

Narodowy Bank Polski

Rada Polityki Pieniężnej

RAPORT O INFLACJI III kwartał 1999

Warszawa, grudzień 1999 r.



Projekt graficzny:

Ryszard Piwowar
Piotr Chodorek
Ed Polinski

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydał:

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

© *Narodowy Bank Polski, 1999*

SPIS TREŚCI

| | |
|--|----|
| SYNTEZA | 4 |
| Przebieg procesów inflacyjnych w III kwartale 1999 r. | 7 |
| Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych | 7 |
| Kształtowanie się inflacji bazowej | 15 |
| Ceny produkcji sprzedanej przemysłu | 18 |
| Czynniki określające zjawiska inflacyjne w III kwartale 1999 r. | 21 |
| Pieniądz i ceny na rynku finansowym | 21 |
| Podaż pieniądza w III kwartale 1999 r. | 21 |
| Funkcjonowanie kanałów transmisji w III kwartale 1999 r. | 34 |
| Kanał stopy procentowej | 34 |
| Kanał kursu walutowego | 48 |
| Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne | 55 |
| Ceny akcji | 59 |
| Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży | 60 |
| Popyt wewnętrzny | 62 |
| Konsumpcja indywidualna | 62 |
| Inwestycje | 64 |
| Budżet państwa | 64 |
| Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne | 67 |
| Zagregowana podaż | 72 |
| Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach | 74 |
| Instrumenty polityki pieniężnej w III kwartale 1999 r. | 82 |
| Perspektywy inflacji | 86 |

SYNTEZA*

Po okresie stabilizacji inflacji w I i II kwartale bieżącego roku, w III kwartale nastąpił skokowy jej wzrost. Zaobserwowany wzrost inflacji okazał się wyższy od prognoz banku centralnego i osiągnął we wrześniu poziom 8%. Biorąc pod uwagę prognozowany przebieg procesów inflacyjnych w IV kwartale można stwierdzić, że wyznaczony przez Radę w przedziale 6,6 – 7,8 proc. krótkookresowy cel inflacyjny na 1999 r. zostanie przekroczony.

Wyraźne przyspieszenie wzrostu cen w III kwartale było przede wszystkim wynikiem trudno przewidywalnych, silnych szoków podażowych. Po pierwsze, gwałtownego skumulowania się skutków zmniejszenia podaży niektórych produktów rolnych, przy zwiększeniu interwencyjnych zakupów Agencji Rynku Rolnego i zwiększeniu protekcji celnej oraz po drugie, wzrostu cen paliw na rynku krajowym. Wzrost inflacji pobudzała również deprecjacja złotego. Wymienione zjawiska miały tak niekorzystny wpływ na wzrost cen, ponieważ dokonywały się na rynkach charakteryzujących się wysokim stopniem monopolizacji. Dotyczy to szczególnie rynków paliw i energii, których zmonopolizowanie umożliwiło przeniesienie wzrostu cen światowych, podwyższenia akcyzy czy uwolnienia cen na wzrost cen detalicznych. Jednocześnie w pierwszych trzech kwartałach widoczne było zwiększenie presji kosztowej na wzrost cen, o czym świadczy szybszy niż w poprzednim roku wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu.

Przebieg procesów makroekonomicznych w II i III kwartale 1999 r. wskazuje, że polityka fiskalna i pieniężna tworzyły sprzyjające środowisko dla rozwoju procesów inflacyjnych, których źródłem były szoki podażowe. Wprawdzie wskaźnik inflacji mierzony indeksem dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI) od II kwartału 1999 r. przekroczył poziom inflacji bazowej, co potwierdza, iż

źródłem wzrostu inflacji były ceny najbardziej zmienne, to jednak po okresie stabilizacji inflacja bazowa również zaczęła w III kwartale systematycznie rosnać. Wzrost inflacji bazowej wskazuje, że przyspieszenie inflacji może mieć również źródła monetarne. Utrzymywanie się tego trendu w przyszłości może także odzwierciedlać skutki pośrednie szoków podażowych pochodzących z rynków paliw czy żywności.

Niższa od przewidywanej restrykcyjność polityki makroekonomicznej przejawiała się w szybkim wzroście popytu konsumpcyjnego. Popyt ten, który kierował się w pewnej części na towary importowane (samochody, dobra trwałego użytku) przyczyniał się do wzrostu deficytu obrotów bieżących i osłabienia wartości złotego. Wzrostowi popytu sprzyjało zmniejszenie skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych, przejawiające się w szybszym wzroście udzielanych kredytów, niż depozytów składanych w bankach.

Kolejnym ważnym źródłem kreacji popytu był wyższy od przewidywanego wzrost deficytu sektora finansów publicznych.

Również czynniki o charakterze strukturalnym zwiększyły presję popytową w gospodarce. Zaliczyć do nich należy duży potencjał odłożonej konsumpcji. Rozwój produktów zwiększających ofertę kredytową banków oraz aktywność pośredników niebankowych. Jednocześnie wzrostowi popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych sprzyjało zjawisko iluzji nominalnej oraz przekonanie o kolejnych obniżkach stóp procentowych.

Rada przyznaje, że dokonane na przełomie 1998 i 1999 r. rozluźnienie polityki monetarnej dostosowane do zapowiedzianego przez rząd stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej okazało się zbyt silne i w efekcie podaź pieniądza i podaź kredytów rosły w tempie szybszym od pożądanego. Zamiast oczekiwanego zaostrzenia nastąpiło poluzowanie polityki fiskalnej, o czym świadczą dostępne z dużym opóźnieniem informacje o istotnym przekroczeniu zakładanego deficytu

* Przy opracowywaniu *Raportu o inflacji* wykorzystano dane statystyczne dostępne do końca listopada 1999 r.

ZUS i kas chorych. Jednocześnie szybki wzrost deficytu obrotów bieżących wywierał wpływ na deprecjację złotego i pośrednio na inflację.

Dostrzegając zagrożenia wynikające z dostępnych informacji o przebiegu zjawisk makroekonomicznych do sierpnia – zarysowującej się tendencji wzrostu CPI, indeksu cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz inflacji bazowej, silnego wzrostu kredytów konsumpcyjnych i trudności redukcji deficytu finansów publicznych – Rada we wrześniu 1999 r. podjęła decyzję o podwyższeniu stopy referencyjnej NBP o 100 punktów bazowych. Decyzja ta nie była powszechnie antycypowana przez rynki finansowe i została przyjęta z zaskoczeniem przez część uczestników rynku. Wrześniowa podwyżka stopy referencyjnej stanowiła przede wszystkim sygnał gotowości banku centralnego do obrony celu inflacyjnego na rok 2000, a także ostrzeżenie dla kredytobiorców, że cena kredytu może ulec zwiększeniu.

W III kwartale br. kontynuowana była tendencja niskiego tempa wzrostu depozytów osób prywatnych, do pewnego stopnia rekompensowana zwiększającym się tempem wzrostu zobowiązań złotych względem podmiotów gospodarczych. Deprecjacja złotego przyczyniła się jednocześnie do zwiększenia złotej wartości depozytów walutowych. Najważniejszym czynnikiem kreacji pieniądza w tym okresie pozostawały należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Tempo przyrostu zadłużenia osób prywatnych było ok. 2,5-krotnie wyższe, niż podmiotów gospodarczych. Niemniej jednak we wrześniu widoczny stał się przyrost zadłużenia podmiotów gospodarczych, co może stanowić potwierdzenie ożywienia produkcji i lepszej oceny perspektyw rozwoju. Z kolei sektor budżetowy w odróżnieniu od sytuacji w I półroczu br. przyczyniał się w III kwartale do osłabienia tempa wzrostu podaży pieniądza, oddłużając się w sektorze bankowym.

W III kwartale 1999 r. widoczny był na różnych segmentach polskiego rynku finansowego

wzrost ryzyka inwestycyjnego. Przyczyną tego były przede wszystkim czynniki wewnętrzne – pogorszenie przejrzystości finansów publicznych i problemy z kontrolą deficytu tego sektora, duży deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego wobec symptomów wzrostu aktywności gospodarczej i nadal słabych wyników eksportu, wyższa, niż się spodziewano inflacja w Polsce. Na ceny polskich aktywów wpływ miały także inne czynniki, jak tzw. problem roku 2000, czy spodziewany i faktyczny wzrost stóp procentowych na najważniejszych światowych rynkach finansowych. W rezultacie krzywa przychodowości polskich papierów skarbowych przesunęła się górę. Doszło również do uformowania się jej dodatniego nachylenia w przedziale do dwóch lat i ujemnego nachylenia w dalszym jej segmencie, co może świadczyć o oczekiwaniach rynku na czasową stabilizację inflacji na wyższym, niż poprzednio przewidywano poziomie, a następnie na jej dalszy spadek.

Przedstawione wyżej czynniki przyczyniały się także do deprecjacji kursu złotego, który dzięki likwidacji transakcyjnego charakteru *fixingu* w czerwcu 1999 r. stał się formalnie i faktycznie bardziej elastyczny. Widoczna od pewnego czasu tendencja realnej deprecjacji polskiej waluty wydaje się wspomagać poprawę konkurencyjności przynajmniej części polskich eksporterów oraz podmiotów konkurujących z importem na rynku krajowym. Świadczy o tym analiza wyników finansowych tych podmiotów oraz dane o wzroście produkcji przemysłowej w gałęziach napotykających dotychczas silną konkurencję zagraniczną na rynku krajowym. Analiza wyników ankiet nie pozwalała na wyciągnięcie wniosku, że po trzech kwartałach nasilają się w bankach komercyjnych oczekiwania zdecydowanej deprecjacji polskiej waluty, które mogłyby pobudzić oczekiwania inflacyjne.

Trzeci kwartał 1999 r. był okresem dalszej dynamizacji produkcji przemysłowej i PKB mimo braku wyraźnego ożywienia w eksporcie. Zwięk-

szenie aktywności gospodarczej było możliwe dzięki ponownemu zwiększeniu się popytu inwestycyjnego i zaopatrzeniowego, na co wpływ miały bardziej korzystne przewidywania przyszłych możliwości sprzedaży. Popyt wewnętrzny nadal był wzmacniany przez wzrost wydatków sektora publicznego.

Wyniki bilansu płatniczego w III kwartale 1999 r. pozwalają przypuszczać, że deficyt obrotów bieżących w całym roku wyniesie około 7% PKB. Analizując ewolucję poszczególnych pozycji w bilansie płatniczym można stwierdzić, że najważniejszym czynnikiem powiększenia się deficytu obrotów bieżących w ciągu trzech kwartałów 1999 r. jest załamanie handlu ze Wschodem, owocujące drastycznym zmniejszeniem się nadwyżki nierejestrowanych obrotów bieżących i utratą wpływów z eksportu usług transportowych. Ważnym elementem tego pogorszenia jest również dynamiczny wzrost importu nowoczesnych usług, będący przede wszystkim konsekwencją wzrostu udziału kapitału zagranicznego

w gospodarce Polski. Wydaje się, że w III kwartale dostrzegalne stały się symptomy poprawy sytuacji w polskim eksporcie. Pomimo większego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w trzech kwartałach 1999 r., w porównaniu z podobnym okresem roku ubiegłego, obniżył się stopień pokrycia tymi stabilnymi przepływami deficytu na rachunku bieżącym bilansu płatniczego.

Oprócz podniesienia stopy referencyjnej w III kwartale 1999 r. podjęto również decyzje o bardzo istotnym znaczeniu zarówno dla skuteczności polityki pieniężnej, jak i konkurencyjności systemu bankowego. Obniżono do 5% i ujednolicono stopy rezerw obowiązkowych. Obniżenie rezerwy obowiązkowej połączone zostało również z konwersją niezbywalnych zobowiązań budżetu państwa na zbywalne skarbowe papiery wartościowe. Bank centralny będzie mógł je wykorzystywać do zmniejszenia nadpłynności sektora bankowego. Za uwolnione w wyniku tej operacji środki banki komercyjne zakupią od NBP niezbywalne długoterminowe obligacje.

Przebieg procesów inflacyjnych w III kwartale 1999 r.

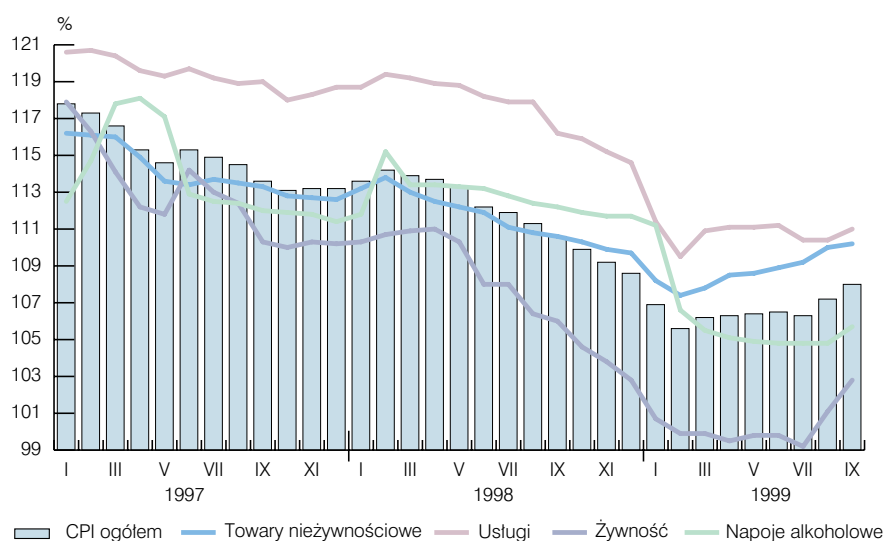
Ceny dóbr i usług konsumpcyjnych

W ciągu III kwartału 1999 r. dwunastomiesięczne tempo inflacji z poziomu 6,5% w czerwcu 1999 r. wzrosło do 8,0% we wrześniu 1999 r., przekraczając górną granicę przedziału wyznaczonego przez RPP jako cel inflacyjny na koniec bieżącego roku (6,6 – 7,8%). Pewne przyspieszenie tempa inflacji w II połowie bieżącego roku było przewidywane przez Radę Polityki Pieniężnej, jednak wystąpiło ono szybciej i w większej skali niż zakładano (wykres 1). Nie sprawdziły się zatem zamieszczone w poprzednim *Raporcie* przewidywania RPP co do przebiegu zjawisk inflacyjnych w bieżącym roku.

Procesy inflacyjne w ciągu III kwartału br. przebiegały w sposób zróżnicowany. W lipcu 1999 r., w wyniku sezonowego spadku cen żywności, nastąpiło dalsze obniżenie – o 0,2 pkt. proc. inflacji liczonej w rachunku dwunastomiesięcznym, do poziomu 6,3%. W dalszych miesiącach III kwartału roczna stopa inflacji wzrastała silnie z miesiąca na miesiąc, przyrastając o 0,9 pkt. proc. w sierpniu i o dalsze 0,8 pkt. proc. we wrześniu. Sierpniowy wyraźny wzrost inflacji dwunastomiesięcznej był spo-

Wykres 1

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



wodowany silnym przyspieszeniem rocznego tempa wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz cen towarów nieżywnościowych. Z kolei dalszy silny wzrost inflacji we wrześniu w głównej mierze wynikał z kontynuacji przyspieszonego wzrostu cen żywności, a także wzmożenia tempa wzrostu cen usług. Nadal stosunkowo szybko rosły ceny towarów nieżywnościowych.

Łącznie w okresie od czerwca do września 1999 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 1,7%, podczas gdy w takim samym okresie przed rokiem obniżyły się o 0,2%. Miesięczne zmiany cen przedstawia wykres 2.

Podstawowe tendencje występujące w kształtowaniu się cen towarów i usług konsumpcyjnych przedstawiono w tabelicy 1.

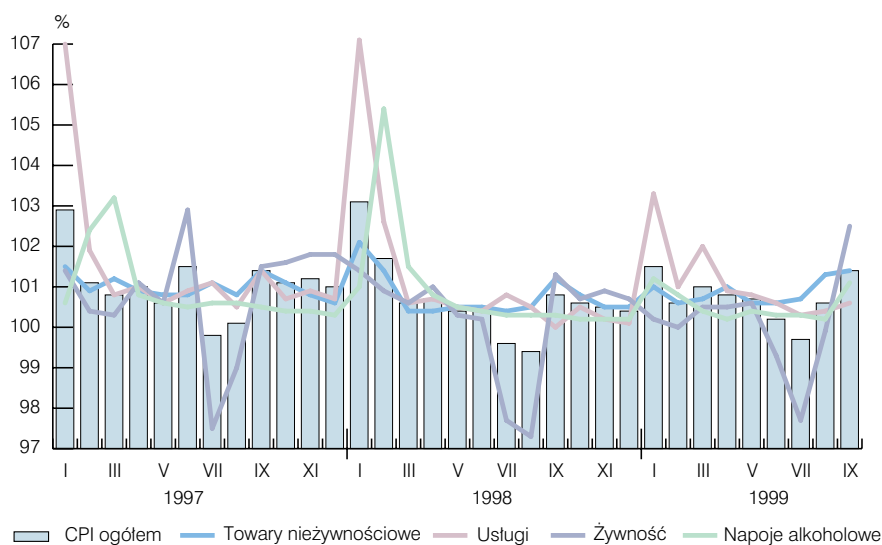
Wyraźne zwiększenie poziomu rocznej inflacji, zwłaszcza w dwóch ostatnich miesiącach III kwartału 1999 r., było w dużej mierze spowodowane zmianą sytuacji na krajowym rynku żywności i na światowych rynkach surowcowych.

Od grudnia 1998 r. do września 1999 r. inflacja wyniosła 6,6%, a więc była niewiele słabsza od występującej przed rokiem, kiedy w takim samym okresie ukształtowała się w wysokości 6,9% (wykres 3).

W strukturze wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych nastąpiły istotne zmiany w porównaniu z ubieg-

Wykres 2

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

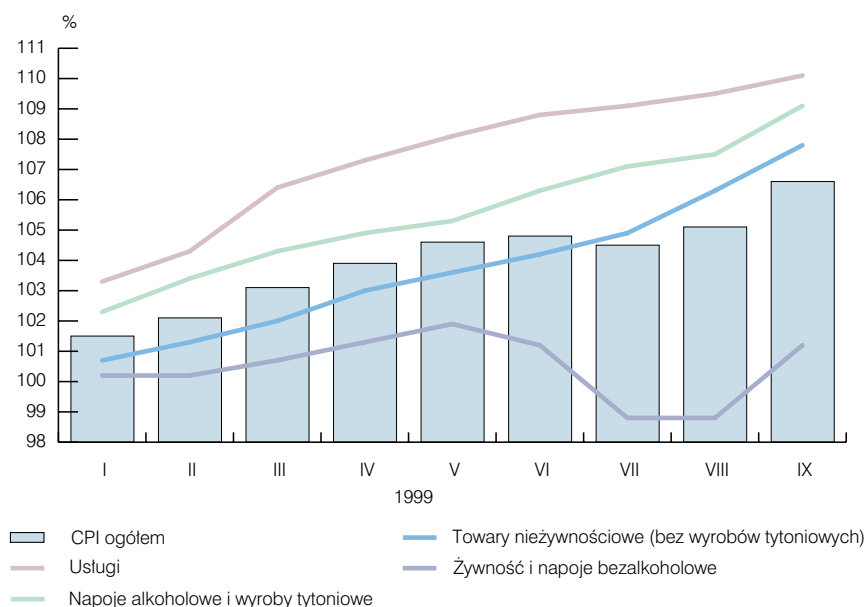


Tablica 1
Tendencje inflacji w 1999 r.

| Miesiąc | CPI | Żywność i napoje bezalkoholowe | Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe | Towary nieżywnościowe | Usługi |
|--|-----|-----------------------------------|---|--------------------------|--------|
| 12-miesięczne zmiany cen | | | | | |
| Styczeń | 6,9 | 0,7 | 14,3 | 7,4 | 11,4 |
| Luty | 5,6 | -0,1 | 9,5 | 6,9 | 9,5 |
| Marzec | 6,2 | -0,1 | 9,2 | 7,2 | 10,9 |
| Kwiecień | 6,3 | -0,5 | 9,2 | 7,9 | 11,1 |
| Maj | 6,4 | -0,2 | 8,8 | 8,1 | 11,1 |
| Czerwiec | 6,5 | -0,2 | 9,1 | 8,3 | 11,2 |
| Lipiec | 6,3 | -0,8 | 9,5 | 8,6 | 10,4 |
| Sierpień | 7,2 | 1,1 | 9,6 | 9,5 | 10,4 |
| Wrzesień | 8,0 | 2,8 | 10,6 | 9,6 | 11,0 |
| zmiany cen w ciągu kwartału (narastająco) | | | | | |
| I kwartał | 3,1 | 0,7 | 4,3 | 2,0 | 6,4 |
| II kwartał | 1,6 | 0,5 | 1,9 | 2,2 | 2,3 |
| III kwartał | 1,7 | 0,0 | 2,6 | 3,5 | 1,2 |

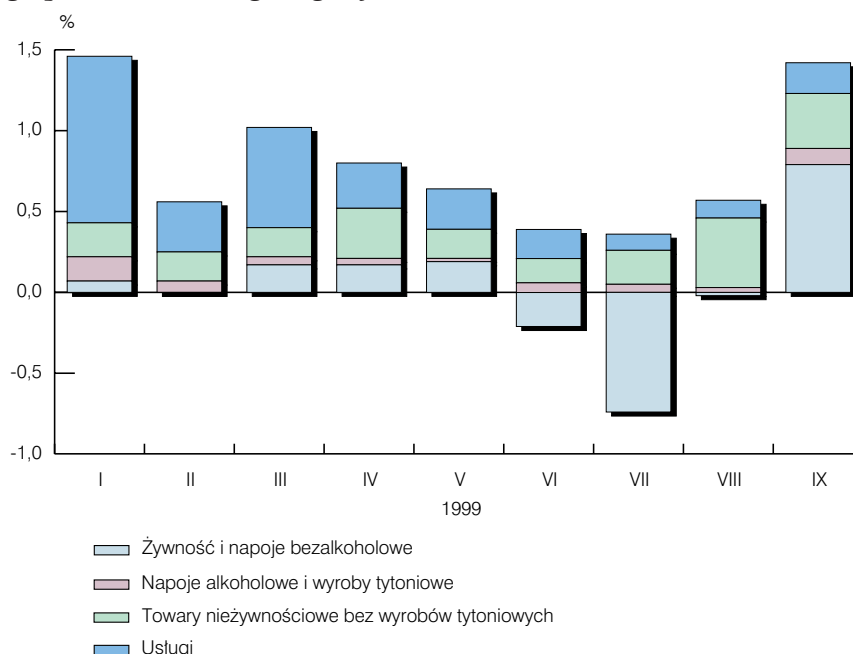
łym rokiem. W sierpniu i we wrześniu br. zwiększył się wyraźnie wpływ cen żywności na ogólny wzrost cen. W sierpniu 1999 r. ceny żywności i napojów alkoholowych wykazały jedynie nieznaczny sezonowy spadek

Wykres 3
Dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych (grudzień poprzedniego roku = 100)



Wykres 4

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



(o 0,1%) w stosunku do lipca br., podczas gdy w takim samym miesiącu przed rokiem spadek cen żywności wyniósł 2,7%. We wrześniu br. ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 2,5%, tj. prawie dwukrotnie silniej w porównaniu ze wzrostem występującym we wrześniu ubiegłego roku (wzrost o 1,3%). Wpływ skutków wzrostu cen w podstawowych grupach towarów i usług na ogólny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w kolejnych miesiącach 1999 r. przedstawia wykres 4.

Spośród głównych czynników sprzyjających ponownemu przyspieszeniu inflacji w II połowie bieżącego roku należy wymienić:

- silne wzmocnienie szeroko rozumianej ochrony krajowego rynku produktów rolnych, przy wykorzystaniu narzędzi o charakterze administracyjnym,
- bardzo wysoki wzrost cen paliw na rynku krajowym, powodujący znaczne skutki bezpośrednie, jak również szeroko pojęte, a zarazem trudne do skwantyfikowania skutki pośrednie,
- silną deprecjację polskiej waluty,
- wyraźne rozluźnienie polityki fiskalnej w porównaniu z poprzednimi dwoma latami,
- mniej restrykcyjną politykę pieniężną.

W II połowie 1998 r. utrzymywała się wysoka nadwyżka podaży produktów rolnych nad popytem. W warunkach braku dostatecznej interwencji państwa w okresie tym nastąpił znaczny spadek cen oraz istotne pogorszenie się opłacalności produkcji rolnej.

W roku bieżącym wystąpiły dostosowania w produkcji rolnej, wynikające z niższej rentowności i pogorszenia warunków atmosferycznych. Spowodowały one naturalne ograniczenie podaży. Jednocześnie miała miejsce interwencja na rynku rolnym, która z jednej strony przyniosła dodatni efekt popytowy (interwencyjny skup) oraz ujemny efekt podaży (cła). Interwencja na rynku rolnym doprowadziła zatem do skokowego wzrostu cen żywności. Stąd w sierpniu br. ceny żywności, które w poprzednich latach sezonowo spadały, nie tylko nie spadły, ale wzrosły. W efekcie nastąpił skokowy wzrost inflacji, który był kontynuowany we wrześniu.

Jednocześnie na rynkach światowych ceny produktów żywnościowych w dalszym ciągu utrzymywały się na niskim poziomie, do lipca oscylując wokół 80% cen ubiegłorocznych, a w dalszych miesiącach, po pewnym przyspieszeniu, sięgając 90% cen sprzed roku.

Na rynkach światowych ceny surowców pochodzenia rolniczego do maja br. kształtowały się na poziomie niższym od ubiegłorocznego, po czym w okresie od czerwca aż do września kształtowały się powyżej ubiegłorocznych. Ceny transakcyjne importu żywności i zwierząt żywych od kwietnia br. do września utrzymywały poziom ubiegłoroczny. Zewnętrzne uwarunkowania cenowe na rynkach rolnych były zatem mniej korzystne od występujących w II połowie 1998 r. oraz w I połowie 1999 r.

Począwszy od marca 1999 r. silnym impulsem inflacyjnym, mającym znamiona szoku, ale o wydłużonym horyzoncie oddziaływania, okazały się zmiany występujące w obszarze rynku paliw. Przyczyniło się do tego zarówno pojawienie się nowej sytuacji na światowych rynkach, jak też kumulacja czynników powodujących ożywienie cen na rynku paliwowym w Polsce.

W III kwartale 1999 r. nastąpiło wzmocnienie tendencji wzrostu cen ropy naftowej na świecie, trwającej z niewielkimi przerwami w maju i w czerwcu, począwszy od lutego br. Od stycznia do września br. cena ropy naftowej na rynkach światowych wzrosła o 115%, z tego w okresie od lipca do września br. podrożała o ok. 37%. Skutki wzrostu światowych cen ropy w warunkach polskich powinny być w części neutralizowane, z uwagi na

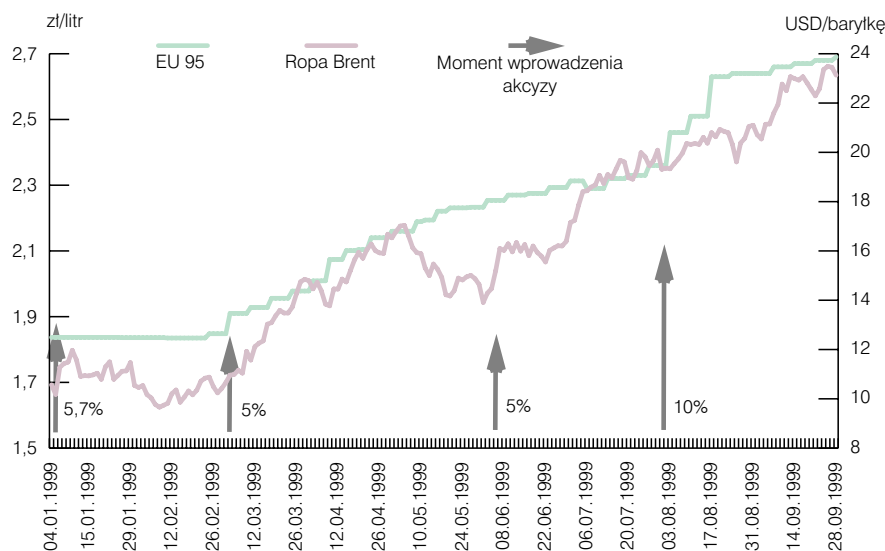
pewne przesunięcia w strukturze ilościowej importu. Gros realizowanego importu surowców do produkcji paliw pochodzi z krajów Europy Środkowo-Wschodniej, którego udział zwiększył się z 82% w okresie I półrocza ub.r. do 89% w okresie I półrocza br., przy ograniczeniu z 11% do 6% udziału importu z krajów Unii Europejskiej. W tym samym czasie znacząco wzrósł udział importu gotowych paliw z krajów Europy Środkowo-Wschodniej (z 18% w I półroczu 1998 r. do 40% w I półroczu 1999 r.), przy jednoczesnym zmniejszeniu z 80% do 60% udziału importu tych wyrobów z krajów Unii Europejskiej. W sumie import gotowych produktów (benzyn, olejów i nafty) z krajów Europy Środkowo-Wschodniej wzrósł w I półroczu 1999 r. w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku o 132,9%, przy jednoczesnym spadku o 24,4% importu z krajów Unii Europejskiej.

Średnia cena zakupu importowanego surowca do produkcji paliw wyrażona w zł (**wg danych z dokumentów SAD**) w okresie I półrocza br. wzrosła o ok. 24% (w ujęciu dolarowym o 13%), w stosunku do II półrocza ub.r. Średnia cena zakupu importowanych gotowych paliw wyrażona w zł zwiększyła się tym samym czasie o ok. 14% (wyrażona w dolarach o 2%). Natomiast ceny ropy naftowej na giełdach w okresie od czerwca 1998 r. do czerwca 1999 r. wzrosły w wyrażeniu dolarowym o 44%.

Importerzy przez zmianę kierunków zakupu ograniczyli rzeczywisty wpływ wzrostu kosztów zakupu surowców, wynikający ze wzrostu cen ropy naftowej i benzyny Premium na giełdach, na koszty produkcji paliw. Jednakże ceny zbytu w rafineriach polskich wzrastały zgodnie ze wzrostem cen na giełdach światowych. Rafinerie ustalają ceny paliw bazując na parytecie importowym, czyli cenach światowych powiększonych o podatek akcyzowy, cło i inne koszty zakupu. Wg oceny ekspertów badających krajowy rynek paliw, w cenie brutto wyznaczonej przez parytet ok. 25% stanowi cena światowa benzyny (Premium) wyrażona w zł, a ok. 60% podatki: akcyzowy i VAT. Wzrost cen zbytu w rafineriach zawiera więc również skutki podwyżek podatku akcyzowego, który łącznie w I połowie 1999 r. wzrósł o 16,5%. Z dniem 1 sierpnia br. nastąpiła podwyżka podatku akcyzowego o 10%. Była to czwarta z kolei podwyżka akcyzy w bieżącym roku, która zarazem została wprowadzona o miesiąc wcześniej niż przewidywały to założenia do ustawy budżetowej na 1999 r. (wykres 5).

Wykres 5

Porównanie średnich cen detalicznych paliw na rynku polskim i górnych notowań cen ropy naftowej na świecie w 1999 r.



W III kwartale br., przy wzroście cen benzyny Premium na rynkach światowych o ok. 36% i podwyżce podatku akcyzowego o 10%, a także braku zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym, wzrost cen zbytu paliw w rafineriach powinien wynosić ok. 16% i o tyle też w rzeczywistości wzrosły ceny zbytu. Wzrost cen detalicznych wynikał więc z przyjętej formuły ustalania cen i częściowo mógł nie odzwierciedlać faktycznych kosztów importu paliw.

Można więc przypuszczać, że zaobserwowana wysoka skala podwyżek cen paliw na rynku krajowym była w części skutkiem monopolistycznej struktury rynku, która dodatkowo uległa wzmocnieniu po powstaniu Polskiego Koncernu Naftowego (wykres 6).

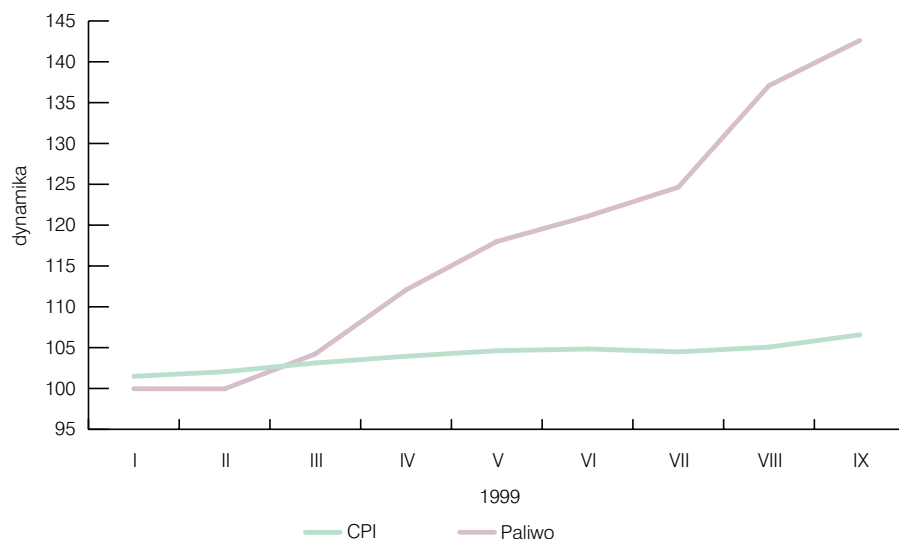
W ciągu III kwartału br. najsilniejszy wpływ bezpośrednich skutków wzrostu cen paliw na inflację zaznaczył się w sierpniu, kiedy to wzrost cen paliw podwyższył ogólny wzrost cen o 0,3 pkt. proc., przy wzroście cen w tym miesiącu o 0,6%.

Po trzech kwartałach 1999 r., licząc od grudnia do września br., ceny detaliczne paliw na rynku krajowym podniesiono o 42,6%, przy wzroście stawek akcyzy w tym okresie o 28,2%.

Widoczne jest również przeniesienie cen paliw w koszty przedsiębiorstw w warunkach silnego, na tle ubiegł-

Wykres 6

Porównanie wskaźnika CPI oraz wskaźnika zmian cen paliw wg GUS (grudzień 1998 = 100)



rocznych przyrostów, wzrostu cen produkcji. Jest to ważny element wyznaczający rosnący trend cen produkcji w bieżącym roku. W warunkach dostrzeganego, zwłaszcza w III kwartale, przyspieszenia wzrostu gospodarczego i ożywienia koniunktury w przemyśle, m.in. w związku z utrzymującym się popytem krajowym, zaistniały warunki, w których przedsiębiorstwa łatwiej, niż miało to miejsce w II połowie ub.r. i w I połowie bieżącego roku, przenosiły na konsumentów wzrost kosztów produkcji.

W okresie dziewięciu miesięcy br. rosły również ceny transakcyjne towarów importowanych. Po dziewięciu miesiącach tempo wzrostu tych cen kształtowało się w granicach 5,5% (wobec odpowiednio 4,1% w analogicznym okresie 1998 r.).

W konsekwencji działania powyższych czynników, ceny towarów nieżywnościowych począwszy od marca br. do września br. wykazywały nieprzerwaną tendencję wzrostową, osiągając w końcu omawianego okresu w ujęciu dwunastomiesięcznym wzrost o 9,6%, przewyższając zarazem stopę inflacji. Jednocześnie zwraca uwagę fakt relatywnie silniejszego przyspieszenia tempa wzrostu cen towarów nieżywnościowych w stosunku do ukształtowania się inflacji w kolejnych miesiącach br. W I kwartale br. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen towarów nieżywnościowych wyprzedzało inflację o 0,5 – 1,3 pkt.

proc., a w II kwartale przewyższało ją w granicach 1,6 – 1,8 pkt. proc. W pierwszych dwóch miesiącach III kwartału br., tj. w lipcu i w sierpniu, było ono silniejsze już o 2,3 pkt. proc. od inflacji, po czym we wrześniu ponownie przekroczyło inflację o 1,6 pkt. proc. Przyspieszony wzrost cen towarów nieżywnościowych jest w części skutkiem przeniesienia wzrostu cen paliw oraz wzrostu innych kosztów produkcji na ceny konsumpcyjne towarów i usług.

W obszarze cen kontrolowanych, poza omówioną wcześniej sytuacją w zakresie cen paliw, w okresie III kwartału br. wystąpiły również inne czynniki przejściowo dynamizujące inflację. Chodzi tu o zmiany wywołane dalszymi podwyżkami stawek akcyzy na wyroby tytoniowe i napoje alkoholowe we wrześniu br.

W ciągu III kwartału br. ceny usług wzrosły o 1,2%, tzn. znacznie wolniej od inflacji w tym samym okresie (1,7%). W ujęciu dwunastomiesięcznym ceny usług wykazywały najbardziej stabilny wzrost spośród czterech podstawowych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych. Jednak ich stopa wzrostu wciąż utrzymywała się na relatywnie najwyższym poziomie. Od początku roku ceny usług wzrosły o 10,1%, znacznie przewyższając wzrost cen pozostałych grup towarów i usług konsumpcyjnych i wyprzedzając inflację w tym okresie o 3,5 pkt. proc.

Kształtowanie się inflacji bazowej

Przedstawione poniżej wskaźniki inflacji bazowej pokazują stały, długookresowy komponent wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych, ilustrując kształtowanie się cen towarów i usług konsumpcyjnych po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym oraz wahań powstałych wskutek przejściowych szoków podaży.

W obecnym *Raporcie* po raz kolejny wskaźniki inflacji bazowej są przedstawione w ujęciu dwunastomiesięcznym. Taki układ eliminuje wahania sezonowe i lepiej obrazuje rzeczywiste tendencje kształtowania się inflacji.

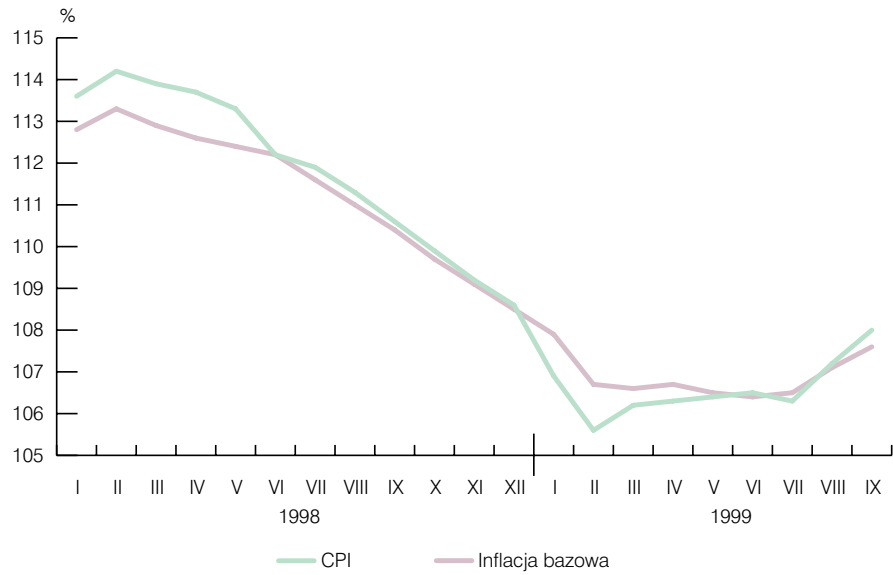
W *Raporcie* przedstawione są wskaźniki inflacji bazowej liczone następującymi metodami. Są to:

– wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności¹,

¹ Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności został uzyskany po wyeliminowaniu grup towarów i usług, których ceny wykazywały skokowy wzrost lub spadek w badanym okresie.

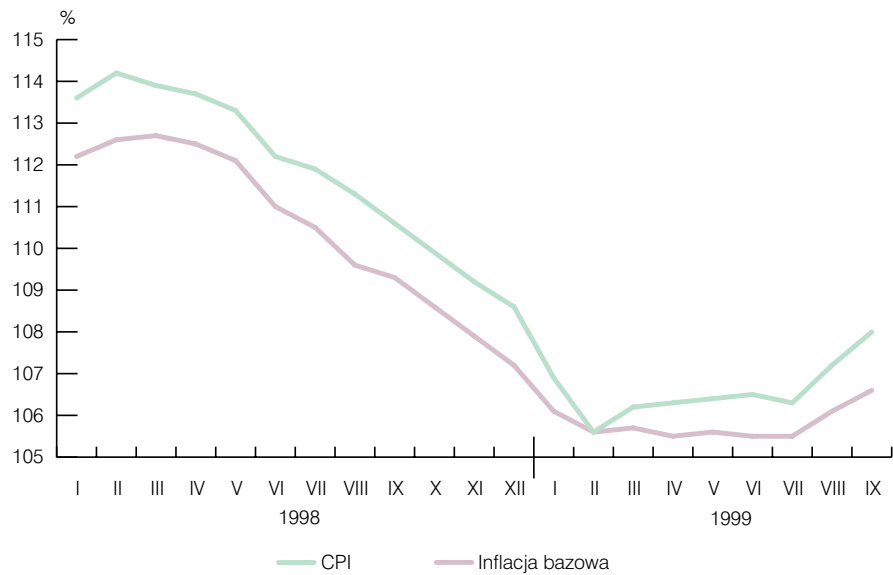
Wykres 7

CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen największej zmienności w okresie styczeń 1998 – wrzesień 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

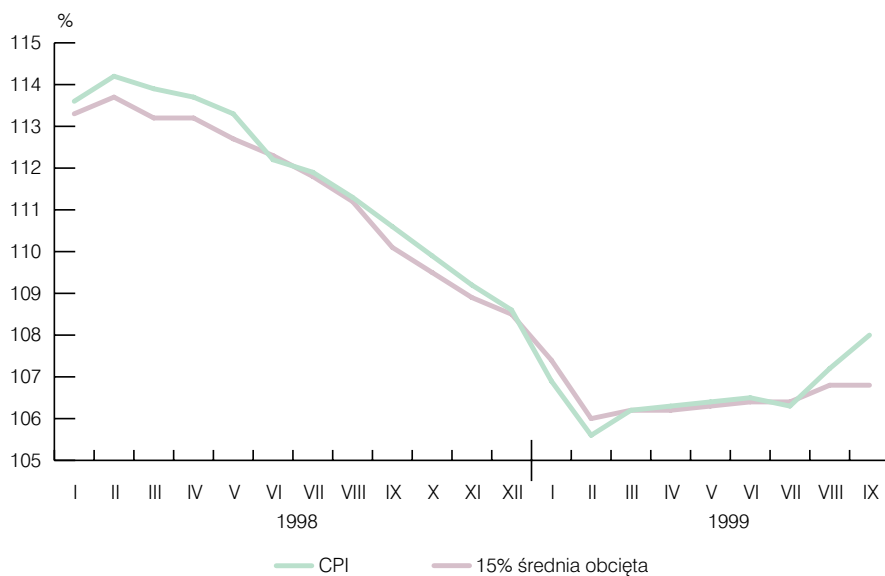


Wykres 8

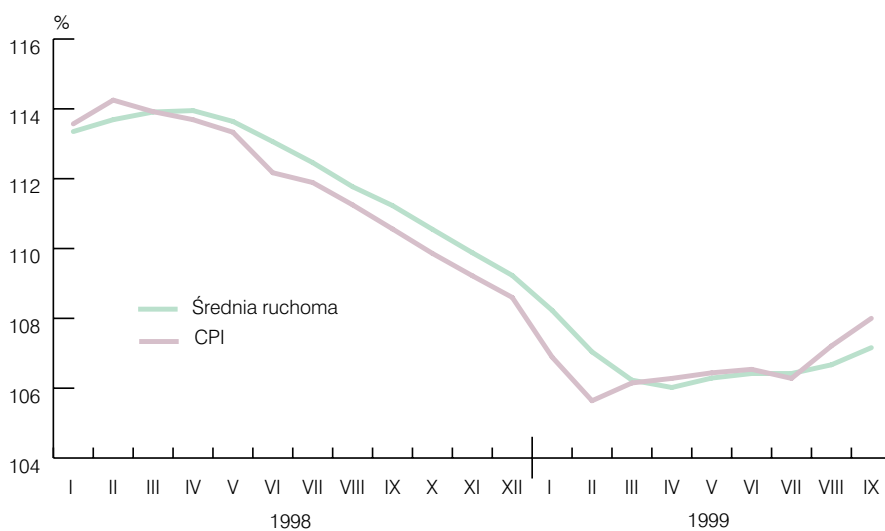
CPI oraz inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych w okresie styczeń 1998 – wrzesień 1999 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 9
CPI oraz 15% średnia obciążona w okresie styczeń 1998 – wrzesień 1999
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Wykres 10
CPI oraz 3-miesięczna średnia ruchoma (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



– wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych²,

– 15% średnia obcięta uzyskana ze zdezagregowanego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych,

Dodatkowo dla celów informacyjnych została również zaprezentowana 3-miesięczna średnia ruchoma wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Kształtowanie się inflacji bazowej w ujęciu dwunastomiesięcznym na tle zmian wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych przedstawiają wykresy 7-10.

Gwałtownemu wzrostowi cen towarów i usług konsumpcyjnych w III kwartale br. towarzyszył również wzrost inflacji bazowej. W sierpniu i we wrześniu nastąpił wyraźny wzrost (w ujęciu dwunastomiesięcznym) wskaźnika inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności (wykres 7) oraz wskaźnika inflacji bazowej po wyeliminowaniu cen kontrolowanych (wykres 8). Inflacja bazowa przedstawiona za pomocą 15% średniej obciętej (wykres 9) nieco wzrosła w sierpniu w porównaniu z lipcem i we wrześniu utrzymała się na poziomie sprzed miesiąca.

Dodatkowo została obliczona 3-miesięczna średnia ruchoma (wykres 10), której przebieg jest zgodny z przebiegiem inflacji bazowej po wyłączeniu cen o największej zmienności i po wyłączeniu cen kontrolowanych. Również ta miara sygnalizuje przyspieszenie tempa inflacji bazowej.

Kształtowanie się wskaźników inflacji bazowej wskazuje, że przyspieszenie inflacji wyrażonej w postaci wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych jest spowodowane również czynnikami o charakterze monetarnym.

Ceny produkcji sprzedanej przemysłu

Po upływie trzech kwartałów 1999 r. ceny produkcji sprzedanej przemysłu w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku wzrosły o 5,0% i było to o 3,0 pkt. proc. mniej niż przed rokiem. Rozkład wzrostów cen w omawianym okresie w poszczególnych sekcjach nie był równomierny. Najbardziej wzrosły ceny w sekcji zaopa-

² Wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen kontrolowanych został obliczony poprzez eliminację tych grup towarów i usług konsumpcyjnych, których ceny nie są kształtowane w sposób rynkowy. Tak uzyskany wskaźnik eliminuje wpływ polityki administracyjnej na kształtowanie się inflacji, bowiem wśród cen kontrolowanych znajdują się ceny kontrolowane bezpośrednio (urzędowe) oraz ceny kontrolowane pośrednio, w których znaczną część stanowi podatek akcyzowy (paliwa, napoje alkoholowe, wyroby tytoniowe) lub na które ustalane są górne limity wzrostu (energia elektryczna, energia cieplna) oraz ceny jednolite na obszarze całego kraju lub poszczególnych regionach kraju (komunikacja miejska).

trywanie w energię elektryczną, gaz i wodę, przyrastając w ciągu trzech kwartałów br. o 9,2%, tj. o 0,7 pkt. proc. mniej niż rok temu. Poniżej ogólnego wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu zwiększyły się ceny w sekcjach: działalność produkcyjna (o 4,4%) oraz górnictwo i kopalnictwo (o 4,0%). W porównaniu z sytuacją sprzed roku nastąpiło znaczne wyhamowanie wzrostu cen w wyżej wymienionych sekcjach, tj. odpowiednio o 2,8 pkt. proc. oraz o 5,9 pkt. proc.

Pomimo obniżenia ogólnego poziomu cen produkcji w ciągu trzech kwartałów br. w porównaniu z takim samym okresem ubiegłego roku, w rachunku narastającym, od grudnia 1998 r. do września 1999 r. występuje wyraźne przyspieszenie przyrostu cen. W takim ujęciu ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 5,5%, tj. o 1,1 pkt. proc. więcej niż przed rokiem. W poszczególnych sekcjach wzrost cen w rachunku narastającym także był wyższy w ciągu dziewięciu miesięcy br. niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Najbardziej wzrosły ceny w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę, które były wyższe niż w grudniu ub.r. o 10,6% (o 0,9 pkt. proc. więcej niż przed rokiem). Ceny w sekcji górnictwo i kopalnictwo wzrosły o 4,9%, tj. o 2,5 pkt. proc. więcej niż rok temu, a ceny w sekcji działalność produkcyjna wzrosły o 4,7%, podczas gdy przed rokiem wzrost ten był o 1,1 pkt. proc. niższy (wykres 11).

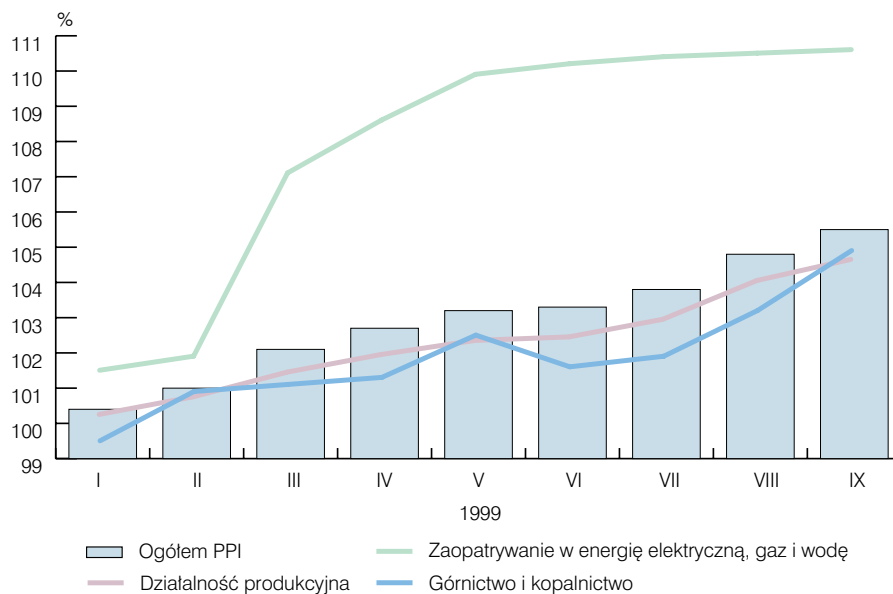
W III kwartale br., w porównaniu z takim samym kwartałem ubiegłego roku, ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 5,8%, co oznacza wzrost niższy o 0,9 pkt. proc. niż w takim samym okresie przed rokiem. W porównaniu z analogicznym kwartałem 1998 r. najsilniej wzrosły ceny w sekcji zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę (o 11,0%), w sekcji górnictwo i kopalnictwo ceny wzrosły o 5,4%, natomiast w sekcji działalność produkcyjna były wyższe o 5,0%.

Przy zdecydowanym obniżeniu dynamiki w każdym z trzech kwartałów 1999 r. w porównaniu z analogicznymi kwartałami ubiegłego roku wyraźnie zmieniły się tendencje wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu. W ubiegłym roku dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu zmniejszała się z kwartału na kwartał, natomiast w kolejnych kwartałach 1999 r. tempo wzrostu cen produkcji było coraz wyższe (w I kwartale – 4,1%, w II kwartale – 5,1%, w III kwartale – 5,8%).

W ciągu III kwartału ceny produkcji sprzedanej przemysłu w ujęciu dwunastomiesięcznym z poziomu 5,2%

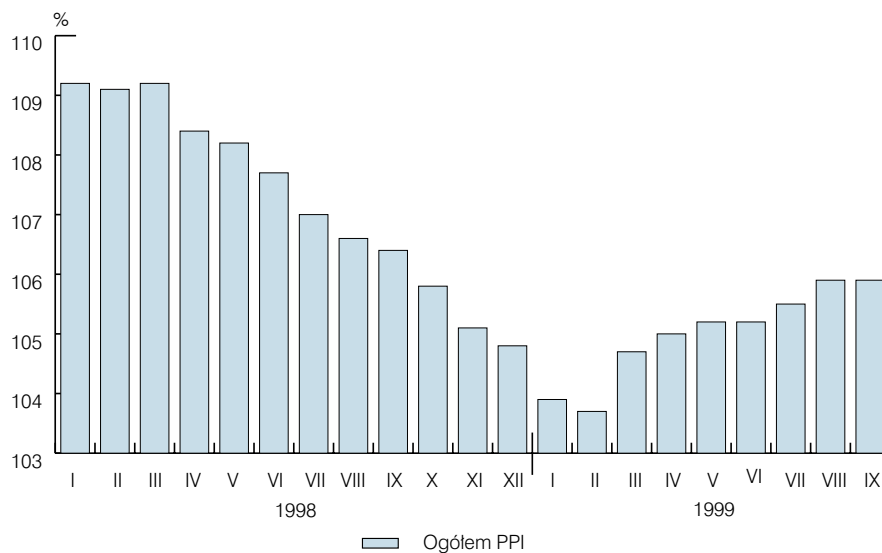
Wykres 11

Dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu według podstawowych sekcji
(grudzień poprzedniego roku = 100)



Wykres 12

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



w czerwcu 1999 r. wzrosły do wysokości 5,9% we wrześniu br. (wykres 12).

W warunkach występującego w bieżącym roku ożywienia popytu konsumpcyjnego stwarzało to korzystniejsze niż przed rokiem możliwości przenoszenia skutków wzrostu cen produkcji na ceny towarów konsumpcyjnych.

Czynniki określające zjawiska inflacyjne w III kwartale 1999 r.

Pieniądz i ceny na rynku finansowym

Podaż pieniądza w III kwartale 1999 r.

Na koniec III kwartału 1999 r. podaż pieniądza ogółem³ osiągnęła stan 246,0 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec czerwca zwiększyła się o 9,7 mld zł. Nominalne tempo wzrostu podaży pieniądza w III kwartale było równe 4,1%, zaś w kategoriach realnych zanotowano wzrost o 2,4%. W analogicznym kwartale 1998 r. nominalne tempo wzrostu podaży pieniądza wynosiło 5,9%, natomiast realne – 6,1%. W porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1998 r. podaż pieniądza ogółem we wrześniu br. wzrosła o 25,2 mld zł. Przyrost w ciągu trzech kwartałów 1998 r. był równy 27,1 mld zł. Dynamika omawianej kategorii, jaką zanotowano w okresie od stycznia do września br. (11,4% nominalnie oraz 4,5% realnie), była niższa niż w analogicznym okresie roku ubiegłego (15,4% nominalnie oraz 7,9% realnie) (wykres 13).

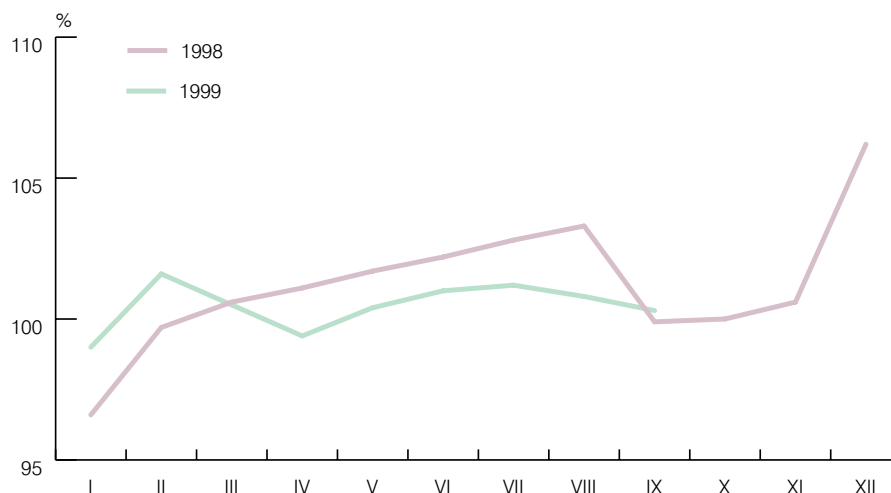
Dwunastomiesięczne wskaźniki dynamiki podaży pieniądza ogółem wykazywały tendencję spadkową od marca br. (wykres 14). We wrześniu tendencja ta uległa zahamowaniu. Na koniec III kwartału br. omawiana kategoria wzrosła, w porównaniu z końcem III kwartału ubiegłego roku, o 20,9% w ujęciu nominalnym (11,9% realnie). Dla porównania, dynamika dwunastomiesięczna obliczona na koniec czerwca br. wynosiła 22,9% w ujęciu nominalnym (15,4% realnie). W styczniu br. podaż pieniądza ogółem wzrosła, w porównaniu ze stanem na koniec stycznia 1998 r., o 26,2% w ujęciu nominalnym (18,0% realnie).

Stan depozytów złotych, utrzymywanych przez podmioty sektora niefinansowego w polskim systemie bankowym, osiągnął w końcu III kwartału 1999 r. poziom 173,3 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec czerwca 1999 r. omawiana kategoria zwiększyła się o 7,1 mld zł, co stanowiło wzrost nominalny o 4,3%, zaś wzrost realny rzędu 2,5%. W analogicznym kwartale ro-

³ Pieniądz ogółem jest definiowany jako suma pieniądza krajowego i depozytów walutowych. Pieniądz krajowy stanowi sumę pieniądza gotówkowego w obiegu (z wyłączeniem gotówki w kasach banków) oraz środków złotych zgromadzonych w bankach na rachunkach podmiotów niefinansowych (podmiotów gospodarczych oraz osób prywatnych).

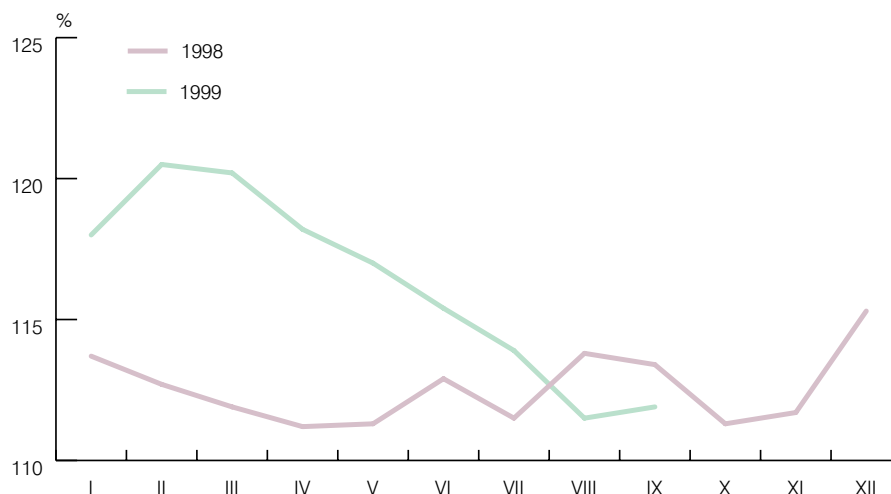
Wykres 13

Dynamika podaży pieniądza ogółem – realnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



Wykres 14

Dynamika podaży pieniądza ogółem – realnie (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



ku ubiegłego wzrost był znacznie silniejszy – nominalnie o 7,1%, natomiast realnie o 7,3%.

W porównaniu ze stanem na koniec ubiegłego roku we wrześniu br. nastąpił wzrost depozytów lokowanych przez podmioty sektora niefinansowego o 16,4 mld zł, tj. o 10,5% w ujęciu nominalnym, co odpowiada dynamice realnej równej 3,6%. Wzrost w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 1998 r. wyniósł 23,9 mld zł, co odpowia-

dało dynamice nominalnej równej 20,2%. Nominalne tempo wzrostu w ubiegłym roku było więc prawie dwukrotnie większe w stosunku do analogicznej wielkości tegorocznej. Jeszcze większe różnice ujawniły się w zakresie dynamiki realnej. W ciągu pierwszych trzech kwartałów ubiegłego roku stan depozytów zwiększył się realnie o 12,4%, natomiast w okresie trzech kwartałów 1999 r. wzrost realny był trzykrotnie mniejszy – wyniósł 3,6%.

Od początku 1999 r. obserwowany jest spadek dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii. Według danych na koniec września depozyty złotowe sektora niefinansowego zwiększyły się, w porównaniu z końcem września 1998 r., o 21,8% w ujęciu nominalnym (12,8% realnie). Analogiczne wielkości, obliczone na koniec czerwca br., wyniosły 25,1% nominalnie oraz 17,5% realnie. W styczniu 1999 r. dynamika dwunastomiesięczna osiągnęła poziom odpowiednio: 33,9% w ujęciu nominalnym oraz 25,2% w ujęciu realnym.

Do znacznie wolniejszego, w porównaniu z ubiegłym rokiem, wzrostu depozytów złotych sektora niefinansowego przyczyniła się w głównej mierze niska dynamika depozytów osób prywatnych. Według stanu na koniec III kwartału 1999 r. wielkość depozytów utrzymywanych na rachunkach osób prywatnych wynosiła 122,4 mld zł. W ciągu III kwartału br. depozyty te przyrosły o 3,2 mld zł (o 2,6% w ujęciu nominalnym oraz 0,9% w ujęciu realnym). W takim samym okresie przed rokiem, tj. w trzecim kwartale 1998 r., depozyty wzrosły o 6,7 mld zł, co odpowiadało dynamice nominalnej równej 7,0% oraz dynamice realnej rzędu 7,2%.

Od początku 1999 r. ma miejsce spadek dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii. Według danych na koniec września 1999 r. depozyty złotowe osób prywatnych wzrosły, w porównaniu z końcem września ubiegłego roku, o 20,2% w ujęciu nominalnym (11,3% realnie). Dla porównania, w czerwcu br. nominalna dynamika dwunastomiesięczna osiągnęła wielkość 25,4% (dynamika realna wyniosła 17,7%), natomiast w styczniu analogiczne wielkości były równe odpowiednio: 35,2% w ujęciu nominalnym oraz 26,4% w ujęciu realnym.

Również od początku 1999 r. obserwowane jest znacznie niższe miesięczne tempo wzrostu depozytów złotych osób prywatnych, w porównaniu z tempem wzrostu w odpowiednich miesiącach 1998 r. (wykres 15).

Na niską dynamikę omawianej kategorii wpływ ma m.in. poziom oprocentowania depozytów złotych, ofe-

rowanego przez banki, jak również wysoki poziom skłonności do konsumpcji.

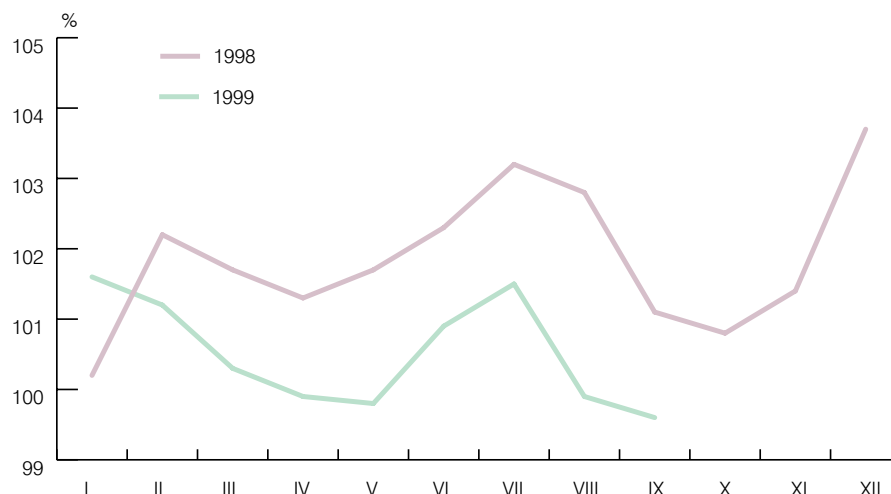
W III kwartale 1999 r. obserwowano trwały wzrost dynamiki depozytów złotych lokowanych w bankach przez przedsiębiorstwa. Według danych na koniec września wielkość depozytów podmiotów gospodarczych osiągnęła poziom 51,0 mld zł i była wyższa, w stosunku do poziomu z końca czerwca 1999 r., o 4,0 mld zł. W kategoriach nominalnych nastąpił wzrost o 8,4%, co odpowiadało wzrostowi realnemu na poziomie 6,6%. Jako główną przyczynę tego zjawiska, zwłaszcza we wrześniu, należy wskazać ożywienie aktywności gospodarczej i wynikającą z niego poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Zwiększeniu uległy wskaźniki dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii. Według danych na koniec września br. depozyty złote podmiotów gospodarczych wzrosły, w porównaniu z końcem września 1998 r., o 25,8% nominalnie (16,5% realnie). W sierpniu br. analogiczne wielkości wynosiły 20,5% w ujęciu nominalnym (12,4% realnie), natomiast w lipcu – 19,5% w ujęciu nominalnym (12,4% realnie).

Zobowiązania walutowe wobec sektora niefinansowego osiągnęły na koniec września 1999 r. stan 9,3 mld USD. W ciągu III kwartału miał miejsce wzrost tych zobowiązań o 0,1 mld USD. Depozyty walutowe osób prywatnych wzrosły w III kwartale o 0,3 mld USD, nato-

Wykres 15

Dynamika depozytów złotych osób prywatnych – realnie (koniec poprzedniego miesiąca = 100)



miast poziom depozytów walutowych na rachunkach podmiotów gospodarczych obniżył się o 0,2 mld USD. W porównaniu z wielkością zanotowaną na koniec ubiegłego roku nastąpił spadek depozytów sektora niefinansowego ogółem o 0,3 mld USD. Depozyty lokowane przez osoby prywatne zwiększyły się w omawianym okresie o 0,3 mld USD, zaś poziom depozytów walutowych podmiotów gospodarczych obniżył się o 0,6 mld USD.

Złotowa wartość depozytów walutowych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych osiągnęła na koniec września 1999 r. poziom 38,5 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec czerwca 1999 r. zwiększyła się ona o 2,1 mld zł. Tempo nominalnego wzrostu wyniosło 5,7%, natomiast wzrost realny był równy 3,9%. Dynamika w III kwartale 1999 r. była zbliżona do dynamiki zanotowanej w analogicznym okresie ubiegłego roku, kiedy to wzrost nominalny wyniósł 4,0%, zaś wzrost realny osiągnął 4,2%. W porównaniu ze stanem na koniec 1998 r. nastąpił przyrost depozytów walutowych sektora niefinansowego o 4,8 mld zł. Oznacza to nominalne tempo wzrostu rzędu 14,3%, co odpowiada wzrostowi realnemu równemu 7,2%. Należy podkreślić, że w omawianym okresie nastąpił spadek kursu złotego w stosunku do dolara⁴.

Od marca do września 1999 r. dynamika dwunastomiesięczna omawianej kategorii wykazywała względną stabilizację. Według danych na koniec września br. depozyty walutowe sektora niefinansowego w ujęciu złotowym wzrosły, w porównaniu z końcem września 1998 r., o 24,3% w ujęciu nominalnym, co odpowiadało realnej dynamice rzędu 15,1%. Analogiczne wielkości zanotowane w czerwcu wyniosły – 22,4% nominalnie oraz 14,9% realnie. W styczniu br. dwunastomiesięczna dynamika nominalna była równa 8,2%, natomiast dynamika realna – 1,2%.

Złotowa wielkość depozytów walutowych lokowanych w bankach przez osoby prywatne osiągnęła, według danych na koniec września 1999 r., poziom 30,2 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec czerwca 1999 r. na-

⁴ Nominalny kurs złotego wobec dolara, jaki zanotowano na koniec września br., był niższy od kursu zanotowanego na koniec czerwca br. o 4,7%. Wzrost depozytów walutowych sektora niefinansowego w ujęciu złotowym, spowodowany wyłącznie zmianą kursu (a więc bez uwzględnienia efektu zmian kategorii w ujęciu dolarowym), wyniósł w III kwartale br. 1,7 mld zł. Analogiczna wielkość obliczona dla kategorii depozytów walutowych podmiotów gospodarczych wynosi 0,4 mld zł, natomiast w przypadku depozytów walutowych osób prywatnych - 1,3 mld zł.

stąpił przyrost o 2,3 mld zł, co odpowiada wzrostowi nominalnemu o 8,3% oraz wzrostowi realnemu równemu 6,5%. Od początku 1999 r. obserwowany jest stopniowy wzrost dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii. Według danych na koniec września depozyty walutowe osób prywatnych w ujęciu złotowym uległy zwiększeniu, w porównaniu z końcem września 1998 r., o 23,2% nominalnie (14,1% realnie). W czerwcu br. dynamika dwunastomiesięczna osiągnęła poziom: 15,4% nominalnie i 8,3% realnie.

W III kwartale 1999 r. utrzymywał się wzrost dynamiki miesięcznej omawianej kategorii. Zjawisko to należy wiązać ze spadkiem kursu złotego wobec dolara, jaki miał miejsce w omawianym okresie, co automatycznie powodowało wzrost wielkości depozytów walutowych w wyrażeniu złotowym.

Wielkość depozytów walutowych, utrzymywanych na rachunkach podmiotów gospodarczych, według danych na koniec III kwartału, osiągnęła stan 8,3 mld zł. W porównaniu z końcem czerwca 1999 r. nastąpił nominalny spadek o 2,9% (realnie o 4,6%).

Wahania dynamiki dwunastomiesięcznej omawianej kategorii, obserwowane od początku 1999 r., w głównej mierze spowodowane były zmiennością kursu złotego wobec dolara. Według danych na koniec września br. depozyty walutowe podmiotów gospodarczych w ujęciu złotowym wzrosły, w porównaniu z końcem września ubiegłego roku, o 28,7% w ujęciu nominalnym (19,1% realnie). Dla porównania, w czerwcu br. zanotowano dynamikę nominalną równą 52,4% (43,1% realnie), natomiast w styczniu br. – 45,4% w ujęciu nominalnym oraz 36,0% w ujęciu realnym.

Stopniowy wzrost dynamiki miesięcznej, obserwowany w lipcu oraz w sierpniu⁵, uległ zahamowaniu we wrześniu, kiedy stan na rachunkach podmiotów gospodarczych w ujęciu złotowym uległ zmniejszeniu o 0,9 mld zł.

Podaż gotówki (poza kasami banków) osiągnęła na koniec września 1999 r. poziom 34,2 mld zł. W III kwartale kategoria ta zwiększyła się o 0,6 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec czerwca nastąpił nominalny wzrost rzędu 1,6%, co odpowiadało nieznacznemu realnemu spadkowi o 0,1%. Od początku br. dynamika dwunastomiesięczna omawianej kategorii charakteryzuje się względną stabilnością. Według danych na koniec III

⁵ Zwiększenie omawianej kategorii w sierpniu było w głównej mierze spowodowane spadkiem kursu złotego wobec dolara.

kwartału 1999 r. podaż gotówki wzrosła, w porównaniu z końcem września ubiegłego roku, o 12,7% nominalnie (4,4% realnie). Dla porównania, w czerwcu zanotowano wzrost dwunastomiesięczny rzędu 13,3% nominalnie (6,4% realnie), natomiast w styczniu br. – 13,3% nominalnie i 6,0% realnie.

Najwyższy miesięczny wzrost podaży gotówki w omawianym kwartale miał miejsce w lipcu. W miesiącu tym tradycyjnie rośnie popyt ludności na gotówkę ze względu na finansowanie wydatków wakacyjnych.

W porównaniu ze stanem na koniec ubiegłego roku we wrześniu br. nastąpił wzrost gotówki o 3,9 mld zł, tj. o 13,0%, natomiast tempo realnego wzrostu było równe 6,0%. Dla porównania, nominalne tempo wzrostu podaży gotówki w ciągu trzech pierwszych kwartałów 1998 r. wynosiło 11,2%, zaś tempo realne 4,1%. Relatywny wzrost dynamiki omawianej kategorii w okresie od stycznia do września może być interpretowany jako rezultat spadku kosztów utrzymywania pieniądza w postaci gotówkowej.

Dynamika podaży pieniądza ogółem w III kwartale kształtowała się pod wpływem kilku zasadniczych zjawisk. Przede wszystkim wyraźnie zaznaczyło się niskie tempo wzrostu depozytów złotych osób prywatnych⁶. Niska dynamika tej kategorii była w omawianym okresie do pewnego stopnia amortyzowana zwiększającym się tempem wzrostu depozytów złotych podmiotów gospodarczych. Jednocześnie nastąpiło zwiększenie tempa wzrostu depozytów walutowych osób prywatnych w wyrażeniu złotowym. Należy jednak podkreślić, że rosnąca dynamika tej kategorii, to w głównej mierze efekt spadku kursu złotego wobec dolara, jaki miał miejsce w sierpniu oraz we wrześniu.

Czynniki kreacji pieniądza

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych są od kilku lat głównym źródłem kreacji pieniądza w systemie bankowym. Na koniec III kwartału 1999 r. w strukturze przyrostu podaży pieniądza w porównaniu z sytuacją na koniec 1998 r. wzrósł udział tych należności, ale również aktywów zagranicznych netto (szczególnie w III kwartale br.). Ilustruje to tablica 2.

⁶ W sierpniu i we wrześniu odnotowano wręcz – wprawdzie niewielki – realny miesięczny spadek kategorii (o odpowiednio: 0,1% oraz 0,4%).

Tablica 2
Czynniki kreacji pieniądza w III kwartale 1999 r.

| Wyszczególnienie | Przyrost | Udział | Przyrost | Udział |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | w 3 kwartałach | w przyroście | w III kwartale | w przyroście |
| | 1999 r. | w 3 kwartałach | 1999 r. | w III kwartale |
| | w mln zł | w % | w mln zł | w % |
| Podaż pieniądza ogółem | 25.195,7 | 100,0 | 9.736,6 | 100,0 |
| Aktywa zagraniczne netto | 13.609,0 | 53,6 | 9.990,4 | 102,6 |
| Należności od osób prywatnych | | | | |
| i podmiotów gospodarczych | 28.869,3 | 114,6 | 11.559,8 | 118,7 |
| Zadłużenie sektora budżetowego | 399,4 | 1,6 | -3.602,4 | -37,0 |
| Saldo pozostałych pozycji netto | -17.581,9 | -69,8 | -8.211,2 | -84,3 |

W podaży pieniądza ogółem⁷, w systemie bankowym należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych⁸ na koniec września 1999 r. stanowiły 68,0%, z tego należności od podmiotów gospodarczych 54,8%, a od osób prywatnych 13,2%.

Kwota zadłużenia ogółem z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wyniosła na koniec września 1999 r. 167,4 mld zł, osiągając wzrost o 20,8% w porównaniu z grudniem 1998 r., tj. tylko o 0,1 pkt. proc. mniej niż przed rokiem (zadłużenie osób prywatnych wzrosło o 35,4%, natomiast podmiotów gospodarczych o 17,8%). Tempo przyrostu tego zadłużenia w III kwartale br. osiągnęło 7,4%, ale tempo przyrostu kredytów dla osób prywatnych było ok. 2,4-krotnie szybsze niż dla podmiotów gospodarczych – odpowiednio: 14,3% i 5,9%. Na podmioty gospodarcze (głównie przedsiębiorstwa i spółki prywatne oraz spółdzielnie) przypadało w III kwartale br. 65,0% przyrostu zadłużenia w systemie bankowym (w I kwartale br. 86,1%, a w II kwartale br. 58,3%). Największy przyrost zadłużenia (5,4 mld zł) odnotowano we wrześniu br. na skutek zgłoszenia przez podmioty gospodarcze większego zapotrzebowania na kredyt (4,0 mld zł) niż w lipcu i sierpniu br. razem. Przedsiębiorstwa po okresie bardzo niskiej aktywności gospodarczej osiągnęły w miesiącach letnich

⁷ Przy obliczeniach uwzględniono saldo pozostałych pozycji netto.

⁸ Należności te składają się z wszystkich kategorii kredytów niezależnie od ich standardu, jak również skupionych wierzytelności, zrealizowanych gwarancji i poręczeń, odsetek, należności z tytułu dopłat do oprocentowania kredytów preferencyjnych na cele rolnicze.

wzrost produkcji sprzedanej przemysłu oraz produkcji budowlano-montażowej, co pozytywnie wpłynęło na ich wyniki finansowe oraz poprawiło ich możliwości rozwojowe, a zatem zwiększyło także zapotrzebowanie na środki finansowe z sektora bankowego. Poprawa sytuacji finansowej determinowała również większe możliwości uzyskania i spłaty kredytów bankowych. Ponadto, w przedsiębiorstwach poprawił się wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury, jak również przewidywania dotyczące zdolności przedsiębiorstw do bieżącego regulowania zobowiązań. Przyrost zadłużenia mógł być też wynikiem niższych stóp procentowych i zmian kursu złotego.

W ogólnej kwocie przyrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w III kwartale 1999 r. należności złotowe stanowiły 73,0%. Tempo wzrostu należności walutowych (zarówno od osób prywatnych, jak i podmiotów gospodarczych) w III kwartale br. było wprawdzie wyższe od tempa wzrostu należności złotych, ale nie wynikało to ze znacznego przyrostu kwoty tych należności, lecz z relatywnie niskiej podstawy obliczeń, jaką stanowił stan należności walutowych na koniec II kwartału br.

Należności krótkoterminowe od sektora niefinansowego⁹ (do 1 roku włącznie) w III kwartale br. wzrosły o 8,1% i stanowiły one 43,9% przyrostu należności od sektora niefinansowego. Należności długoterminowe w tym samym okresie zwiększyły się o 7,3%.

Aktywa zagraniczne netto¹⁰ w III kwartale 1999 r. wzrosły o 1.363 mln USD, osiągając na koniec września 1999 r. 26.687 mln USD¹¹.

W III kwartale 1999 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 2.985 mln USD i był wyższy o 1.770 mln USD w porównaniu z deficytem w III kwartale 1998 r.

⁹ Należności od sektora niefinansowego są mniejsze od należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych o należności od instytucji ubezpieczeniowych, od pozostałych niebankowych instytucji finansowych oraz wartość dłużnych papierów wartościowych i operacji z przyrzeczeniem odkupu.

¹⁰ 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 nierezydentów, jak kredyty udzielone, emisja papierów wartościowych, pożyczki podporządkowane, kredyty otrzymane z terminem pierwotnym powyżej 1 roku, należności w walutach niewymiennalnych i inne aktywa niepiynne.

¹¹ Dokładne określenie wpływu zmian kursu dolara amerykańskiego wobec innych walut odnosi się do rezerw oficjalnych brutto stanowiących przeważającą część aktywów zagranicznych netto. Rezerwy oficjalne brutto zwiększyły się o 184 mln USD do poziomu 26.032 mln USD, a przy założeniu stałości kursów krzyżowych rezerwy oficjalne brutto wzrosły o 335 mln USD.

Wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów wyniosły w III kwartale 1999 r. 6.219 mln USD, tzn. spadły w porównaniu z poprzednim rokiem o 20,3%. Przy wypłatach za import wynoszących 10.075 mln USD – spadek o 9,2% – deficyt płatności towarowych wyniósł 3.861 mln USD.

Wpływy z tytułu usług wyniosły w III kwartale 1999 r. 865 mln USD, co oznacza spadek o 15,9% w porównaniu z tym samym okresem 1998 r., a wypłaty wzrosły o 18,3%, osiągając poziom 1.246 mln USD. W efekcie ukształtował się deficyt w wysokości 381 mln USD. Źródłem nierównowagi były przede wszystkim ujemne salda z tytułu pozostałych usług handlowych, usług budowlanych, podróży zagranicznych oraz patentów, praw autorskich i opłat licencyjnych. Jednocześnie można zauważyć niewielki wzrost nadwyżki w usługach transportowych.

Deficyt rozliczeń z tytułu dochodów z pasywów zagranicznych i aktywów zagranicznych podmiotów krajowych wyniósł 313 mln USD. Wpływy wyniosły 402 mln USD, a wypłaty 715 mln USD. Do powstania deficytu przyczyniły się ujemne salda rozliczeń z tytułu dochodów od inwestycji bezpośrednich i spłata odsetek od kredytów otrzymanych. Nadwyżki zmniejszające deficyt całej pozycji dochodów uzyskano z tytułu dochodów od dłużnych papierów wartościowych, w tym przede wszystkim rezerw walutowych ulokowanych w papierach wartościowych przez NBP.

Obsługa zadłużenia zagranicznego w III kwartale 1999 r. wyniosła 1.053 mln USD, w tym 502 mln USD z tytułu odsetek od kredytów i dłużnych papierów wartościowych oraz 551 mln USD rat kapitałowych.

Nadwyżka transferów w wysokości 417 mln USD była wynikiem zarówno dodatniego salda transferów sektora rządowego (55 mln USD), jak i dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (362 mln USD). W transferach rządowych dominowały dary i pomoc bezwrotna otrzymana od rządów zagranicznych. O nadwyżce w transferach dla pozostałych sektorów zdecydowały przede wszystkim przekazy pieniężne Polaków zamieszkałych za granicą dla rodzin w kraju.

Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w III kwartale 1999 r. 1.153 mln USD, a więc o 716 mln USD mniej niż w poprzednim roku. Pozytywnym zjawiskiem było utrzymanie we wrześniu nadwyżki na poziomie sierpnia, prze-

wyższającym 400 mln USD. Nadwyżka wpływów nad wypłatami w zakresie niesklasyfikowanych obrotów bieżących pokrywała w III kwartale 1999 r. deficyt w rejestrowanych obrotach towarowych w 29,9%, co stanowi istotną poprawę w porównaniu z I półroczem 1999 r. gdy relacja ta wyniosła zaledwie 25,6%.

W III kwartale 1999 r. nadwyżka w części kapitałowej i finansowej bilansu płatniczego wyniosła 3.255 mln USD, a w III kwartale 1998 r. 2.638 mln USD. Główne różnice wystąpiły w inwestycjach bezpośrednich i pozostałych.

Napływ netto kapitału w postaci inwestycji bezpośrednich ukształtował się na poziomie przewyższającym ubiegłoroczny o blisko 45% i wyniósł 2.478 mln USD. Jest to związane z kontynuowaniem procesu prywatyzacji. W tych warunkach dzięki korzystnej opinii o Polsce (utrzymującej się za granicą mimo pojawienia się trudności w gospodarce polskiej), kontynuowaniu reform strukturalnych i perspektywie przyjęcia Polski do UE, a także dzięki przyznaniu Polsce korzystniejszych ocen przez światowe agencje ratingowe, utrzymuje się zainteresowanie inwestorów zagranicznych inwestycjami i udziałem w prywatyzacji w Polsce.

W III kwartale 1999 r. nastąpił odpływ netto kapitału w postaci inwestycji portfelowych w wysokości 90 mln USD (w tym zarówno kapitału zagranicznego, jak i polskiego). Zwraca uwagę odpływ netto kapitału zagranicznego zainwestowanego w polskie papiery dłużne, przy jednoczesnym napływie netto kapitału w polskie papiery udziałowe.

Wykorzystanie kredytów długoterminowych wyniosło 1.526 mln USD (w tym samym okresie poprzedniego roku 528 mln USD), a wartość spłaconych rat kapitałowych 551 mln USD (445 mln USD).

W III kwartale 1999 r. nastąpił wzrost zagranicznych depozytów w polskich bankach o 970 mln USD (w 1998 r. wystąpił wzrost o 335 mln USD). Polskie banki powiększyły lokaty w bankach zagranicznych o 1.210 mln USD. W III kwartale 1998 r. banki polskie zmniejszyły lokaty w bankach zagranicznych o 1.503 mln USD.

Po wysokim wzroście **zadłużenia netto sektora budżetowego** w I półroczu br. (o 4,0 mld zł), w III kwartale br. sektor budżetowy odnotował spadek swoich zobowiązań netto wobec systemu bankowego, sięgający 3,7 mld zł. W konsekwencji, po dziewięciu miesiącach br. zadłu-

zenie netto sektora budżetowego wykazało nieznaczny wzrost – o ok. 0,3 mld zł – osiągając na koniec września poziom 61,6 mld zł.

Tak znaczny spadek zadłużenia netto sektora budżetowego w analizowanym okresie wynikał z jednej strony – z niższych potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, w sierpniu i wrześniu br. budżet państwa osiągnął nadwyżkę dochodów nad wydatkami, z drugiej zaś – z wysokiego dopływu środków ze sprzedaży prywatyzowanego majątku narodowego.

Mimo iż w ciągu III kwartału br. istotnie zmniejszyło się zaangażowanie środków podmiotów niebankowych, zarówno krajowych, jak i zagranicznych, inwestujących na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych (spadek zadłużenia w sektorze pozabankowym wyniósł aż 1,0 mld zł), to wysokie przychody z prywatyzacji pozwoliły nie tylko na zaspokojenie bieżących potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, ale również na odłożenie na rachunkach budżetowych w NBP znacznej kwoty środków. Na koniec września budżet państwa zgromadził na rachunku w NBP ok. 5,9 mld zł, z czego ok. 56% środków stanowiły lokaty.

O spadku zadłużenia netto sektora budżetowego w III kwartale br. przesądził sierpień. W miesiącu tym, w rezultacie zasilenia budżetu państwa kwotą ok. 4,3 mld zł, pochodzącą ze sprzedaży 50,1% akcji Banku Pekao SA, sektor budżetowy zmniejszył swoje zobowiązania netto wobec systemu bankowego o blisko 4,5 mld zł. Ponowny wysoki wzrost środków budżetu państwa wystąpił we wrześniu br., kiedy to na rachunek budżetowy wpłynęły przychody z prywatyzacji Banku Zachodniego SA w kwocie ok. 2,3 mld zł. Można stwierdzić, iż czynnikiem powodującym gwałtowny spadek zadłużenia netto sektora budżetowego w III kwartale br. była nie tyle poprawa sytuacji budżetu państwa, co skumulowane w czasie wysokie przychody z prywatyzacji. Uzyskane w ciągu tych dwóch miesięcy środki z tytułu prywatyzacji stanowiły prawie 70% całkowitych wpływów uzyskanych przez budżet państwa z tego źródła finansowania w ciągu trzech kwartałów br. i ukształtowały wielkość tych przychodów na poziomie wyższym o 37,7% od przewidywanego w całym 1999 r.

Należy jednak podkreślić, że skalę spadku zadłużenia netto sektora budżetowego ograniczał wzrost zadłużenia pozostałych segmentów tego sektora, tj. budżetów gmin i funduszy celowych, świadczący o pogarszaniu się

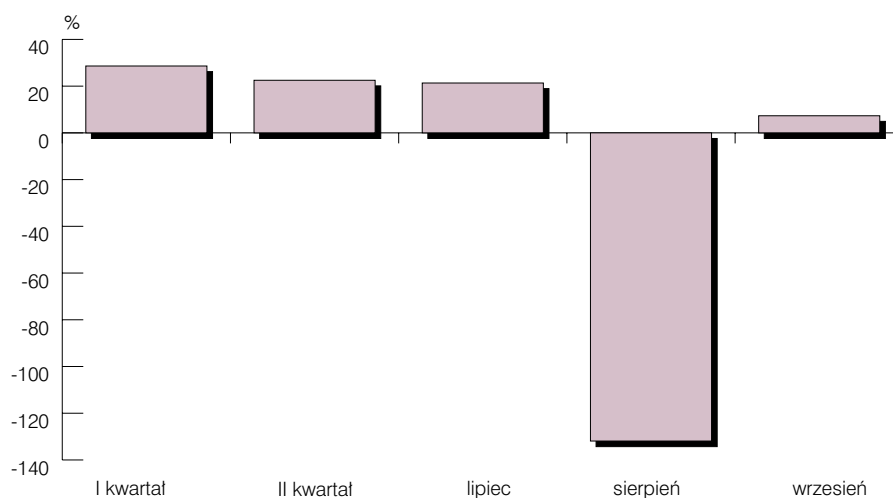
ich sytuacji finansowej. W ciągu III kwartału br. zadłużenie netto pozostałych podmiotów sektora budżetowego odnotowało poważny wzrost – sięgający ok. 2,9 mld zł, podczas gdy w I półroczu br. wystąpiła nadwyżka środków nad ich zobowiązaniami – wynosząca 2,8 mld zł. Dynamiczny wzrost zadłużenia netto pozostałych elementów sektora budżetowego wynikał przede wszystkim z narastania zobowiązań Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. Pogłębiający się niedobór tego funduszu celowego zmusił Zakład Ubezpieczeń Społecznych do zaciągnięcia kredytów w bankach komercyjnych. Wysokość tych kredytów na koniec września wyniosła 3,0 mld zł.

Można stwierdzić, że w III kwartale br. zadłużenie netto sektora budżetowego było czynnikiem osłabiającym wzrost pieniądza ogółem, podczas gdy w I półroczu br. kategoria ta odgrywała istotną rolę w generowaniu zasobów pieniężnych. W konsekwencji, po dziewięciu miesiącach br. udział zadłużenia netto sektora budżetowego w przyroście podaży pieniądza ogółem stanowił 1,6% wobec 5,8% w analogicznym okresie roku ubiegłego.

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w przyroście podaży pieniądza w okresie styczeń – wrzesień 1999 r. ilustruje wykres 16.

Wykres 16

Udział zadłużenia netto sektora budżetowego w przyroście podaży pieniądza ogółem w 1999 r.



Funkcjonowanie kanałów transmisji w III kwartale 1999 r.

Kanał stopy procentowej

W III kwartale 1999 r. sytuacja na rynkach finansowych w Polsce kształtowała się bardziej pod wpływem czynników krajowych niż międzynarodowych. Pogorszenie szeregu istotnych wskaźników makroekonomicznych (wielkość deficytu finansów publicznych, deficytu rachunku bieżącego bilansu płatniczego, wskaźnika inflacji) zwiększyło niepewność wśród inwestorów. Wpływ negatywnych informacji został tylko w niewielkim stopniu osłabiony przez tendencje pozytywne: silny wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w sierpniu oraz zahamowanie wzrostu deficytu budżetu państwa.

Na polski rynek finansowy oddziaływały także procesy zachodzące na rynkach wschodzących (*emerging markets*), jak i na rynkach w krajach rozwiniętych. Sytuacja na rynkach wschodzących ustabilizowała się. Trwałym skutkiem kryzysów: rosyjskiego i brazylijskiego była zmiana postaw inwestorów zagranicznych wobec *emerging markets*, przejawiająca się we wzroście wymaganej premii za ryzyko.

W krajach rozwiniętych stopniowo narastały oczekiwania na zaostrzenie polityki pieniężnej. Utrwalenie się w III kwartale br. oczekiwań na podwyżkę podstawowych stóp procentowych w USA i strefie euro wywierało wpływ na zachowanie inwestorów na rynkach wschodzących, w tym również polskim. Wzrost stóp procentowych na najważniejszych rynkach finansowych był czynnikiem powodującym wzrost przychodowości instrumentów finansowych na *emerging markets*.

Czynnikiem natury technicznej coraz silniej oddziałującym w miarę upływu roku na zachowania podmiotów finansowych, a przez to na ceny aktywów, był tzw. problem roku 2000. On również przyczynił się do wzrostu stóp procentowych.

Wymienione wyżej czynniki spowodowały wzrost ryzyka inwestycyjnego na poszczególnych segmentach polskiego rynku finansowego: rynku lokat międzybankowych, rynku skarbowych papierów wartościowych i na rynku walutowym. W rezultacie rosły stopy procentowe, zaś od końca lipca nasiliła się presja na deprecjację złotego.

Rynkowe stopy procentowe

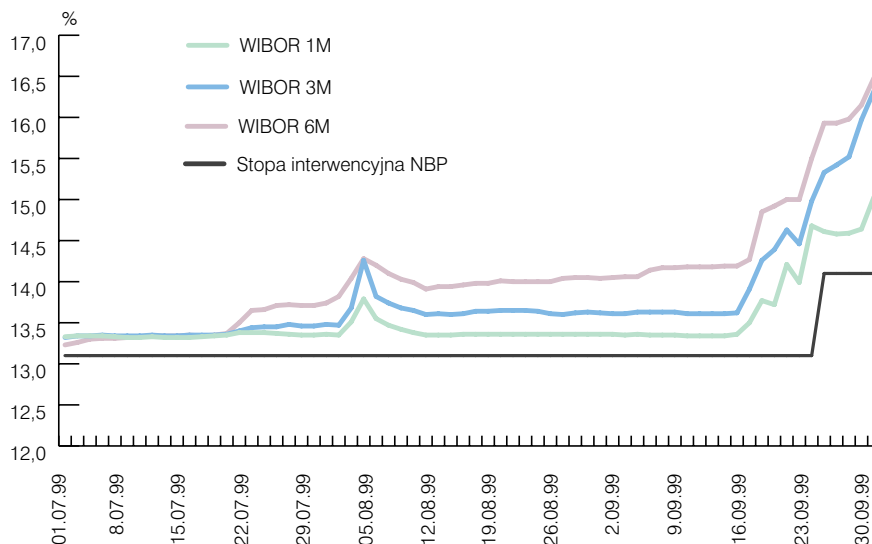
W III kwartale oprocentowanie lokat międzybankowych stopniowo wzrastało. Dwukrotnie doszło do jego skokowego wzrostu. Pierwszy raz stało się to na początku sierpnia, po informacjach dotyczących dalszego wzrostu deficytu budżetowego, informacjach o trudnościach finansowych ZUS-u i ogłoszeniu, a następnie odwołaniu, przez Ministerstwo Finansów dodatkowego przetargu na sprzedaż bonów skarbowych. Wzrost stóp procentowych okazał się wówczas przejściowy. Po raz drugi, tym razem trwale, stopy wzrosły po decyzji RPP z dnia 22 września br. o podwyższeniu stopy referencyjnej banku centralnego. Oprocentowanie depozytów 6-miesięcznych zwiększyło się wówczas o 50 punktów bazowych, a depozytów 1-miesięcznych o 69 punktów bazowych (wykres 17).

Decyzja RPP o podniesieniu stopy referencyjnej została jedynie częściowo zdyskontowana przez wcześniejszy wzrost stóp rynku międzybankowego. Dla znacznej części uczestników rynku decyzja RPP okazała się zaskoczeniem. Wzrost stóp w okresie bezpośrednio poprzedzającym decyzję był głównie wynikiem spekulacji części uczestników rynku po opublikowaniu informacji o skali wzrostu inflacji w sierpniu. O niepewności rynku co do przyszłej stopy procentowej świadczyło zwiększanie się różnicy między stawkami WIBOR i WIBID. Chcąc zabezpieczyć się przed ewentualnymi stratami, jakie wynikłyby, gdyby RPP nie podniosła stopy procentowej, banki podnosiły kwotowania stawki WIBOR i jednocześnie utrzymywały stawki WIBID na dotychczasowym poziomie (wykres 18).

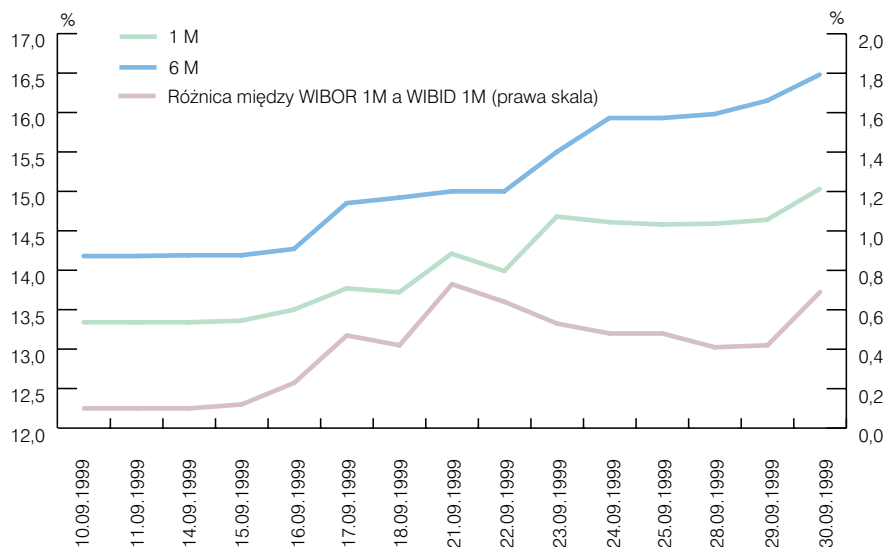
Dalszy znaczny wzrost stawki WIBOR oraz marż dla depozytów 3-miesięcznych pod koniec września był rezultatem oczekiwania przez banki przejściowych kłopotów z płynnością w końcu roku 1999 (patrz Ramka), wynikających z tzw. problemu roku 2000, jak również wynikiem spekulacji na spadek kursu złotego realizowanych poprzez rynek swapów walutowych (część banków zagranicznych i krajowych pożyczala złotego w transakcjach swapowych w celu jego odsprzedaży na rynku licząc, że spadek kursu złotego przyniesie im większe zyski niż poniesiony koszt odsetkowy).

Sygnaly płynące z gospodarki i rynków międzynarodowych spowodowały zmianę położenia i kształtu krzywej dochodowości skarbowych papierów wartościowych.

Wykres 17
Stopy rynku pieniężnego



Wykres 18
Stawki WIBOR i różnica między WIBOR 1M a WIBID 1M na rynku międzybankowym we wrześniu 1999 r.



Na początku III kwartału krzywa dochodowości była relatywnie płaska w swoim tzw. krótkim końcu i nachylona ujemnie w pozostałej części. W ciągu kwartału, a zwłaszcza pod jego koniec, następowała stopniowa zmiana kąta nachylenia krzywej w przedziale papierów o zapadalności do dwóch lat. Ponadto na całej długości krzywa przesunęła się w górę. W końcu września krzywa była już wyraźnie dodatnio nachylona w przedziale do 2 lat, utrzymując

Rynki finansowe w Polsce a problem roku 2000

Zagrożenie związane z możliwym nieprzystosowaniem systemów komputerowych do działania po dacie 1 stycznia roku 2000 wpłynęło na wycenę instrumentów rynku pieniężnego w całym świecie. Pojawiło się powszechne oczekiwanie wzrostu ryzyka rozliczeniowego ze strony kontrahentów. Banki obawiając się utraty płynności lub przewidując, że koszt jej pozyskania będzie wysoki, starają się zabezpieczyć przed tym zagrożeniem. Wzrost oprocentowania niektórych aktywów można traktować jako wycenę ryzyka roku 2000. W Polsce efekt ten dodatkowo wzmacniał tendencję wzrostu dochodowości instrumentów finansowych.

Istnienie problemu roku 2000 można zaobserwować na różnych segmentach rynku pieniężnego, przy czym najbardziej jest on widoczny na rynku depozytów międzybankowych, który w I półroczu charakteryzowała ujemnie nachylona krzywa dochodowości. Depozyty o dłuższym terminie zapadalności były oprocentowane niż depozyty o krótszym terminie zapadalności.

Już w II kwartale widoczny był wzrostowy trend oprocentowania depozytów sześciomiesięcznych. Wzrost ten był silniejszy od wzrostu oprocentowania pozostałych depozytów. Doprowadziło to w połowie lipca do odwrócenia się krzywej dochodowości rynku lokat międzybankowych i powstania sytuacji, w której oprocentowanie lokat zapadających w roku 2000 było wyższe niż lokat zapadających w bieżącym roku. Banki spodziewając się zwiększonych wypłat dla klientów (zarówno detalicznych, jak i instytucjonalnych) gromadziły środki, które pozwoliłyby na uniknięcie problemów z potencjalną utratą części depozytów. We wrześniu rosnące obawy o powstanie okresowego niedoboru płynności w systemie bankowym spowodowały silny wzrost oprocentowania depozytów 3-miesięcznych. Dodatkowo, niektóre banki wprowadziły w ramach wewnętrznych regulacji zakaz udzielania pożyczek o terminach zapadalności w 2000 r. Zmniejszyło to liczbę ofert na rynku, co przy stale zwiększającym się popycie wpływało na zmianę cen.

W konsekwencji problem roku 2000 był jednym z czynników, który przyczynił się do odwrócenia krzywej dochodowości rynku lokat międzybankowych z ujemnego na dodatni.

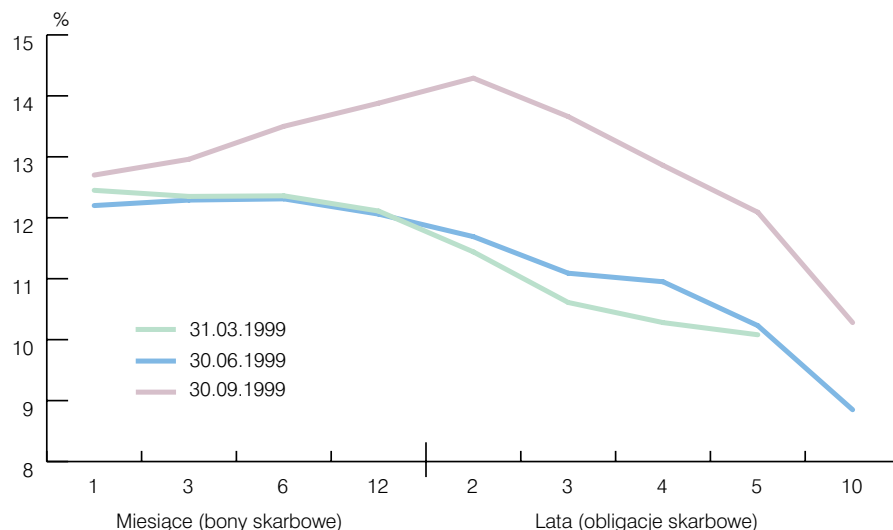
ujemne nachylenie w przedziale powyżej tego okresu (wykres 19).

Na zmianę kształtu krzywej dochodowości wpłynęło wiele czynników. Pierwszym z nich była zmiana oczekiwań inflacyjnych uczestników rynku finansowego. Większy niż oczekiwany przez rynek wzrost wskaźnika inflacji w sierpniu, dalsze narastanie deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz utrzymująca się od końca lipca presja na deprecjację waluty krajowej mogły zostać odebrane przez uczestników rynku nie jako sytuacja przejściowa, ale tendencja średniookresowa. Pojawienie się dodatnio nachylonej krzywej dochodowości w przedziale do dwóch lat może świadczyć o oczekiwaniach uczestników rynku na czasową stabilizację tempa inflacji wokół obecnego, wyższego niż poprzednio poziomu.

W związku z brakiem oczekiwań na szybkie tempo spadku inflacji w najbliższym okresie, głównym czynnikiem, który decyduje o nachyleniu krzywej dochodowości, staje się premia płynności, związana z terminem wykupu instrumentu finansowego. Ponieważ w warunkach stabilnej lub rosnącej inflacji inwestorzy wymagają wyższej stopy zwrotu w miarę wydłużania się terminu wyku-

Wykres 19

Krzywe dochodowości na koniec marca, czerwca i września 1999 r.

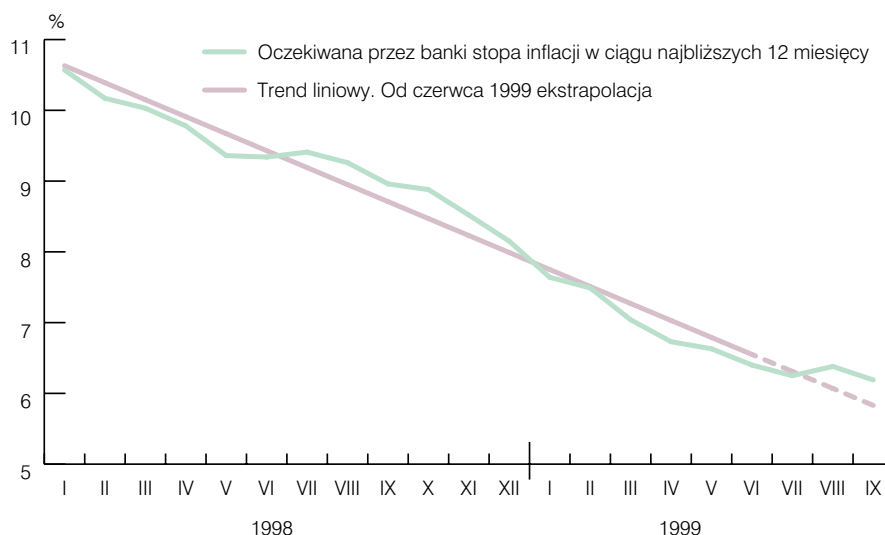


pu, krzywa dochodowości przyjmuje nachylenie dodatnie. Utrzymywanie się ujemnego nachylenia krzywej w przedziale od 2 do 10 lat, świadczy o oczekiwaniach inwestorów na powrót szybszego tempa spadku inflacji w dłuższym horyzoncie czasowym.

Potwierdzenie tezy o zmianie oczekiwań inflacyjnych sektora finansowego można znaleźć w odpowiedziach udzielanych przez banki na pytania ankiety firmy Reuters. W sierpniu i we wrześniu oczekiwania banków odnośnie kształtowania się inflacji na 12 miesięcy wprzód odbiegały od dotychczasowego trendu (wykres 20).

Podniesienie stopy referencyjnej operacji otwartego rynku wpłynęło na wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych w przedziałach od 1 miesiąca do 3 lat. W największym stopniu dotyczyło to krótkiego końca krzywej dochodowości (wykres 21). Rentowność 1-miesięcznych bonów skarbowych wzrosła o 50 punktów bazowych. Mniejszy wzrost przychodowości tych bonów niż instrumentu NBP wynikał z przesunięcia popytu rynku z aktywów długookresowych na krótkookresowe. Wzrost niepewności inwestorów już od połowy września znalazł swoje odzwierciedlenie we wzroście rentowności w segmencie papierów o średnim i długim terminie zapadalności. W okresie 14 września – 22 września, tj. bezpośrednio przed decyzją RPP, rentowność obligacji 5-letniej zwiększyła się z 11,23% do 11,50% (wykres 22).

Wykres 20
Oczekiwania inflacyjne banków



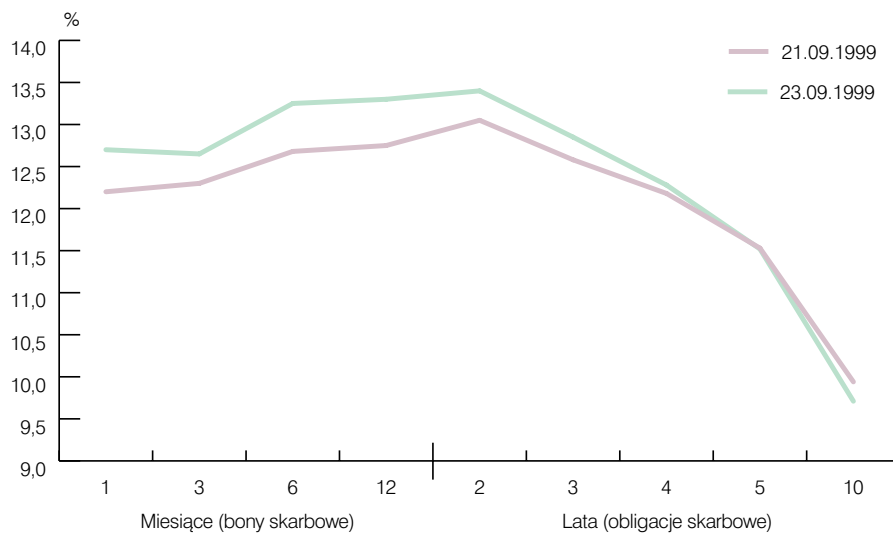
W ciągu całego III kwartału krzywa dochodowości przesunęła się w górę od 50 punktów bazowych dla 1-miesięcznych bonów skarbowych do 260 punktów bazowych dla obligacji 2-letnich. Wzrost rentowności obligacji skarbowych, stanowiących punkt odniesienia dla rynku (5- i 10-letnich) spowodował wyraźne przesunięcie się krzywej dochodowości w górę również w jej długim końcu. Na przykład rentowność obligacji 5-letniej od początku lipca wzrosła o 183 punkty bazowe, przy czym duża część tego wzrostu miała miejsce we wrześniu (wykres 23).

Przesunięcie się krzywej dochodowości w górę w jej długim końcu świadczy o wzroście niepewności inwestorów co do dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej Polski. Dodatkowo zjawiskami przyczyniającymi się do przesunięcia krzywej w górę były: tendencje występujące w III kwartale br. na rynkach finansowych w USA i strefie euro oraz czynniki popytowo-podażowe (spadek popytu na polskie papiery wartościowe ze strony inwestorów zagranicznych w sytuacji oczekiwanego wzrostu podaży tych instrumentów).

W III kwartale br. występowały oczekiwania na podniesienie stóp procentowych w USA i w strefie euro (wykresy 24 i 25). Powodowało to wzrost rentowności papierów wartościowych o dłuższych terminach zapadalności. Rentowność obligacji rządowych na najbardziej rozwiniętych rynkach finansowych w dużej mierze wyznacza poziom światowych stóp procentowych. Wzrost stóp pro-

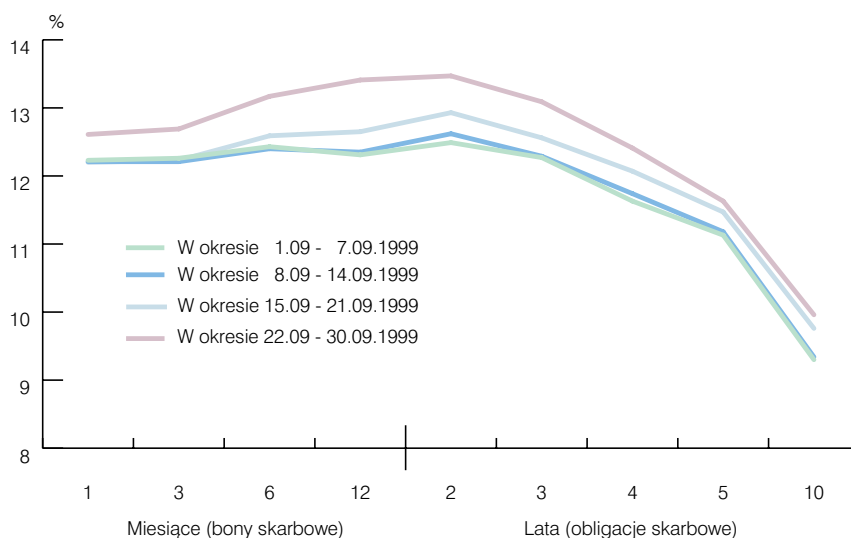
Wykres 21

Krzywa dochodowości przed i po decyzji RPP z dnia 22.09.1999 r. o podwyższeniu stopy referencyjnej



Wykres 22

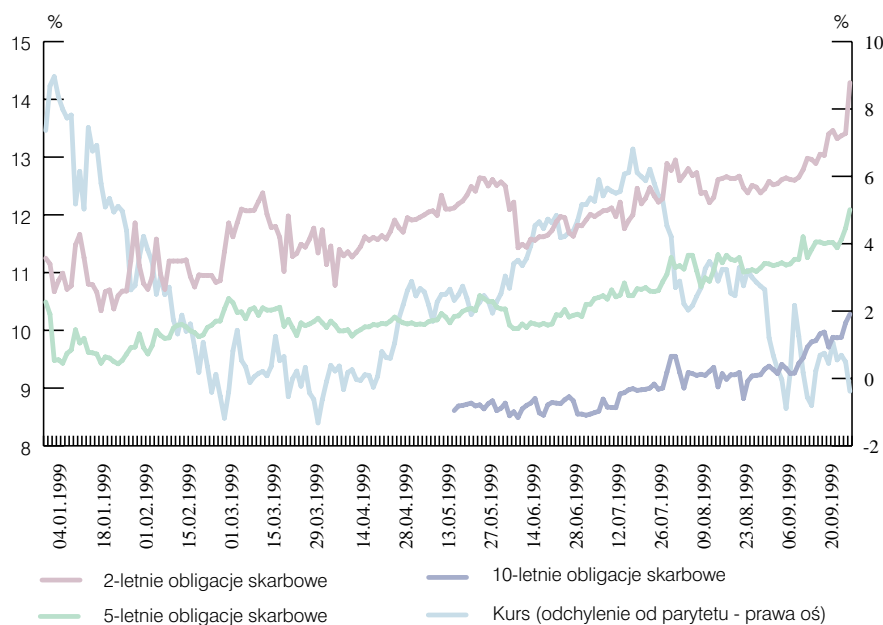
Krzywe dochodowości we wrześniu*



* średnie tygodniowe rentowności bonów i obligacji skarbowych, wyznaczone na podstawie 5 kwotowań (ostatnia krzywa dochodowości wyznaczana na podstawie 7 kwotowań).

centowych na rynkach rozwiniętych powodował, *ceteris paribus*, relatywny spadek przychodowości instrumentów finansowych na *emerging markets*. Ponieważ inwestorzy nie byli skłonni zaakceptować takiej obniżki (czynniki wy-

Wykres 23
*Rentowność obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu 2-, 5-, i 10-letnich
 i odchylenie złotego od parytetu centralnego*



znaczące pożądaną przez nich premię za ryzyko inwestowania na rynkach wschodzących nie uległy zmianie), stopy procentowe na tych rynkach wzrastały. Integracja lokalnych rynków finansowych z rynkiem międzynarodowym sprawiała, że długoterminowe stopy procentowe w Polsce podążały za stopami zagranicznymi.

Portfel polskich skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w posiadaniu inwestorów zagranicznych składał się przede wszystkim z obligacji o stałym oprocentowaniu. W oczekiwaniu na dalszy rozwój sytuacji na rynku finansowym inwestorzy powstrzymywali się od jego powiększania. Ponadto, z uwagi na rosnącą płynność rynku swapów na stopę procentową (1–10-letnich), instrumenty te stanowiły atrakcyjną ofertę konkurencyjną w stosunku do skarbowych papierów wartościowych. Niski popyt inwestorów zagranicznych na polskie skarbowe papiery wartościowe przyczynił się do wzrostu krajowych stóp procentowych, również dlatego, iż wystąpił w okresie, w którym oczekiwano wzrostu ich podaży. Oczekiwania te były spowodowane kilkoma czynnikami. W lipcu nastąpił dalszy wzrost deficytu budżetowego (do 97,2% wielkości założonej w ustawie budżetowej na cały rok), pogorszyła się

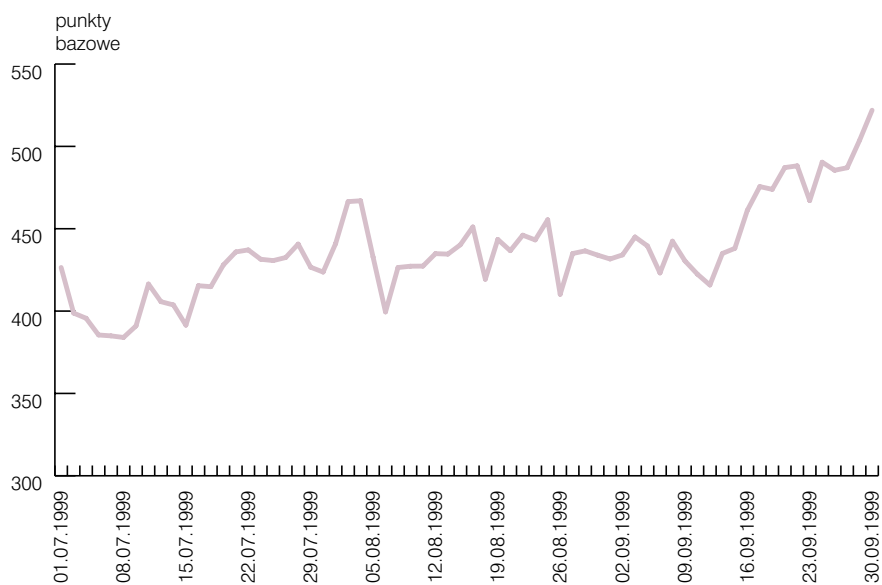
Wykres 24

Rentowność 10-letnich obligacji rządu amerykańskiego i rządu niemieckiego w okresie styczeń-wrzesień 1999 r.



Wykres 25

Różnica między rentownościami 10-letnich obligacji rządu polskiego i rządu niemieckiego



sytuacja finansowa ZUS-u. Ponadto informacje o konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu państwa wobec NBP na zbywalne obligacje skarbowe, zrodziły oczekiwania rynku na wzrost podaży skarbowych papie-

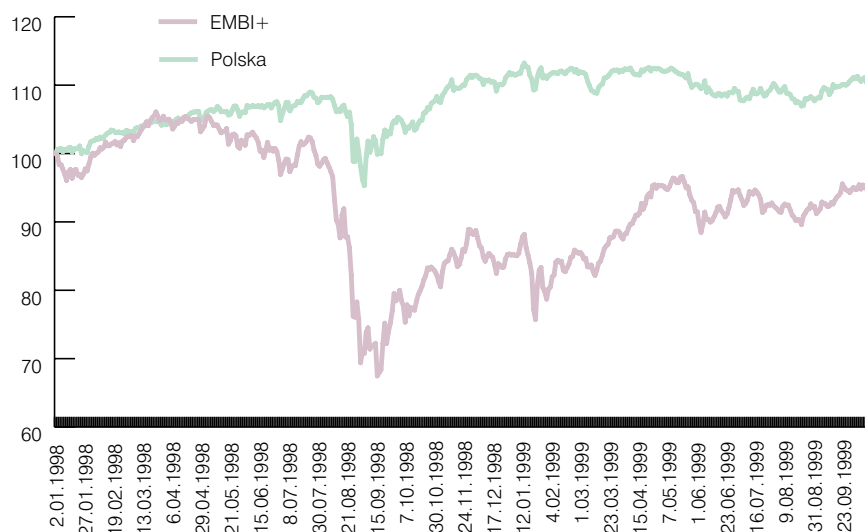
rów wartościowych z tego źródła. Licząc na zwiększony popyt sektora budżetowego na środki finansowe, uczestnicy rynku wywierali presję na wzrost rentowności skarbowych papierów wartościowych.

Czynniki związane z płynnością rynku odgrywały szczególnie ważną rolę w przypadku kształtowania przychodowości obligacji 10-letnich. Ten rodzaj obligacji skarbowych jest kwotowany na rynku zaledwie od kilku miesięcy, nominalna wartość dotychczasowych emisji do końca września wyniosła zaledwie około 760 mln zł. Segment długoterminowych papierów rządowych jest zatem stosunkowo mało płynny, co zwiększa wrażliwość jego przychodowości na zmiany relacji podaży-popytowych i zmiany wysokości premii za ryzyko. Tymczasem, przychodowość tego instrumentu jest szczególnie ważna, dlatego że jest jednym z kryteriów kwalifikacyjnych do Europejskiej Unii Walutowej i Gospodarczej¹².

Wpływ wydarzeń na rynkach wschodzących na ryzyko inwestowania w Polsce można przeanalizować za pomocą indeksu *Emerging Markets Bond Indeks Plus* (EMBI+), opracowanego przez firmę JPMorgan. Pokazuje on sumę zysków realizowanych na określonych typach instrumentów finansowych (obligacje nominowane w walutach obcych, kredyty, euroobligacje oraz inne instrumenty rynków lokalnych) emitowanych na rynkach wschodzących. Przyjmując, iż wahania indeksu EMBI+ związane są przede wszystkim ze zmianami cen omawianych aktywów, można sformułować tezę, że Polskę, na tle innych rynków wschodzących charakteryzuje mniejsza siła i częstotliwość wahań cen aktywów. Oznacza to także, że polski rynek finansowy w ocenie inwestorów zagranicznych jest relatywnie stabilny. Fakt pozytywnego odbioru sytuacji Polski znalazł wyraz w podwyższeniu przez agencję Moody's oceny wiarygodności kredytowej dla polskiego długu nominowanego w walutach obcych z Baa3 do Baa1. Dotychczasowe kryzysy na rynkach wschodzących przekładały się w mniejszym stopniu na zmiany wskaźnika Polski niż

¹² Nie powinna ona przekraczać o więcej niż 200 punktów bazowych średniego poziomu dochodowości analogicznych instrumentów emitowanych przez 3 kraje strefy euro o najniższej stopie inflacji. Na aukcji we wrześniu br. przychodowość tych obligacji ukształtowała się na poziomie 9,53%, co oznacza przekroczenie poziomu kwalifikacyjnego (dla uproszczenia wyznaczonego jako średnia rentowność 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu plus 200 punktów bazowych) o 322 punkty bazowe (w czerwcu przekroczenie to wynosiło 234 punkty bazowe).

Wykres 26
Indeks EMBI+ (Polska na tle emerging markets)



na zmiany wskaźników innych krajów zaliczanych do tej grupy rynków (wykres 26).

O ile w I półroczu 1999 r. tendencje występujące na rynkach wschodzących silnie wpływały na zachowanie inwestorów na krajowych rynkach finansowych, o tyle w III kwartale br. wpływ ten nie był widoczny.

Reakcja stóp procentowych w bankach na politykę banku centralnego

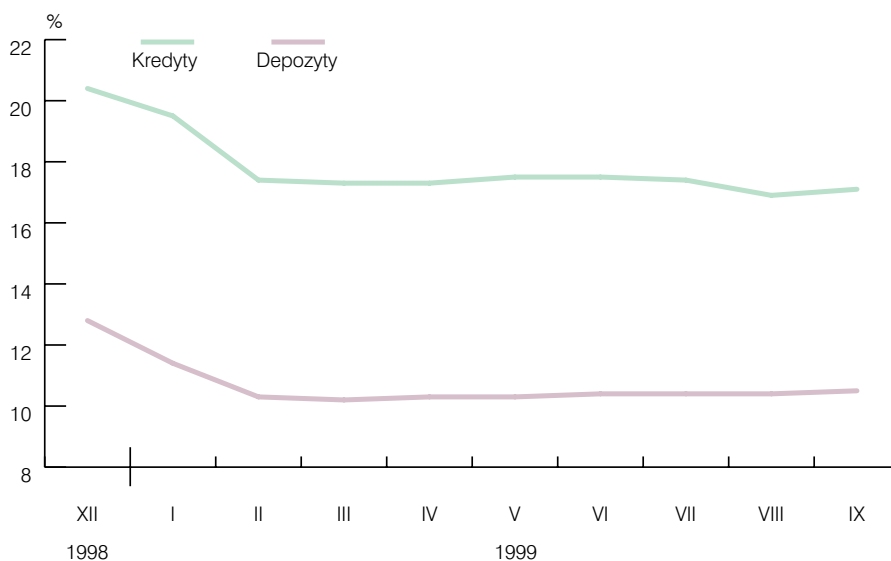
W ciągu niemal całego III kwartału bank centralny utrzymywał podstawowe stopy procentowe: lombardową, redyskonta weksli i referencyjną na poziomie ustalonym w styczniu. W trzeciej dekadzie września stopa referencyjna NBP została podniesiona o 1 pkt. proc., więc reakcja na zmianę parametrów polityki pieniężnej będzie miała miejsce dopiero w IV kwartale. Jedynie nieliczne banki skorygowały oprocentowanie jeszcze w ostatnich dniach września. W rezultacie w III kwartale oprocentowanie depozytów i kredytów w bankach komercyjnych zmieniło się w niewielkim stopniu. Oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych pozostawało stabilne, nieco wzrosło natomiast oprocentowanie depozytów podmiotów gospodarczych. Z kolei oprocentowanie kredy-

tów zarówno dla osób fizycznych, jak i przedsiębiorstw po lekkim spadku w lipcu i sierpniu zaczęło się podnosić we wrześniu. Różnica między oprocentowaniem depozytów terminowych i oprocentowaniem kredytów uległa niewielkiemu zmniejszeniu (wykres 27).

Dotychczas w sytuacji zaostrzenia polityki pieniężnej banki podnosiły oprocentowanie w mniejszym stopniu niż czynił to bank centralny, co m. in. wynikało z silnej konkurencji na rynku kredytów dla przedsiębiorstw i osób fizycznych oraz ze stosunkowo niskiej elastyczności podaży depozytów względem zmian stóp procentowych, jaka występowała w bankach dysponujących pełnymi gwarancjami ze strony skarbu państwa dla złożonych w nich depozytów. Prawdopodobnie również i tym razem banki nie podniosą oprocentowania kredytów w takim stopniu, jak wzrosła stopa procentowa NBP.

W III kwartale bank centralny uzgodnił z bankami komercyjnymi warunki, na jakich zostanie obniżona stopa rezerwy obowiązkowej, dotycząca rezerwy odprowadzanej przez nie na rachunek w banku centralnym od października. Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej mogło zachęcać banki do podniesienia oprocentowania depozytów. W lipcu i w sierpniu banki zasadniczo powstrzymały się od zadeklarowania podwyżki oprocent-

Wykres 27
Średnie ważone oprocentowanie depozytów i kredytów



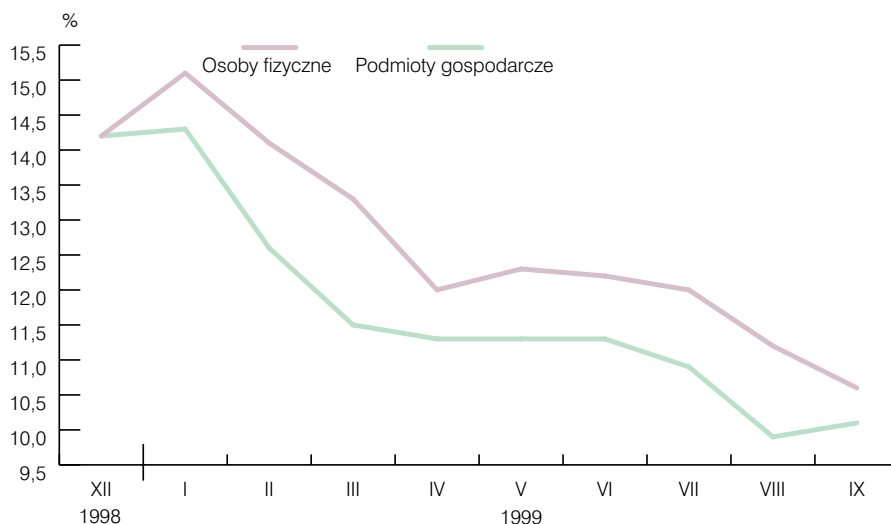
towania depozytów osób prywatnych, wzrosło natomiast, jak już wspomniano, oprocentowanie depozytów podmiotów gospodarczych. W największym stopniu dotyczyło to depozytów 3- i 6-miesięcznych. Do mającego miejsce we wrześniu lekkiego wzrostu oprocentowania depozytów gospodarstw domowych przyczyniły się – oprócz wzrostu stopy referencyjnej i obniżenia stopy rezerwy obowiązkowej – również trudności z pozyskaniem przez banki depozytów gospodarstw domowych w warunkach utrzymującego się w ciągu całego bieżącego roku wysokiego popytu na kredyty.

Stopy procentowe i popyt na kredyty

Stopniowy spadek oprocentowania kredytów w bankach i wzrost inflacji, zarówno mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych, jak i wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej przemysłu w III kwartale powodował obniżanie się poziomu oprocentowania kredytów w wyrażeniu realnym (wykres 28). Realna stopa procentowa jest jednym z czynników determinujących popyt na kredyt. W ciągu kwartału popyt na kredyt ogółem był stabilny, natomiast podobnie jak w poprzednim półroczu bardzo silnie rósł popyt na kredyty ze strony osób prywatnych.

Obniżanie się realnej stopy procentowej niewątpliwie w pewnym stopniu stymulowało w trzecim kwartale popyt gospodarstw domowych na kredyty, jednak wydaje się, że nie był to najważniejszy czynnik powodujący tak silny ich wzrost (w wyrażeniu realnym roczne tempo wzrostu kredytów zwiększyło się z 32,5% w czerwcu do 36,7% we wrześniu, czyli o 4,2 pkt. proc.). Zasadniczy spadek oprocentowania miał miejsce w pierwszym kwartale, a opóźnienie reakcji gospodarstw domowych na obniżkę stopy procentowej szacujemy na ok. 2 – 4 miesiące. Wysoka dynamika kredytu ma związek m.in. z dążeniem gospodarstw domowych do realizacji konsumpcji odłożonej. Istotne są także coraz łatwiejsze warunki uzyskania kredytu przez osoby fizyczne, duża liczba pośredników niebankowych, spadek wymagań co do zabezpieczenia kredytu i prawdopodobnie również zapowiedzi Ministerstwa Finansów zmian zasad opodatkowania dochodów osobistych ludności od 2000 r. Niepewność co do systemu ulg podatkowych mogła zachęcić gospodarstwa domowe do zwiększenia zakupów, w tym również zakupów finansowanych kredytem, towarów przeznaczonych na remonty mieszkań i budynków mieszkalnych. Należy

Wykres 28
Oprocentowanie kredytów w wyrażeniu realnym



również zwrócić uwagę, że banki sygnalizują w br. znaczny wzrost zainteresowania klientów kredytami na cele mieszkaniowe.

Wpływ wzrostu kredytu na inflację miał raczej charakter pośredni niż bezpośredni. Ceny towarów, których zakupy finansowane są zazwyczaj kredytem – środków transportu, sprzętu audiowizualnego, fotograficznego i informatycznego, wyposażenia mieszkania, sprzętów gospodarstwa domowego – podobnie jak w pierwszej połowie roku, rosły wolniej niż wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych. Z uwagi na to, że znaczna część podaży tych dóbr pochodzi z importu lub wymaga importu zaopatrzeniowego, wzrost kredytu przyczyniał się do wzrostu deficytu obrotów bieżących i w rezultacie do deprecjacji złotego. Z danych GUS dotyczących rozdyponowania importu wynika, że w ciągu trzech kwartałów bieżącego roku zwiększył się udział importu konsumpcyjnego, zmniejszył zaś importu inwestycyjnego i zaopatrzeniowego.

Popyt na kredyty ze strony podmiotów gospodarczych pozostawał przede wszystkim pod wpływem stosunkowo słabej koniunktury w Polsce oraz w krajach będących naszymi głównymi partnerami handlowymi. Mimo stopniowego spadku realnej stopy procentowej, popyt przedsiębiorstw na kredyt był więc niski. W wyrażeniu realnym roczna dynamika należności od podmiotów obniżyła się o 2 pkt. proc., z 18,8% w czerwcu do 16,8% we wrze-

śniu. Poprawa koniunktury, jaka zarysowała się w sierpniu, będzie przyczyniała się do wzrostu zapotrzebowania na kredyt w ostatnich miesiącach roku.

Kanał kursu walutowego

W III kwartale 1999 r. kurs złotego kształtował się w ramach dotychczasowego systemu – nadal obowiązywała zasada pełzającej dewaluacji parytetu centralnego w wysokości 0,3% miesięcznie i pasmo dopuszczalnych wahań kursu rynkowego wokół wyznaczonego kursu centralnego o szerokości $\pm 15\%$.

Okres III kwartału 1999 r. był pierwszym pełnym kwartałem, kiedy NBP w konsekwencji zmian zasad *fixingu* nie dokonywał obowiązkowych transakcji walutowych z bankami komercyjnymi. Podobnie jak w dwóch poprzednich kwartałach – NBP nie stosował bezpośrednich interwencji na rynku walutowym. Wobec powyższego, kurs złotego w III kwartale br. kształtował się pod wpływem jedynie tendencji rynkowych.

W okresie tym widoczne było stopniowe pogłębianie się deprecjacji kursu polskiej waluty. Przeciętne odchylenie kursu *fixingowego* od parytetu centralnego zmniejszało się stopniowo w poszczególnych miesiącach kwartału, kształtując się w lipcu na poziomie 5,6%, w sierpniu 2,9% i we wrześniu 0,5% w kierunku aprecjacji. W całym kwartale średnie odchylenie wyniosło 3,0% w kierunku aprecjacji i było wyższe o 0,9 pkt. proc. niż w poprzednim kwartale. Rozpiętość wahań kursu złotego wzrosła w tym okresie do 7,4% wobec 6,0% w II kwartale 1999 r., natomiast była niższa niż w analogicznym okresie ubiegłego roku (9,6%). Największe odchylenie rynkowego kursu złotego od parytetu w kierunku aprecjacji miało miejsce w lipcu i wyniosło 6,4%, natomiast najsłabsze notowanie złotego wystąpiło we wrześniu, na poziomie 1% w kierunku deprecjacji (wykres 29).

W okresie III kwartału na kształtowanie się kursu złotego wpływały przede wszystkim czynniki związane ze stanem polskiej gospodarki. Dynamiczna deprecjacja złotego uwarunkowana była głównie pogłębiającym się deficytem obrotów bieżących bilansu płatniczego oraz wzrastającym ryzykiem spowodowanym pogarszającą się sytuacją sektora finansów publicznych. Impulsem wzmacniającym deprecjację złotego było wyraźne przyspieszenie inflacji w sierpniu i we wrześniu br. Wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz utrzymujące się relatywnie szybkie tempo

Wykres 29

Odchylenie kursów złotego od koszyka walut w latach 1998-1999



wzrostu akcji kredytowej wzmocniły prawdopodobieństwo podwyższenia stóp procentowych, co wpływało na pogłębienie presji deprecjacyjnej złotego. Oczekiwania aprecjacyjne związane z napływem kapitału zagranicznego z tytułu transakcji prywatyzacyjnych były w III kwartale słabsze niż w I i II kwartale 1999 r. (dotyczyło to przede wszystkim drugiej połowy III kwartału).

W efekcie tendencji występujących na polskim rynku walutowym nominalny efektywny kurs złotego w III kwartale 1999 r. osłabił się o 4,6% wobec IV kwartału 1998 r. (wykres 30).

Podsumowując, należy stwierdzić, że kształtowanie się kursu złotego w III kwartale br. wyraźniej aniżeli w okresie I półrocza uwidocznilo reakcję dostosowawczą kursu polskiej waluty wobec pogłębiającej się nierównowagi zewnętrznej gospodarki. Możliwe to było przy znacznym już stopniu upłynnienia kursu złotego, a także w sytuacji zdecydowanej dominacji czynników wewnętrznych w kształtowaniu tendencji kursowych. W sytuacji słabych oznak ożywienia popytu zewnętrznego oraz relatywnie dynamicznie rozwijającego się wewnętrznego popytu konsumpcyjnego deprecjacja złotego stanowiła czynnik łagodzący pogłębianie się nierównowagi płatniczej. Z uwagi na relatywnie większe opóźnienie reakcji eksportu na zmiany kursowe, należy spodziewać się, że efekty deprecjacji w zakresie wywozu mogą wystąpić najwcześniej pod koniec 1999 r. Tym bardziej, że skala de-

Wykres 30
Nominalny efektywny kurs złotego w latach 1998-1999



precjacji złotego po 9 miesiącach 1999 r. wskazuje już na pewną poprawę wskaźników konkurencyjności polskiej gospodarki (patrz Ramka).

Istotnym mechanizmem oddziaływania kursu walutowego na inflację są oczekiwania dotyczące jego zmian. W celu zbadania wpływu i siły oczekiwań kursowych na oczekiwania inflacyjne dokonano analizy danych uzyskanych z badań ankietowych przeprowadzanych przez Agencję Reuters oraz Instytut Badania Opinii i Rynku „Pentor” w okresie styczeń – październik 1999 r.¹³

Jak wynika z wykresów 33 i 34, wyraźnie w I kwartale 1999 r. banki korygowały w górę swoje oczekiwania odnośnie poziomu kursu dolara na koniec roku. W II kwartale i na początku III kwartału tendencja ta odwróciła się i wyraźnie stawiano na umocnienie się złotego wobec wcześniejszych przewidywań. W drugiej połowie III kwartału z powrotem pojawiły się oczekiwania wyższej nominalnej deprecjacji. Natomiast oczekiwania dotyczące inflacji ulegały zmianom tylko w nieznacznym stopniu.

Analizując zmiany w oczekiwaniach dotyczących kursu USD i inflacji (wykresy 35 i 36), można zauważyć, iż w przypadku respondentów agencji Reuters brak jest wyraźnych zależności między wielkością, a kierunkiem

¹³ Respondenci co miesiąc udzielają odpowiedzi na pytanie o przewidywaną wielkość inflacji liczonej grudzień do grudnia oraz kurs dolara, jaki - ich zdaniem - ukształtuje się na koniec roku.

Konkurencyjność polskiej gospodarki w 1999 r.

Pierwsze trzy kwartały 1999 r. wskazują na ogólną poprawę międzynarodowej konkurencyjności gospodarki polskiej. Wszystkie badane indeksy realnego efektywnego kursu złotego wobec walut głównych partnerów handlowych uległy deprecjacji w stosunku do ubiegłego roku. Poprawa pozycji konkurencyjnej nastąpiła przede wszystkim w wyniku znacznego osłabienia się nominalnego kursu złotego wobec walut obcych.

W okresie od IV kwartału 1998 r. do III kwartału 1999 r. złoty zdeprecjonował się realnie przy uwzględnieniu zmian cen produkcji sprzedanej przemysłu w działalności produkcyjnej o 0,9%, w porównaniu z aprecjacją w wysokości 2,8% w analogicznym okresie roku 1998.

Istotna deprecjacja miała miejsce w przypadku indeksu z uwzględnieniem cen transakcyjnych eksportu – tak znaczna zmiana nastąpiła w wyniku silnego spadku tych cen (ceny transakcyjne eksportu zmniejszyły się w I połowie 1999 r. o 6,4% wobec wzrostu o 3,4% w tym samym okresie roku poprzedniego). Wyraźna poprawa konkurencyjności nastąpiła również w przypadku indeksu mierzonego zmianami jednostkowych kosztów pracy. Deprecjacja kursu była tutaj rezultatem znacznego osłabienia nominalnego kursu złotego w I kwartale i intensywnego wzrostu wydajności pracy w II kwartale 1999 r.

Kształtowanie się indeksów realnego kursu złotego uwzględniających różne deflatory w poszczególnych kwartałach przedstawia wykres 31.

Duże znaczenie dla kształtowania się poziomu realnego efektywnego kursu złotego w 1999 r. i międzynarodowej konkurencyjności gospodarki polskiej w tym okresie miała pogłębiająca się deprecjacja euro wobec dolara. Te zewnętrzne warunki kursowe, przy ogólnym osłabianiu się złotego na krajowym rynku walutowym, bardziej sprzyjały poprawie naszej konkurencyjności wobec partnerów handlowych operujących dolarami. Umocnienie się dolara wobec euro ograniczyło możliwości polepszenia sytuacji konkurencyjnej Polski wobec krajów Unii Europejskiej – naszego głównego rynku zbytu (wykres 32).

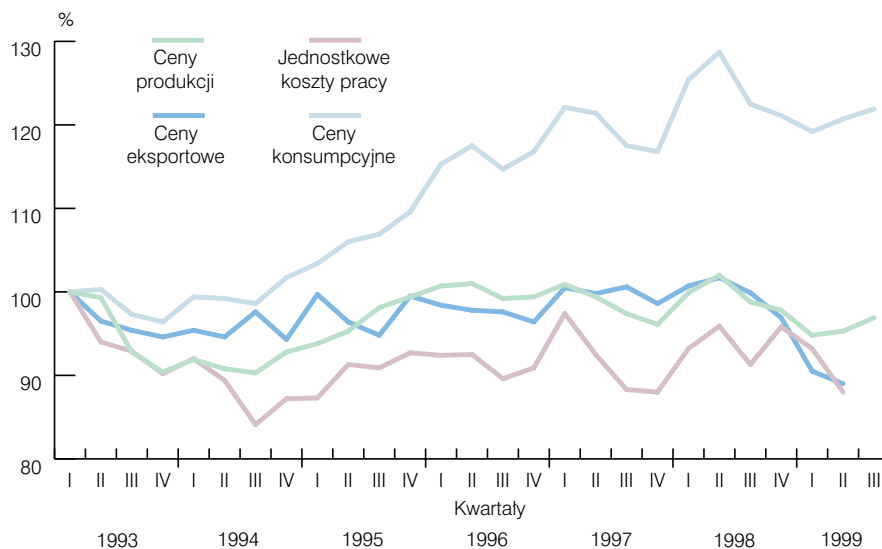
Wyniki analiz konkurencyjności w ujęciu mikroekonomicznym na podstawie rentowności producentów-eksporterów za pierwszą połowę 1999 r. wskazują, że nastąpiła w tym okresie poprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstw eksportujących, zaliczanych do sekcji **działalność produkcyjna**. Rentowność obrotu brutto wzrosła po II kwartale 1999 r. o 0,6 pkt. proc. w stosunku do I kwartału br., jednak nadal była niższa o 1,6 pkt. proc. niż po II kwartale 1998 r. Podobne, choć nieco słabsze tendencje zaznaczyły się dla rentowności operacyjnej brutto. W omawianym okresie nastąpiła zdecydowana poprawa sytuacji finansowej nieeksporterów w wyniku przyspieszenia tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego, wobec czego przewaga rentowności eksporterów nad przedsiębiorstwami produkującymi na rynek krajowy uległa zmniejszeniu z poziomu 2 pkt. proc. po I kwartale do 0,8 pkt. proc. po II kwartale 1999 r.

Pogorszeniu uległa jednak sytuacja ekonomiczno-finansowa eksporterów **ogółem**. Rentowność obrotu brutto zmniejszyła się po II kwartale 1999 r. o 0,2 pkt. proc. w stosunku do I kwartału br. i o 1,9 pkt. proc. w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego. Rentowność nieeksporterów dzięki bardzo szybkiej poprawie, zwłaszcza w niektórych sekcjach usługowych, była wyższa niż eksporterów po I półroczu o 0,1 pkt. proc. wobec przewagi eksporterów w wysokości 1,5 pkt. proc. po I kwartale 1999 r.

W II kwartale br., licząc w stosunku do analogicznego okresu roku ubiegłego, poprawiły się cenowo-kosztowe wskaźniki konkurencyjności krajowej eksportu. Globalny wskaźnik cen transakcyjnych w eksporcie wrósł w stosunku rocznym o 1,7% szybciej w porównaniu z cenami produkcji przemysłowej i o 1,8% szybciej niż jednostkowe koszty pracy w przemyśle.

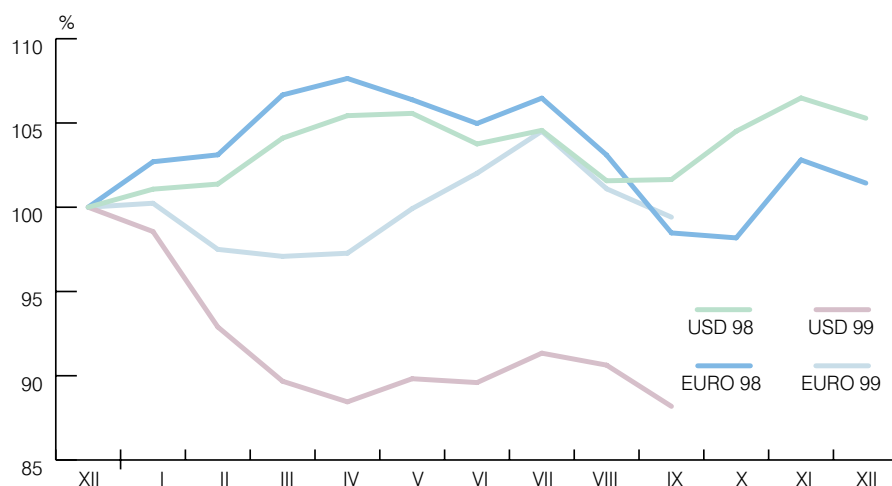
Wykres 31

Realny efektywny kurs złotego w okresie 1993-1999 (dane kwartalne); deflator: ceny eksportowe, ceny produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej, ceny konsumpcyjne i jednostkowe koszty pracy (I kwartał 1993 = 100)



Wykres 32

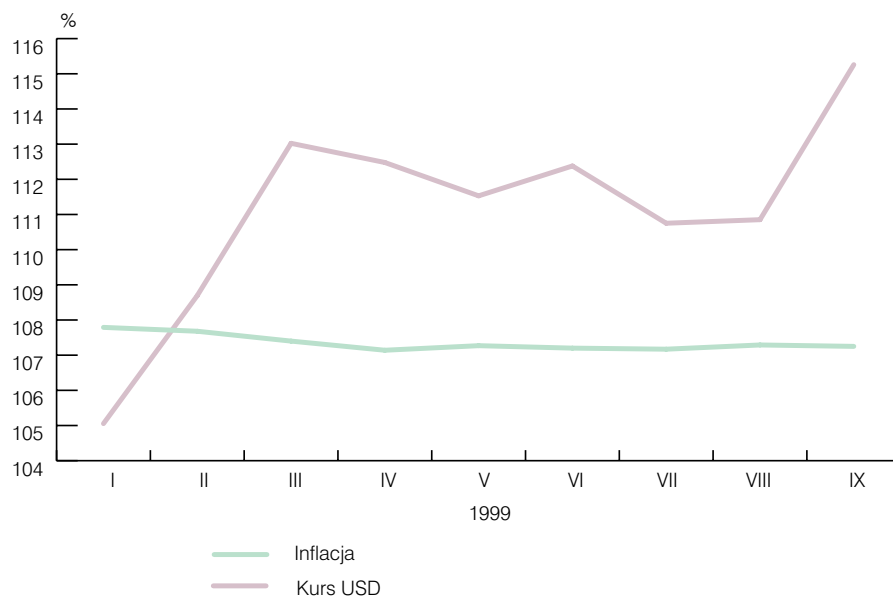
Realny kurs złotego wobec walut głównych partnerów handlowych w latach 1998-1999 (grudzień poprzedniego roku = 100)



zmian oczekiwań kursowych i inflacyjnych – mają one często przeciwstawny charakter (wykazują nawet ujemną korelację). Jeżeli chodzi o wyniki ankiet agencji Pentor, można spostrzec, iż korekty wielkości w większości przypadków przebiegały w tym samym kierunku, jednakże

Wykres 33

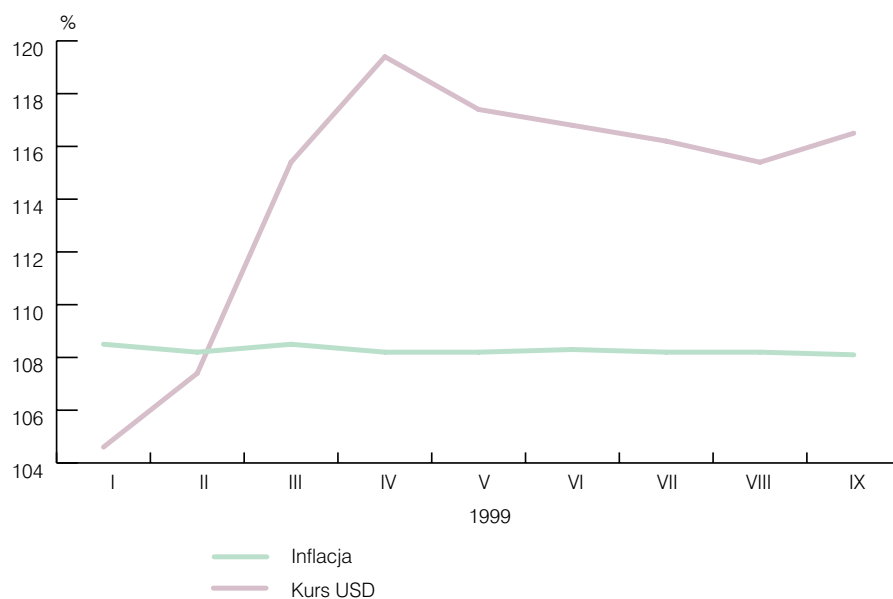
Oczekiwana dynamika kursu USD i inflacji (grudzień 1998 = 100)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie ankiet Agencji Reuters.

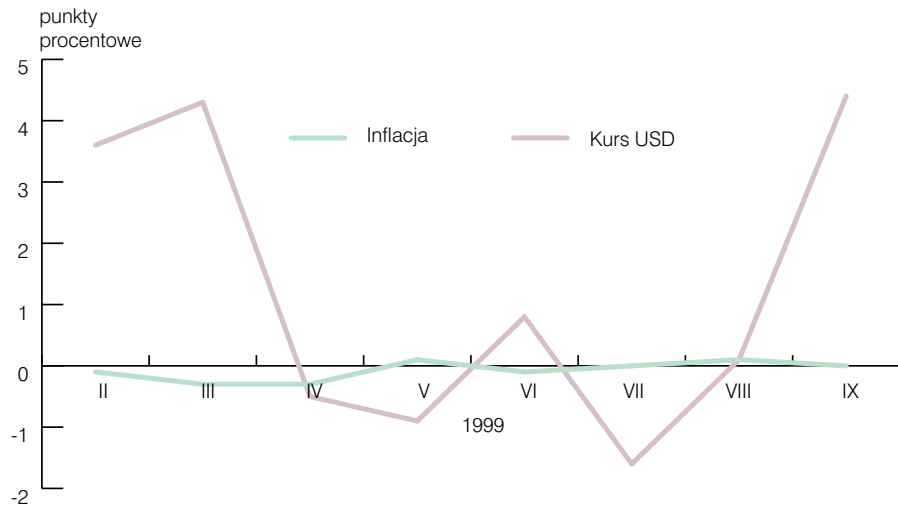
Wykres 34

Oczekiwana dynamika kursu USD i inflacji (grudzień 1998 = 100)

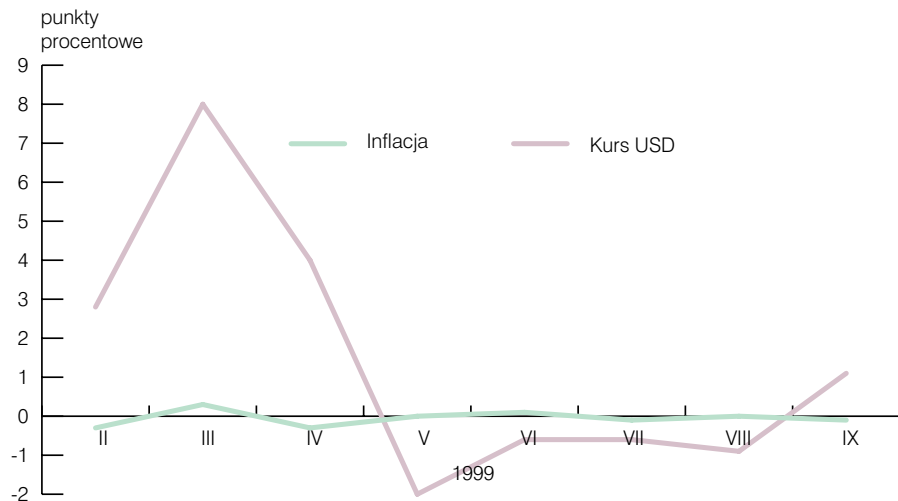


Źródło: Obliczenia własne na podstawie ankiet Agencji Pentor.

Wykres 35
Zmiana oczekiwań co do wskaźników „grudzień-grudzień”
(w stosunku do prognozy podanej w poprzednim miesiącu)



Wykres 36
Zmiana oczekiwań co do wskaźników „grudzień-grudzień”
(w stosunku do prognozy podanej w poprzednim miesiącu)



i tu brak jednoznacznych wyraźnych związków – występuje jedynie słaba dodatnia korelacja.

Z powyższych obserwacji można wysnuć wniosek, iż w kształtowaniu oczekiwań banków co do poziomu infla-

cji na koniec roku oczekiwania kursowe nie odgrywały zauważalnej roli. Nawet gdyby założyć, iż faktycznie oczekiwania kursowe mogły być uwzględniane w formułowaniu przewidywań wzrostu cen, to najwyraźniej oddziaływanie innych czynników było na tyle silne, że niejednokrotnie niwelowało lub wręcz odwracało ono zmianę oczekiwań inflacyjnych, wynikającą z oczekiwań dotyczących kursu.

Wydaje się zatem, że z jednej strony oczekiwania kursowe, które cechowała duża zmienność, nie są kształtowane pod dominującym wpływem stabilnych oczekiwań inflacyjnych, lecz dokonywane są raczej pod wpływem obserwacji sytuacji płatniczej i wyrażają przeświadczenie o potrzebie weryfikacji poziomu kursu realnego. Z drugiej strony respondenci w swych odpowiedziach dają wyraz opinii, że zmiana kursu realnego może odbywać się w sposób skuteczny, tzn. zmiana kursu nominalnego nie musi przekładać się na wzrost inflacji – przynajmniej w okresie, którego dotyczą pytania. Podkreślić jednak należy, że obraz ten mógłby ulec zmianie w hipotetycznej sytuacji, w której znaczna korekta kursu byłaby wyrazem utraty bieżącej równowagi płatniczej.

Oczekiwań banków nie można jednak traktować jako reprezentatywnych dla całego społeczeństwa. Jest prawdopodobne, iż wyniki analogicznej ankiety przeprowadzonej wśród podmiotów niefinansowych mogłyby wykazać silniejszy związek między oczekiwaniami kursowymi a oczekiwaniami inflacyjnymi.

Wpływ cen zewnętrznych na zjawiska inflacyjne

W III kwartale 1999 r. w warunkach ożywienia globalnej produkcji przemysłowej nasiliły się tendencje wzrostowe cen na rynkach zagranicznych. W okresie lipiec – wrzesień 1999 r. dolarowy wskaźnik cen towarów wzrósł o 2,9%¹⁴, na co złożyły się: kontynuacja trendu wzrostowego cen ropy naftowej oraz pewne przyspieszenie cen produktów przemysłowych (wykres 37). Jak pokazuje wykres 38 zmiany cen produktów przemysłowych wywoływane były przez dwie przeciwstawne tendencje: z jednej strony następowała wyżka notowań cen metali na rynkach światowych, z drugiej strony spadały ceny su-

¹⁴ Źródło: „The Economist” 1998, 1999.

rowców pochodzenia rolnego. We wrześniu wzrost cen surowców rynku światowego wyniósł 41% w stosunku do września 1998 r. (w analogicznym okresie 1998 r. wystąpił spadek tych cen o 25%¹⁵).

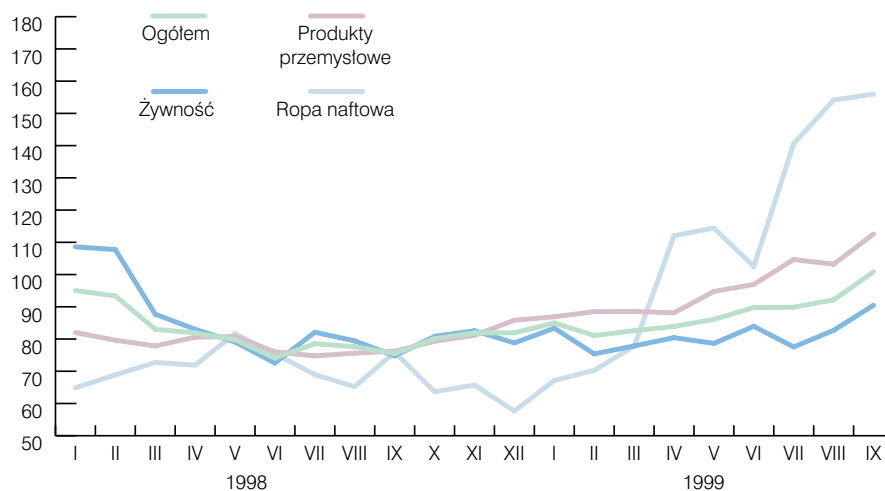
Relatywnie najsilniejszą tendencję wzrostową wykazywały ceny ropy naftowej – cena tego surowca wzrosła w okresie czerwiec – wrzesień 1999 r. o ponad 40%, tj. z poziomu 16,35 USD za baryłkę do 23,04 USD za baryłkę¹⁶. Wysoka dynamika cen ropy naftowej była skutkiem realizowania wspólnej polityki państw – producentów OPEC, ukierunkowanej na ograniczenie dostaw tego surowca w warunkach umacniającego się ożywienia w gospodarce światowej.

Powyższe tendencje na rynkach surowcowych przyczyniły się do przyspieszenia wzrostu cen konsumpcyjnych i cen produkcji na największym dla polskiej gospodarki rynku państw strefy euro. Zharmonizowany Indeks Cen Konsumpcyjnych, obliczany dla strefy euro, wyniósł w sierpniu 1,2%, po tym jak jeszcze w czerwcu i lipcu kształtował się na poziomie odpowiednio 0,9% i 1,1%¹⁷. Główną przyczyną przyspieszenia wzrostu cen była zwyżka cen energii spowodowana silną tendencją wzrostową cen ropy naftowej.

Wykres 37

Wskaźniki cen podstawowych towarów na rynkach światowych

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

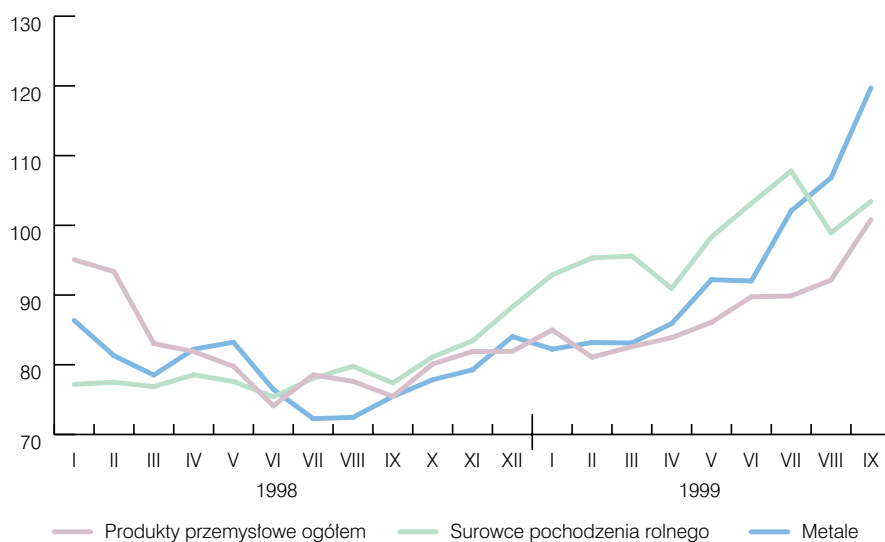


¹⁵ Źródło: HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg.

¹⁶ Źródło: Reuters, dotyczy gatunku Brent, notowania na koniec miesiąca.

¹⁷ Źródło: EBC Monthly Bulletin, October 1999.

Wykres 38
 Wskaźniki cen podstawowych towarów na rynkach światowych
 (analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Kształtowanie się cen faktycznie uzyskiwanych i płaconych w polskim handlu zagranicznym w okresie od stycznia do września br. nie wskazuje jeszcze na pojawienie się tendencji wzrostowej. Ceny dolarowe uzyskiwane w polskim eksporcie w okresie styczeń – wrzesień 1999 r. spadły o 4,3%¹⁸ w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. Jednocześnie ceny płacone w imporcie w okresie styczeń – wrzesień 1999 r. były o 6,5% niższe w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku.

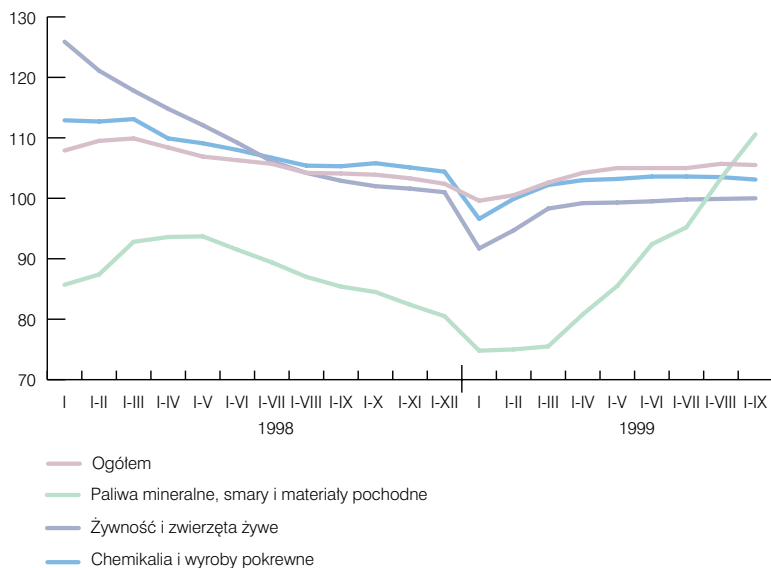
Przeciętny poziom złotych cen transakcyjnych w imporcie w okresie styczeń – wrzesień 1999 r. był o 5,5% wyższy niż w takim samym okresie 1998 r. (wobec odpowiednio 4,1% w 1998 r.). Do przyspieszenia wzrostu cen w imporcie ogółem przyczynił się II i III kwartał br. Wykresy 39 i 40 wskazują, że w III kwartale wyraźnie nasilił się wzrost cen importowanych paliw mineralnych, smarów i materiałów pochodnych.

Złotowe ceny transakcyjne uzyskiwane w eksporcie w okresie styczeń – wrzesień 1999 r. były o 6,6% wyższe aniżeli w odpowiednim okresie ub.r. (wobec odpowiednio 8% w 1998 r.).

¹⁸ Źródło: GUS.

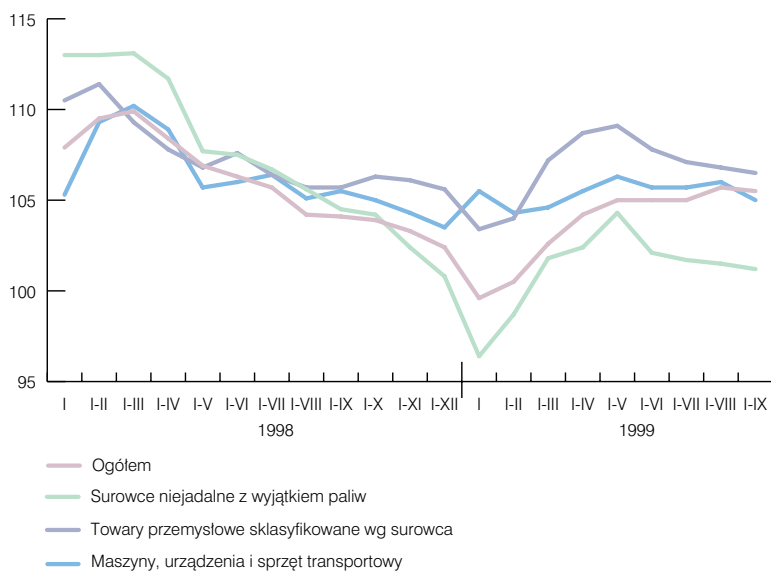
Wykres 39

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Wykres 40

Wskaźniki narastające cen transakcyjnych importu Polski (analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Efektorem powyższych tendencji cenowych w polskim handlu zagranicznym było pogorszenie się wskaźnika *terms of trade*; po dziewięciu miesiącach 1999 r. wynosił on 101,0% (wobec 103,7% w analogicznym okresie roku 1998).

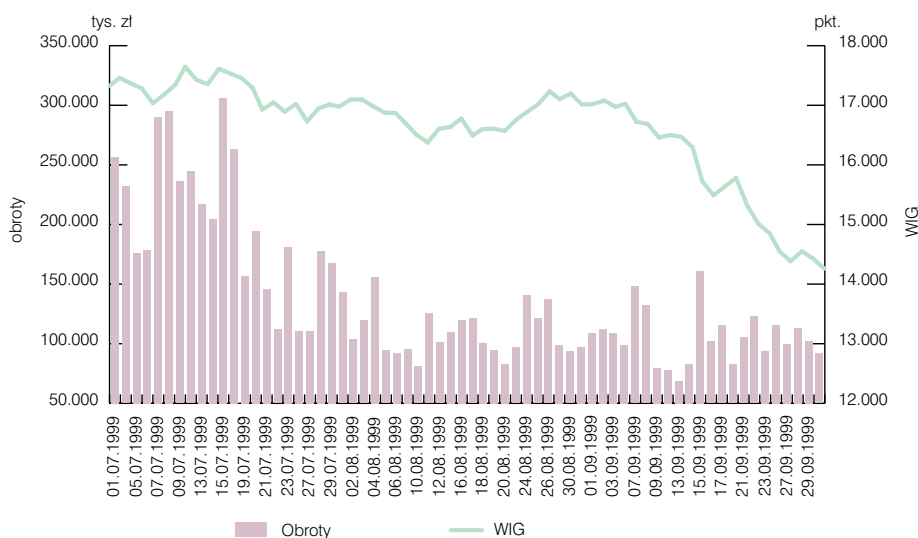
Ceny akcji

W III kwartale 1999 r. na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW) nie wystąpiła wyraźna tendencja długookresowa. Lipiec i sierpień były miesiącami stabilizacji kursów akcji, we wrześniu natomiast kursy spadały. Duży wpływ na sytuację na krajowym rynku kapitałowym miały dane dotyczące stanu gospodarki. Można było również zaobserwować wyraźną zależność statystyczną między Warszawskim Indeks Giełdowym (WIG) a wskaźnikiem giełdy nowojorskiej – Dow Jones.

Trend spadkowy we wrześniu wiązał się ze zniecierpliwieniem inwestorów oczekujących na pozytywne informacje makroekonomiczne. Ogłoszone w połowie września dane dotyczące sierpniowego spadku deficytu budżetowego oraz wzrostu produkcji przemysłowej nie zachęciły jednak inwestorów do poszerzenia portfeli inwestycyjnych. Negatywnie oddziaływały bowiem informacje o wzroście deficytu na rachunku bieżącym oraz inflacji. Na aktywność inwestorów (mierzona wysokością obrotów) niekorzystnie wpływały ponadto sygnały o kłopotach finansowych ZUS oraz niepewność inwestorów co do tzw. problemu roku 2000.

W omawianym okresie na międzynarodowym rynku kapitałowym panowała dobra koniunktura. Motorem jej rozwoju były wydarzenia na giełdzie nowojorskiej. Okre-

Wykres 41
WIG i obroty na rynku podstawowym w okresie lipiec-wrzesień 1999 r.



sowe wahania wskaźnika Dow Jones były spowodowane oczekiwaniami inwestorów na wzrost stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. W dniu 24 sierpnia br. Zarząd Rezerwy Federalnej podniósł podstawową stopę procentową o 0,25 pkt. proc. Odpowiedzią rynku amerykańskiego na tę decyzję był wzrost większości kursów akcji, co z kolei pozytywnie wpłynęło na sytuację na giełdach europejskich. Giełda warszawska krótkookresowo w tym okresie również weszła w trend wzrostowy.

W dniu 12 lipca br. WIG osiągnął najwyższy poziom w 1999 r. – 17.645,9 pkt., natomiast minimum, wynoszące 14.259,4 pkt., WIG osiągnął w dniu 30 września. Łączne obroty akcjami notowanymi na rynku podstawowym w III kwartale br. wyniosły 9,1 mld zł, przy czym średnia dzienna wartość obrotów ukształtowała się na poziomie 138.004 tys. zł (wykres 41).

Podwyższenie referencyjnej stopy procentowej przez Radę Polityki Pieniężnej było zaskoczeniem dla rynku kapitałowego i negatywnie wpłynęło na ceny akcji notowanych na WGPW.

Kształtowanie się zagregowanego popytu i podaży

W III kwartale br. w sferze realnej gospodarki utrzymywały się tendencje obserwowane w I półroczu br. Nastąpiło dalsze zwiększenie tempa wzrostu PKB. Relatywnie szybki, przekraczający tempo wzrostu dochodów, był wzrost konsumpcji indywidualnej. W rezultacie, mimo braku znaczącej poprawy eksportu, następował dalszy wzrost dynamiki sprzedaży produkcji przemysłowej. Nie zmieniły się istotnie ukształtowane w II połowie 1998 r. uwarunkowania ograniczające możliwości wzrostu zbytu na rynkach wschodniej i zachodniej Europy. Utrzymywała się trudna sytuacja gospodarcza Rosji i Ukrainy, tj. krajów, do których najszybciej wzrastał eksport w I półroczu ub.r. Niewielka poprawa koniunktury gospodarczej w krajach Unii Europejskiej, a zwłaszcza w Niemczech, nie spowodowała jak na razie znaczącego wzrostu popytu zewnętrznego na polskie wyroby. Można natomiast oceniać, że w ostatnich miesiącach poprawiła się konkurencyjność polskich wyrobów względem towarów importowanych na rynku krajowym.

Wzrost możliwości zbytu na rynku krajowym wpłynął korzystnie na nastawienia inwestycyjne. Mimo nadal gorszej niż w poprzednich latach sytuacji finansowej przedsię-

biorstw, można szacować, że w III kwartale wyższa niż w I półroczu br. była dynamika nakładów na środki trwałe. Zwiększenie aktywności gospodarczej i korzystne oceny przyszłego popytu wpłynęły na podtrzymanie tendencji odbudowy bardzo silnie zredukowanych na początku roku zapasów materiałów i surowców w przedsiębiorstwach. Przy utrzymującej się wysokiej dynamice popytu konsumpcyjnego, przyspieszenie wzrostu popytu zaopatrzeniowego i inwestycyjnego spowodowało, że już w sierpniu br. sprzedaż produkcji przemysłowej przekroczyła poziom z analogicznego miesiąca ub.r. (tj. z miesiąca, w którym nie ujawnił się jeszcze wpływ kryzysu rosyjskiego na poziom produkcji) o 7,1%. We wrześniu br. produkcja przemysłu była wyższa niż przed rokiem o 8,6%.

W całym III kwartale br. produkcja sprzedana przemysłu była większa niż przed rokiem o 7,4%. Przy utrzymującym się wzroście sprzedaży w działach usług rynkowych i niewielkiej poprawie dynamiki produkcji budownictwa można szacować, że tempo wzrostu PKB w III kwartale 1999 r. przekroczyło 5%. Tempo wzrostu popytu krajowego było jednak nadal wyższe od tempa wzrostu PKB. Powiększyła się nadwyżka wolumenu importu nad eksportem. Wstępne szacunki¹⁹ dynamiki PKB i popytu krajowego przedstawiono w tablicy 3.

Tablica 3
Dynamika podstawowych wskaźników makroekonomicznych

| Wyszczególnienie | 1998 | | 1999 | | |
|------------------------------|--|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | I-IV kwartał | I kwartał | II kwartał | III kwartał | I-III kwartał |
| | analogiczny okres poprzedniego roku = 100 | | | | |
| Wartość dodana ogółem | 104,4 | 101,3 | 102,8 | 104,7 | 103,0 |
| Przemysł | 104,7 | 97,0 | 101,3 | 107,6 | 102,0 |
| Budownictwo | 110,3 | 100,2 | 103,2 | 104,8 | 103,6 |
| Usługi rynkowe | 104,6 | 104,1 | 104,2 | 104,7 | 104,3 |
| PKB | 104,8 | 101,5 | 103,0 | 105,1 | 103,3 |
| Popyt krajowy | 106,6 | 103,2 | 104,3 | 105,3 | 104,4 |
| Nakłady na środki trwałe | 114,5 | 106,0 | 106,7 | 109,0 | 107,4 |
| Spożycie indywidualne | 104,9 | 104,2 | 104,8 | 105,1 | 104,8 |

Źródło: 1998 r. , I i II kwartał 1999 r. – GUS; III kwartał, I-III kwartał 1999 r. – szacunek własny.

¹⁹ W czasie przygotowywania niniejszego *Raportu*, z zakresu rachunków narodowych dostępne były dane statystyczne o I półroczu 1999 r. Dla pełniejszej charakterystyki zjawisk przedstawiono również niektóre szacunki własne. Należy jednak zwrócić uwagę na ich wstępny charakter i możliwość większych niż poprzednio błędów, co wynika z braku w br. szeregu danych statystycznych dostępnych w poprzednich latach (m.in. miesięcznych informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstw, szeregu danych o świadczeniach społecznych).

Popyt wewnętrzny

Wstępne szacunki wskazują, że tempo wzrostu popytu krajowego w III kwartale br. wyniosło 5,3%. (w I kwartale br. – 3,2%, w II kwartale br. – 4,3%). Do przyspieszenia wzrostu popytu przyczyniło się głównie zwiększenie dynamiki akumulacji brutto. W I kwartale br. w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. była ona większa tylko o 1,1%, w II kwartale o 6,4%, a w III – o ponad 9%. Na przyspieszenie dynamiki akumulacji złożyło się zwiększenie tempa wzrostu inwestycji na środki trwałe brutto z 6,7% w II kwartale br. do ok. 9% w III kwartale oraz dalszy wzrost wartości środków obrotowych. Mimo przyspieszenia, dynamika akumulacji nadal jest niższa od notowanej w poprzednich latach. Szacuje się, że w okresie trzech kwartałów br. w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku akumulacja brutto wzrosła o ok. 7%, podczas gdy w 1998 r. o 14,1%, w 1997 r. o 20,8%, w 1996 r. o 19,5%, w 1995 r. o 24,1%.

Można oceniać, że nieco wyższe niż w II kwartale było tempo wzrostu konsumpcji. W I kwartale br. spożycie ogółem było większe niż przed rokiem o 3,7%, w II kwartale o 4,1%, a w III kwartale o ok. 4,5%, a spożycie indywidualne odpowiednio o: 4,6%, 4,8%, ponad 5%. W II i III kwartale tempo wzrostu spożycia indywidualnego było wyższe niż w analogicznych okresach ub.r., przy niższym niż przed rokiem wzroście realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Konsumpcja indywidualna

W III kwartale br. realny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych był zbliżony do obserwowanego w I półroczu. Nie zmniejszyła się dynamika dochodów z pracy najemnej oraz dochodów z pozarolniczej działalności gospodarczej. Można szacować, że po czerwcowej waloryzacji emerytur i rent wzrosła dynamika siły nabywczej świadczeń społecznych. W porównaniu z II kwartałem br. nie uległy zmianie dochody gospodarstw domowych związanych z rolnictwem.

Wzrost dochodów z pracy najemnej nastąpił przy nieco większym niż w I półroczu spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz podobnej dynamice wzrostu przeciętnych wynagrodzeń. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w okresie I-III kwartału br.

było mniejsze niż w analogicznym okresie ub.r. o 0,7%, a przeciętne wynagrodzenia brutto wzrosły realnie o 3,6%. Wzrost siły nabywczej wynagrodzeń w br. był nieco niższy niż w 1998 r. O ile jednak w ubiegłym roku w kolejnych okresach następowało stopniowe zmniejszanie dynamiki, to w roku bieżącym obserwuje się odwrotne tendencje – tempo wzrostu wynagrodzeń realnych nieznacznie rośnie.

W bieżącym roku w związku z reformami systemowymi brak jest pełnych danych o wypłatach świadczeń społecznych, ale na podstawie dostępnych informacji można szacować, że ich dynamika była wyższa niż przed rokiem i niż w I półroczu br. Waloryzacja emerytur i rent pracowników i rolniczych w 1999 r. dokonana została jednorazowo od 1 czerwca br. jednakowym dla wszystkich uprawnionych wskaźnikiem 108,7%. Przeciętne emerytury i renty pracownicze i rolnicze wzrosły realnie w ciągu trzech kwartałów br. w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku odpowiednio o 4,3% i o 4,4% (w I półroczu o 3,2% i o 3,5%). Wzrosły – nominalnie o 19% – wypłaty zasiłków dla bezrobotnych. Wysoka była dynamika wypłacanych bezrobotnym zasiłków i świadczeń przedemerytalnych (w ciągu trzech kwartałów wzrost o 42,2%, we wrześniu o 83,2%).

Przy tempie wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, zbliżonym do występującego w II kwartale br., poprawiła się nieco stopa oszczędności bankowych. W III kwartale br. depozyty osób prywatnych wzrosły o 5,6 mld zł, a ich zadłużenie w bankach o 4,1 mld zł, podczas gdy w II kwartale br. przyrost kredytów dla osób prywatnych był większy niż przyrost ich depozytów (o 542,9 mln zł). Mimo tej poprawy szacuje się, że nadal udział kredytów w finansowaniu konsumpcji był znacznie większy niż przed rokiem, a stopa oszczędności finansowych gospodarstw domowych była trzykrotnie niższa niż w III kwartale ub.r.

Zgodnie z danymi GUS wolumen sprzedaży detalicznej zrealizowany przez duże i średnie przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe w III kwartale 1999 r. zwiększył się o ponad 18% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego (w I kwartale wzrósł o 10,4%, a w II kwartale o 16,5%). Po uwzględnieniu zmian w strukturze miejsc zakupów, tj. znaczącego spadku udziału sprzedaży na targowiskach i w małych sklepach nie objętych statystycznymi badaniami miesięcznymi – można szacować, że wzrost sprzedaży był niewiele mniej-

szy niż 8% i był znacznie wyższy od wzrostu siły nabywczej dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Utrzymała się wysoka dynamika sprzedaży przedsiębiorstw zaliczanych do branż handlu pojazdami mechanicznymi, paliwami, sprzętem RTV i wyposażenia gospodarstwa domowego oraz meblami i sprzętem oświetleniowym.

Szacuje się, że tempo wzrostu spożycia indywidualnego w III kwartale wyniosło nieco ponad 5% (w I kwartale – 4,2%, w II kwartale 4,8%). Zmniejszyła się rozpiętość między dynamiką PKB i konsumpcji z 2,7 pkt. proc. w I kwartale br. i 1,8 pkt. proc. w II kwartale do ok. 0,1 pkt. proc. w III kwartale.

Inwestycje

Po osłabieniu dynamiki nakładów inwestycyjnych w I półroczu br., w III kwartale br. zanotowano oznaki wzrostu aktywności inwestycyjnej. Wzrosła liczba i wartość kosztorysowa zadań inwestycyjnych rozpoczynanych. Produkcja przemysłów wytwarzających głównie dobra inwestycyjne w III kwartale br. była o 7,1% większa niż w analogicznym okresie ub.r. (w I kwartale mniejsza o 1,6%, w II kwartale większa o 0,9%). Po przejściowym załamaniu w lipcu, w sierpniu i wrześniu notowano wzrost produkcji budowlano-montażowej (odpowiednio o 4,3% i 5,2%). Utrwaliła się tendencja wzrostu udziału robót inwestycyjno-modernizacyjnych w robotach budowlanych zrealizowanych przez duże i średnie przedsiębiorstwa na terenie kraju.

W I kwartale nakłady brutto na środki trwałe były większe niż w analogicznym okresie ub.r. o 6,0%, w II kwartale o 6,7%. Można wstępnie szacować, że w III kwartale nakłady wzrosły o ok. 9%. Łącznie w ciągu trzech kwartałów br. nakłady na środki trwałe były o ok. 7,4% większe niż w analogicznym okresie ub.r., podczas gdy w 1998 r. wzrosły o 14,5%.

Budżet państwa

Po znacznym wzroście deficytu budżetu państwa w pierwszej połowie 1999 r., wywołanym przede wszystkim skumulowanymi wysokimi wydatkami na uruchomienie kilku reform strukturalnych, w III kwartale 1999 r. budżet państwa odnotował niewielką nadwyżkę dochodów nad wydatkami – wynoszącą 64,7 mln zł.

Dzięki wyraźnemu wzrostowi dochodów budżetu państwa, głównie z tytułu podatków pośrednich oraz podatku dochodowego od osób fizycznych, jak również ograniczeniu wydatków budżetowych²⁰, możliwe było wypracowanie w sierpniu i we wrześniu br. dodatniego salda budżetowego sięgającego odpowiednio: 0,4 mld zł i 0,9 mld zł. W rezultacie po dziewięciu miesiącach br. nastąpiło wyhamowanie narastania deficytu budżetu państwa; na koniec września wyniósł on ok. 11,3 mld zł, tj. 87,8% kwoty przewidzianej na cały rok, a jego poziom był niższy od zrealizowanego w I półroczu br., kiedy to wskaźnik wykonania planowanego deficytu sięgał 88,4%.

Odnutowane w III kwartale br. przyspieszenie tempa wzrostu polskiej gospodarki oraz zrównoważenie budżetu państwa sprawiły, że uległa poprawie relacja salda budżetu państwa do PKB: z -6,5% w I kwartale 1999 r. oraz -1,8% w II kwartale do +0,04% w III kwartale br.

Stopień realizacji budżetu państwa po dziewięciu miesiącach br. (na podstawie informacji wstępnej Ministerstwa Finansów z wykonania budżetu państwa za okres styczeń-wrzesień 1999 r.) przedstawia tablica 4.

Chociaż w III kwartale br. odnotowano poprawę sytuacji finansowej budżetu państwa, przejawiającą się dodatnim wynikiem finansowym, to równoległe narastały deficyty innych elementów sektora finansów publicznych, tj. Funduszu Ubezpieczeń Społecznych czy kas chorych. W obliczu grożącej utraty płynności FUS, Zakład Ubezpieczeń Społecznych, będący administratorem tego funduszu, aby zapewnić wypłatę bieżących emerytur i rent zaciągnął w bankach komercyjnych kredyty, które na koniec września stanowiły 3,0 mld zł. Jednocześnie kasy chorych zanotowały wysoki niedobór środków. Ów niedobór generuje kolejne długi w placówkach służby zdrowia; w stosunku do grudnia roku ubiegłego zobowiązania wymagalne jednostek ochrony zdrowia osiągnęły na koniec sierpnia br. poziom ok. 7,5 mld zł, tj. zwiększyły się w ciągu ośmiu miesięcy br. o blisko 1 mld zł.

Dążność do utrzymania deficytu budżetu państwa w granicach wyznaczonych ustawą budżetową powodowała „przerzucanie” wydatków na inne podmioty sektora

²⁰ Ograniczenie wydatków budżetowych wynikało głównie ze zmniejszenia wydatków pierwotnych, w wyniku którego budżet państwa osiągnął w III kwartale br. wysokie saldo pierwotne w wysokości 4,2 mld zł. W I kwartale br. saldo to było ujemne i wyniosło 3,8 mld zł, a w II kwartale br. wynik ten okazał się dodatni i stanowił już 2,6 mld zł.

Tablica 4

Wykonanie budżetu państwa w trzech kwartałach 1999 r.

| Wyszczególnienie | Wykonanie | | | | |
|------------------------------------|-----------|-------------|---------------|------|------|
| | Plan 1999 | III kwartał | I-III kwartał | 2:I | 3:I |
| | w mln zł | | | w % | |
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Dochody | 129.287,8 | 32.483,5 | 89.016,4 | 25,1 | 68,9 |
| Wydatki | | | | | |
| w tym: | 142.099,8 | 32.418,8 | 100.271,7 | 22,8 | 70,6 |
| - koszty obsługi długu publicznego | 20.536,6 | 4.129,8 | 14.294,3 | 20,1 | 69,6 |
| - dotacja dla FUS | 9.643,5 | 1.877,1 | 7.261,0 | 19,5 | 75,3 |
| - dotacja dla KRUS | 13.388,8 | 3.370,2 | 9.558,6 | 25,2 | 71,4 |
| - subwencje ogólne dla gmin | 22.123,0 | 5.236,9 | 18.087,5 | 23,7 | 81,8 |
| Saldo pierwotne | 7.724,6 | 4.194,4 | 3.039,0 | 54,3 | 39,3 |
| Saldo budżetu państwa | -12.812,0 | 64,7 | -11.255,3 | -0,5 | 87,8 |

finansów publicznych. Powiększenie wykazanego na koniec września 1999 r. deficytu budżetowego tylko o powyższe zadłużenie FUS oraz kas chorych oznacza jego wzrost do poziomu ok. 15 mld zł (2,6% PKB), a więc przekroczenie maksymalnej wielkości zapisanej w ustawie budżetowej na 1999 r.

Ponadto następuje narastanie długu jednostek samorządu terytorialnego. W wyniku wprowadzania reformy samorządowej jednostkom tym powierzono zadania, których wykonania nie zabezpieczają środki własne i te przekazywane przez budżet państwa. Na podstawie wstępnych danych Ministerstwa Finansów, dług sektora samorządowego wyniósł w końcu czerwca br. ok. 4,8 mld zł, tj. stanowił 1,8% całkowitego zadłużenia sektora finansów publicznych, i przyrósł od marca br. o 0,3 mld zł²¹.

Można zatem stwierdzić, iż w III kwartale br. w porównaniu z pierwszą połową roku, presja w kierunku wzrostu wydatków sektora publicznego nie uległa osłabieniu. Sektor ten pozostawał nadal istotnym źródłem kreacji popytu wewnętrznego, głównie o charakterze konsumpcyjnym i przyczyniał się tym samym do wzrostu deficytu na rachunku bieżącym oraz inflacji w gospodarce polskiej.

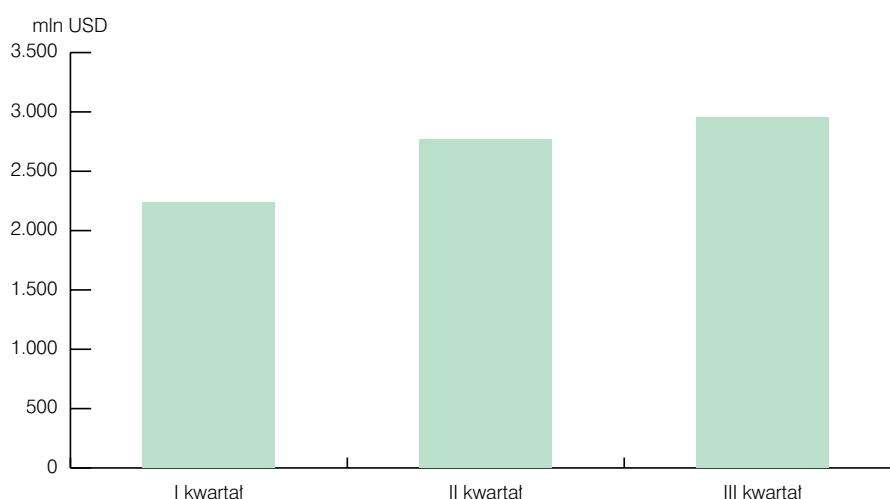
²¹ Informacje o zadłużeniu sektora samorządowego dostępne są za okresy kwartalne i ogłaszane z trzymiesięcznym opóźnieniem.

Nierównowaga zewnętrzna a zagrożenia inflacyjne

W warunkach nadal wysokiej dynamiki kształtowania się popytu krajowego, czemu towarzyszył wzrost zadłużenia netto całego sektora budżetowego – w III kwartale 1999 r. nastąpiło dalsze pogłębienie się nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce. Deficyt w zakresie obrotów bieżących bilansu płatniczego w wysokości 2.986 mln USD był prawie 2,5-krotnie wyższy wobec deficytu w III kwartale 1998 r. Skala pogłębienia się ujemnego salda wobec II kwartału br. o 220 mln USD była mniejsza w stosunku do sytuacji w II kwartale 1999 r., kiedy deficyt wzrósł o 527 mln USD wobec I kwartału br. (wykres 42). Szacuje się, że relacja deficytu obrotów bieżących do PKB w układzie rocznym mogła kształtować się lekko poniżej 7%²².

Na pogorszenie się nierównowagi w obrotach bieżących w III kwartale br. wpłynęło przede wszystkim rozszerzenie się deficytu w zakresie rejestrowanych obrotów handlowych. W odróżnieniu do sytuacji w pierwszych dwóch kwartałach 1999 r. – nie towarzyszyło jednak te-

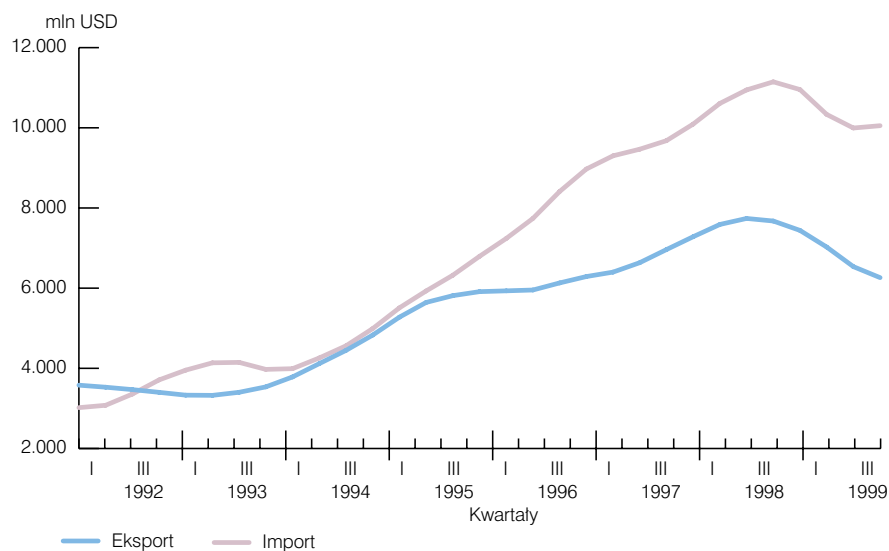
Wykres 42
Saldo bilansu obrotów bieżących w 1999 r.



²² Deficyt obrotów bieżących i PKB dla III kwartału 1999 r. jako suma kwartałów: IV 1998 r. oraz I, II i III kwartału 1999 r.

Wykres 43

Tendencje eksportu i importu



mu dalsze pogłębianie się niekorzystnej sytuacji w zakresie obrotów usługowych oraz bieżących obrotów niesklasyfikowanych. Dodatkowo saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących wzrosło w III kwartale do 1.153 mln USD, podczas gdy zarówno w I, jak i w II kwartale br. utrzymywało się na średnim poziomie ok. 790 mln USD. Deficyt w zakresie usług osiągnął poziom 381 mln USD, wobec odpowiednio: 402 mln USD i 364 mln USD w II i I kwartale 1999 r.

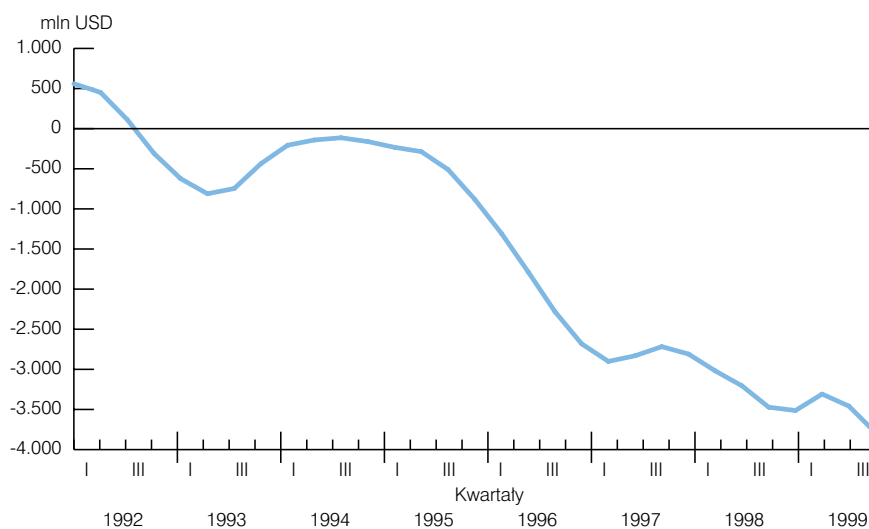
Zjawiska te mogą wynikać w pewnym stopniu z efektów sezonowości. Jednakże jest prawdopodobne, że mogą one także wskazywać na stopniowe przelamywanie tendencji spadkowych w obrotach bieżących polskiego bilansu płatniczego. Aby określić długookresowe tendencje w kształtowaniu się płatności towarowych, z pierwotnych danych płatniczych usunięto wahania sezonowe oraz wahania nieregularne²³. Uzyskano w ten sposób aproksymację trendu kształtującego się we wpłatach i wypłatach w okresie I kwartał 1992 – III kwartał 1999. Następnie w oparciu o uzyskane szeregi obliczono wielkość deficytu w handlu zagranicznym.

Jak pokazują wykresy 43 i 44, do około połowy 1998 r. tak w eksporcie, jak i w imporcie widoczny był zdecydowany trend wzrostowy, choć wypłaty za import charakteryzowały się wyraźnie wyższą stopą wzrostu, co

²³ Za pomocą procedury Census X-11.

Wykres 44

Deficyt handlu zagranicznego (obliczany na bazie trendów)



znalazło swoje odzwierciedlenie w pogłębiającym się stale deficycie handlowym.

Analizując dynamikę płatniczych obrotów handlu zagranicznego (tablica 5) widoczne jest, iż trend wzrostowy w eksporcie załamał się III kwartale 1998 r. i od tamtej pory ciągle mamy do czynienia z tendencją spadkową wpływów z wywozu. W I i II kwartale 1999 r. wpływy z eksportu towarów malały z kwartału na kwartał w tempie 6 – 7%. W III kwartale nastąpiło wyhamowanie tego spadku – wyniósł on 4,2%, co może być oznaką powolnego powrotu w kierunku trendu wzrostowego.

Podobne zjawiska miały miejsce po stronie wypłat za import, przy czym tu załamanie trendu wzrostowego nastąpiło później, bo dopiero w IV kwartale 1998 r. i trwało krócej. Wydaje się bowiem, iż wyhamowanie spadku

Tablica 5

Dynamika handlu zagranicznego na bazie trendów (poprzedni kwartał = 100)

| Okres | Eksport | Import |
|--------|---------|--------|
| 1998 I | 104,20 | 105,10 |
| II | 101,98 | 103,17 |
| III | 99,17 | 101,85 |
| IV | 96,95 | 98,26 |
| 1999 I | 94,42 | 94,34 |
| II | 93,04 | 96,72 |
| III | 95,80 | 100,58 |

nastąpiło już w II kwartale 1999 r., a w III kwartale z powrotem pojawiły się tendencje wzrostowe. Tłumaczy to tendencję dalszego pogłębienia się deficytu handlowego w III kwartale w stosunku do dwóch pierwszych kwartałów tego roku.

Pewne symptomy możliwej poprawy w polskich obrotach handlowych korespondowały w III kwartale br. z wyraźnymi już oznakami przełamania tendencji recesyjnych na najważniejszych dla Polski rynkach zagranicznych.

W krajach strefy euro jako całości od maja br. wskaźniki produkcji przemysłowej były dodatnie; w sierpniu poziom produkcji przemysłowej był wyższy o 2,5% w stosunku do analogicznego okresu 1998 r. Najsilniejszą dynamikę wzrostu wykazywały gałęzie: dóbr trwałego użytku, produktów konsumpcyjnych oraz surowców i półproduktów. Na wyraźny wzrost zamówień oraz wyższy stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych w przemyśle przetwórczym UE w III kwartale wskazują także wyniki ankiet narodowych, badających klimat wśród przedsiębiorców²⁴.

Dane statystyki celnej wskazują na pewne osłabienie tendencji spadkowych w eksporcie. Podczas gdy po sześciu miesiącach br. wartość eksportu w ujęciu dolarowym była o 8,1% niższa w stosunku do analogicznego okresu 1998 r., to po dziewięciu miesiącach 1999 r. spadek ten wyniósł 6,3%.

W III kwartale – w wyniku przede wszystkim wzrostu cen ropy naftowej i w efekcie dewaluacji rubla – wyraźnie poprawiły się także wskaźniki wzrostu gospodarki rosyjskiej. W okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 1999 r. wartość eksportu w ujęciu dolarowym do Rosji była niższa o 65,3% wobec analogicznego okresu 1998 r., jednakże wobec I półrocza br., kiedy eksport obniżył się odpowiednio o 72,3% – spadek ten był niższy. Jednakże nadal tak duży spadek eksportu na najważniejszy dla polskiego handlu zagranicznego rynek wschodni jest ważnym problemem polskiej gospodarki. Kryzys rosyjski przerwał wieloletnią tendencję dynamicznego wzrostu polskiego eksportu na ten rynek, który w latach 1994-1997 wzrósł prawie 3,5-krotnie. W efekcie Rosja z obrotami zbliżającymi się na koniec roku 1997 do 5 mld USD stanowiła dla Polski drugi co do wielkości rynek zbytu i była trzecim partnerem w polskim imporcie, z udziałem

²⁴ Źródło: Monthly Bulletin, ECB, October 1999; Handelsblatt, 27.10.1999.

8,4% w polskim eksporcie i 6,4% w imporcie. Po dziewięciu miesiącach br. udział Rosji w polskim wywozie spadł do 2,5%. Eksport na drugi największy wschodni rynek zbytu – rynek Ukrainy – spadł po dziewięciu miesiącach br. o prawie 45% w stosunku do analogicznego okresu 1998 r.

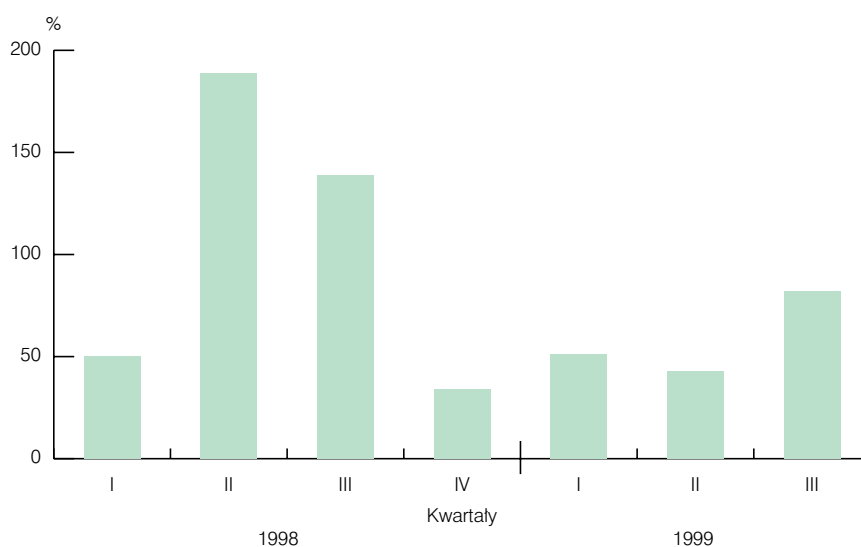
Dane statystyki celnej wskazują na pewne osłabienie tendencji spadkowej importu; po dziewięciu miesiącach br. wartość importu w wyrażeniu dolarowym obniżyła się o 5,9% wobec analogicznego okresu 1998 r. (w okresie pierwszych sześciu miesięcy 1999 r. spadek ten wynosił odpowiednio 6,6%). W strukturze rozdysponowania importu według kierunków wykorzystania w okresie styczeń – sierpień br. widoczny był wzrost udziału importu konsumpcyjnego z 19,5% w analogicznym okresie 1998 r. do 20,4%, przy stabilizacji udziału importu zapasowego i inwestycyjnego.

Narastanie deficytu w obrotach bieżących w okresie pierwszych trzech kwartałów 1999 r. i pogarszanie się jego finansowania wskazują na pewne zagrożenia dla stabilności złotego, co wpływa niekorzystnie na przebieg procesu obniżania inflacji.

Po dziewięciu miesiącach br. przy ponad dwukrotnie wyższym w stosunku do analogicznego okresu 1998 r. deficycie obrotów bieżących – nadwyżka na rachunku kapitałowym i finansowym była niższa odpowiednio o ok.

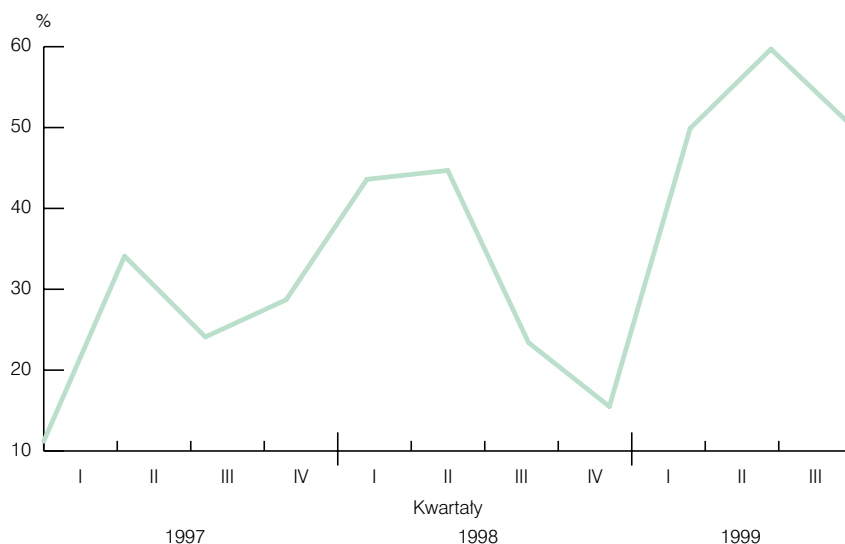
Wykres 45

Finansowanie deficytu obrotów bieżących inwestycjami bezpośrednimi w latach 1998-1999



Wykres 46

Udział kredytów otrzymanych od zagranicznych inwestorów w całości inwestycji bezpośrednich



2 mld USD, a wynik bilansowy wszystkich transakcji w bilansie płatniczym był ujemny. W okresie tym nastąpiło także pogorszenie struktury finansowania nierównowagi zewnętrznej. Podczas gdy w ciągu trzech kwartałów 1998 r. napływ netto inwestycji bezpośrednich sfinansował w całości deficyt obrotów bieżących, to w takim samym okresie 1999 r. pokrycie to obniżyło się do 60% (wykres 45). Jednocześnie opisywany okres przyniósł wzrost udziału salda kredytów otrzymanych od zagranicznych inwestorów bezpośrednich w saldzie zagranicznych inwestycji bezpośrednich, wskaźnik ten wyniósł po trzech kwartałach br. 52,5%, podczas gdy w analogicznym okresie 1998 r. wynosił 35,5% (wykres 46).

Zagregowana podaż

Po związanym z szokiem zewnętrznym i ograniczeniem dynamiki wzrostu popytu krajowego obniżeniu tempa wzrostu w II półroczu 1998 r., w I półroczu br. obserwowano stopniowe przywracanie tendencji wzrostowych podaży krajowej. W III kwartale, mimo braku znaczących impulsów zewnętrznych, pod wpływem przyspieszenia wzrostu popytu krajowego, dynamika podaży była wyższa niż przed rokiem. Wzrost aktywności wpłynął na

zwiększenie zapotrzebowania gospodarki narodowej na materiały i surowce i przyczynił się do pobudzenia popytu inwestycyjnego. Mimo to nie nastąpiło znaczące zwiększenie zakupów za granicą. Wolumen importu w ciągu 7 miesięcy br. był o 1,1% mniejszy niż przed rokiem. Na podstawie danych o wypłatach za import w sierpniu i we wrześniu można szacować, że również w okresie trzech kwartałów br. wolumen importu nie odbiegał istotnie od poziomu z 1998 r.

Przy niskim poziomie produkcji przemysłowej w I kwartale br. zanotowano oznaki przełamania tendencji spadkowej. W II kwartale produkcja przemysłu wzrosła o 1,2% w stosunku do analogicznego okresu ubiegłego roku, a w III kwartale o 7,5%. Przy spadku sprzedaży w przedsiębiorstwach górnictwa i kopalnictwa wzrosła produkcja w przemyśle przetwórczym – w III kwartale o 8,3%. Największy wzrost dynamiki nastąpił w przedsiębiorstwach wytwarzających dobra zaopatrzeniowe. Można szacować, że po spadku sprzedaży dóbr zaopatrzeniowych w I kwartale w stosunku do analogicznego okresu 1998 r. o prawie 8%, w II kwartale nastąpił wzrost o ponad 2%, a w III kwartale o ponad 9%. W działach przemysłu wytwarzających dobra inwestycyjne analogiczne tempa wzrostu produkcji wynosiły odpowiednio: -2%, +1%, +7%, a w przedsiębiorstwach wytwarzających dobra konsumpcyjne: -5%, +1%, +8%.

Wzrost krajowej aktywności gospodarczej wpłynął na zwiększenie niskiego w I półroczu popytu na usługi transportowe. Można szacować, że spowodowało to, przy utrzymaniu się wysokiej dynamiki sprzedaży detalicznej i hurtowej oraz dalszym rozwoju usług przedsiębiorstw klasyfikowanych w działach „obsługi firm i nieruchomości” oraz „usługi finansowe”, przyspieszenie wzrostu wartości globalnej i dodanej w grupie sekcji usług rynkowych. Wyższe niż w II kwartale było również tempo wzrostu budownictwa. Natomiast w sekcjach usług nierynkowych – administracji publicznej i obrony narodowej, edukacji, ochrony zdrowia i opieki socjalnej – wzrost wartości dodanej utrzymał się na poziomie z poprzedniego kwartału.

Ze wstępnych danych wynika, że zbiory podstawowych plodów rolnych były niższe niż w ubiegłym roku, co spowoduje spadek globalnej produkcji roślinnej. Niekorzystne tendencje w produkcji bydła rzeźnego, spadek skupu mleka oraz zmiany w strukturze pogłowia trzody chlewnej (wskazujące na znaczne ograniczenie pogłowia

trzody w następnych miesiącach) mimo występującego jeszcze w III kwartale wzrostu skupu żywca wieprzowego i drobiowego wskazują, że nastąpił również spadek produkcji zwierzęcej. Można szacować, że w III kwartale nastąpił spadek zarówno produkcji globalnej, jak i wartości dodanej tej sekcji gospodarki.

Tendencje w zakresie kosztów i cen w przedsiębiorstwach

Na skutek utrzymywania się wysokiej kosztochłonności produkcji²⁵ obserwowana jest w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych stała gotowość do podnoszenia cen produkcji sprzedanej, której celem jest ochrona rentowności. Każda sprzyjająca sytuacja rynkowa wywołuje więc reakcję w postaci podwyżek cen produkcji sprzedanej, które w efekcie przekładają się na wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. W III kwartale 1999 r., w którym nastąpiło przyspieszenie wzrostu gospodarczego i ożywienie koniunktury w przemyśle, m.in. w związku z utrzymującym się na wyższym poziomie niż w poprzednich kwartałach popytem krajowym, zaistniały dogodne warunki umożliwiające przedsiębiorstwom przenoszenie na konsumentów wzrostu kosztów produkcji. Zanotowany w III kwartale 1999 r. wzrost wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych bez wątpienia stanowi efekt rosnących cen produkcji sprzedanej podnoszonych z przyczyn kosztowych.

Wzrost CPI, jaki nastąpił zwłaszcza w dwóch ostatnich miesiącach III kwartału 1999 r., skłania do poszukiwań przyczyn tego wzrostu w kształtowaniu się kosztów w przedsiębiorstwach i cen ich produkcji sprzedanej w okresie wcześniejszym, czyli w I półroczu 1999 r. w wybranych działach przemysłu. Chodzi głównie o te działy, których ceny produkcji sprzedanej wywierają szczególnie wpływ na kształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Przeanalizowano sytuację w 11 działach sekcji działalności produkcyjnej i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę (lista działów w tablicy 6). Wytypowane zostały te działy, które wytwarzają

²⁵ Wskaźnik poziomu kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności w przemyśle wyniósł w okresie I-VI 1999 r. 98,5%, pogarszając się o 1,5 pkt. proc. w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku. W III kwartale nastąpiło dalsze pogorszenie tego wskaźnika, który w okresie I – IX 1999 r. osiągnął poziom 98,9%.

Tablica 6

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej wybranych działów przemysłu w 1999 r.

| Nr EKD | Wyszczególnienie | Wskaźniki cen produkcji sprzedanej działów w % | | | | | | |
|--------|---|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1998 | | | | 1999 | | |
| | | kwartały | | | | | | |
| | | I | II | III | IV | I | II | III |
| | | poprzedni kwartał = 100 | | | | | | |
| 15 | Produkcja artykułów spożywczych i napojów | 101,8 | 100,9 | 100,8 | 100,6 | 99,9 | 100,3 | 102,0 |
| 16 | Produkcja wyrobów tytoniowych | 105,6 | 104,3 | 102,4 | 102,6 | 103,3 | 101,6 | 103,3 |
| 18 | Produkcja odzieży oraz futrzarstwo | 101,9 | 102,1 | 102,3 | 102,2 | 101,4 | 101,0 | 100,1 |
| 19 | Obróbka skóry i produkcja wyrobów ze skóry | 101,1 | 101,1 | 102,0 | 102,0 | 100,3 | 101,8 | 101,9 |
| 22 | Działalność wydawnicza i poligraficzna | 101,4 | 101,3 | 101,9 | 101,4 | 100,7 | 100,5 | 100,8 |
| 23 | Produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych | 99,6 | 97,0 | 100,8 | 100,6 | 100,0 | 116,1 | 114,3 |
| 28 | Produkcja wyrobów z metali (bez maszyn i urządzeń) | 101,7 | 101,0 | 101,6 | 101,3 | 100,9 | 100,5 | 100,3 |
| 32 | Produkcja sprzętu i aparatury radiowej, telewizyjnej i komunikacyjnej | 100,6 | 101,2 | 101,8 | 101,7 | 102,2 | 101,3 | 100,8 |
| 36 | Produkcja mebli; pozostała działalność produkcyjna | 101,5 | 101,6 | 101,5 | 101,4 | 101,3 | 100,7 | 100,6 |
| 40 | Zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę | 107,6 | 101,6 | 100,3 | 100,1 | 103,5 | 106,2 | 100,9 |
| 41 | Pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody | 106,8 | 101,7 | 100,4 | 101,4 | 106,2 | 103,0 | 100,7 |

Źródło: Dane GUS. Obliczenia NBP

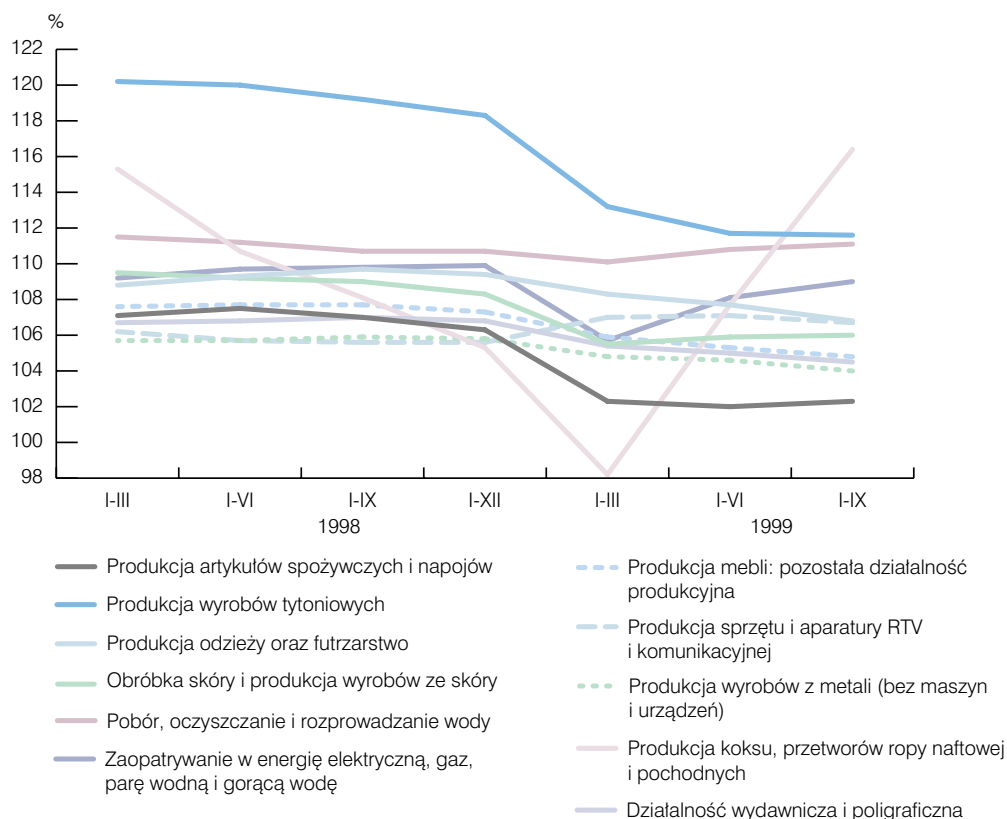
produkty stanowiące największą część wydatków w budżetach gospodarstw domowych.

Obserwacja wskaźników wzrostu cen produkcji sprzedanej w wytypowanych działach w ciągu 1998 r. i trzech kwartałów 1999 r. (liczonych narastająco do analogicznego okresu poprzedniego roku) wskazuje na wyraźną zmianę tendencji w kształtowaniu się ich dynamiki. Występująca w 1998 r., a zwłaszcza na przełomie tegoż roku i 1999 r., tendencja do ograniczania dynamiki wzrostu cen produkcji sprzedanej tych działów uległa zmianie na wzrostową (wykres 47). Dotyczy to zwłaszcza działów: produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych, zaopatrywania w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę, poboru, oczyszczanie i rozprowadzanie wody, a także produkcji artykułów spożywczych i napojów. Na wzroście cen (liczonych narastająco) działów: zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę oraz pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody wpływ wywarło uwolnienie cen urzędo-

Wykres 47

Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w wybranych działach przemysłu w latach 1998-1999

(narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



wych, co spowodowało wzrost cen ich produkcji sprzedanej głównie w I półroczu 1999 r.; w III kwartale 1999 r. podwyżka cen tej produkcji sprzedanej była znikoma.

W III kwartale 1999 r. w stosunku do II kwartału br. (tablica 6) przyspieszenie dynamiki wzrostu cen nastąpiło tylko w dwóch działach: produkcji artykułów spożywczych i napojów oraz produkcji wyrobów tytoniowych. Bardzo wysoka dynamika wzrostu cen produkcji sprzedanej utrzymała się w dziale produkcji koks, przetworów ropy naftowej i pochodnych. Wynika stąd, że o wpływie wzrostu cen produkcji sprzedanej na wzrost cen dóbr i usług konsumpcyjnych, jaki nastąpił w III kwartale 1999 r., można mówić głównie w odniesieniu do tych trzech działów i w strukturze ich kosztów w I półroczu 1999 r. szukać potwierdzenia kosztowego uzasadnienia dla ich wzrostu.

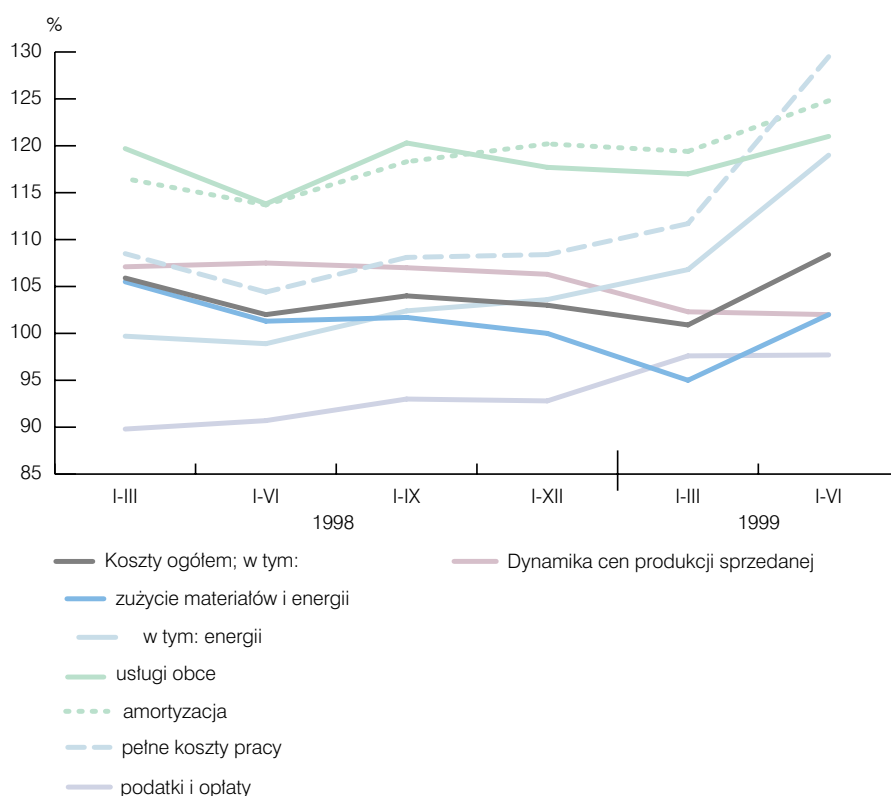
Udział przychodów ze sprzedaży produktów tych działów w przychodach ze sprzedaży produktów całego

przemysłu w I półroczu 1999 r. wynosił: 19,3% (dział produkcji artykułów spożywczych i napojów), 2,7% (dział produkcji wyrobów tytoniowych) i 6,2% (dział produkcji koks, przetworów ropy naftowej i pochodnych). Łącznie te trzy działy partycypowały w 28,2% w przychodach ze sprzedaży produktów całego przemysłu.

W wyodrębnionych trzech działach deflatory kosztów w I półroczu 1999 r. były większe niż dynamiki zmian cen ich produkcji sprzedanej w tym samym okresie²⁶. Sytuacja taka skłania do podnoszenia cen.

Wykres 48

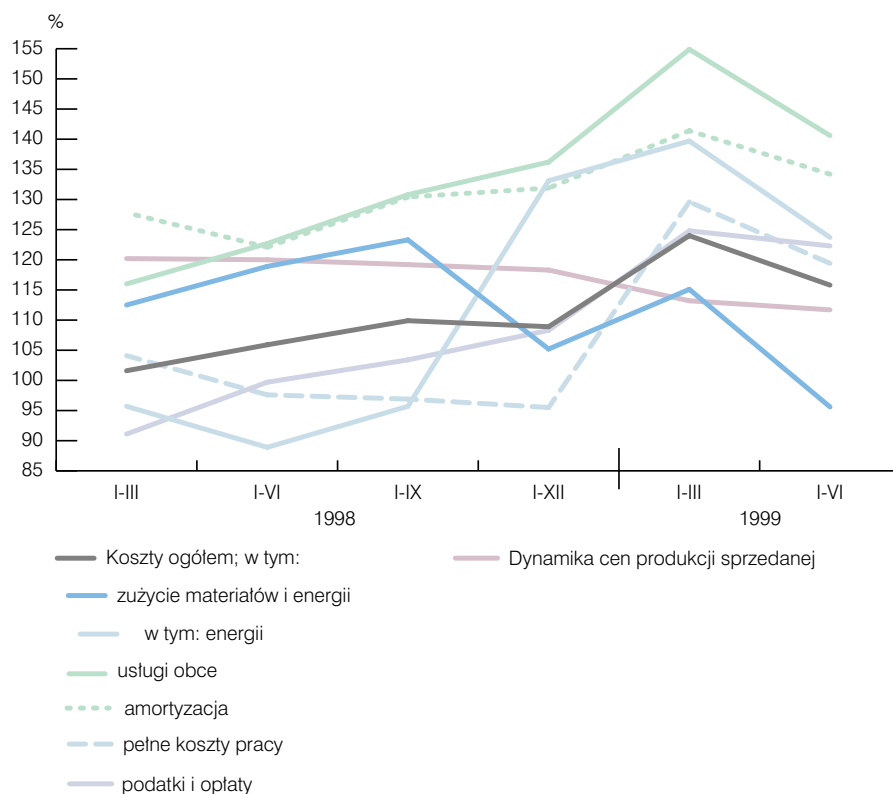
Dynamika zmian cen produkcji sprzedanej w dziale produkcji artykułów spożywczych i napojów oraz deflatory podstawowych rodzajów kosztów w latach 1998-1999 (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



²⁶ Analizę przeprowadzono na bazie zbioru obejmującego dane dotyczące 26.339 podmiotów gospodarczych prowadzących księgi rachunkowe i przekazujących co kwartał sprawozdania finansowe do GUS na formularzach F-01. Są to podmioty, w których liczba pracujących przekracza 50 osób – w sekcji górnictwo i kopalnictwo oraz w sekcji działalność produkcyjna – a 20 osób w pozostałych sekcjach. Dane nie ujmują wyników przedsiębiorstw rolnictwa, łowiectwa, leśnictwa, rybołówstwa i rybactwa, a także banków, instytucji ubezpieczeniowych i szkół wyższych.

Wykres 49

Dynamika zmian cen produkcji sprzedanej w dziale produkcji wyrobów tytoniowych oraz deflatory podstawowych rodzajów kosztów w latach 1998-1999 (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Z analizy dotyczącej poszczególnych grup kosztów w wybranych 11 działach w I półroczu 1999 r. wynikają następujące spostrzeżenia:

– najsilniej koszty ogółem wpływały na ceny produkcji sprzedanej w dziale produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych; w dziale tym deflatory wszystkich grup kosztów były większe niż wskaźniki wzrostu cen jego produkcji sprzedanej (wykres 50),

– w dziale produkcji artykułów spożywczych i napojów jedynie koszty związane z podatkami i opłatami nie tworzyły nacisku na ceny, podobnie zresztą jak i koszty zużycia materiałów (w I półroczu br. nie ujawnił się jeszcze wzrost cen skupu produktów rolnych związany z suszą) – wykres 48; w strukturze kosztów ogółem tego działu koszty podatków i opłat oraz koszty zużycia materiałów stanowiły w I półroczu aż 66,5%,

– w dziale produkcji wyrobów tytoniowych wszystkie deflatory (z wyjątkiem dotyczącego kosztów zużycia ma-

teriałów, które stanowiły 20,5% kosztów ogółem tego działu) były większe niż dynamika cen produkcji sprzedanej tego działu (wykres 49),

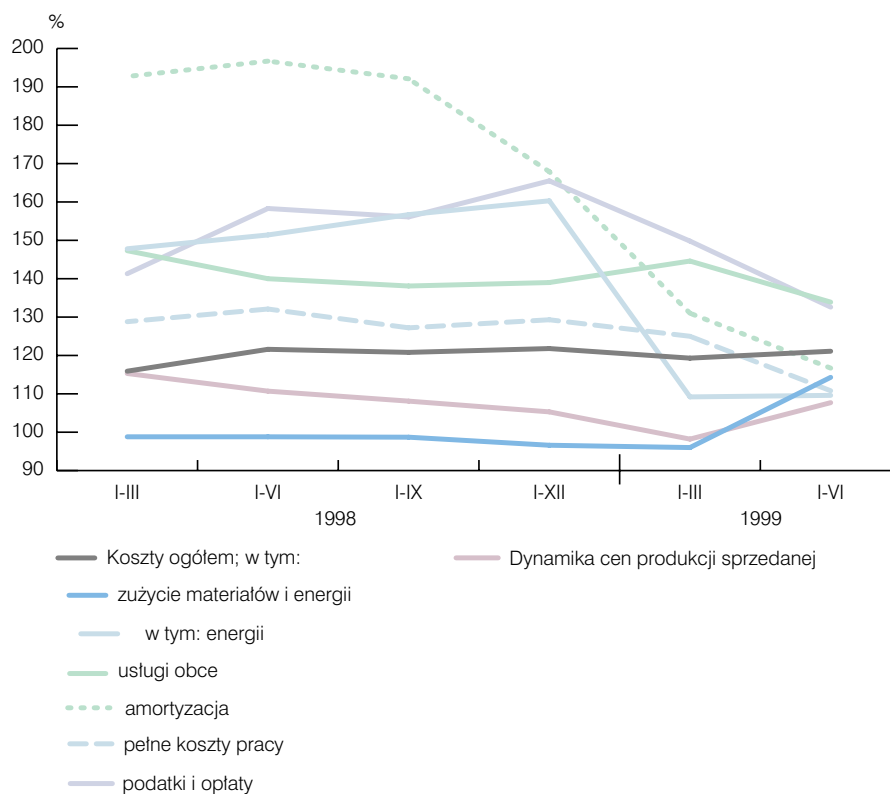
– koszty usług obcych najsilniej wpływały na ceny produkcji sprzedanej w działach produkcji wyrobów tytoniowych oraz produkcji koksu i przetworów ropy naftowej; wskaźniki odchylenia deflatorów kosztów usług obcych od dynamiki cen produkcji sprzedanej były najwyższe w tych działach, odpowiednio: 28,9 pkt. proc. i 26,2 pkt. proc.,

– w dziale produkcji artykułów spożywczych najsilniej na ceny naciskały pełne koszty pracy (deflator tych kosztów był o 27,5 pkt. proc. większy niż wskaźnik wzrostu cen jego produkcji sprzedanej),

– spośród pozostałych 8 działów także w działach: działalność wydawnicza i poligraficzna, produkcja wyrobów z metali oraz produkcja sprzętu i aparatury RTV wy-

Wykres 50

Dynamika zmian cen produkcji sprzedanej w dziale produkcji koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych w latach 1998-1999 (narastająco, analogiczny okres poprzedniego roku = 100)



Tablica 7

Wskaźniki odchyień deflatorów kosztów ogółem od wskaźników cen produkcji sprzedanej w wybranych działach przemysłu w latach 1998-1999

| Nr EKD | Wyszczególnienie | 1998 | | | | 1999 | |
|-------------------------|---|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | | I-III | I-VI | I-IX | I-XII | I-III | I-VI |
| w punktach procentowych | | | | | | | |
| 15 | Produkcja artykułów spożywczych i napojów | -1,2 | -5,5 | -3,0 | -3,3 | -1,4 | 6,4 |
| 16 | Produkcja wyrobów tytoniowych | -18,6 | -14,1 | -9,3 | -9,4 | 10,8 | 4,1 |
| 18 | Produkcja odzieży oraz futrzarstwo | 4,2 | 3,4 | -3,4 | -5,3 | -10,1 | -3,3 |
| 19 | Obróbka skóry i produkcja wyrobów ze skóry | -7,1 | -5,6 | -3,4 | -1,4 | -10,7 | -9,7 |
| 22 | Działalność wydawnicza i poligraficzna | 0,5 | 7,3 | 8,1 | 3,4 | 8,2 | 7,2 |
| 23 | Produkcja koksu, przetworów ropy naftowej i pochodnych | 0,6 | 10,9 | 12,7 | 16,5 | 21,1 | 13,4 |
| 28 | Produkcja wyrobów z metali (bez maszyn i urządzeń) | -2,5 | -0,7 | -0,2 | -0,8 | 5,8 | 1,8 |
| 32 | Produkcja sprzętu i aparatury radiowej, telewizyjnej i komunikacyjnej | -2,1 | 3,9 | 6,9 | 7,0 | 5,0 | 6,8 |
| 36 | Produkcja mebli; pozostała działalność produkcyjna | 2,3 | 9,2 | 4,3 | 3,1 | -1,4 | -7,1 |
| 40 | Zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę | 8,9 | 7,5 | 7,5 | 5,1 | -3,3 | -0,6 |
| 41 | Pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody | 2,4 | 1,4 | 2,4 | 1,1 | -1,3 | -0,3 |

Uwaga: Deflatory kosztów ogółem, jak też wskaźniki wzrostu cen produkcji sprzedanej, które są podstawą wyliczenia wskaźników odchyień, ujęte są narastająco, a dynamika dotyczy zmiany w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Źródło: Dane GUS. Obliczenia NBP.

stępowała w I półroczu 1999 r. sytuacja skłaniająca do podnoszenia cen ze względów kosztowych; jednakże w III kwartale br. nie zanotowano w tych działach istotnego wzrostu cen produkcji sprzedanej,

– w 5 pozostałych działach (produkcja odzieży oraz futrzarstwo, obróbka skóry i produkcja wyrobów ze skóry, produkcja mebli, zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę oraz pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody) nie zanotowano wpływu kosztów na ceny produkcji sprzedanej (tablica 7),

– w wymienionych wyżej 5 działach występowały jednak również grupy kosztów charakteryzujące się deflatorami przekraczającymi dynamikę cen produkcji sprzedanej danego działu; dotyczyło to przede wszystkim kosztów usług obcych (w działach obróbka skóry, zaopatrywanie w energię elektryczną oraz pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody), a także kosztów amortyzacji (w działach produkcja odzieży oraz futrzarstwo i produkcja mebli).

Niewątpliwie koszty działów produkujących artykuły spożywcze i napoje, wyroby tytoniowe oraz koks, przetwory ropy naftowej i pochodne tworzyły w I półroczu 1999 r. nacisk na ceny sprzedaży produkcji, czego skutkiem był wzrost w III kwartale br. wskaźników zarówno cen produkcji sprzedanej tych działów, jak i cen towarów i usług konsumpcyjnych.

Instrumenty polityki pieniężnej w III kwartale 1999 r.

W III kwartale 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzje o podniesieniu referencyjnej stopy procentowej oraz obniżeniu stóp rezerwy obowiązkowej. Obniżenie to było możliwe dzięki przeprowadzeniu emisji obligacji NBP oprocentowanych według stopy inflacji oraz przygotowywanej od dłuższego czasu operacji konwersji zobowiązań Skarbu Państwa wobec NBP.

Decyzja o podniesieniu stopy referencyjnej o 1 pkt proc. była reakcją na szereg negatywnych zjawisk, jakie można było zaobserwować na podstawie dostępnych we wrześniu danych makroekonomicznych. Niekorzystne okazały się wstępne dane bilansu płatniczego, czemu towarzyszyło osłabianie złotego. Zwiększała się dysproporcja między tempem wzrostu kredytów i depozytów. Polityka fiskalna była prowadzona w sposób nieprzejrzysty – nadal nie była znana skala deficytu sektora ubezpieczeń społecznych. Nastąpił wzrost zarówno wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI), jak i wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) oraz inflacji bazowej. W tej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej, na posiedzeniu w dniu 22 września, podniosła stopę referencyjną z 13% na 14%. Silny wzrost inflacji wynikał wprawdzie głównie ze zmian tendencji na rynkach surowców i żywności, jednak analiza różnych miar inflacji bazowej świadczyła o symptomach przenoszenia się impulsów podażowych na ceny innych grup towarów. Rada Polityki Pieniężnej uznała, że grozi to rozbudzeniem oczekiwań inflacyjnych, które mogą stanowić zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. Wrześniową decyzję Rady należy zatem rozpatrywać w kategoriach efektu demonstracji – bank centralny zasygnalizował, iż stopy procentowe mogą zostać podwyższone w sytuacji zagrożenia celu inflacyjnego. Podniesienie stopy referencyjnej miało także stanowić wyraźny sygnał dla kredytobiorców. Wskazano w ten sposób, iż rosnąca dynamika kredytu konsumpcyjnego, która wzmagala negatywne tendencje w zakresie kształtowania się deficytu na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego, nie pozostanie bez reakcji ze strony NBP i cena kredytu może ulec zwiększeniu. Decyzja ta była w dużej mierze zaskoczeniem dla rynku, który nie spodziewał się tak wyprzedzającej reakcji NBP. Wzrost stóp rynkowych, wynikający z decyzji Rady Poli-

tyki Pieniężnej, nie wpłynął na umocnienie złotego, gdyż niekorzystne dane makroekonomiczne oraz ryzyko związane z problemem roku 2000 powstrzymywały w tym czasie krótkoterminowy kapitał zagraniczny przed angażowaniem się w instrumenty złotowe.

O ile decyzja o podniesieniu stopy referencyjnej była sygnałem świadczącym o zmianie bieżącego kierunku polityki pieniężnej, o tyle obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej miało charakter systemowy. System uśrednionej rezerwy obowiązkowej jest bowiem strukturalnym instrumentem polityki pieniężnej, którego główna rola polega na wzmacnianiu oddziaływania polityki stóp procentowych dzięki generowaniu popytu na pieniądź banku centralnego oraz łagodzeniu wahań rynkowych stóp procentowych. Dlatego też obniżenie stóp rezerwy ma charakter strategiczny i trwały. Decyzja ta, wraz z powiązaną z nią konwersją należności od budżetu na zbywalne papiery wartościowe, emisją obligacji NBP indeksowanych do inflacji oraz stopniowym upłynnianiu kursu złotego, składa się na całość działań zmierzających do ograniczenia, a następnie eliminacji nadpłynności polskiego systemu bankowego. Jeszcze w I połowie 1999 r. Narodowy Bank Polski podjął kroki mające na celu ograniczenie głównego źródła kreacji płynności, jakim był dotychczas skup walut, znajdujący odzwierciedlenie w bilansie NBP w postaci wzrostu rezerw oficjalnych brutto. Cel ten osiągnięto poprzez rozszerzenie przedziału wahań kursu złotego, a następnie likwidację obowiązującego mechanizmu *fixingu*. W wyniku tych posunięć nastąpiły znaczące zmiany w strukturze bilansu NBP, co w konsekwencji doprowadziło do obniżenia poziomu strukturalnej nadpłynności w bankach, a przede wszystkim zahamowało jej dalsze narastanie.

W dniu 30 września br. nastąpiła konwersja zobowiązania budżetu wobec NBP, połączona z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej. Na tę operację złożyły się:

- konwersja niezbywalnych zobowiązań budżetu państwa znajdujących się w aktywach NBP na zbywalne skarbowe papiery wartościowe,
- obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej do poziomu 5% dla wszystkich rodzajów depozytów stanowiących podstawę jej naliczania,
- emisja długookresowych obligacji NBP o oprocentowaniu indeksowanym do inflacji, które banki nabyły w zamian za środki uwolnione w wyniku obniżenia stóp rezerwy obowiązkowej.

Obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej było pożądane ze względu na konieczność poprawy konkurencyjności banków krajowych, a jednocześnie stworzyło możliwość zmniejszenia różnicy między stopami depozytowymi i kredytowymi w bankach. Obniżenie obciążeń banków związanych z rezerwą obowiązkową jest procesem obserwowanym od wielu lat w wielu krajach, w tym także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Dalsze utrzymywanie wysokich stóp rezerwy w warunkach postępującej liberalizacji i globalizacji rynków finansowych mogłoby prowadzić do wypierania polskich banków z sektora usług dla klientów korporacyjnych, a nawet indywidualnych, a pośrednio, także do osłabienia siły oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej. Przesunięcie zainteresowania rezydentów na produkty depozytowe i kredytowe oferowane przez banki zagraniczne osłabiłoby wpływ instrumentów NBP na ten segment rynku.

Obniżenie stóp rezerwy kojarzone jest zazwyczaj ze zmniejszeniem stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, gdyż banki mogą zaangażować większą część przyjmowanych depozytów w akcję kredytową. W warunkach trwałego niedoboru płynności w systemie bankowym obniżenie stóp rezerwy jest w istocie substytutem trwałego (i dodatkowo bezkosztowego) refinansowania przez bank centralny. Jednak w polskich warunkach trudno mówić o wystąpieniu takiego efektu. W krótkim okresie większość uwolnionych środków została natychmiast zaabsorbowana w trwały sposób obligacjami NBP o wartości nominalnej 13,03 mld zł, terminach wykupu od 6 do 10 lat i oprocentowaniu równym inflacji. Zwolnione z nabycia papierów NBP zostały tylko te banki, które odprowadzały z tytułu rezerwy mniej niż 5 mln zł. Uwolniona w ten sposób, niewielka w stosunku do skali całej operacji, pula środków została zaabsorbowana w emisji bonów pieniężnych NBP prowadzonej w ramach regularnych operacji otwartego rynku. W dłuższym okresie banki będą zobowiązane utrzymać średnio mniej środków na rachunkach w NBP – różnica wynika z tego, że przyrost depozytów w bankach będzie obłożony niższą stopą rezerwy obowiązkowej, jednak efekt kwotowy będzie o rząd wielkości niższy niż miesięczny przyrost akcji kredytowej. Nie powinno to zatem zwiększyć skłonności banków do kredytowania gospodarki, tym bardziej, że i tak posiadają one nieporównywalnie większy bufor płynności zakumulowanej w zapadających co miesiąc, krótkookresowych operacjach otwartego rynku płynności. Skala kredytowa-

nia jest w takiej sytuacji wypadkową popytu na kredyt i polityki kredytowej banków komercyjnych, uzależnionej m.in. od oceny zdolności kredytobiorców do spłaty zaciągniętych zobowiązań, a także ważonej ryzykiem oceny alternatywnych lokat, m.in. w skarbowe papiery wartościowe oraz operacje otwartego rynku. Od strony podaży nie występują natomiast w warunkach nadpłynności ograniczenia akcji kredytowej, gdyż przyrost kredytów może być refinansowany spadkiem zaangażowania banków w operacje otwartego rynku.

W ramach wiązanej operacji, także w dniu 30 września, zostało skonwertowane zadłużenie budżetu w NBP na 3-, 4-, 5- i 10-letnie obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu i wartości nominalnej ok. 12,3 mld zł. W drugim etapie, w końcu grudnia br., NBP otrzyma 2-letnie zerokuponowe obligacje o wartości nominalnej przekraczającej 3 mld zł. Bank centralny znajdzie się zatem w posiadaniu zbywalnych skarbowych papierów wartościowych o nominale przekraczającym 15 mld zł, które będą mogły zostać przeznaczone do sprzedaży bankom i służyć będą absorpcji płynności.

Sprzedaż skonwertowanych obligacji w przyszłym roku może doprowadzić do wytworzenia operacyjnego niedoboru płynności. Oznacza to, że operacja konwersji połączona z emisją obligacji NBP i obniżką stóp rezerwy obowiązkowej umożliwi trwałą redukcję nadpłynności przy zmniejszeniu obciążeń banków z tytułu rezerwy obowiązkowej i przywróceniu ich pozycji konkurencyjnej wobec banków zagranicznych. W sytuacji operacyjnego niedoboru płynności stopy banku centralnego przestają pełnić rolę krańcowego kosztu pozyskania pieniądza, a stają się dla banków jedynie stopą alternatywnej inwestycji. Stopy banku centralnego mają słabszy wpływ na zachowania cenowe banków komercyjnych, ponieważ są one związane z efektem substytucji aktywów, a nie z koniecznością pozyskania środków po określonej przez bank centralny cenie. Działania ograniczające nadpłynność będą zatem służyły zwiększeniu efektywności wykorzystania polityki stopy procentowej, jako podstawowego instrumentu polityki pieniężnej.

Operacja konwersji, w połączeniu z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej zwiększy konkurencyjność polskiego systemu bankowego, przy jednoczesnym polepszeniu warunków realizacji polityki pieniężnej.

Perspektywy inflacji

Silniejsze niż się spodziewano obniżenie inflacji na przełomie lat 1998/1999 było wynikiem zaburzenia długookresowego trendu spadku inflacji w Polsce. Zostało ono spowodowane trwającymi od 1997 r. obniżkami cen ropy naftowej na rynkach światowych, załamaniem się rosyjskiego popytu na polskie artykuły rolne pod wpływem kryzysu gospodarczo-finansowego, jaki miał miejsce w tym kraju w drugiej połowie 1998 r., a także dominującą w roku 1998 tendencją złotego do aprecjacji.

W drugiej połowie 1999 r. nastąpiło ponowne nasilenie inflacji, będące rezultatem odwrócenia się czynników, które na przełomie lat 1998/1999 spowodowały obniżenie dynamiki inflacji do niższych niż oczekiwane poziomów (w szczególności dotyczy to wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych). Rada spodziewała się, że nastąpi częściowe odwrócenie dotychczasowych, sprzyjających dezinflacji cen surowców i żywności. Jednak siła tych szoków podaźowych, powodujących wzrost inflacji w Polsce, stanowiła powszechne zaskoczenie. Powrót inflacji do wyższych wartości był jednak również spowodowany szeregiem czynników o incydentalnym charakterze. Były nimi wyższe niż oczekiwał rząd koszty przeprowadzanych w tym roku ważnych reform strukturalnych – a co za tym idzie istotnie silniejszy, niż wynikało z zapowiedzi rządu, wpływ polityki fiskalnej na wzrost popytu wewnętrznego, a także silna presja niektórych grup społecznych, powodująca m.in. wzrost interwencjonizmu na rynku rolnym (i związany z nim wzrost cel na importowane artykuły spożywcze) oraz konieczność jego sfinansowania w drodze uzyskania dodatkowych dochodów budżetowych (podwyżki akcyz). Z drugiej strony, w sytuacji wzrostu cen na światowych rynkach paliw, ujawniły się negatywne efekty niedociągnięć rządu w konsekwentnym kształtowaniu struktur rynkowych, a w szczególności zezwalanie na utrzymywanie się oligopolistycznej sytuacji w sektorze naftowym i energetycznym.

Nawrót silniejszej inflacji był także po części spowodowany czynnikami monetarnymi, choć decyzje z zakresu polityki pieniężnej wynikały w 1998 i 1999 r. ze zgodnej z rynkowym konsensusem prognozy przebiegu procesów makroekonomicznych. Było to szczególnie widoczne w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych oraz występującej w drugiej połowie 1999 r. ten-

dencji do deprecjacji złotego. Decydując o dokonanych przez NBP na przełomie 1998 i 1999 r. obniżkach stóp procentowych brano pod uwagę zapowiedzi bardziej restrykcyjnej, niż faktycznie realizowana, polityki fiskalnej. Ponadto, wbrew powszechnym oczekiwaniom stopniowemu wzrostowi aktywności gospodarczej w ciągu 1999 r. nie towarzyszyło zauważalne przełamanie negatywnych tendencji w eksporcie. Owocowało to powiększeniem się deficytu obrotów bieżących i deprecjacją złotego, która sprzyjała wzrostowi inflacji.

Splot tych wszystkich uwarunkowań spowodował, że nastąpił powrót faktycznej inflacji do wysokości wyznaczonej przez dotychczasowy, długookresowy trend. W efekcie tego wyznaczony w marcu cel inflacyjny na 1999 r. zostanie przekroczony, zaś wskaźnik rocznej stopy inflacji liczonej na koniec roku przewyższy poziom inflacji z końca 1998 r.

Rada Polityki Pieniężnej podtrzymuje swój cel na przyszły rok, jakim jest obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, tak aby w końcu 2000 r. nie przekroczyło ono 5,4%-6,8% w porównaniu z końcem 1999 r. W drugiej połowie listopada 1999 r., Rada uznała za niezbędne znaczne zaostrzenie polityki pieniężnej i podniosła o 2,5 pkt. proc. stopę interwencyjną oraz o 3,5 pkt. proc. podstawowe stopy NBP. Decyzja ta ma na celu przywrócenie trendu dezinflacyjnego w gospodarce zgodnego z celami polityki pieniężnej w krótkim i średnim horyzoncie. Zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej powinno doprowadzić do zmniejszenia dynamiki podaży kredytów i pieniądza oraz przeciwdziałać wtórnym efektom szoków na rynku żywności i paliw płynnych. Jednak dla efektywnego procesu obniżania inflacji w Polsce, przy już stosunkowo niskim jej poziomie, niezbędne jest wsparcie bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej wzrostem stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Takiej polityce fiskalnej powinno towarzyszyć ograniczenie działań protekcyjnych rządu oraz przyspieszenie budowy konkurencyjnych rynków.

Uwzględniając opóźnienia czasowe występujące w procesie transmisji impulsów polityki pieniężnej banku centralnego oraz możliwość kontynuacji przez pewien okres negatywnych tendencji cenowych na rynkach żywności i paliw, Rada przewiduje wzrost rocznego wskaźnika cen w najbliższych miesiącach. Wygaśnięcie efektów wspomnianych szoków wraz ze skutkami bar-

dziej restrykcyjnej polityki pieniężnej spowodować jednak powinno, że w kolejnych miesiącach, najprawdopodobniej w końcu pierwszego kwartału 2000 r., inflacja powróci do swojego długookresowego, spadkowego trendu.