody. Różnica dynamiki przychodów ze sprzedaży produktów i kosztów własnych ich wytworzenia w przemyśle wzrosła 2,5-krotnie w ciągu 1998 r. i w końcu roku wyniosła 2,8 pkt. proc. (patrz tablica 9).

Utrzymujący się wzrost kosztochłonności uzyskiwanych przychodów wskazuje, że w 1998 r. istniały warunki skłaniające przedsiębiorstwa do podnoszenia cen ze wskazań kosztowych¹⁹, co można określić jako nacisk kosztów na ceny. Nacisk ten nie znajdował jednakże w 1998 r. bezpośredniego przełożenia na ceny produkcji sprzedanej, a następnie na ceny towarów i usług konsumpcyjnych. Świadczy o tym powolne, ale systematyczne obniżanie się wskaźnika (liczonego narastająco) wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu w kolejnych okresach 1998 r. (patrz wykres 36). Wiązało się to z

¹⁹ Wiadomo bowiem, że rekompensowanie skutków rosnących kosztów wzrostem cen jest najchętniej stosowanym przez przedsiębiorstwa sposobem pokrywania niedoborów finansowych zarówno zawinionych (wynikających z braku gospodarności), jak i niezawinionych (związanych z pogarszaniem się koniunktury).

Wykres 37

Dynamika przeciętnych miesięcznych wynagrodzeń brutto oraz przeciętnych świadczeń emerytalno-rentowych pracowniczych w latach 1996-1998 (analogiczny okres roku poprzedniego = 100)



barierą popytu krajowego i zagranicznego na towary i usługi, która stworzyła naturalne ograniczenie dla wzrostu cen.

Najbardziej dynamicznym elementem kosztów własnych produkcji przemysłowej są od pewnego czasu koszty usług obcych²⁰ i pełne koszty związane z opłacaniem pracy. Te grupy kosztów miały duży udział w strukturze kosztów ogółem (odpowiednio: 11,4% i 20,8% kosztów ogółem).

W 1998 r. po raz kolejny przekroczone ustalony poziom wzrostu płac zarówno w poszczególnych sektorach, jak i w całej gospodarce narodowej, mimo że nie obserwowano już tak dużej presji na wzrost wynagrodzeń jak w latach ubiegłych (wykres 37). Tak jak poprzednio, przeciętne wynagrodzenia bez wypłat z zysku rosły szybciej niż wynagrodzenia ogółem, a więc następował głównie wzrost wynagrodzeń zaliczanych w ciężar kosztów. Nominalnie przeciętne wynagrodzenie bez wypłat z zysku w sektorze przedsiębiorstw było o 16,4% wyższe niż w 1997 r., co oznacza przekroczenie wskaźnika dopuszczalnego wzrostu o 3,9 pkt. proc. W roku 1998, po raz pierwszy w okresie obowiązywania negocjacyjnego systemu kształtowania wynagrodzeń, przekroczenie ustalonego wskaźnika nastąpiło

²⁰ Chodzi tu o wzrost kosztów takich usług obcych jak: usługi transportowe, telekomunikacyjne, budowlane, naprawcze, remontowe i konserwacyjne, związany m.in. ze wzrostem cen urzędowych i kontrolowanych.

już w I kwartale, o 1,5 pkt. proc. Udział wynagrodzeń w ogólnych kosztach przedsiębiorstw (wg rodzaju) był w roku 1998 nieco niższy niż w 1997 r., szczególnie w I kwartale. W dalszych kwartałach 1998 r. udział ten zaczął ponownie wzrastać i w skali roku był o 0,1 pkt. proc. wyższy niż w 1997 r. Pomimo tego, wynagrodzenia (przede wszystkim ich wzrost) nie były w 1998 r. czynnikiem wpływającym znacząco na wzrost kosztów produkcji, a zatem i na ceny produktów.

W 1998 r. szczególnie dynamicznie rosły koszty przyspieszonej amortyzacji, co spowodowało, że ta grupa kosztów zaczęła w przedsiębiorstwach coraz silniej oddziaływać na koszty własne produkcji, choć jej udział w rodzajowej strukturze kosztów wyniósł w omawianym okresie tylko 6,1% (patrz tablica 10).

Sytuacja poszczególnych sekcji i działów była bardzo różnicowana, jednakże ogólne wskaźniki dla przemysłu wskazują, że problem nadmiernej kosztochłonności uzyskania przychodów stanowi poważny problem dla całego sektora przedsiębiorstw. Z uwagi jednak na odmienne kształtowanie się struktury kosztów własnych produkcji w poszczególnych sekcjach tworzących przemysł, w każdej z nich inne elementy kosztów powodowały wzrost ogólnego wskaźnika kosztów uzyskania przychodów ze sprzedaży produktów (patrz wykres 38).

Szczególnie niekorzystna sytuacja występowała nadal w przedsiębiorstwach sekcji „górnictwo i kopalnictwo”. Deficytowość jej od wielu lat poważnie obniża

Tablica 10

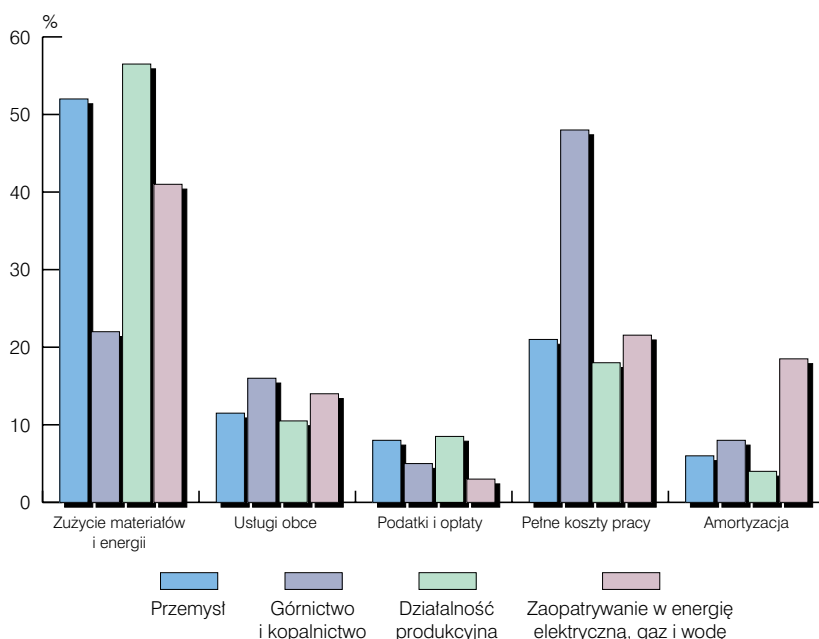
Rodzajowa struktura kosztów w przemyśle i trzech jego sekcjach w latach 1997-1998 (w %)

Wyszczególnienie	Górnictwo		Działalność		Zaopatrywanie		Przemysł	
	i Kopalnictwo		Produkcyjna		w energię elektryczną		ogółem	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Koszty ogółem:	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
w tym:								
zużycie materiałów i energii	23,2	21,7	58,0	55,6	44,4	41,4	53,4	51,2
usługi obce	15,9	15,4	9,8	10,7	14,5	14,0	10,8	11,4
podatki i opłaty	5,5	5,1	8,1	8,3	2,6	2,6	7,3	7,4
pełne koszty pracy	46,8	48,1	17,9	18,0	21,9	21,1	21,0	20,8
amortyzacja	6,5	7,7	3,7	4,2	13,7	18,2	5,0	6,1
pozostałe	2,1	2,0	2,6	3,1	2,9	2,6	2,6	3,0

Źródło: Dane jednostkowe GUS ze sprawozdań finansowych przedsiębiorstw sporządzanych na formularzach F-01; agregacja i obliczenia NBP.

Wykres 38

Rodzajowa struktura kosztów w przemyśle i trzech jego sekcjach w 1998 r.



wyniki całego przemysłu. W sekcji tej deflatory wszystkich elementów kosztów znacznie przekroczyły wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej (dotyczy to zwłaszcza pełnych kosztów wynagrodzeń, wraz ze świadczeniami na rzecz pracowników, oraz kosztów amortyzacji), a to oznacza, że przedsiębiorstwa notowały straty. Aby zmniejszyć straty przedsiębiorstwa tej sekcji musiałyby podnieść ceny swojej produkcji sprzedanej, co nie jest jednak możliwe ze względu na barierę popytową.

W sekcji zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę w 1998 r., podobnie jak w latach poprzednich, od lat koszty uzasadniają potrzebę wzrostu cen produkcji sprzedanej, które były dotychczas cenami kontrolowanymi. Okresowe podwyżki cen nośników energii i wody dokonywane dotychczas urzędowo nie pokrywały rosnących kosztów.

Ocena sytuacji w zakresie dynamiki i struktury kształtowania się kosztów w przedsiębiorstwach pozwala na sformułowanie opinii, że w 1998 r. przedsiębiorstwa były motywowane do podnoszenia cen własnej produkcji sprzedanej kształtowaniem się kosztów, jednakże ograniczony popyt na ich produkcję, jak też konkurencja produktów z importu, uniemożliwiały dokonywanie takich podwyżek.

Polityka pieniężna w 1998 r. a realizacja celu inflacyjnego

Instytucjonalne i systemowe uwarunkowania polityki pieniężnej

Rok 1998 był pierwszym rokiem prowadzenia przez NBP polityki pieniężnej w nowych warunkach instytucjonalnych. Istniejące do tego momentu struktury decyzyjne banku centralnego zostały zmienione w wyniku wejścia w życie z dniem 17 października 1997 r. nowej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej oraz, z dniem 1 stycznia 1998 r., nowej Ustawy o NBP.

Konstytucja RP przyniosła wiele kluczowych zapisów dla funkcjonowania NBP oraz prowadzenia polityki pieniężnej. Przede wszystkim zwiększyła zakres samodzielności decyzyjnej i instrumentalnej banku centralnego, a więc podniosła stopień jego niezależności. Artykuł 227 Konstytucji, poświęcony w całości bankowi centralnemu, definiuje ogólnie cel działalności NBP, stwierdzając, że odpowiada on za wartość polskiego pieniądza. Zawiera ponadto omówienie podstawowych zasad funkcjonowania organów decyzyjnych NBP, tj. Prezesa NBP, Rady Polityki Pieniężnej i Zarządu NBP, pozostawiając zagadnienia szczegółowe Ustawie o NBP. Istotnym *novum* zawartym w artykule 220, ust. 2, jest zakaz finansowania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązań w banku centralnym państwa. W konsekwencji, wykup ostatnich zapadających w portfelu NBP bonów skarbowych miał miejsce w końcu 1997 r.

Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polski w art. 3 ust. określiła, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile jednak nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. Ustawa uregulowała szczegółowo (w rozdziale 2) kwestie organizacji NBP, określiła kompetencje poszczególnych organów NBP.

W dniu 17 lutego 1998 r. nastąpiło ukonstytuowanie się Rady Polityki Pieniężnej, a w dwa dni później ponowny wybór przez Sejm Hanny Gronkiewicz-Ewert.

wicz-Waltz na stanowisko Prezesa NBP, będącego jednocześnie Przewodniczącym Rady. Pozostałych dziewięciu członków Rady zostało powołanych w równej liczbie przez Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Sejm i Senat. Ponadto, zgodnie z art. 15 Ustawy o NBP, Rada Ministrów wyznaczyła swojego przedstawiciela do uczestnictwa w posiedzeniach RPP, którym został Pierwszy Zastępca Ministra Finansów Jarosław Bauc.

Zakończenie w marcu 1998 r. zmian personalnych w organach kierowniczych NBP pozwoliło na rozpoczęcie prac o charakterze strategicznym. W efekcie, 22 kwietnia Rada Polityki Pieniężnej zaktualizowała istniejące *Założenia polityki pieniężnej na 1998 rok*, opracowane przez Zarząd NBP we wrześniu 1997 r. i przyjęte, zgodnie z dyspozycją Konstytucji RP, przez Zarząd i Prezesa NBP w październiku 1997 r. Zaktualizowane *Założenia* utrzymały dotychczasowy poziom celu inflacyjnego NBP na 1998 r., stwierdzając, że „Średnioroczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych nie powinno przekroczyć w 1998 r. 11%, a poziom cen w końcu tego roku w porównaniu z końcem 1997 r. nie powinien być wyższy niż 9,5%”. Modyfikacji uległy natomiast prognozy dotyczące wzrostu PKB oraz kształtowania się popytu na pieniądź i podaży

Najważniejsze zmiany legislacyjne i organizacyjne dotyczące NBP w drugiej połowie 1997 r. i w 1998 r. oraz decyzje strategiczne Rady Polityki Pieniężnej w 1998 r.

Data	Wydarzenie
1997	
17 października	Wejście w życie Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej.
1998	
1 stycznia	Wejście w życie Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o NBP.
17 lutego	Ukonstytuowanie się Rady Polityki Pieniężnej.
19 lutego	Ponowny wybór przez Sejm RP H. Gronkiewicz-Waltz na stanowisko Prezesa NBP.
5 marca	Zaprzysiężenie przed Sejmem RP H. Gronkiewicz-Waltz na stanowisku Prezesa NBP.
18 marca	Nominacja Wiceprezesów NBP oraz nowych członków Zarządu NBP.
22 kwietnia	Przyjęcie zaktualizowanych <i>Założeń polityki pieniężnej na 1998 rok</i> .
4 czerwca	Określenie celu polityki pieniężnej na 1999 r. oraz średniookresowego celu inflacyjnego.
23 września	Przyjęcie <i>Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003</i>
29 września	Uchwalenie <i>Założeń polityki pieniężnej na 1999 rok</i> .

Źródło: NBP.

pieniądza. Rada nie wymieniła przy tym podaży pieniądza jako pośredniego celu polityki pieniężnej, zamieszczając w *Założeniach* jedynie prognozę przyrostu tej wielkości.

Na posiedzeniu w pierwszych dniach czerwca 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej określiła cel polityki pieniężnej na 1999 r. Stanowiło to podstawę prac nad *Założeniami polityki pieniężnej na 1999 rok*. Jednocześnie Rada ustaliła, że we wrześniu 1998 r. ogłoszona zostanie *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Zdecydowano, że głównym średniookresowym celem polityki pieniężnej będzie zmniejszenie rocznego tempa inflacji do poziomu niższego niż 4% do końca 2003 r. Celowi temu podporządkowane będą krótkookresowe cele inflacyjne, ogłaszane w corocznych *Założeniach polityki pieniężnej*. Rada uznała, że podstawową zasadą polityki pieniężnej w okresie objętym *Strategią* będzie kształtowanie instrumentów polityki pieniężnej podporządkowane realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego.

Strategia bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI) zakłada, jak sugeruje sama nazwa, brak celów pośrednich (podaży pieniądza, kursu walutowego). Nie koncentrując się na pojedynczym wskaźniku, bank centralny bierze pod uwagę każdą dostępną in-

Bezpośredni cel inflacyjny

Bank centralny, dążąc do osiągnięcia i utrzymania stabilności cen, może wykorzystywać odmienne strategie polityki pieniężnej. W tradycyjnych podejściach wykorzystuje się cele pośrednie polityki pieniężnej. Strategie te oparte są na kontroli wybranych agregatów monetarnych bądź kursu walutowego. Jest to uzasadnione, gdy wielkości przyjęte za cele pośrednie mogą być przez władze monetarne w dostatecznym stopniu kształtowane oraz gdy istnieje stabilna zależność między kontrolowaną wielkością a inflacją.

Realizacja bezpośredniego celu inflacyjnego (ang. *Direct Inflation Targeting*) przez bank centralny polega na rezygnacji z kontroli specyficznej wielkości, pełniącej w tradycyjnych strategiach rolę celu pośredniego. Zamiast koncentrować się na jednej zmiennej i starać się wpływać na jej kształtowanie się przy pomocy instrumentów polityki pieniężnej, bank centralny bierze pod uwagę informacje dotyczące kształtowania się wielu zmiennych, mających wpływ na inflację. Ocena zagro-

żenia osiągnięcia celu inflacyjnego, określanego zazwyczaj jako przedział dopuszczalnego wzrostu cen, stanowi podstawę decyzji o odpowiednim dostosowaniu instrumentów polityki pieniężnej.

Za zalety bezpośredniego kontrolowania inflacji uznaje się między innymi:

- większą przejrzystość informacyjną umacniającą wiarygodność polityki pieniężnej,
- zwiększenie stopnia racjonalności oczekiwań inflacyjnych, umożliwiające minimalizowanie kosztów gospodarczych związanych z redukcją inflacji,
- większą elastyczność wykorzystywania instrumentów polityki pieniężnej w reakcji na występujące w gospodarce szoki,
- możliwość uniknięcia problemów specyficznych dla strategii wykorzystujących cele pośrednie, jak np. zmiany w szybkości obiegu pieniądza czy też trudności w kontrolowaniu podaży pieniądza lub kursu walutowego.

formację o czynnikach zwiększających lub zmniejszających presję inflacyjną i powodujących wzrost lub zmniejszenie prawdopodobieństwa osiągnięcia przyjętego w danym okresie celu inflacyjnego. Zasadą podstawową takiego systemu jest reagowanie przez bank centralny wtedy, gdy prognozowana wielkość inflacji odchyła się od poziomu przyjętego jako cel. Aby skutecznie realizować tę strategię, bank centralny musi posiadać dostateczne rozpoznanie czynników wpływających na inflację, siły ich związków i występujących opóźnień.

Warunki istniejące obecnie w Polsce nie są idealne dla prowadzenia polityki pieniężnej, opartej na zasadzie bezpośredniego celu inflacyjnego. Aspekt ten został podkreślony przez RPP w *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Niedostatki bazy statystycznej w Polsce (odpowiednio długich szeregów czasowych), jak również zmiany zachodzące w gospodarce, skutkujące zmianami czynników oddziałujących na procesy inflacyjne, utrudniają analizę wpływu tych czynników na poziom i dynamikę zmian wskaźnika będącego celem Narodowego Banku Polskiego, a co za tym idzie również prognozowanie inflacji, które jest trzonem samej strategii BCI. Ze względu na fakt, że lata 1990-1991 były okresem dostosowań cen względnych, możliwe do wykorzystania dane rozpoczynają się praktycznie od 1992 r. Co prawda, zakres dostępnych danych statystycznych powiększa się z roku na rok, jednakże ich jakość statystyczna (w sensie możliwości ich interpretacji) rośnie wolniej z uwagi na zachodzące w sposób ciągły, zmiany zachowań podmiotów gospodarczych, a także pojawianie się nowych rozwiązań instytucjonalnych. Rozwiązania te (np. reformy strukturalne) w poważny sposób mogą wpływać na mikro- i makroekonomiczne relacje w gospodarce i ich oddziaływanie na procesy inflacyjne. Dlatego też, w ramach nowej strategii, cele krótkookresowe są przyjmowane w przedziałach dostatecznie szerokich, aby zwiększyć prawdopodobieństwo realizacji tych celów, nawet w przypadku popełnienia pewnych pomyłek w ocenie siły i kierunku ewolucji czynników mających wpływ na wybrany za cel wskaźnik cenowy.

Innym czynnikiem, stanowiącym utrudnienie w stosowaniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego w Polsce, są problemy związane z procesem transmisji impulsów polityki pieniężnej do gospodarki. Niedorozwój rynków finansowych, brak nawyków gospodarstw domowych i przedsiębiorców do wykorzystywania instrumentów finansowych utrudniają skuteczne wpływanie banku centralnego na zachowanie podmiotów gospodarczych. Z uwagi na powyższe, w naszym kraju takie mechanizmy transmisji polityki pieniężnej, jak kanał stopy procentowej, czy poprzez tzw. efekt bogactwa (*wealth effect*) słabo oddziaływały na gospodarkę. Również oddziaływanie poprzez kanał kredytowy jest osłabione ze względu na istniejące systemowe uwarunkowania. Problemy z procesami transmisyjnymi polityki wiążą się również z opisywanym wcześniej zjawiskiem nadpłynności sektora banków komercyjnych (ramka str. 37).

Kolejnym uwarunkowaniem utrudniającym realizację strategii BCI jest niedostatecznie restrykcyjna polityka fiskalna. Nadmierny popyt wykreowany przez sektor publiczny może prowadzić do pogorszenia równowagi zewnętrznej, a następnie - poprzez skokowe dostosowania kursowe - również inflacji. W określonych warunkach przeciwdziałająca tym presjom polityka pieniężna może być nieefektywna.

Pomimo tych utrudnień RPP uważa, że strategia BCI jest najbardziej odpowiednim systemem realizacji polityki pieniężnej w obecnych warunkach. Stosowanie innych strategii (strategii kontroli podaży pieniądza czy strategii kontroli kursu walutowego) wiąże się z tymi samymi trudnościami, co w przypadku strategii BCI, nie daje zaś możliwości tak elastycznego reagowania na szoki wewnętrzne i zewnętrzne, na które polska gospodarka jest narażona. Kontynuowanie zaś dotychczasowej strategii nie jest optymalne z uwagi na wzrost kosztów przełamania inercji inflacyjnej w środowisku jednocyfrowej inflacji. W takich okolicznościach bardziej zasadne jest stosowanie strategii o większej przejrzystości, a więc strategii BCI.

Dążąc do zwiększenia przejrzystości zasad prowadzenia polityki pieniężnej, i tym samym pod-

niesienia jej wiarygodności, w drugiej połowie września 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej przyjęła dokument *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, określający system i podstawowe kierunki polityki pieniężnej w Polsce w okresie poprzedzającym wstąpienie naszego kraju do Unii Europejskiej. Zgodnie z postanowieniami *Strategii*, Polska, jako jeden z dziewięciu krajów na świecie, przyjęła w 1998 r. strategię bezpośredniego celu inflacyjnego jako system, w ramach którego będzie realizowana polityka pieniężna. *Strategia* poruszała również kwestię instrumentów polityki pieniężnej oraz zarysowała scenariusz polityki kursowej, zmierzający do stopniowego upłynnienia kursu złotego.

W końcu września 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej uchwaliła *Założenia polityki pieniężnej na 1999 rok*.

Instrumenty polityki pieniężnej

Zmiany w instrumentarium polityki pieniężnej w 1998 r.

W 1998 r. nastąpiły istotne zmiany w konstrukcji i sposobie wykorzystania instrumentów polityki pieniężnej NBP. Zmiany objęły system prowadzenia operacji otwartego rynku oraz system rezerwy obowiązkowej.

Zgodnie z uchwałami Rady Polityki Pieniężnej, podstawową zasadą operacji otwartego rynku było prowadzenie operacji 28-dniowych. Oznaczało to odejście od emisji bonów pieniężnych NBP o dłuższych terminach zapadalności, które były prowadzone przez NBP przed wejściem w życie pierwszej uchwały RPP z 25 lutego 1998 r. Minimalna, określana przez Radę stopa 28-dniowych operacji otwartego rynku (tzw. stopa referencyjna NBP) stała się *de facto* trzecią (obok oprocentowania kredytu lombardowego i stopy redyskonta weksli) podstawową stopą NBP. Faktycznie stosowana stopa operacji otwartego rynku kształtowana była nieco powyżej stopy referencyjnej, w celu niedopuszczenia do spadku odpowiednich stóp rynku pieniężnego poniżej tej stopy. Kształtowanie przychodowości instrumentów o dłuższym okresie zapadalności pozostawiono rynkowi, co

umożliwiło wykorzystanie analizy krzywej dochodowości do badania oczekiwań rynku.

Od początku 1998 r. NBP zaprzestał także prowadzenia operacji warunkowych (*reverse repo*) z terminem zapadalności do 14 dni, gdyż w portfelu NBP nie było skarbowych papierów wartościowych, będących przedmiotem obrotu w tych operacjach. Prowadzenie operacji warunkowych o 14-dniowym terminie zapadalności straciło ponadto swoje uzasadnienie ze względu na skoncentrowanie się na miesięcznej stopie rynku międzybankowego. Wykorzystanie tylko jednego instrumentu zapewniło lepszą dystrybucję płynności w systemie bankowym. Banki mają możliwość zbycia bonów pieniężnych NBP przed ich terminem wykupu i wcześniejszy dostęp do zainwestowanych środków.

Konsekwencją powyższych decyzji była konieczność absorpcji całej nadpłynności w ciągu miesiąca. Wymagało to zwiększenia częstotliwości prowadzonych operacji. Potencjalnym skutkiem ubocznym zmiany systemu operacji było pojawienie się zwiększonego ryzyka płynnościowego. W wypadku powstania silnej presji na deprecjację złotego banki mogłyby w krótkim czasie uzyskać dostęp do bardzo znacznej skali refinansowania z zapadających bonów pieniężnych NBP.

W 1998 r. nastąpiły także zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej. Część z nich wprowadzono Zarządzeniem nr 7/97 Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 16 października 1997 r. w sprawie rezerwy obowiązkowej, które weszło w życie na początku 1998 r. Zgodnie z nową Ustawą o NBP, zlikwidowano rezerwę obowiązkową oprocentowaną, od której odsetki były uprzednio przekazywane na rachunek Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. Z początkiem 1998 r. dokonano przelewu środków rezerwy obowiązkowej oprocentowanej na rachunek bieżący i zostały one potraktowane jako rozliczenie rezerwy obowiązkowej nieoprocentowanej. Również od 1 stycznia 1998 r. banki zostały zobowiązane do utrzymywania rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych z zagranicy na okres krótszy niż dwa lata.

Od 31 grudnia 1997 r. ograniczono udział zadeklarowanej gotówki w kasach banków rozliczanej jako część rezerwy obowiązkowej - do 10%. Do końca 1997 r. banki mogły utrzymać 50% swojej

rezerwy wymaganej ogółem w postaci gotówki w kasach - w praktyce jednak nie wykorzystywały w pełni tej możliwości. Ponadto, utrzymywanie części rezerwy w postaci gotówki w kasach banków stanowiło utrudnienie w prowadzeniu polityki pieniężnej - informacje dotyczące gotówki utrzymywanej w kasach banków były bowiem dostępne z opóźnieniem. W rezultacie, faktyczna pozycja rezerwowa banków nie była znana w momencie podejmowania decyzji o operacji otwartego rynku w danym dniu.

Decyzja w sprawie kolejnej zmiany w systemie rezerwy obowiązkowej zapadła 7 maja 1998 r. RPP postanowiła, że podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej powinna stanowić średnia arytmetyczna stanu środków na rachunkach bankowych objętych rezerwą, obliczana ze wszystkich dni kalendarzowych miesiąca, a nie jak dotychczas średnia arytmetyczna stanów na koniec dekad pierwszej i drugiej oraz ostatniego dnia miesiąca. Zmianę tę wprowadzono uchwałą nr 10/98 Zarządu NBP z 5 czerwca 1998 r. Aby dać bankom czas na dostosowanie ich systemów, zapisy tej uchwały miały po raz pierwszy zastosowanie w stosunku do rezerwy obowiązkowej naliczanej w styczniu 1999 r., a odprowadzanej 28 lutego 1999 r. Wprowadzenie nowego sposobu naliczania ma na celu uszczelnienie systemu rezerwy obowiązkowej. Banki nie będą miały bowiem możliwości manipulowania stanami depozytów w dniach poprzedzających dzień kończący dekadę w celu zmniejszenia naliczanej rezerwy obowiązkowej.

Kształtowanie parametrów instrumentów polityki pieniężnej

W kilka dni po ukonstytuowaniu się, 25 lutego 1998 r., Rada Polityki Pieniężnej podjęła pierwsze decyzje dotyczące instrumentów polityki pieniężnej oraz zasad wykorzystywania niektórych z nich. Rada uznała, iż podstawowym problemem makroekonomicznym jest nadal kontrola wzrostu popytu wewnętrznego, potrzebna dla realizacji zakładanego na 1998 r. celu inflacyjnego. Kierując się tymi przesłankami, Rada podjęła decyzje o utrzymaniu na niezmiennym poziomie podstawowych stóp procentowych NBP (tj. stopy re-

dyskonta weksli w wysokości 24,5% i lombardowej w wysokości 27%). Uznała też, że podstawową zasadą operacji otwartego rynku jest ich prowadzenie ze stopą procentową nie niższą niż 24%. Wpłynęło to na efektywne podniesienie krótkoterminowych stóp rynku międzybankowego o ok. 0,5 pkt. proc.

25 lutego 1998 r. Rada podjęła również dwie istotne decyzje dotyczące funkcjonowania systemu kursowego. Po pierwsze, zmniejszono miesięczne tempo dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z 1% do 0,8%. Po drugie, poszerzone zostało pasmo dopuszczalnych odchyłeń kursu średniego złotego od parytetu centralnego z $\pm 7\%$ do $\pm 10\%$. Zmniejszanie tempa pełzającej dewaluacji kursu centralnego poprzez oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne miało stworzyć warunki do osiągnięcia celu inflacyjnego. Rozszerzenie pasma dopuszczalnych wahań kursu rynkowego i jego faktyczne uelastycznienie miało umożliwić przewycięzenie sprzeczności w dotychczas realizowanej strategii polityki pieniężnej. W warunkach przyspieszonej integracji polskiego rynku finansowego z rynkiem światowym coraz trudniejsze stawało się kontrolowanie podaży pieniądza, jako celu pośredniego polityki pieniężnej w warunkach ograniczonej elastyczności kursu walutowego. Istotnym dopełnieniem tych działań była decyzja o zaprzestaniu emisji bonów pieniężnych NBP o dłuższym niż 28 dni terminie wykupu. Dzięki dopuszczeniu rynku do kształtowania cen tych instrumentów zmniejszyła się istotnie ich dochodowość, osłabiając motywację do napływu kapitału zagranicznego, mogącego skomplikować realizację polityki pieniężnej.

W sytuacji pojawienia się istotnych sygnałów świadczących o słabnięciu tempa inflacji, stabilizowaniu się oczekiwań inflacyjnych oraz przejmowaniu przez politykę fiskalną w coraz większym stopniu zadania stabilizowania gospodarki, NBP wiosną 1998 r. rozpoczął proces stopniowego obniżania stóp procentowych. W dniu 22 kwietnia 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu minimalnej stopy 28-dniowych operacji otwartego rynku o 1 pkt. proc.

Miesiąc później, 20 maja 1998 r., obniżono wszystkie stopy NBP o 1-1,5 pkt. proc. Przesłankami obniżenia podstawowych stóp procentowych

Najważniejsze decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące instrumentów polityki pieniężnej NBP w 1998 r.

Data*	Decyzja o:
25 lutego	<ul style="list-style-type: none"> - nieobniżaniu administracyjnych stóp NBP (stopa redyskonta weksli: 24,5%, stopa lombardowa: 27%), - stopie rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku nie niższej niż 24% w skali roku, - obniżeniu miesięcznego tempa dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z 1% do 0,8%, - rozszerzeniu zakresu wahań kursu złotego z $\pm 7\%$ do $\pm 10\%$
18 marca	- zaleceniu Zarządowi NBP zmiany systemu gromadzenia rezerw obowiązkowych
22 kwietnia	- obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 24% do 23% w skali roku
20 maja	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu oprocentowania kredytu lombardowego z 27% do 26%, - obniżeniu stopy redyskonta weksli z 24,5% do 23,5%, - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 23% do 21,5%
w skali roku	
16 lipca	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu oprocentowania kredytu lombardowego z 26% do 24%, - obniżeniu stopy redyskonta weksli z 23,5% do 21,5%, - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 21,5% do 19% w skali roku, - obniżeniu miesięcznego tempa dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z 0,8% do 0,65%
9 września	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 19% do 18% w skali roku, - obniżeniu miesięcznego tempa dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych z 0,65% do 0,5%
28 października	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu oprocentowania kredytu lombardowego z 24% do 22%, - obniżeniu stopy redyskonta weksli z 21,5% do 20%, - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 18% do 17% w skali roku, - rozszerzeniu zakresu wahań kursu złotego z $\pm 10\%$ do $\pm 12,5\%$
9 grudnia	<ul style="list-style-type: none"> - obniżeniu oprocentowania kredytu lombardowego z 22% do 20%, - obniżeniu stopy redyskonta weksli z 20% do 18,25%, - obniżeniu minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17% do 15,5% w skali roku

* podjęcia decyzji
Źródło: NBP.

NBP oraz stopy interwencyjnej na rynku pieniężnym były: dotychczasowa restrykcyjna polityka monetarna i zaostrzona polityka budżetowa, które łącznie doprowadziły do pożądanego tempa wzrostu popytu krajowego i osłabiły tendencje inflacyjne, a także stopniowa poprawa wyników handlu zagranicznego. Rada oczekiwała jednocześnie, że restrykcyjna polityka fiskalna będzie kontynuowana, sprzyjając dalszemu spadkowi inflacji.

W dniu 16 lipca Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy NBP o 2-2,5 pkt. proc., jednocześnie redukując miesięczne tempo dewaluacji kroczącej złotego w stosunku do koszyka walut z 0,8% do 0,65%. Decyzje te były możliwe, gdyż utrzymywały się pozytywne tendencje w polskiej gospodarce, a zwłaszcza spadek tempa inflacji i oczekiwań z nią związanych. Wskutek spadku dynamiki cen, przy niezmiennych nominalnych stopach procentowych, nastąpił silny wzrost realnych stóp procentowych, które mogły zagrażać działalności inwestycyjnej i produkcyjnej oraz mogły stanowić nadmierne obciążenie finansów przedsiębiorstw kosztami obsługi kredytu. Dało się zauważyć słabnięcie dynamiki akcji kredytowej oraz wyraźne osłabienie dynamiki działalności w sferze realnej gospodarki. Spadek inflacji i osłabienie tempa wzrostu uzasadniały więc podjęcie decyzji o obniżeniu stóp procentowych. Decydując się na obniżenie stóp Rada brała również pod uwagę dysparytet stóp wewnętrznych i zagranicznych. Wysokie krajowe stopy procentowe przyciągały kapitał zagraniczny, który lokował się w polskich papierach zagranicznych, oraz były przyczyną rosnącego zadłużania się polskich banków i przedsiębiorstw za granicą. Nadmierny napływ kapitału z zagranicy, sprzyjając aprecjacji złotego, zwiększając podaż pieniądza ponad pożądaną poziom oraz stwarzając niebezpieczeństwo nagłego odpływu, mógł mieć destabilizujące skutki dla gospodarki i długofalowego procesu obniżania inflacji.

Uzasadniając swoje lipcowe decyzje, Rada Polityki Pieniężnej stwierdziła jednocześnie, że występowała korzystna sytuacja budżetu państwa, a deficyt rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego znajdował się pod kontrolą. Rada była zdania, że jednym z głównych czynników napędzających inflację jest mechanizm pełzającej dewaluacji złotego. Uznając, że w pewnym zakresie dewaluacja złotego jest niezbędna

dla zapewnienia dostatecznej konkurencyjności polskiego eksportu i hamowania nadmiernego importu, stwierdzono, że jej tempo powinno być jak najszybciej obniżane.

Rada przypomniała, że podtrzymanie pozytywnych tendencji wymaga kontynuowania restrykcyjnej polityki budżetowej. Podkreślono konieczność dalszego obniżania skali deficytu budżetowego w relacji do PKB, jako istotnego warunku dalszego stopniowego obniżania inflacji. Zwrócono uwagę, że w przypadku pogorszenia się sytuacji makroekonomicznej lub zmniejszenia stopnia restrykcyjności polityki budżetowej Rada Polityki Pieniężnej będzie gotowa ponownie zaostrzyć politykę pieniężną.

W sytuacji utrzymującej się niepewności na światowych rynkach finansowych wywołanej kryzysem rosyjskim z sierpnia 1998 r., Rada Polityki Pieniężnej podjęła 9 września 1998 r. kolejną decyzję. Stwierdzając kontynuację pozytywnych tendencji w gospodarce polskiej, w tym zgodne z realizowanym celem inflacyjnym kształtowanie się dynamiki zmian poziomu cen, Rada uznała za zasadne kontynuowanie dotychczasowego kierunku zmian w polityce pieniężnej, w tym w polityce kursu walutowego i stóp procentowych. Rada obniżyła stopę referencyjną o 1 pkt. proc., jednocześnie redukując miesięczne tempo dewaluacji złotego względem koszyka walut obcych do 0,5%. Ten zestaw decyzji nie przyczynił się do pogorszenia opłacalności inwestycji w polskie aktywa finansowe dla zagranicznych inwestorów, będąc jednocześnie wyraźnym sygnałem, że polskie rynki finansowe i cała gospodarka nie są zagrożone konsekwencjami kryzysu finansowego w Rosji.

Jesienią stawało się coraz bardziej prawdopodobne, że cel inflacyjny na rok 1998 zostanie wykonany. W październiku 1998 r. po raz pierwszy od 18 lat wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w układzie rocznym uległ obniżeniu - poniżej 10%. W sposób znaczący spadały również oczekiwania inflacyjne, co świadczyło o realistycznych założeniach dotyczących przyjętego przez Radę przedziału celu inflacyjnego na rok 1999. Tym samym powstały przesłanki do dalszego obniżania stóp procentowych.

W dniu 28 października 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej zredukowała stopy procentowe NBP o 1-2 pkt. proc. oraz zaleciła Zarządowi NBP rozszerzenie

dopuszczalnego przedziału wahań rynkowego kursu złotego z $\pm 10\%$ do $\pm 12,5\%$. Podejmując te decyzje, Rada realizowała zapisy *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003*, a w szczególności kierowała się obserwowanymi pozytywnymi tendencjami inflacyjnymi. Zwrócono uwagę na malejące tempo wzrostu podaży pieniądza i systematyczne obniżanie się dynamiki kredytów, a także pozytywnie oceniono przyjęty przez Radę Ministrów projekt budżetu państwa na 1999 r., zakładający deficyt budżetowy w wysokości 2,15% w relacji do PKB. Stwierdzono, że zaobserwowany we wrześniu wzrost deficytu w obrotach towarowych bilansu płatniczego wynikał ze spadku popytu zewnętrznego i nie był stymulowany wzrostem dynamiki importu.

W dniu 9 grudnia 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o obniżeniu o 1,5-2 pkt. proc. stóp procentowych NBP. Zaleciła też Zarządowi NBP wprowadzenie z dniem 15 grudnia nowych zasad funkcjonowania sesji fixingowej, polegających m.in. na zróżnicowaniu kursów kupna i sprzedaży walut obcych o $\pm 0,003$ PLN od kursu średniego.

Kolejne obniżenie stóp procentowych banku centralnego przez Radę wynikało z przewidywania, że przyjęty na 1998 r. cel inflacyjny zostanie zrealizowany poniżej założeń. Jednocześnie jednak Rada zwracała uwagę, że o ile w pierwszym kwartale 1999 r. można spodziewać się kontynuowania tendencji szybkiego spadku tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, to w kolejnych kwartałach 1999 r. może nastąpić istotne wyhamowanie spadku tempa inflacji na skutek przewidywanych zmian w podatkach pośrednich, wystąpienia możliwości większych wahań cen żywności oraz podwyżek cen paliw, energii elektrycznej i ciepłej. Tendencje w sektorze realnym sprzyjały decyzji o zmniejszeniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej. Utrzymawał się spadek dynamiki przeciętnych realnych wynagrodzeń brutto, a obserwowany ze szczególnym nasileniem od września 1998 r. spadek aktywności gospodarczej, spowodowany głównie załamaniem popytu zewnętrznego (szczególnie na rynkach wschodnich), umożliwił szybsze zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej nie tworząc zagrożenia dla realizacji celu inflacyjnego. Jednocześnie Rada podkreśliła, że w warunkach narastającego deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego i zmniejsze-

nia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, szczególnego znaczenia nabiera potrzeba głębszego ograniczenia deficytu sektora budżetowego. Ponadto, Rada zwróciła uwagę, że niezbędne jest przyspieszenie przez Ministerstwo Finansów prac nad sekurytyzacją zobowiązań rządu w stosunku do NBP. Stanowi to bowiem niezbędną przesłankę zwiększenia efektywności instrumentów polityki pieniężnej.

Zalecenie Zarządowi NBP przez Radę Polityki Pieniężnej zmiany w zasadach skupu i sprzedaży walut obcych w NBP (tzw. sesji fixingowej), miało na celu pogłębienie krajowego rynku walutowego oraz zwiększenie roli mechanizmu rynkowego w kształtowaniu się kursu walutowego. Zmiana ta, prowadząc do wzrostu stopnia płynności kursu walutowego, była podyktowana potrzebą zwiększenia skuteczności kontroli kształtowania się oficjalnych rezerw dewizowych, czyli zagranicznego komponentu bazy monetarnej. Było to również spowodowane chęcią przeciwdziałania spekulacji i potrzebą rozwoju transakcji walutowych na rynku międzybankowym.

Perspektywy inflacji

Na posiedzeniu w dniu 24 marca 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła dokonać zmiany krótkookresowego celu polityki pieniężnej na 1999 r. Pierwotny cel, 8%-8,5%, został ustalony w czerwcu 1998 r. Okres, jaki upłynął od tej daty charakteryzował się licznymi nieprzewidywalnymi szokami, które miały istotny wpływ na wolniejsze, niż przewidywano, tempo wzrostu cen. Szybsze tempo obniżania inflacji przyczyniło się również do zredukowania oczekiwań inflacyjnych. W tej - korzystniejszej dla realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej - sytuacji, wyznaczenie celu inflacyjnego na 1999 r. przez Radę, jako przedziału 6,6%-7,8%, może stworzyć warunki do szybszego i mniej kosztownego osiągnięcia średniookresowego celu polityki pieniężnej - obniżenia inflacji poniżej 4% do roku 2003.

Doświadczenia ostatnich miesięcy wskazały również, że wobec występowania wielu trudnych do uwzględnienia w prognozie, niezależnych od banku centralnego zjawisk o charakterze szokowym, mogących mieć wpływ na tempo wzrostu cen, zasadne jest rozpatrzenie możliwości sformułowania krótkookresowego celu inflacyjnego w formie szerszego przedziału, niż przyjęty pierwotnie na 1999 r. Ten kierunek zmian został zasygnalizowany już w wydanym we wrześniu 1998 r. dokumencie *Średniookresowa strategia polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. Z uwagi na utrzymywanie tych uwarunkowań również w I kwartale 1999 r., a także brak podstaw do oczekiwania poważniejszych zmian tej sytuacji do końca roku, Rada Polityki Pieniężnej uznała, że przyjęcie szerszego przedziału celu inflacyjnego na rok 1999 jest uzasadnione.

Inflacja (w ujęciu miesiąc do miesiąca) w pierwszych miesiącach 1999 r. spadła poniżej 6%, kształtując się na poziomie ponad dwukrotnie niższym, niż przed rokiem. Niemniej jednak miesięczny rozkład wzrostu cen w Polsce będzie w tym roku inny, niż w latach poprzednich. Po okresie intensywnego spadku w II połowie 1998 r. i w pierwszych miesiącach roku 1999 tempo wzrostu cen powinno się na krótko ustabilizować. Analiza wewnętrznych i zewnętrznych uwarunkowań polskiej inflacji sugeruje, że do końca roku dojdzie najprawdopodobniej do przejściowego, umiarkowanego jej wzrostu, co będzie jednak zgodne z przyjętym na ten

rok celem inflacyjnym, jak również z realizacją celu średniookresowego.

Czynnikami, które mogą działać proinflacyjnie w 1999 r., będą przede wszystkim skutki osłabienia wartości złotego w I kwartale tego roku oraz możliwe zmniejszenie podaży na rynku żywności, w wyniku stosunkowo niskich obecnie cen wielu produktów rolnych. Niekorzystne dla kształtowania się inflacji w Polsce byłoby również odwrócenie spadkowej dotąd tendencji cen większości ważniejszych surowców na rynkach światowych, w tym przede wszystkim cen ropy naftowej.

Wpływ tych czynników może jednak nie okazać się jeszcze silny w 1999 r. Trwa nadal okres dekonunktury na znacznych i ważących obszarach gospodarki światowej (Azja, Europa Zachodnia). W rezultacie relatywnego ograniczenia popytu ceny fabryczne wielu importowanych przez Polskę wyrobów przemysłowych, a także surowców wykazują nadal tendencję spadkową w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku. Tendencja ta - tak długo jak będzie kontynuowana - może stanowić przeciwwagę dla ewentualnego inflacyjnego wpływu rynkowej deprecjacji złotego. Na rynku wewnętrznym, w warunkach niższego tempa wzrostu popytu, obserwujemy ponadto oznaki zwiększonej konkurencji w odniesieniu do wielu towarów (np. samochody), a także i usług. W tych warunkach przełożenie deprecjacji złotego na wzrost cen może być słabsze, niż wskazują to współczynniki wyestymowane na podstawie danych z poprzednich lat. Prognozowane przez Radę Polityki Pieniężnej ukształtowanie się deficytu obrotów bieżących Polski w granicach 5,5% PKB, przy wysokim poziomie oficjalnych rezerw dewizowych, przeważającym finansowaniu tego deficytu bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi i małych rozmiarach zainwestowanego w Polsce kapitału krótkoterminowego, nie daje jednocześnie podstaw do obaw o utrzymanie się w dalszej perspektywie silniejszej tendencji deprecjacji waluty polskiej. Przewidywany wzrost popytu na polski eksport w II połowie 1999 r. wraz z intensyfikacją napływu kapitału do Polski - choćby tylko w wyniku finalizowania planowanych przedsięwzięć prywatyzacyjnych - powinien przyczynić się w tym okresie do pewnego wzmocnienia wartości polskiej waluty.

Można jednocześnie prognozować, że ewentualne przyspieszenie tempa wzrostu cen żywności wystąpi dopiero w II połowie tego roku. Wydaje się jednak, że wobec rozmiarów nadprodukcji w rolnictwie, skali dotychczasowych interwencji na tym rynku i konkurencyjnych cen zagranicznej żywności, wzrost tych cen nie musi być znaczący. Zależy to w dużym stopniu od czynników podażowych - skali ograniczenia produkcji zwierzęcej, poziomu tegorocznych zbiorów, zachowania się podmiotów pośredniczących w handlu żywnością oraz możliwych działań rządu prowadzonych dla ochrony krajowych producentów rolnych.

Pomimo trudności w precyzyjnym przewidywaniu przedstawionych uwarunkowań procesów inflacyjnych można stwierdzić, iż inflacja w 1999 r. będzie mieścić się w przedziale 6,6%-7,8%. W przypadku ukształtowania się pozytywnego dla ograniczania inflacji układu tych - przede wszystkim - pozamonetarnych uwarunkowań, możliwe będzie osiągnięcie w grudniu 1999 r. wzrostu cen poniżej 7% w porównaniu z grudniem roku poprzedniego. Gdyby układ ten okazał się szczególnie niekorzystny dla hamowania tempa wzrostu cen, NBP dysponuje instrumentami pozwalającymi utrzymać wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych w zakładanym przedziale.

Ograniczenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych w 1999 r., zgodnie z celem wyznaczonym przez RPP, otwiera możliwość zmniejszenia inflacji poniżej 6% w roku 2000. Oficjalnie cel polityki pieniężnej na przyszły rok zostanie ogłoszony w *Założeniach polityki pieniężnej na 2000 rok*. Warunki do dalszego ograniczenia inflacji w przyszłym roku będą, jak się wydaje, trudniejsze niż w roku bieżącym. Ewentualna poprawa koniunktury w gospodarce światowej może przyczynić się do zakończenia procesu stagnacji, czy nawet spadku cen wielu surowców i wyrobów przetworzonych. Przyspieszenie tempa wzrostu w gospodarce polskiej może również ułatwić przedsiębiorstwom poprawę swej sytuacji finansowej poprzez podnoszenie cen. Prawdopodobnie bardziej widoczne będą również konsekwencje dostosowań podażowych w rolnictwie. Jednocześnie jednak można dostrzec przesłanki, sugerujące lepsze warunki realizacji skutecznej polityki pieniężnej w przyszłym roku. Wykonanie po raz kolejny celu inflacyjnego powinno również przyczynić się do utrwalenia sprzyjających polityce pieniężnej oczekiwań.

ZAŁĄCZNIKI

The image shows a vertical strip of a document page, likely a table of contents or index, which is heavily blurred and oriented vertically. The text is illegible but appears to be a list of items, possibly related to banks or financial institutions, as indicated by the faint words 'Bank' and 'BANK' visible in a repeating pattern. The strip is positioned on the right side of the page, partially overlapping the main content area.

ZAŁĄCZNIK I

Kształtowanie się różnych miar inflacji

Celem badań nad inflacją, prowadzonych w Narodowym Banku Polskim, jest znalezienie wskaźnika inflacji oczyszczonego z wpływu nagłych szoków podażowych, a także wolnego od sezonowego wpływu zmian niektórych cen towarów i usług konsumpcyjnych. Taki wskaźnik inflacji prezentuje więc tę część inflacji, która pozostaje w bliższej relacji ze sferą monetarną.

Inflacja bazowa

Inflacja bazowa pokazuje stały, długookresowy komponent wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, tzn. że inflacja bazowa ilustruje kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym oraz wahań powstałych wskutek przejściowych szoków podażowych. Dlatego też inflacja bazowa jest lepiej skorelowana z agregatami pieniężnymi niż wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych, pozostając przy tym w bliskiej relacji z ogólnym wzrostem cen.

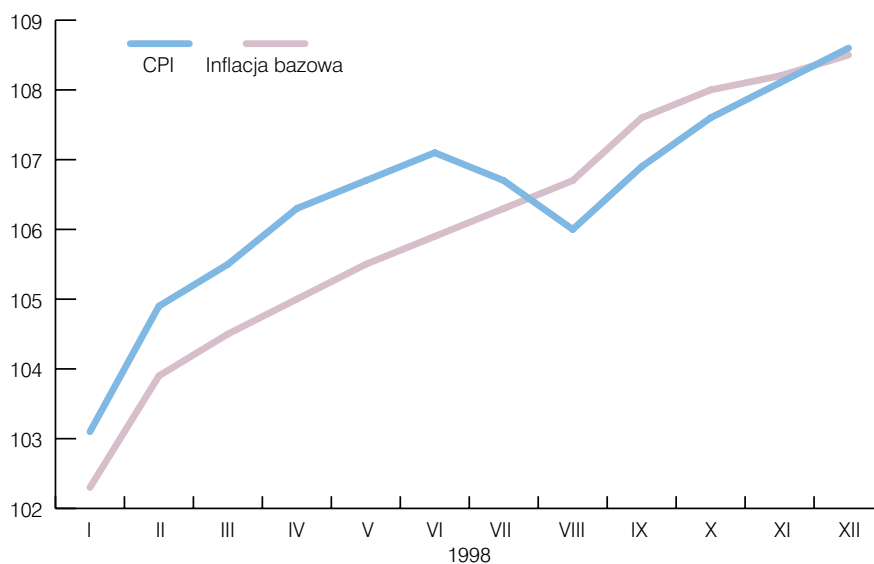
Modelowanie i prognozowanie inflacji, rozumianej jako zagregowany wskaźnik cen konsumpcyjnych, a więc jako zjawisko niemonetarne, jest bardzo trudne i mało precyzyjne. Jednorazowe, przypadkowe zakłócenia podaży, specyficzne dla pewnych grup towarów, generują zakłócenia, co czyni wskaźnik inflacji w pewien sposób nieprzewidywalnym. Widoczne to jest szczególnie na przykładzie cen żywności, które są silnie uzależnione od podaży rynkowej. W przypadku gdy w danym roku pogoda była niekorzystna lub też miały miejsce inne wydarzenia mogące niekorzystnie wpłynąć na produkcję żywności, to jej ceny wzrosną w odpowiedzi na spadającą podaż, a tym samym przyczynią się do okresowego, przejściowego wzrostu wartości ogólnego wskaźnika cen konsumpcyjnych. Należy zauważyć, że w powyższym przykładzie przyczyną wzrostu cen były czynniki zewnętrzne, a nie np. wzrost podaży pieniądza.

W tej części *Raportu o inflacji* zostaną zaprezentowane różne koncepcje inflacji bazowej. Przedstawione będą kolejno:

- 1) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności,
- 2) wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych,
- 3) mediana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych,

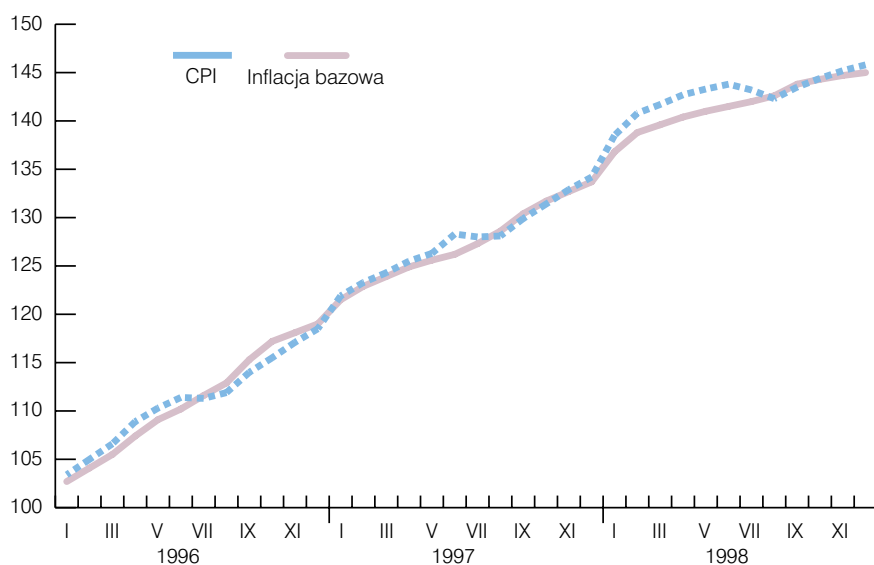
Wykres 39

Wskaźnik inflacji bazowej w 1998 r. (po wyłączeniu cen o największej zmienności; grudzień 1997 = 100)



Wykres 40

Wskaźnik inflacji bazowej w okresie I 1996-XII 1998 (po wyłączeniu cen o największej zmienności; grudzień 1995 = 100)



4) 15% średnia obciążenia uzyskana ze zdezagregowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Kształtowanie się wskaźnika inflacji bazowej w ujęciu narastającym (tj. grudzień 1997 r. = 100) w ciągu 1998 r., obliczonego metodą polegającą na wyłączeniu cen o największej zmienności, przedstawia wykres 39.

Jak widać na wykresie 39 od stycznia do lipca 1998 r. wskaźniki cen, wykazujące największą zmienność, były czynnikiem oddziałującym proinflacyjnie, podobnie jak w listopadzie i w grudniu 1998 r. Natomiast od sierpnia do października towary i usługi konsumpcyjne, charakteryzujące się cenami o największej zmienności, hamowały ogólny wzrost cen.

Wykres 40 przedstawia kształtowanie się miesięcznych wskaźników inflacji bazowej, obliczonej za pomocą metody, polegającej na wyłączeniu najbardziej zmiennych cen w okresie od stycznia 1996 r. do grudnia 1998 r.

Wykres 41 ilustruje przebieg inflacji bazowej, obliczonej metodą, polegającą na wyłączeniu cen kontrolowanych w rachunku narastającym.

Z wykresu 41 wynika, iż w ciągu całego 1998 r. ceny kontrolowane były czynnikiem wpływającym dynamizująco na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Wykres 41

Wskaźnik inflacji bazowej w 1998 r. (po wyłączeniu cen kontrolowanych; grudzień 1997 = 100)

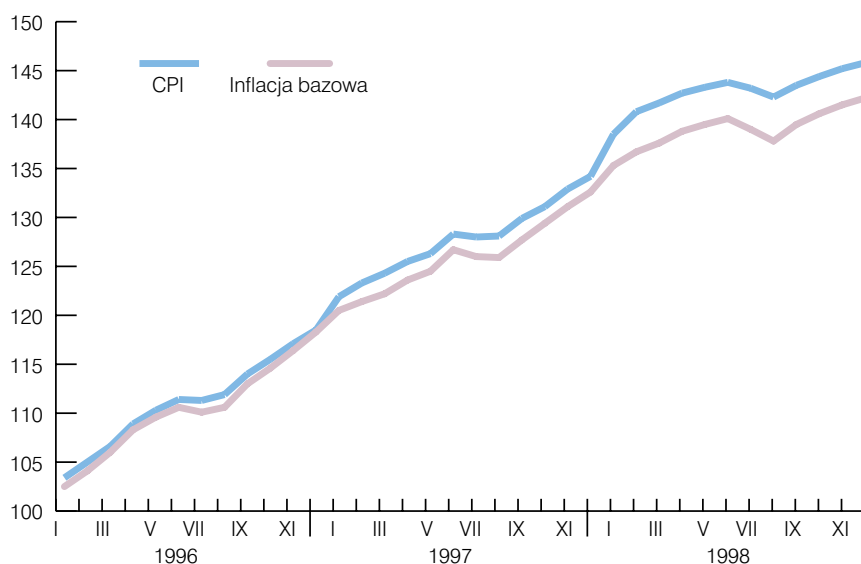


Kształtowanie się miesięcznych wskaźników inflacji bazowej, obliczonej metodą polegającą na wyłączeniu cen kontrolowanych w okresie od stycznia 1996 r. do grudnia 1998 r. przedstawia wykres 42.

Wykres 43 przedstawia następną miarę inflacji bazowej, jaką jest mediana CPI w ujęciu narastającym. Krzywa przedstawiająca wartość medialną wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych

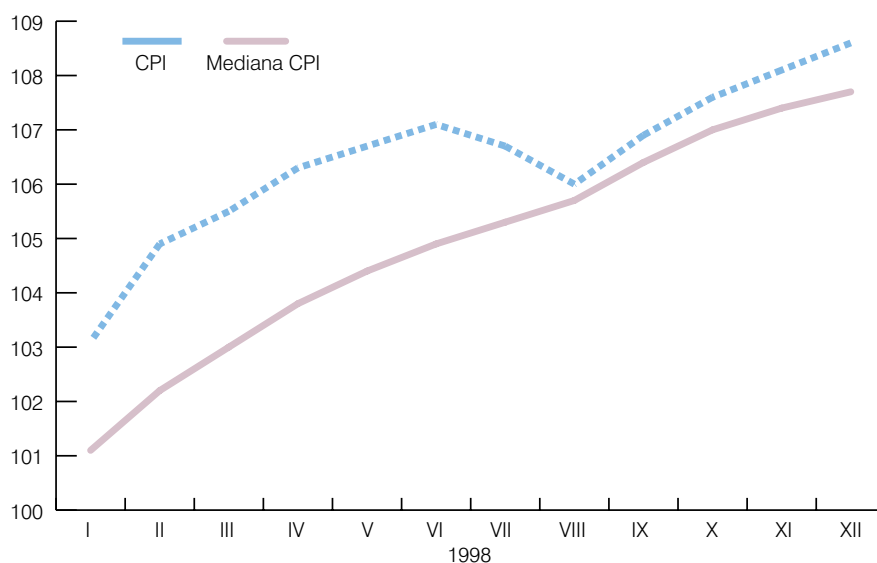
Wykres 42

Wskaźnik inflacji bazowej w latach 1996-1998 (po wyłączeniu cen kontrolowanych; grudzień 1995 = 100)



Wykres 43

Mediana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 1998 r. (grudzień 1997 = 100)



w ciągu całego 1998 r. przebiega poniżej krzywej odzworującej ogólny wzrost cen.

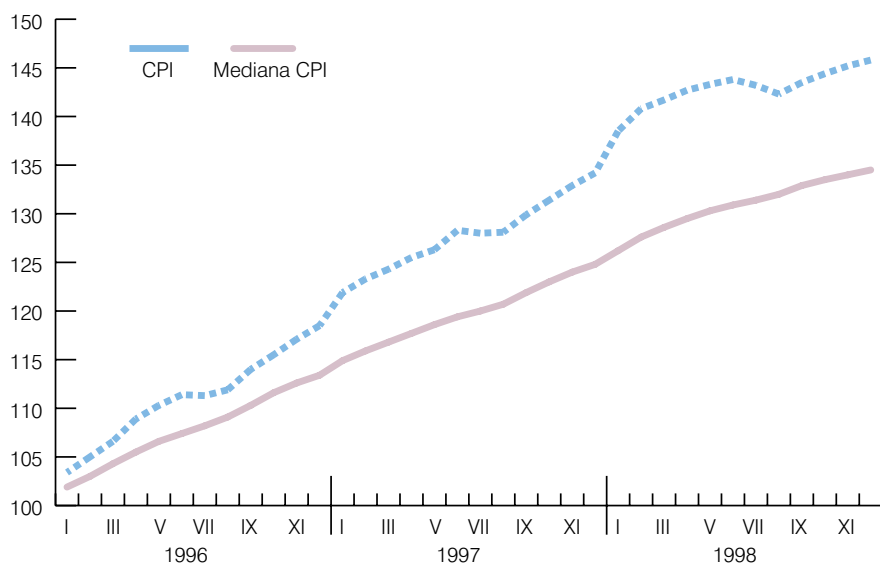
Na wykresie 44 przedstawione są miesięczne zmiany wartości medialnej CPI w okresie od stycznia 1996 r. do grudnia 1998 r.

Wykres 45 ilustruje kształtowanie się 15% średniej obciętej na tle CPI w 1998 r. w porównaniu z grudniem roku poprzedniego.

Wykres 44

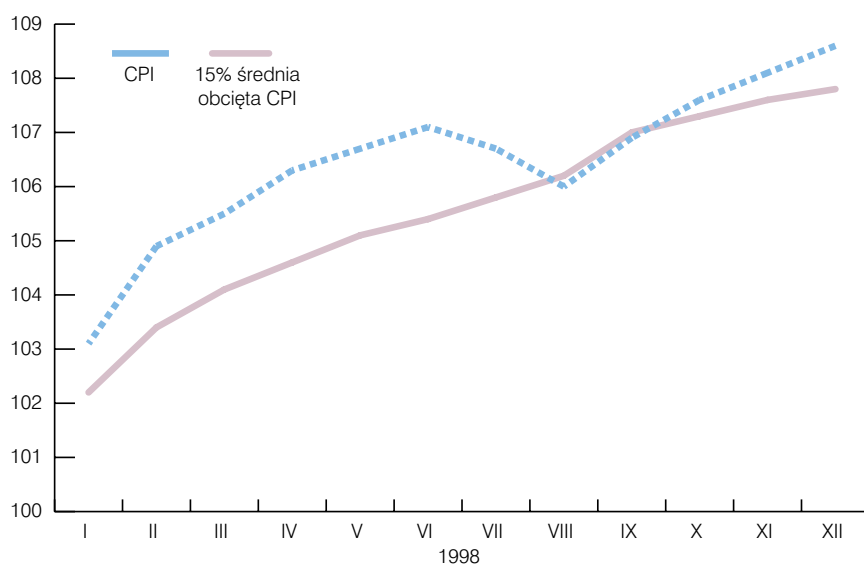
Mediana wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych narastająco od I 1996 do XII 1998

(grudzień 1995 = 100)



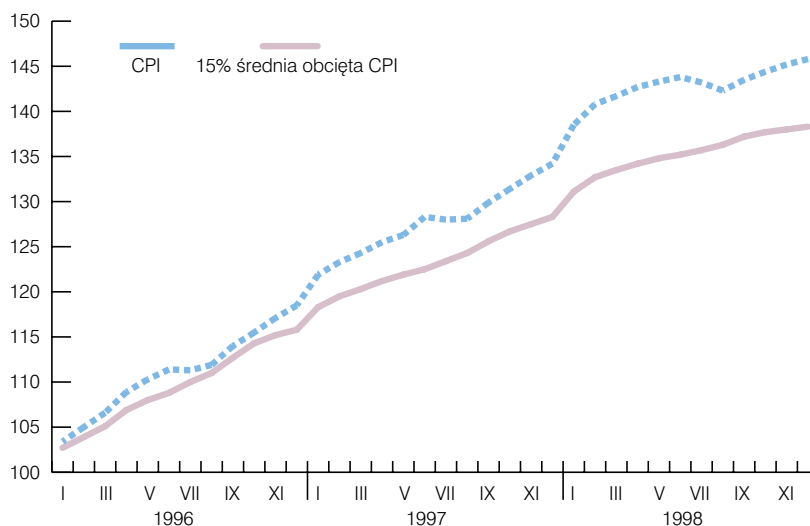
Wykres 45

15% średnia obcięta wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w 1998 r. (grudzień 1997 = 100)



Wykres 46 prezentuje przebieg inflacji bazowej, wyrażonej przy użyciu 15% średniej obciążonej, w porównaniu ze wskaźnikiem cen towarów i usług kon-

Wykres 46
15% średnia obciążona wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 1996-1998
(grudzień 1995 = 100)



Tablica 11

Pierwiastek średniego kwadratu błędu (PSKB) oraz średni absolutny błąd (SAB) dla CPI oraz miar inflacji bazowej w okresie I 1995 r. - XII 1998 r. (w pkt. proc.)

	CPI	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych	Mediana CPI	Średnia obciążona 15%
PSKB	0,894	0,483	0,960	0,376	0,510
SAB	0,603	0,371	0,668	0,306	0,421

Źródło: obliczenia NBP.

Tablica 12

Porównanie średniego odchylenia standardowego i autokorelacji pierwszego rzędu dla różnych miar inflacji

Wyszczególnienie	CPI	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych	Mediana CPI	Średnia obciążona 15%
Średnia	101,21	101,19	101,17	100,99	101,04
odchylenie standardowe	1,015	0,657	1,081	0,463	0,620
Autokorelacja I rzędu	0,357	0,451	0,397	0,595	0,328

Źródło: obliczenia NBP.

sumpcyjnych w okresie od stycznia 1996 r. do grudnia 1998 r.

Miary błędów i korelacja

Podjęto również próbę oceny wcześniej omówionych miar inflacji bazowej.

W celu stwierdzenia, który ze wskaźników inflacji bazowej jest najlepszym estymatorem wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych zostały obliczone *ex post* dwie powszechnie używane miary błędów, tj. pierwiastek średniego kwadratu błędu (PSKB) oraz średni błąd absolutny (SAE). Wszystkie miary inflacji były porównywane z trendem miesięcznych zmian cen towarów i usług konsumpcyjnych, wyznaczonym przy użyciu filtra Hodricka - Prescottta. Wyniki tego badania pokazane są w tabelicy 11.

Dane zawarte w tabelicy 11 pokazują, że mediana CPI jest obciążona najmniejszym błędem. Także inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności oraz 15% średnia obciążona są obciążone stosunkowo małymi błędami.

Porównanie parametrów różnych miar inflacji przedstawia tablica 12. Dla każdego ze wskaźników

Tablica 13
Korelacje między różnymi miarami inflacji

Wyszczególnienie	CPI	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności	Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych	Mediana CPI	Średnia obciążona 15%
CPI	1,000	0,810	0,936	0,818	0,842
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności	0,810	1,000	0,655	0,880	0,978
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych	0,936	0,655	1,000	0,761	0,673
Mediana CPI	0,818	0,880	0,761	1,000	0,899
Średnia obciążona 15%	0,842	0,978	0,673	0,899	1,000

Źródło: obliczenia NBP

Tablica 14

Korelacja między różnymi miarami inflacji a wzrostem podaży pieniądza wyrażonym przy użyciu zarówno nieopóźnionych, jak i opóźnionych miesięcznych zmian agregatów pieniężnych M1 oraz M2

Wyszczególnienie	CPI	Inflacja bazowa	Inflacja bazowa	Mediana	Średnia
		po wyłączeniu cen	po wyłączeniu cen	CPI	obciążona 15%
		o największej zmienności	kontrolowanych		
Zmiany M1	-0,070	-0,022	0,011	0,122	-0,036
Zmiany M1					
sprzed 1 miesiąca	-0,099	0,075	-0,036	0,219	0,055
Zmiany M1					
sprzed 2 miesięcy	0,168	0,159	0,235	0,269	0,154
Zmiany M1					
sprzed 3 miesięcy	-0,063	0,193	-0,115	0,243	0,175
Zmiany M2	-0,310	-0,309	-0,200	-0,231	-0,344
Zmiany M2					
sprzed 1 miesiąca	0,346	0,462	0,193	0,401	0,522
Zmiany M2					
sprzed 2 miesięcy	0,232	0,276	0,222	0,292	0,225
Zmiany M2					
sprzed 3 miesięcy	-0,013	0,076	-0,061	0,112	0,079

Źródło: obliczenia NBP

obliczono następujące parametry: średnią, odchylenie standardowe oraz autokorelację pierwszego rzędu.

Tablica 13 przedstawia korelację między wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych i pozostałymi wskaźnikami inflacji bazowej.

Z wyników zaprezentowanych w tablicy 13 wynika, iż najlepiej skorelowany z CPI jest wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych. Także pozostałe miary inflacji bazowej są dobrze skorelowane ze wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Tablica 14 prezentuje korelację poszczególnych miar inflacji ze stopami wzrostu podaży pieniądza wyrażonymi wzrostami agregatów pieniężnych M1 i M2 zarówno nieopóźnionymi, jak i opóźnionymi o 1, 2 i 3 okresy.

Najwyższą korelację z nieopóźnionymi zmianami podaży pieniądza, wyrażonymi zmianami miesięcznymi agregatu pieniężnego M1 wykazuje mediana CPI, podczas gdy inne miary inflacji nie wykazują istotnej korelacji z M1. Także mediana CPI jest najlepiej skorelowana z opóźnionym o 1 miesiąc M1.

Natomiast z agregatem M1 opóźnionym o 2 miesiące najwyższe współczynniki korelacji wykazują mediana CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych.

W przypadku podaży pieniądza wyrażonej za pomocą nieopóźnionych zmian agregatu pieniężnego M2 żadna z miar inflacji nie wykazuje korelacji. Najwyższe współczynniki korelacji występują między opóźnionymi o jeden okres zmianami M2 a 15% średnią obciążoną inflacją bazową po wyłączeniu cen o największej zmienności i medianą CPI. Najwyższą korelację spośród wszystkich miar inflacji, a opóźnionymi o dwa okresy zmianami M2 wykazują mediana CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności.

Przedstawione powyżej wyniki należy traktować jako wyniki wstępne, ponieważ ciągle prowadzone są badania nad inflacją bazową.

ZAŁĄCZNIK 2

Koncepcja agregatów Divisia

Agregaty pieniądza zwane Divisia zostały stworzone z myślą o mierze, która jest solidnie oparta w teorii ekonomii. Dlatego w wielu krajach rozwiniętych (USA, Kanada, Wielka Brytania i inne) uznano, że potrzebne jest śledzenie tych agregatów równoległe do dotychczasowych.

Divisia uwzględnia fakt, że różne aktywa finansowe są pieniądzem w różnym stopniu. Dany zespół aktywów jest w tym większym stopniu pieniądzem, im więcej dostarcza „usług pieniężnych” (upraszczając - im bardziej jest płynny). I tak gotówka dostarcza tych usług najczęściej. Jako bezpośredni środek wymiany, jest ona utrzymywana dla pokrycia nieprzewidzianych wydatków, zmniejszenia kosztów zarządzania zasobami finansowymi, skrócenia czasu trwania zakupów, itp. Wkłady terminowe (które można względnie łatwo zamienić na pieniądź transakcyjny) pełnią zaś rolę jedynie środka przechowywania wartości między sprzedażą jednego dobra a kupnem drugiego. Dlatego też można oczekiwać, że są one pieniądzem w mniejszym stopniu niż gotówka.

Dotychczas stosowane miary pieniądza są prostą sumą składowych. Opierają się więc one na założeniu, że złotówka trzymana w portfelu jest takim samym pieniądzem, jak złotówka ulokowana np. na trzyletnim depozycie oszczędnościowym.

Koncepcja agregatu Divisia polega natomiast na przypisaniu poszczególnym zespołom aktywów finansowych wag, które odzwierciedlają liczbę usług pieniężnych przez te aktywa dostarczanych. Do konstrukcji tych wag używa się stóp dochodowości poszczególnych komponentów agregatu. Uzasadnienie tego jest następujące.

Mimo różnic w stopach dochodowości wielu środków finansowych, ludność nie utrzymuje jednego, najwyżej oprocentowanego ich zespołu, lecz całą ich różnorodność. Jeżeli ludność dąży do maksymalizacji swojego zysku, to musi istnieć pożądana cecha aktywów finansowych, która się nasila wraz ze spadkiem ich dochodowości. Tą właściwością są właśnie usługi pieniężne. Mówiąc inaczej, zespół aktywów finansowych jest w tym większym stopniu pieniądzem, im mniej jest dochodowy.

Tak więc wagi agregatu Divisia są tym większe, im większa jest różnica między najwyższym oprocentowaniem istniejącym na rynku a oprocentowaniem danego komponentu.

Metodyka liczenia agregatów Divisia

Polskie agregaty Divisia zostały policzone na danych miesięcznych za okres I.1992 : I.1999. Mają one postać indeksów jednopodstawowych, gdzie okresem bazowym jest styczeń 1992 (wtedy indeks przyjmuje wartość 100). Indeksy Div1 i Div2 są odpowiednikami miar M1 i M2, tzn. zostały one policzone na niemalże dokładnie tych samych składowych. Zastosowano ten sam podział na kategorie, jak zawarty w tabelicy 15. Pominięto nieistotną, jeśli chodzi o wielkość, kategorię operacji z przyrzeczeniem odkupu. Ponadto w agregacie Div2 depozyty terminowe zostały podzielone na te o czasie trwania:

- 1) do 1 miesiąca,
- 2) do 3 miesięcy,
- 3) do pół roku,
- 4) do jednego roku,
- 5) do dwóch lat,
- 6) powyżej dwóch lat.

Indeksy Div1 i Div2 obliczono według wzoru:

$$\Delta \ln Div = \sum_{i=1}^N \frac{1}{2} \cdot (w_{i,t} + w_{i,t-1}) \cdot (\ln x_{i,t} - \ln x_{i,t-1})$$

gdzie:

$$w_{i,t} = \frac{(R_t - r_{i,t}) \cdot x_{i,t}}{\sum_{n=1}^N (R_t - r_{n,t}) \cdot x_{n,t}}$$

gdzie $\Delta \ln Div$ jest procentowym przyrostem agregatu Divisia, $x_{i,t}$ jest wielkością i -tego komponentu w miesiącu t spośród N wszystkich komponentów, $w_{i,t}$ - odpowiednią wagą, $r_{i,t}$ - dochodowością komponentu $x_{i,t}$ w skali rocznej (w przypadku środków złotych jest to stopa procentowa, w przypadku środków walutowych jest to suma rocznego zwrotu na USD lub DM oraz ich oprocentowania), a R_t jest najwyższą spośród wszystkich dochodowości w danym miesiącu.

W wagach zastosowano średnie ważone stopy procentowe systemu bankowego, liczone co miesiąc w Departamencie Statystyki. Uzyskuje się je na podstawie minimalnych stóp oprocentowania różnych typów depozytów w stosunku rocznym w około 20 największych bankach. Są one ważone udziałami depozytów tych banków w depozytach ogółem całej grupy. Do książeczek oszczędnościowych a vista oraz bonów i certyfikatów depozytowych przyłożono oprocentowanie odpowiednio: rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych oraz lokat 12-miesięcznych osób prywatnych. Dla rachunków bieżących osób prywatnych przyjęto oprocentowanie rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych.

Właściwości agregatów Divisia w warunkach polskich

Najlepiej widoczną cechą nowego agregatu Div2 jest jego wolniejszy wzrost od odpowiadającego mu

Tablica 15

Komponenty polskich agregatów M1 i M2

1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (bez kas banków)
2. Depozyty na żądanie
Złotowe
osób prywatnych
podmiotów gospodarczych
Walutowe
osób prywatnych
podmiotów gospodarczych
Książeczki oszczędnościowe a vista
M1 (1+2)
3. Depozyty terminowe i zablokowane
Złotowe
osób prywatnych
podmiotów gospodarczych
Walutowe
osób prywatnych
podmiotów gospodarczych
bony oszczędnościowe i certyfikaty
depozytowe (niezbywalne)
4. Operacje z przyrzeczeniem odkupu
M2 (M1+3+4)

agregatu M2 (patrz wykres 47). To samo zachodzi dla miar Div1 i M1. Fakt ten może mieć poważne konsekwencje dla badania zjawisk inflacyjnych, tym bardziej że w ujęciu realnym, na przyrostach, obydwie nowe agregaty są lepiej skorelowane z PKB niż M1 i M2 (patrz tablica 16).

Wyniki wstępnej analizy ekonometrycznej sugerują, że prawdopodobne jest istnienie jednostkowej dochodowej elastyczności popytu na pieniądź mierzony indeksem Div2, tak jak przewiduje ilościowa teoria pieniądza. Klasyczny agregat M2 nie pozwala na wyciągnięcie takiego wniosku.

Przeprowadzone badanie pozwala również przypuszczać, że jedynie Div2 umożliwia uzyskanie stabilnego równania z mechanizmem korekty błędem, które to równanie łączy w spójną całość zależności pomiędzy stanami zmiennych a ich przyrostami. Istnienie poprawnego równania z mechanizmem korekty błędem dobrze świadczy o własnościach ekonomicznych tego agregatu oraz w dużym stopniu uwiarygodnia otrzymane wyniki statystyczne.

Tablica 16

Korelacja różnic algorytmów między zmiennymi realnymi ujętymi kwartalnie

	M1	M2	Div1	Div2
PKB	0,6415	0,6482	0,7011	0,7085

Wykres 47

Kształtowanie się indeksów M2 i DIV2 (styczeń 1992 = 100)

