

**NARODOWY BANK POLSKI
RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ**

**SPRAWOZDANIE
Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ
W 1999 ROKU**

Warszawa, 2000

SPIS TREŚCI

	str.
WSTĘP	3
I Uwarunkowania realizacji polityki pieniężnej	6
1.1. Uwarunkowania wewnętrzne	6
1.2. Uwarunkowania zewnętrzne	8
II Cel polityki pieniężnej w 1999 r. i jego realizacja	11
2.1. Inflacja	11
2.2. Podaż pieniądza	17
2.2.1. Podaż pieniądza ogółem i pieniądza rezerwowego	17
2.2.2. Czynniki kreacji pieniądza	20
III Instrumenty realizacji polityki pieniężnej	29
3.1. Stopa procentowa	29
3.2. Operacje otwartego rynku	31
3.3. Kurs walutowy	31
3.4. Refinansowanie banków	35
3.5. Rezerwa obowiązkowa	36
3.6. Operacja konwersji niezbywalnych należności budżetu państwa w NBP	38
IV Podsumowanie – ocena realizacji polityki pieniężnej w 1999 r.	39
Załącznik nr 1: Zmiany podstawowych kategorii cen	41
Załącznik nr 2: Bilans skonsolidowany systemu bankowego	43
Załącznik nr 3: Bilans NBP	44
Załącznik nr 4: Decyzje RPP w zakresie polityki pieniężnej w 1999 r.	45

WSTĘP

Zgodnie z zapisem art. 227, par. 1 Konstytucji RP, Narodowy Bank Polski odpowiada za wartość polskiego pieniądza. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim w art. 3 określa, że podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile jednak nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP. W związku z tym, Rada Polityki Pieniężnej przyjęła we wrześniu 1998 r. *Średniookresową Strategię Polityki Pieniężnej na lata 1999-2003*, w której określiła, że strategicznym celem polityki pieniężnej jest obniżenie inflacji poniżej 4% do końca roku 2003.

W *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok*¹ przyjęto, że w pierwszym roku realizacji *Strategii* cel inflacyjny polityki pieniężnej będzie się zawierał w przedziale 8-8,5%. Ponieważ w końcu 1998 r. oraz w pierwszym kwartale 1999 r. nastąpił dużo silniejszy niż oczekiwano spadek tempa wzrostu cen, a także zakładano - zapowiadane przez Rząd – zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała na marcowym posiedzeniu o obniżeniu krótkookresowego celu inflacyjnego i rozszerzeniu jego przedziału. Ustaliła, że cel ten, mierzony wskaźnikiem rocznego wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, wyniesie w końcu 1999 r. 6,6-7,8%. Decyzja dotycząca zmiany celu polityki pieniężnej na 1999 r. znajdowała uzasadnienie w ówczesnych prognozach inflacji oraz w przewidywanym scenariuszu rozwoju sytuacji makroekonomicznej w Polsce. Ostatecznie jednak w końcu 1999 r. dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 9,8%, przewyższając o 1,2 pkt. proc. wzrost cen sprzed roku. W porównaniu z 1998 r. inflacja mierzona średniorocznie obniżyła się natomiast o 4,5 pkt. proc., osiągając 7,3%.

Podejmując decyzję o zmianie celu inflacyjnego na 1999 r., Rada brała pod uwagę, że miesięczny rozkład zmian cen w tym roku będzie miał odmienny przebieg w porównaniu z latami ubiegłymi. Analiza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych wskazywała bowiem na możliwość przejściowego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach. Ponieważ uwarunkowania te były trudne do precyzyjnego prognozowania, Rada zdefiniowała cel inflacyjny w szerszym paśmie, niż przyjęto w *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok* z września 1998 r. Jednocześnie jednak istotne obniżenie się indeksu cen towarów i usług konsumpcyjnych na

przełomie 1998 i 1999 r. oraz towarzyszące mu obniżenie oczekiwań inflacyjnych stwarzały szansę na przyspieszenie procesu osiągnięcia średniookresowego celu polityki pieniężnej przy mniejszych kosztach.

Uwarunkowania, w których prowadzona była polityka pieniężna w 1999 r., w wielu aspektach ukształtowały się odmiennie od przyjętych w *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 r.* Rada Polityki Pieniężnej w swoich projekcjach rozwoju sytuacji makroekonomicznej przyjmowała, co było również zgodne z poglądami wyrażanymi zarówno przez Rząd, jak i niezależnych ekspertów, że w 1999 r. nastąpi poprawa w sferze polityki fiskalnej oraz że wyniki w zakresie eksportu zaczną się zauważalnie poprawiać w efekcie dostosowania polskich przedsiębiorstw do skutków kryzysu rosyjskiego, a także poprawy koniunktury w UE. Odmiennie ukształtowanie się sytuacji w obu tych obszarach miało wpływ na skuteczność polityki pieniężnej. Ponadto, w 1999 r. wystąpił silny, nieprzewidywalny wzrost cen ropy naftowej, który istotnie przyczynił się do wzrostu inflacji.

Pomimo deklarowanej przez rząd intencji prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej w ub.r. nastąpiło jednak znaczne jej rozluźnienie, przejawiające się w zdecydowanym wzroście deficytu sektora finansów publicznych, przede wszystkim wskutek mniejszych niż planowano wpływów budżetowych i wpłat składek ZUS. W większym niż planowano stopniu wzrosły także podatki pośrednie. Ponadto okazało się, że bezpośrednie i pośrednie skutki kryzysu rosyjskiego były bardziej dotkliwe, niż można było początkowo oczekiwać. Jego negatywny wpływ na wzrost polskiej gospodarki jest bardziej długotrwały, niż się tego spodziewano.

Rozwój sytuacji oczekiwany przez Radę Polityki Pieniężnej na przełomie lat 1998-1999 skłonił ją w pierwszej połowie 1999 r. do próby – zasygnalizowanej w *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok* – zmiany układu polityki makroekonomicznej, zapewniającego realizację celu inflacyjnego. Rada uznała, iż ograniczanie inflacji jest możliwe przy bardziej restrykcyjnej polityce fiskalnej i mniej restrykcyjnej polityce pieniężnej. Faktycznie jednak znaczne poluzowanie polityki fiskalnej oraz inny niż oczekiwany rozwój sytuacji w dziedzinie handlu

¹ *Założenia polityki pieniężnej na 1999 r.* opublikowane w Monitorze Polskim nr 36 z 1999 r., uchwała z dnia 29 września 1998 r.

zagranicznego, a także szoki zewnętrzne w postaci podwyżek cen ropy naftowej spowodowały, że polityka pieniężna nie mogła osiągnąć postawionego przed nią celu krótkookresowego.

W 1999 r. Narodowy Bank Polski kontynuował działania na rzecz uelastyczenia kursu złotego. Dzięki temu w coraz większym stopniu może funkcjonować mechanizm automatycznego stabilizowania sytuacji w obrotach bieżących bilansu płatniczego. W 1999 r. złoty uległ realnej deprecjacji w ujęciu średniorocznym. W przypadku indeksu realnego efektywnego kursu walutowego, mierzonego zmianami cen produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej, wyniosła ona 4,2%, a przy wskaźniku mierzonym zmianami cen towarów i usług konsumpcyjnych: 3,2%.

Wysoki deficyt obrotów bieżących w Polsce jest głównie skutkiem działania czynników strukturalnych, niezależnych od polityki pieniężnej. Tym samym działania zmierzające do jego ograniczenia powinny przede wszystkim przyczyniać się do intensyfikacji reform strukturalnych, prowadzących do podniesienia konkurencyjności przedsiębiorstw. W sferze polityki makroekonomicznej, w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych jedynie zacieśnienie polityki fiskalnej może być skutecznym środkiem ograniczenia deficytu obrotów bieżących. Podstawowym zadaniem polityki pieniężnej jest ograniczanie inflacji. Obarczanie jej również innymi zadaniami musi powodować konflikt celów, nieuchronne obniżenie jej skuteczności oraz zmniejszenie wiarygodności banku centralnego.

I UWARUNKOWANIA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 1999 R.

1.1. Uwarunkowania wewnętrzne

W okresie formułowania założeń polityki pieniężnej w lipcu i sierpniu 1998 r. przyjmowano, że w sferze realnej do końca 1998 r. i w 1999 r. utrzymają się tendencje obserwowane w I połowie 1998 r. Spodziewano się, że przy niewielkim tylko obniżeniu dynamiki popytu zewnętrznego tempo wzrostu PKB w 1999 r. wyniesie 5,4%. Kryzys finansowy w Rosji gruntownie zmienił zakładane wcześniej warunki rozwoju. Załamanie gospodarki rosyjskiej i silnie z nią związanych innych gospodarek krajów WNP spowodowało skokowe ograniczenie popytu na polskie wyroby na rynkach wschodnich. W rezultacie w IV kwartale 1998 r. nastąpił spadek produkcji przemysłowej i ograniczenie tempa wzrostu PKB do 2,9%. Skokowe ograniczenie eksportu oddziaływało silnie na poziom produkcji również w pierwszych miesiącach 1999 r. W tej sytuacji zmieniono pierwotnie przyjmowane założenia. W uchwale z 24 marca 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej obniżyła prognozę tempa wzrostu PKB do ok. 4%. Prognoza tempa wzrostu gospodarczego zakładała, że w miarę dostosowywania się przedsiębiorstw do zmienionej sytuacji na rynkach zagranicznych wzrośnie eksport, co przyczyni się do przyspieszenia dynamiki produkcji, poprawy sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych i podtrzymania skłonności do podejmowania nowych zadań inwestycyjnych. Efektem tego miała być zmiana tendencji obniżania się dynamiki nakładów na środki trwałe. Zakładano również, że w rezultacie ograniczenia wzrostu dochodów gospodarstw domowych tempo wzrostu spożycia indywidualnego będzie niższe od obserwowanego w 1998 r. Sprzyjać temu miała bardziej restrykcyjna polityka fiskalna.

Według wstępnych szacunków GUS, w 1999 r. PKB wzrósł o 4,1%, a więc w tempie zgodnym z prognozowanym. Inne jednak niż przewidywano były proporcje i czynniki wzrostu. Spadek wolumenu importu na początku 1999 r. był mniejszy niż eksportu, co spowodowało pogłębienie ujemnego salda obrotów handlu zagranicznego.

Do przełamania tendencji spadkowych w produkcji w większym stopniu niż popyt zewnętrzny przyczyniło się utrzymanie relatywnie wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego, a zwłaszcza zbliżonego do obserwowanego w II półroczu 1998 r. tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Choć wzrost nominalnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych był w 1999 r. wolniejszy niż przed rokiem, to wobec niskiej dynamiki cen konsumpcyjnych w pierwszych miesiącach ub.r. tempo wzrostu ich siły nabywczej uległo tylko niewielkiemu

obniżeniu, co sprzyjało utrzymaniu wysokiej skłonności do konsumpcji. Wzrost poziomu spożycia indywidualnego przy niższej dynamice dochodów możliwy był dzięki znacznemu wzrostowi zakupów na kredyt przy jednoczesnym ograniczeniu części dochodów odkładanych w formie depozytów bankowych, do czego przyczyniał się również spadek stóp procentowych. Najwyższe tempo wzrostu konsumpcji zanotowano w III kwartale 1999 r. W IV kwartale, przy wyższym niż na początku roku wzroście cen, obserwowano niewielkie obniżenie dynamiki spożycia. W sumie w 1999 r. spożycie indywidualne było wg wstępnych szacunków GUS o 5,0% większe niż przed rokiem, podczas gdy w 1998 r. wzrosło o 4,7%.

Dla wzrostu produkcji mniejsze znaczenie niż w poprzednich latach miał popyt inwestycyjny. Tempo wzrostu nakładów na środki trwałe obniżyło się z 21,7% w 1997 r. i 14,2% w 1998 r. do 6,9% w 1999 r. Spadek dynamiki wydatków inwestycyjnych był wynikiem istotnego ograniczenia nowych inwestycji w sektorze przedsiębiorstw. W 1999 r. zanotowały one dalsze pogorszenie sytuacji finansowej. Wzrost kosztów był szybszy niż przychodów, co doprowadziło do dalszego spadku rentowności. Pogłębiły się straty przedsiębiorstw deficytowych, mniejsze zyski niż w 1998 r. uzyskały jednostki rentowne. Powiększyła się zwłaszcza strata z działalności finansowej. Można szacować, że do ograniczenia popytu inwestycyjnego przyczynił się spadek nakładów na środki trwałe jednostek rządowych i samorządowych. Szacuje się również, że szybszy niż w 1998 r. był wzrost wydatków inwestycyjnych gospodarstw domowych (obejmujących m.in. zakup maszyn i urządzeń i środków transportu oraz nakłady na roboty montażowe ponoszone przez zakłady osób fizycznych, wydatki inwestycyjne rolników indywidualnych, wydatki na budownictwo mieszkaniowe i remonty ponoszone przez gospodarstwa domowe).

Istotnym uwarunkowaniem realizacji polityki pieniężnej w 1999 r. była sytuacja w dziedzinie finansów publicznych. Deficyt sektora finansów publicznych² wzrósł w 1999 r. do ok. 3,4% PKB, przekraczając tym samym założenia budżetowe (2,9%). Nie uwzględnia ona przy tym przyrostu wymagalnych zobowiązań jednostek budżetowych. Znaczne pogorszenie się nierównowagi budżetowej wynikało przede wszystkim z wyższych od zakładanych kosztów wdrażania reform strukturalnych w warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego. W konsekwencji, utrzymaniu deficytu budżetu państwa w granicach określonych ustawowo (2,0%

² Dane Ministerstwa Finansów

PKB) towarzyszyło jednocześnie narastanie niedoborów w innych - poza budżetem państwa - elementach sektora, głównie w Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Kasach Chorych.

Realizacja podstawowego celu polityki pieniężnej w 1999 r. przebiegała zatem w warunkach odmiennych od zakładanych na początku roku. Problemy finansowe sektora budżetowego spowodowały, że polityka fiskalna uległa wyraźnemu rozluźnieniu. Deficyt ten obniżył oszczędności krajowe, kreując jednocześnie dodatkowy popyt wewnętrzny, głównie o charakterze konsumpcyjnym.

1.2. Uwarunkowania zewnętrzne

W 1999 r. oddziaływanie czynników zewnętrznych na realizację polityki pieniężnej nie było tak korzystne, jak w roku 1998.

W 1999 r., wobec poprawiającej się koniunktury w gospodarce światowej zaczęły rosnać ceny surowców na rynkach międzynarodowych. Jednocześnie, porozumienie producentów ropy naftowej doprowadziło do ograniczenia wydobycia tego surowca i gwałtownego wzrostu jego ceny.

Ceny ropy naftowej, po głębokim spadku w 1997 i 1998 r., wzrosły w 1999 r. o 137% (gatunek Brent, licząc grudzień 1999 r. do grudnia 1998 r.), jednakże ich kształtowanie się w ciągu roku było nierównomierne. Podczas gdy jeszcze w I kwartale średnia cena ropy obniżyła się o 2%, to już od II kwartału ceny tego strategicznego surowca rosły coraz silniej. Do ożywienia wzrostu cen ropy przyczynił się także konflikt bałkański. W ciągu trzech ostatnich kwartałów 1999 r. wzrastały także ceny metali nieżelaznych, chociaż tendencja ta nie była tak silna, jak w przypadku cen ropy naftowej. Z kolei w ciągu całego roku nadal utrzymywała się zniżkowa tendencja cen na światowych rynkach żywności i surowców pochodzenia rolnego. Światowe ceny surowców nieenergetycznych obniżyły się w ujęciu średniorocznym o 7,8%.

Wzrost cen ropy naftowej miał wpływ na przyśpieszenie procesów inflacyjnych w gospodarkach zależnych od jej importu. W strefie euro zharmonizowany indeks cen konsumpcyjnych ukształtował się w IV kwartale 1999 r. na poziomie 1,5% (w skali rocznej) wobec 0,8% w I kwartale. Spowodowane to było przede wszystkim podniesieniem cen ropy

naftowej. Tempo wzrostu cen energii dla całej strefy wyniosło w ostatnim kwartale 1999 r. 7,8% wobec spadku o 3,9% w I kwartale.³

Gorsze niż oczekiwano były także w 1999 r. zewnętrzne uwarunkowania kształtowania się sytuacji w zakresie obrotów bieżących bilansu płatniczego, co przyczyniło się do pogłębienia nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce. W Niemczech – największej gospodarce zachodnioeuropejskiej, która jest jednocześnie największym dla Polski rynkiem zbytu - wzrost gospodarczy w 1999 r. był słabszy w stosunku do 1998 r. (przyrost PKB wyniósł 1,4% wobec 2,2% w 1998 r.)⁴, a tempo wzrostu importu w 1999 r. było niższe niż w 1998 r. o 3,3 pkt. proc.

Wbrew prognozom z 1998 r. i początków 1999 r., w pierwszym roku funkcjonowania integracji walutowej w Europie Zachodniej euro uległo znacznej deprecjacji wobec najważniejszych walut światowych. Kurs euro wobec dolara amerykańskiego, który 4 stycznia 1999 r. osiągnął maksymalną wartość 1,19, spadł w grudniu tego roku poniżej 1,00. Poza czynnikami strukturalnymi i politycznymi, zaufanie do wspólnej waluty europejskiej podważał także brak jednolitego stanowiska władz monetarnych Unii w zakresie polityki kursowej. Osłabienie kursu euro wpłynęło na pogorszenie warunków polskiego eksportu na rynek Unii Europejskiej, obniżając jednocześnie koszty importu z tego regionu, co przyczyniło się do wzrostu wolumenu zakupów za granicą. Z kolei umocnienie waluty amerykańskiej na rynkach światowych oznaczało szybszą deprecjację złotego względem dolara. Ponieważ w dolarach wyrażane są ceny wielu importowanych do Polski surowców – w tym ropa naftowa i wytwarzane z niej produkty – wzmacniało to tendencje wzrostu kosztów i cen w polskiej gospodarce. Ze względu na tradycyjne w Polsce identyfikowanie zmian wartości złotego z jego kursem wobec waluty amerykańskiej sprzyjało to również rozbudzaniu oczekiwań inflacyjnych.

Rok 1999 nie przyniósł także poprawy warunków zbytu na rynku wschodnim. W Rosji, mimo poprawy sytuacji gospodarczej, nadal utrzymywał się słaby popyt wewnętrzny, a dalsze zaostrenie protekcji ograniczało zdolności importowe rynku rosyjskiego. Do pogorszenia warunków wymiany z rynkami wschodnimi, co uwidoczniło się szczególnie w redukcji wolumenu zakupów w handlu nierejestrowanym, przyczyniła się także silna deprecjacja rubla wobec walut obcych, w tym także do złotego. Skala średniorocznej nominalnej, jak i realnej

³ Źródło: *Monthly Bulletin*, ECB April 2000.

⁴ Źródło: DIW, *Wochenbericht* 8/2000.

deprecjacji waluty rosyjskiej wobec złotego wyniosła w 1999 r. w porównaniu z 1998 r. odpowiednio 63,6% i 52,3%⁵.

Pomimo wyraźnego ożywienia koniunktury w Azji Południowo-Wschodniej, rok 1999 nie przyniósł zwiększenia zainteresowania międzynarodowego kapitału portfelowego inwestycjami w krajach zaliczanych, tak jak Polska, do tzw. rynków wschodzących. W pierwszym półroczu wpływał na to przede wszystkim kryzys walutowy w Brazylii, a także wojna w Kosowie, a w drugiej połowie roku przyczyniła się do tego ostrożność inwestorów związana z problemem zmiany daty. Napływ kapitału portfelowego netto do krajów rozwijających się, w wysokości 145 mld USD, obniżył się w stosunku do 1998 r. o 30 mld USD i był o połowę niższy w porównaniu do roku 1997.⁶

⁵ Kurs realny rubla do złotego obliczony jest w oparciu o zmiany cen produkcji przemysłowej.

⁶ Źródło: World Financial Markets, I Quarter 2000, JP Morgan.

II CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 1999 R. I JEGO REALIZACJA

2.1. Inflacja

W grudniu 1999 r. dwunastomiesięczna inflacja, mierzona wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, wyniosła 9,8%, kształtując się o 1,2 pkt. proc. wyżej niż w końcu 1998 r. Krótkookresowy cel inflacyjny przyjęty przez Radę Polityki Pieniężnej na 1999 r. w wysokości 6,6–7,8% nie został osiągnięty. Jednocześnie, licząc średnio w skali roku, ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 7,3%. W porównaniu z 1998 r., w którym średnioroczna inflacja kształtowała się na poziomie 11,8%, oznaczało to zmniejszenie tego wskaźnika o 4,5 pkt. proc.

Inny miernik wzrostu cen, ważny z punktu widzenia kształtowania się procesów inflacyjnych w gospodarce, wskaźnik średniorocznego wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w 1999 r. 5,7%, obniżając się o 1,6 pkt. proc. w stosunku do roku poprzedniego. Redukcja średniorocznego wzrostu cen produkcji była słabsza niż w 1998 r., w którym wzrost cen produkcji był mniejszy o 4,9 pkt. proc. w stosunku do 1997 r. W grudniu 1999 r. dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł 8,1% i był wyższy od występującego w końcu 1998 r. o 3,3 pkt. proc.

Kolejny miernik ilustrujący tendencje wzrostu cen u producentów - wskaźnik wzrostu cen produkcji budowlano–montażowej - wyniósł średnio w 1999 r. 8,6% i obniżył się w porównaniu z występującym w roku poprzednim o 4,3 pkt. proc. Oznaczało to silniejszą niż przed rokiem redukcję tempa wzrostu cen w budownictwie; w 1998 r. tempo to zmniejszyło się zaledwie o 1,3 pkt. proc. W końcu 1999 r. roczny wskaźnik wzrostu cen produkcji budowlano–montażowej wyniósł 8,9%, kształtując się o 1,7 pkt. proc. niżej niż przed rokiem.

W ciągu 1999 r. przebieg procesów inflacyjnych, oceniany na podstawie dwunastomiesięcznych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych, był odmienny niż w latach poprzednich. Po okresie stopniowego obniżania się rocznego tempa wzrostu cen w pierwszych dwóch miesiącach 1999 r. i niewielkiego wzrostu cen w dalszych miesiącach I półrocza, od sierpnia 1999 r. nastąpiło silne wzmożenie tendencji inflacyjnych. Było ono konsekwencją skumulowania się w tym okresie skutków oddziaływania czynników inflacyjnych – przede wszystkim szoków podażowych na rynku paliw i żywności. Wskutek tego odwrócony został utrzymujący się od lutego 1998 r. spadkowy trend tak mierzonego wskaźnika inflacji.

W 1999 r. istotnym bodźcem wzrostu inflacji były czynniki kosztowe, wywołane nasilającą się presją ze strony kosztów produkcji na ceny dóbr i usług konsumpcyjnych. Od II kwartału 1999 r., kiedy w sytuacji utrzymującego się ożywienia popytu poprawiła się koniunktura w przemyśle, powstały warunki, w których producenci mogli skorzystać z możliwości przerzucenia rosnących kosztów produkcji na konsumentów, podnosząc znacząco ceny produkcji sprzedanej, co odzwierciedlał silniejszy wzrost cen towarów konsumpcyjnych.

W 1999 r. nadal zachodziły zmiany cen względnych, wynikające z trwającego procesu dostosowywania struktury cen do warunków rynkowych. Następstwem tego był utrzymujący się na wysokim poziomie, a zarazem silniejszy od przeciętnego wzrost cen występujący w tych rodzajach działalności usługowej, w których zapoczątkowane zostały przekształcenia własnościowe, oraz w grupach cen, w których zaznacza się wpływ polityki podatkowej (podatków pośrednich: VAT, akcyzy).

W ten sposób silne impulsy kosztowe, w warunkach zmniejszanej restrykcyjności polityki makroekonomicznej, spowodowały istotny wzrost inflacji w 1999 r.

Nierównomierny rozkład rocznego tempa wzrostu inflacji pozwala na wyodrębnienie w przebiegu procesów inflacyjnych w 1999 r. trzech wyraźnych podokresów.

Styczeń – luty 1999 r.: spadek tempa inflacji (o 3 pkt. proc.)

W pierwszych dwóch miesiącach 1999 r. kontynuowana była tendencja obniżania się dwunastomiesięcznego wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, zapoczątkowana w lutym 1998 r. W lutym 1999 r. dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji osiągnął 5,6%, tj. najniższą wartość w całym 1999 r., podczas gdy w lutym roku poprzedzającego dwunastomiesięczna inflacja wyniosła 14,2% - był to najwyższy jej poziom w ciągu 1998 r. Od grudnia 1998 r. do lutego 1999 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 2,1%, podczas gdy w tym samym okresie roku poprzedniego wzrost ten był ponad dwukrotnie wyższy (4,9%). Jedną z przyczyn wolniejszego niż przed rokiem wzrostu był inny niż w poprzednich latach rozkład w czasie podwyżek cen kontrolowanych. Łączny wzrost cen kontrolowanych wyniósł w tym okresie 3,2% i wyprzedzał ogólne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Jednocześnie ceny kontrolowane rosły zdecydowanie wolniej niż przed rokiem (9,6%). W początkowym okresie roku, od grudnia 1998 r. do lutego 1999 r., ceny paliw nie wpływały dynamizująco na inflację.

Jednocześnie utrzymywał się dosyć silny wzrost cen usług konsumpcyjnych; po wyłączeniu z tej grupy cen kontrolowanych osiągnął on poziom 4,7% (przed rokiem 6,4%). Świadczy to o kontynuowaniu procesu dostosowań cen względnych, niezbędnego z punktu widzenia urealnienia kosztów usług rynkowych. W okresie od grudnia 1998 r. do lutego 1999 r. wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych był nieznaczny i wyniósł 0,2% wobec 2,3% przed rokiem. Występująca w początkach 1999 r. nadwyżka podaży - spowodowana głównie wysokimi zapasami zbóż pochodzącymi ze zbiorów z roku poprzedniego i z importu, a także dużymi zapasami wieprzowiny, powstałymi na skutek załamania eksportu zarówno do Rosji, jak i do krajów Unii Europejskiej - powstrzymywała wzrost cen żywności. Utrzymujące się w tym czasie na niskim poziomie ceny żywności na światowych rynkach rolnych przyczyniały się do tanienia importowanej żywności, stanowiąc czynnik ograniczający wzrost cen żywności w kraju.

Marzec – lipiec 1999 r.: nieznaczny wzrost tempa inflacji (o 0,7 pkt. proc.)

Począwszy od marca, kiedy to dwunastomiesięczny wskaźnik inflacji wyniósł 6,2% i zwiększył się w porównaniu z lutym o 0,6 pkt. proc., do lipca obserwowana była tendencja nieznacznego przyrostu cen konsumpcyjnych. W kolejnych miesiącach tego okresu, aż do czerwca włącznie, roczna inflacja wzrastała o 0,1 pkt. proc. i w czerwcu 1999 r. wyniosła 6,5%. W lipcu 1999 r., mimo że w poprzednich latach w miesiącu tym następował zazwyczaj wyraźny sezonowy spadek cen, miało miejsce jedynie nieznaczne obniżenie inflacji rocznej. W okresie od marca do lipca 1999 r. inflacja wyniosła 2,4%.

W dalszym ciągu najsilniejszym czynnikiem proinflacyjnym w tym okresie był wzrost cen kontrolowanych, który wyniósł 5,1%. Jednakże w porównaniu z pierwszymi dwoma miesiącami roku struktura tego wzrostu była zupełnie inna. Obok dalszych podwyżek cen, w tym różnych opłat związanych z utrzymaniem mieszkania, opłat za dostawę energii elektrycznej, a także podwyżek akcyzy na wyroby tytoniowe, pojawił się czynnik o szczególnym znaczeniu. Jeden z elementów z grupy cen kontrolowanych – ceny paliw – zdominował wzrost w całej tej grupie. Zasadniczym bodźcem w tym okresie był dynamiczny wzrost cen ropy naftowej na świecie, zainicjowany w marcu i trwający nieprzerwanie aż do końca 1999 r. Na skutek zaburzeń podażowych na światowych rynkach ropy naftowej i skokowego wzrostu cen paliw na świecie oraz kilkakrotnych podwyżek akcyzy nastąpił bardzo silny wzrost – o 24,7% - cen paliw na rynku krajowym. Ocenia się, że skutki bezpośrednie podwyżek cen paliw spowodowały wzrost ogólnego wskaźnika inflacji w okresie od marca do lipca 1999 r. o 0,6 pkt. proc. Również ceny usług konsumpcyjnych o charakterze rynkowym, nie podlegające żadnym regulacjom (tj. z

wyłączeniem cen kontrolowanych), w dalszym ciągu oddziaływały dynamizująco na wskaźnik globalny. Od marca do lipca 1999 r. ceny te wzrosły o 5,5%, przewyższając ponad dwukrotnie ogólny wzrost cen konsumpcyjnych w tym okresie.

Ceny żywności i napojów bezalkoholowych w okresie od marca do lipca 1999 r. obniżyły się o 1,4%. Także w ujęciu dwunastomiesięcznym ceny żywności w ciągu pierwszych siedmiu miesięcy obniżały się i w lipcu 1999 r. osiągnęły najniższy od dwóch lat wskaźnik dwunastomiesięczny (99,2%). W tym okresie sytuacja zarówno na rynku krajowym, jak i na światowych rynkach rolnych nadal sprzyjała spadkowi cen żywności. Na krajowym rynku rolnym w dalszym ciągu utrzymywała się przewaga podaży nad popytem, a podejmowane w tamtym okresie działania interwencyjne nie spowodowały jeszcze przyspieszenia wzrostu cen produktów rolnych.

Podobnie jak w poprzednim okresie, ceny towarów nieżywnościowych (po wyłączeniu grup o cenach kontrolowanych) wzrosły o 1,7%, czyli wolniej od inflacji, nie stwarzając presji na ogólny wzrost cen.

Sierpień – grudzień 1999 r.: gwałtowne przyspieszenie tempa inflacji (wzrost o 3,5 pkt. proc.)

Od sierpnia 1999 r. inflacja zaczęła gwałtownie rosnąć i tendencja ta utrzymała się aż do końca roku. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły w okresie od sierpnia do grudnia 1999 r. o 5,1%. Okres ten charakteryzował się generalną zmianą struktury wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Nastąpiła kumulacja skutków szoków, które wystąpiły w 1999 r. na rynku. Od sierpnia do grudnia 1999 r. ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 7,3%, a więc o 2,2 pkt. proc. więcej niż inflacja wyrażona wskaźnikiem wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, stanowiąc prawie połowę przyrostu globalnego wskaźnika CPI w tym okresie. Silny wzrost cen żywności w II połowie 1999 r. nastąpił w wyniku zmniejszenia się podaży produktów rolnych w porównaniu z 1998 r., przy koncentracji działań ochraniających krajowy rynek żywnościowy i wzmożeniu działań interwencyjnych. Dodatkowo, ceny żywności na rynkach światowych zaczęły rosnąć w sierpniu i we wrześniu, na skutek czego ich dynamika w końcu roku osiągnęła poziom z roku 1998. Kumulacja skutków działań związanych z ochroną rynku krajowego, nakładająca się na okres zmniejszonej podaży produktów rolnych, doprowadziła do wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu cen żywności.

W tym czasie zaznaczył się również silny, dwukrotnie wyższy niż w obydwu poprzednich okresach, wzrost cen towarów nieżywnościowych po wyłączeniu grup towarów o cenach kontrolowanych (3,8%), będący skutkiem przeniesienia presji kosztowej na ceny

towarów konsumpcyjnych. W dalszym ciągu utrzymywały się impulsy spowodowane nadal silnym wzrostem cen paliw, którego skala była podobna jak w okresie marzec – lipiec 1999 r. (wzrost o 22,5%). Wpływały na to zarówno skutki dalszego silnego wzrostu cen ropy naftowej na rynkach światowych, który wyniósł w okresie od sierpnia do grudnia o 27%, jak też ostatnia w ubiegłym roku podwyżka akcyzy o 10%, wprowadzona o miesiąc wcześniej i w skali dwukrotnie wyższej niż planowano.

Inflacja bazowa

Cel inflacyjny w Polsce określany jest na podstawie kształtowania się ogólnego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). W 1999 r. bank centralny analizował również wskaźniki inflacji bazowej, które pozwalają w przybliżeniu określić, czy wzrost cen jest rezultatem przejściowych szoków podaźowych, czy też wynika z bardziej trwałych tendencji procesów inflacyjnych.

W 1999 r. NBP analizował następujące miary inflacji bazowej:

- inflację bazową po wyłączeniu ze wskaźnika CPI grup towarów i usług konsumpcyjnych o cenach kontrolowanych (tj. takich grup cen, które podlegają różnym formom administracyjnej regulacji w sposób bezpośredni bądź pośredni),
- inflację bazową po wyłączeniu z CPI wskaźników cen grup towarów i usług konsumpcyjnych charakteryzujących się największą zmiennością,
- inflację bazową po wyeliminowaniu ze zbioru danych CPI po 15% skrajnie niskich i skrajnie wysokich wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (tzw. 15% średnia obciążona).

Przebieg inflacji bazowej obliczonej poprzez wyłączenie cen kontrolowanych, kształtujący się w całym badanym okresie poniżej ogólnego wskaźnika inflacji, potwierdzał, że ceny kontrolowane miały w 1999 r. znaczący wpływ na tempo wzrostu cen w Polsce (patrz tablica nr 1).

Inflacja bazowa obliczana poprzez wyłączenie cen o największej zmienności, tj. cen o największej amplitudzie wahań (do których zaliczają się przede wszystkim ceny owoców i warzyw oraz ceny niektórych rodzajów usług), była wyższa niż CPI w okresie styczeń – kwiecień, nieznacznie różniła się w okresie maj – sierpień, po czym od września do grudnia była niższa od tego wskaźnika.

Inflacja bazowa obliczana poprzez eliminację po 15% najbardziej skrajnych wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych przebiegała od początku roku do końca lipca powyżej ogólnego wskaźnika wzrostu cen, po czym w następnych miesiącach do końca roku kształtowała się poniżej CPI.

Tendencje zmian inflacji bazowej, mimo iż obliczone różnymi metodami, wykazywały jednocześnie podobieństwo w stosunku do tendencji ogólnego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych - zwłaszcza wskaźnik pozbawiony cen charakteryzujących się największą zmiennością oraz 15% średnia obcięta. Obydwie miary inflacji bazowej kształtowały się wyraźnie powyżej wskaźnika CPI pod koniec 1998 r. i w pierwszych miesiącach 1999 r. Jednocześnie obie te miary od sierpnia 1999 r. kształtowały się poniżej ogólnego wskaźnika cen. Ta prawidłowość potwierdza istotną rolę szoków podaźowych w odmiennym, niż w poprzednich latach, ukształtowaniu tendencji wzrostu cen w 1999 r. Na początku 1999 r. przyczyniały się do silnego obniżenia tempa wzrostu cen, natomiast w końcowych miesiącach tego roku stały się czynnikiem dynamizującym inflację. Jednocześnie jednak wszystkie miary inflacji bazowej zgodnie pokazywały tendencję wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Taki przebieg inflacji bazowej względem inflacji mierzonej indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych wydaje się potwierdzać istotną rolę, jaką w przyspieszeniu dynamiki cen towarów i usług konsumpcyjnych odegrały wtórne efekty zaburzeń podaźowych – przede wszystkim konsekwencje wzrostu cen paliw.

Tablica nr 1

Wskaźniki CPI oraz inflacji bazowej

(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)

<i>Wyszczególnienie</i>	<i>1998 r.</i>		<i>1999 r.</i>		
	<i>XII</i>	<i>III</i>	<i>VI</i>	<i>IX</i>	<i>XII</i>
CPI	108,6	106,2	106,5	108,0	109,8
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych	107,2	105,7	105,5	106,6	108,2
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen o największej zmienności	108,5	106,6	106,4	107,6	109,2
15% średnia obcięta	108,9	106,8	106,7	106,7	107,5

Źródło: dane GUS i obliczenia NBP

2.2. Podaż pieniądza

2.2.1 Podaż pieniądza ogółem i pieniądza rezerwowego

W roku 1999 podaż pieniądza (M2) osiągnęła stan 263,5 mld zł, czyli w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1998 r. zwiększyła się o 42,7 mld zł, tj. o 19,3%. Realnie wzrost ten wyniósł 8,7%. W 1998 r. nominalny wzrost agregatu M2 wyniósł 25,2%, realny zaś 15,3%.

Taka wielkość przyrostu podaży pieniądza ogółem oznacza niewielkie przekroczenie prognozowanej w *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 rok* górnej granicy przyrostu podaży pieniądza, bo o 1,7 mld zł, tj. o ok. 4%⁷, i świadczy, że dopływ pieniądza do gospodarki w 1999 r. pozostawał pod kontrolą NBP. Na wielkość przyrostu podaży pieniądza w 1999 r., a tym samym na przekroczenie prognozowanej w *Założeniach* wielkości tego przyrostu w dużym stopniu wpłynęły wyniki ostatniego miesiąca roku związane z tzw. efektem milenijnym.

W grudniu 1999 r. podaż pieniądza ogółem zwiększyła się o 8,9 mld zł, co stanowiło 20,8% rocznego przyrostu. Zadecydował o tym głównie przyrost zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych, który wyniósł w omawianym miesiącu 7,9 mld zł i stanowił najwyższy miesięczny przyrost tej kategorii w 1999 r. Jest to zjawisko charakterystyczne dla ostatniej dekady roku i wynika z rozliczenia przez banki większości transakcji finansowych dokonywanych za pośrednictwem systemu bankowego przez podmioty gospodarcze. W konsekwencji rozliczeń środki pozostające dotychczas na bankowych kontach rozrachunkowych (w bilansie skonsolidowanym systemu bankowego jest to element pozostałych pozycji netto) przeksięgowano na rachunki depozytowe podmiotów gospodarczych.

Na przyrost podaży pieniądza w grudniu 1999 r. wpłynął również przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu poza kasami banków, który wyniósł 3,6 mld zł. W grudniu 1999 r. wystąpił, po raz pierwszy od siedmiu lat, przyrost tego agregatu w ostatniej dekadzie miesiąca (1,3 mld zł), będący efektem upłynnienia przez osoby prywatne części depozytów bankowych w związku ze wzmożonym popytem na gotówkę w okresie świąteczno-noworocznym, a także obawami o dostępność w pierwszych dniach 2000 r. środków przechowywanych w bankach⁸.

⁷ W *Założeniach polityki pieniężnej na 1999 r.* szacowano, że przyrost podaży pieniądza, spójny z zakładanym celem ograniczenia inflacji w 1999 r., ukształtuje się w przedziale 34–41 mld zł.

⁸ Po wygaśnięciu efektu milenium w styczniu 2000 r. – w porównaniu do stanu na koniec grudnia 1999 r. miał miejsce spadek pieniądza ogółem o 8,3 mld zł, przy czym zobowiązania złote podmiotów gospodarczych zmniejszyły się o 9 mld zł, a pieniądź gotówkowy o 4,6 mld zł.

W 1999 r., w porównaniu z 1998 r., wystąpiło osłabienie tempa wzrostu zobowiązań złotych wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Depozyty te na koniec grudnia 1999 r. wyniosły 185,7 mld zł i wzrosły w porównaniu z końcem 1998 r. o 28,8 mld zł, tj. o 18,4%, a realnie o 7,8% (dla porównania w 1998 r. nominalny wzrost depozytów złotych ogółem wyniósł 32,6%, realny zaś 22,1%).

Depozyty złote osób prywatnych w 1999 r. stanowiły 66,8% depozytów ogółem, czyli o 3,2 pkt. proc. mniej niż w 1998 r. Depozyty złote osób prywatnych osiągnęły na koniec 1999 r. poziom 124,1 mld zł, tj. o 14,5 mld zł więcej niż na koniec grudnia 1998 r. Nominalny wzrost depozytów złotych osób prywatnych w 1999 r. wyniósł zaledwie 13,2%, podczas gdy rok wcześniej 35,5%. Dane te wskazują na osłabienie skłonności do oszczędzania w bankach. Można wskazać na dwie zasadnicze przyczyny tego zjawiska. Po pierwsze – osłabienie dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych przy utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu konsumpcji, a po drugie – spadek zainteresowania osób prywatnych utrzymywaniem depozytów w bankach, będący skutkiem znacznej obniżki ich oprocentowania. Wzrasta także zainteresowanie osób prywatnych lokowaniem oszczędności w inne aktywa finansowe.

Zobowiązania złote wobec podmiotów gospodarczych osiągnęły na koniec 1999 r. poziom 61,6 mld zł, co oznacza przyrost w stosunku do stanu na koniec 1998 r. o 14,3 mld zł. Nominalny wzrost depozytów złotych podmiotów gospodarczych w 1999 r. wyniósł 30,2%, realny zaś 18,6%, podczas gdy przed rokiem odpowiednio: 26,3% i 16,3%. Takie ukształtowanie się tej kategorii wynika przede wszystkim ze szczególnie wysokiego przyrostu w grudniu 1999 r., kiedy wyniósł on 8,0 mld zł, a związany był z – charakterystycznym dla ostatniej dekady roku - rozliczeniem przez banki większości transakcji finansowych dokonywanych przez podmioty gospodarcze.

Zobowiązania walutowe wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych ogółem osiągnęły na koniec 1999 r. 9,6 mld USD, co oznacza, że zmniejszyły się w ub.r. o około 30,0 mln USD. Spadek ten spowodowany był zmniejszeniem się stanu depozytów podmiotów gospodarczych o 363 mln USD; osoby prywatne zwiększyły stan swych depozytów o 333 mln USD.

Wartość złota zobowiązań walutowych wobec osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wyniosła na koniec 1999 r. 39,7 mld zł, co oznacza przyrost tej kategorii o 6,1 mld zł. Wzrost nominalny wyniósł 18,0%, realny zaś 7,5%. Depozyty walutowe osób prywatnych zwiększyły się o 5,9 mld zł, tj. o 24,% (w ujęciu realnym o 13,0%), natomiast podmiotów gospodarczych o 0,2 mld zł, co oznacza nominalny wzrost o 1,9%, a w ujęciu

realnym spadek o 7,2%. Zasadniczym czynnikiem, kształtującym poziom oraz dynamikę tej kategorii w 1999 r., był nominalny kurs złotego wobec dolara amerykańskiego. Kurs zanotowany na koniec grudnia 1999 r. był niższy od kursu na koniec grudnia 1998 r. o 18,4%, tak więc skala deprecjacji złotego wobec dolara była równa nominalnej dynamice depozytów walutowych sektora niefinansowego w wyrażeniu złotowym.

Pieniądz gotówkowy w obiegu na koniec grudnia 1999 r. osiągnął stan 38,1 mld zł i w porównaniu z końcem 1998 r. zwiększył się o 7,9 mld zł, tj. o 26,0%. Realny przyrost tej kategorii wyniósł 14,7%. W 1998 r. nominalne tempo wzrostu wyniosło 10,9%, realne zaś 2,1%. Przyczyną tak znacznego zwiększenia tej kategorii był zdecydowany wzrost popytu na gotówkę w grudniu ub.r.

W strukturze podaży pieniądza w 1999 r. nastąpił wzrost udziału pieniądza gotówkowego w obiegu kosztem zobowiązań złotych i walutowych, co ilustruje tablica nr 2.

Tablica nr 2

Struktura pieniądza ogółem w latach 1998-1999 (w %)
(stan na koniec roku)

Wyszczególnienie	1998 r.	1999 r.
Pieniądz gotówkowy	13,7	14,5
Zobowiązania złotowe	71,1	70,5
Zobowiązania walutowe	15,2	15,0

Szacuje się, że w 1999 r. relacja zasobu pieniądza (średniego stanu M2 w ciągu roku) do produktu krajowego brutto, ilustrująca stopień monetyzacji gospodarki, wyniosła 38,5% wobec 35,4% w 1998 r. Nastąpił również wzrost stopnia monetyzacji mierzonej relacją pieniądza krajowego do PKB: z 30,3% do 33,6%. Relacja pieniądza ogółem na koniec 1999 r. do PKB wyniosła 43,1% w porównaniu z 40,1% w końcu 1998 r.

W 1999 r. nastąpił spadek **pieniądza rezerwowego** w stosunku do 1998 r. o 0,8 mld zł (tj. o 1,6%), do poziomu 52,8 mld zł, pod wpływem ujednoczenia i zmniejszenia do 5% stopy rezerwy obowiązkowej od wszystkich rodzajów depozytów, wprowadzonego od 30.09.1999 r. Środki uwolnione w wyniku obniżki stopy rezerwy obowiązkowej dokonanej w 1999 r. nie zwiększyły płynności w systemie bankowym, lecz zostały ponownie zaabsorbowane przez NBP, dzięki wyemitowaniu długookresowych obligacji NBP o nominalnej kwocie 13,0 mld zł. Kwota

ta wykazana jest w bilansie banku centralnego jako dłużne papiery wartościowe NBP w obiegu (załącznik nr 3).

Spadek bazy pieniężnej został skompensowany wzrostem mnożnika pieniężnego, który zwiększył się z poziomu 4,12 na koniec roku 1998 do poziomu 4,99 na koniec 1999 r.

Na skutek obniżki stopy rezerwy obowiązkowej w 1999 r. nastąpił znaczny spadek poziomu zobowiązań NBP wobec banków, z tytułu środków na rachunkach bieżących, o 10,2 mld zł (tj. o 52%). Zobowiązania te wyniosły na koniec roku 9,4 mld zł.

Pieniądz gotówkowy w obiegu (wraz z kasami banków) zwiększył się o 9,4 mld zł (tj. o 27,6%) i wyniósł na koniec roku 43,4 mld zł. Tak znaczny wzrost obiegu gotówkowego, w porównaniu z latami ubiegłymi, wystąpił ze względu na tzw. Problem Roku 2000. W samym tylko grudniu ub.r., gotówka w obiegu poza kasami banków wzrosła, w stosunku listopada, o 3,6 mld, zł, a w kasach banków o 1,7 mld zł, tj. łącznie o 5,3 mld zł.

Pod wpływem wymienionych wyżej zjawisk (obniżka stopy rezerwy obowiązkowej i problemy związane ze zmianą daty 31.12.1999 na 01.01.2000), szczególnie w IV kwartale, silnej zmianie uległa struktura pieniądza rezerwowego. O ile od stycznia do sierpnia średni udział gotówki w pieniądzu rezerwowym wynosił 62,4%, o tyle w okresie od września do grudnia wynosił on 81,0%. W ciągu całego roku udział ten kształtował się na poziomie 68,6% i był wyższy o 3,6 pkt. proc. aniżeli w roku poprzednim.

Udział środków zgromadzonych na rachunkach bieżących banków w NBP kształtował się w ciągu pierwszych ośmiu miesięcy średnio na poziomie 37,6%, a od września do grudnia na poziomie 19%. W ciągu roku nastąpił spadek średniego poziomu udziału bieżących w pieniądzu rezerwowym z 35% w roku 1998 do 31,4% w 1999 r.

2.2.2. Czynniki kreacji pieniądza

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych były w 1999 r. podstawowym źródłem kreacji pieniądza w sektorze bankowym. Udział tych należności oraz aktywów zagranicznych netto w strukturze podaży pieniądza w 1999 r. był wyższy niż w 1998 r. Kształtowanie się podstawowych czynników kreacji pieniądza ilustruje tablica nr 3.

Czynniki kreacji pieniądza w 1999 r.

<i>Wyszczególnienie</i>	<i>Przyrost w 1999 r. (w mln zł)</i>	<i>Udział w przyroście podaży pieniądza ogółem (w %)</i>
Podaż pieniądza ogółem	42.718,8	100,0
Aktywa zagraniczne netto	14.422,3	33,8
Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych	37.448,0	87,7
Zadłużenie netto sektora budżetowego	3.424,6	8,0
Saldo pozostałych pozycji netto	-12.576,2	-29,5

Źródło: dane NBP

Należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec grudnia 1999 r. osiągnęły stan 175,9 mld zł i w porównaniu ze stanem na koniec 1998 r. zwiększyły się o 37,4 mld zł, tj. o 27,3%. Dla porównania, w 1998 r. odnotowano wzrost o 33,6%. W 1999 r. wystąpił istotny wzrost zadłużenia osób prywatnych (o 53,3%, podczas gdy w 1998 r. o 30%). Obniżeniu uległo zaś tempo wzrostu należności od podmiotów gospodarczych z 27,5% w 1998 r. do 21,6% w 1999 r.

W I kwartale 1999 r. znaczny przyrost zadłużenia podmiotów gospodarczych (o 7,6%) wynikał z zachwiania ich płynności finansowej, co było spowodowane spadkiem sprzedaży. W II kwartale podmioty gospodarcze odnotowały nieco niższy przyrost zadłużenia z tytułu kredytów bankowych (o 3,4%), co wiązało się z poprawą sytuacji gospodarczej. W III kwartale ub.r. doszło do przyspieszenia zadłużenia podmiotów gospodarczych (o 5,9%). Wynikało to z finansowania produkcji pod rosące zamówienia, co następnie znalazło odzwierciedlenie we wzroście produkcji. W IV kwartale 1999 r. tempo zadłużenia ponownie osłabło do 3,4%.

Przyrost zadłużenia podmiotów gospodarczych w 1999 r. o 24,8 mld zł był konsekwencją przede wszystkim przyrostu kredytów na finansowanie ich bieżącej działalności i rozwoju, których udział wyniósł 56,9%. Pozostałe kredyty i pożyczki to głównie kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych i rolników, korzystających z kredytów o preferencyjnym oprocentowaniu na działalność rolniczą. Udział kredytów w rachunku bieżącym stanowił 12,4%, a skupionych wierzytelności 4,9%. Rola kredytów na finansowanie transakcji eksportowo–importowych i kredytów dyskontowych oraz zapadłych odsetek w tym przyroście nie była znacząca (4,9%). W 1999 r. zmniejszył się również udział kredytów na inwestycje centralne,

mieszkaniowych, zrealizowanych gwarancji i poręczeń oraz dopłat do kredytów preferencyjnych.

W 1999 r. należności od osób prywatnych zwiększyły się o 12,7 mld zł i wykazywały rosnące tempo wzrostu. W I kwartale wzrosły o 5,9%, a w kolejnych kwartałach odpowiednio o: 11,9%, 14,3%, 13%. Ta tendencja była efektem wielu różnych czynników działających zarówno po stronie podaży kredytów, jak i popytu na nie. Obniżał się (w ciągu trzech kwartałów) koszt kredytów, wzrastała zarazem ich dostępność. Na popyt na kredyt wpływały również takie wydarzenia, jak projektowana likwidacja ulg mieszkaniowych w proponowanych nowych ustawach podatkowych oraz zapowiedź podniesienia stawek akcyzy na importowane samochody osobowe. Kredyty zaciągane były przede wszystkim na zakup dóbr trwałego użytkowania, w tym samochodów i mieszkań. Gospodarstwa domowe dążyły do utrzymania tempa wzrostu poziomu konsumpcji w warunkach spadku dynamiki dochodów realnych. Udział przyrostu kredytów w dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych wzrósł z 1,4% w 1998 r. do ok. 3% w 1999 r. Kredyty dla osób prywatnych stały się ważnym czynnikiem pobudzającym wzrost konsumpcji indywidualnej i całego popytu krajowego.

Udział należności od osób prywatnych w całości należności od podmiotów niefinansowych wyniósł w końcu 1999 r. 21%, podczas gdy w końcu 1998 r. wynosił 17%.

W ogólnej kwocie przyrostu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w 1999 r. należności złotowe stanowiły 85,3%, podczas gdy przed rokiem 58,4%. Także roczne tempo wzrostu należności złotych (zarówno od osób prywatnych, jak i od podmiotów gospodarczych) było wyższe niż należności walutowych – odpowiednio: 29,0% i 19,3%. Wskazywało to na większe zainteresowanie kredytami złotowymi (głównie długoterminowymi), między innymi z uwagi na ryzyko kursowe wiążące się z kredytami walutowymi.

W 1999 r. nastąpił spadek **aktywów zagranicznych netto**⁹ o około 0,8 mld USD, w rezultacie czego ich wielkość na koniec grudnia 1999 r. wynosiła 26,7 mld USD. Była to

⁹ 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 niepiłyne.

tendencja odmienna w stosunku do roku 1998, kiedy zagraniczny czynnik kreacji podaży pieniądza wzrósł o 3,9 mld USD, osiągając na koniec roku poziom 27,5 mld USD. W wyrażeniu złotowym aktywa zagraniczne netto wzrosły w 1999 r. o 14,4 mld zł (w 1998 r. o 13,5 mld zł).

Główną przyczyną spadkowej tendencji dolarowej wartości aktywów zagranicznych netto w 1999 r. był efekt przeliczeniowy silnej aprecjacji dolara amerykańskiego wobec innych walut.¹⁰ W 1999 r. wynik bilansu płatniczego, mierzony jako suma salda obrotów bieżących, salda obrotów kapitałowych i finansowych oraz salda błędów i opuszczeń, był ujemny i wyniósł -0,2 mld USD. Złożyło się na to znaczne w stosunku do 1998 r. zwiększenie ujemnego salda obrotów bieżących, czemu towarzyszyła niższa nadwyżka obrotów kapitałowych i finansowych.

W roku 1999 deficyt obrotów bieżących wyniósł 11,6 mld USD i był wyższy o 4,7 mld USD w porównaniu z deficytem w 1998 r.

Wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów wyniosły 26,3 mld USD, tzn. spadły w porównaniu z poprzednim rokiem o 12,6%. Przy wypłatach za import wynoszących 40,7 mld USD, co oznaczało spadek o 7,1%, deficyt płatności towarowych wyniósł 14,4 mld USD, wobec 13,7 mld USD w 1998 r. Deficyt w obrotach handlowych ma charakter strukturalny. Polski eksport w coraz większym stopniu oparty jest na wywozie produktów branż, których rynki są łatwo dostępne dla konkurencji i podatne na zmiany koniunkturalne. Jednocześnie szybko wzrasta importochłonność polskiej gospodarki. Do zwiększenia deficytu obrotów handlowych przyczyniły się ponadto czynniki zewnętrzne, takie jak: niski popyt na głównych rynkach zbytu oraz deprecjacja euro. Jednakże dane GUS o wolumenie obrotów handlowych w okresie 11 miesięcy 1999 r. wskazują na stopniowy wzrost wolumenu importu w II połowie roku.

Wpływy z tytułu usług wyniosły 3,3 mld USD, co oznacza spadek o 10,3% w porównaniu z 1998 r. Wypłaty wzrosły o 17,6%, osiągając poziom 4,9 mld USD. W efekcie ukształtował się deficyt w wysokości 1,6 mld USD. Źródłem nierównowagi były przede wszystkim ujemne salda z tytułu: pozostałych usług handlowych (0,5 mld USD), patentów, praw autorskich i opłat licencyjnych (0,3 mld USD), usług budowlanych (0,3 mld USD). Jednocześnie

¹⁰ Spadek rezerw oficjalnych (stanowiących przeważającą część aktywów zagranicznych netto) w 1999 r. do poziomu 25,5 mld USD, czyli o 1,9 mld USD wobec 1998 r., wynikał w przeważającej części ze zmian kursów krzyżowych. Gdyby wartość dolara na światowych rynkach walutowych nie zmieniła się w 1999 r., to rezerwy oficjalne osiągnęłyby poziom 27,1 mld USD.

w 1999 r. poważnie zmalała nadwyżka z tytułu usług transportowych (osiągając poziom 0,2 mld USD).

Deficyt w zakresie rozliczeń aktywów i pasywów zagranicznych podmiotów krajowych wyniósł 0,8 mld USD. Wpływy wyniosły 1,9 mld USD, a wypłaty 2,7 mld USD. Do powstania deficytu przyczyniły się ujemne salda: odsetek od kredytów (0,9 mld USD) oraz rozliczeń z tytułu dochodów z inwestycji bezpośrednich (0,3 mld USD). Nadwyżki, uzyskane z tytułu dochodów od dłużnych papierów wartościowych, w tym przede wszystkim rezerw walutowych ulokowanych w papierach wartościowych przez NBP (0,7 mld USD), wpłynęły one na obniżenie deficytu całej pozycji dochodów.

Nadwyżka w zakresie transferów, w wysokości 1,6 mld USD, była wynikiem zarówno dodatniego salda transferów sektora rządowego (0,2 mld USD), jak i dodatniego salda transferów pozostałych sektorów (1,4 mld USD). W transferach rządowych dominowały dary i pomoc bezzwrotna otrzymana od rządów zagranicznych (0,2 mld USD). O nadwyżce w transferach dla pozostałych sektorów zdecydowało przede wszystkim dodatnie saldo wpłat i wypłat z rachunków walutowych A (0,8 mld USD).

Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w 1999 r. 3,6 mld USD, a więc o 2,4 mld USD mniej niż w poprzednim roku. Znaczne obniżenie dodatniego salda tej części obrotów bieżących wynikało głównie ze spadku wpływów z tytułu handlu przygranicznego wskutek ograniczenia wolumenu zakupów dokonywanych w Polsce przez obywateli krajów Europy Wschodniej.

W roku 1999 nadwyżka w części kapitałowej i finansowej bilansu płatniczego wyniosła 7,8 mld USD wobec 10,8 mld USD w 1998 r. Obniżenie dodatniego salda kapitałowego było wypadkową wyraźnie większego w stosunku do 1998 r. napływu zagranicznego kapitału w formie inwestycji bezpośrednich przy jednoczesnym znacznym odpływie kapitału z tytułu wzrostu lokat systemu bankowego w bankach zagranicznych. Ta zmiana miała decydujący wpływ na redukcję nadwyżki całego rachunku finansowego w porównaniu z 1998 r.

Napływ netto kapitału w formie inwestycji bezpośrednich w 1999 r. ukształtował się na poziomie 6,4 mld USD i był o 26% wyższy niż w 1998 r. Do tej zmiany przyczynił się głównie wzrost napływu netto zagranicznych inwestycji bezpośrednich do poziomu 6,5 mld USD, czyli o 27% więcej w porównaniu z 1998 r. Saldo polskich inwestycji bezpośrednich wyniosło – 0,1 mld USD. W 1999 r. w niewielkim stopniu zmieniła się struktura napływu zagranicznych

inwestycji bezpośrednich. Udział kredytów otrzymanych w saldzie zagranicznych inwestycji bezpośrednich wzrósł z 31% w 1998 r. do 34% w 1999 r. Należy zaznaczyć, że o ile w pierwszej połowie roku wskaźnik ten wyniósł 55%, o tyle w drugiej nastąpiła zmiana struktury napływającego kapitału na rzecz zakupu akcji i udziałów w polskich przedsiębiorstwach. Zakupy te były dokonywane w większości w drodze prywatyzacji kapitałowej – sprzedaży udziałów Skarbu Państwa, nie zaś poprzez nabywanie akcji na rynku wtórnym. Do największych przedsięwzięć prywatyzacyjnych w 1999 r. należała sprzedaż większościowych pakietów akcji Banku Pekao SA i Banku Zachodniego SA. Większa wartość zrealizowanych transakcji prywatyzacyjnych w stosunku do 1998 r. zadecydowała o wzroście napływu netto kapitału w formie inwestycji bezpośrednich w 1999 r.

Wartość inwestycji portfelowych netto w 1999 r. wyniosła 1,4 mld USD, tj. o 8,9% więcej niż w 1998 r. Wzrost ten był wywołany niemal w całości przez zahamowanie odpływu netto polskich inwestycji portfelowych. O końcowym dodatnim saldzie inwestycji portfelowych zadecydowały wyniki IV kwartału 1999 r. Po trzech kwartałach wartość salda wynosiła -0,3 mld USD, podobnie jak w 1998 r., natomiast IV kwartał 1999 r. był okresem najsilniejszego napływu kapitału zagranicznego w formie inwestycji portfelowych. W przypadku inwestycji w papiery dłużne duży napływ kapitału związany był z emisjami euroobligacji przez Telekomunikację Polską SA i Polską Telefonię Cyfrową oraz emisją GDR-ów przez Polski Koncern Naftowy. Jeśli natomiast chodzi o inwestycje udziałowe, to miały tu wpływ takie czynniki, jak: intensyfikacja działań prywatyzacyjnych i poprawiające się wyniki ekonomiczne przedsiębiorstw.

W ostatnich latach silnie rosły obroty na rachunku polskich inwestycji portfelowych, a w 1999 r. były one szczególnie duże i niemal trzykrotnie przewyższały obroty z tytułu zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce. Było to wynikiem silnego uaktywnienia się krajowych inwestorów na rynku instrumentów pochodnych.

W drugiej połowie 1999 r. nadal wzrastały polskie lokaty w bankach zagranicznych, co zadecydowało o odpływie kapitału netto w kwocie 2,7 mld USD. Odwrotna sytuacja wystąpiła w 1998 r. kiedy saldo było dodatnie i wynosiło 2,2 mld USD. Takie zachowanie sektora bankowego mogło wynikać z oczekiwań deprecjacji złotego oraz efektów zniesienia fixingu transakcyjnego z dniem 7 czerwca 1999 r.

Saldo w zakresie polskich zobowiązań wobec zagranicy, podobnie jak w poprzednim roku było dodatnie, co oznacza napływ kapitału zagranicznego do kraju. Napływ ten był o 22,7% wyższy niż w 1998 r. i wyniósł 2,2 mld USD.

W 1999 r. trzykrotnie wzrosło wykorzystanie kredytów krótkoterminowych (do 1 roku włącznie); wyniosło ono 0,9 mld USD wobec 0,3 mld USD w 1998 r. Wykorzystanie kredytów o terminie spłaty powyżej 1 roku wzrosło z poziomu 3,2 mld USD w 1998 r. do 4,4 mld USD w 1999 r., przy istotnie wyższej wartości spłaconych rat kapitałowych, odpowiednio z 1,5 mld USD do 2,3 mld USD.

Obsługa zadłużenia zagranicznego w 1999 r. wyniosła 3,3 mld USD, w tym 1,0 mld USD z tytułu odsetek od kredytów i dłużnych papierów wartościowych oraz 2,3 mld USD z tytułu rat kapitałowych.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym zwiększyło się w 1999 r. o 3,4 mld zł i osiągnęło na koniec roku poziom 64,7 mld zł, tj. o 5,6% wyższy w porównaniu z grudniem 1998 r. Było to rezultatem przyrostu zarówno jego zobowiązań: o 8,1 mld zł (o 10,4%), jak i depozytów: o 4,6 mld zł (o 28,0 %).

W ciągu roku poziom zadłużenia netto sektora budżetowego charakteryzował się dużą zmiennością, zarówno co do tempa, jak i kierunku. Kształtowanie się tej wielkości było zdeterminowane bieżącą sytuacją finansową poszczególnych jego segmentów, tj. budżetu państwa, budżetów lokalnych, funduszy celowych, jak również rozmiarami środków finansujących potrzeby pożyczkowe budżetu, pochodzących z rynku papierów skarbowych oraz ze sprzedaży majątku narodowego.

W pierwszej połowie 1999 r. kredyt netto dla sektora budżetowego wzrósł o 4 mld zł, tj. o 6,5%. Jego dynamiczny przyrost wynikał z wysokich potrzeb pożyczkowych, głównie z konieczności sfinansowania gwałtownie narastającego deficytu budżetu państwa. Niedobór budżetu państwa wyniósł w końcu czerwca 1999 r. 11,3 mld zł, tj. sięgnął 88,4% dopuszczalnego poziomu przyjętego w ustawie budżetowej na 1999 r. Mimo iż w okresie tym odnotowano znaczny dopływ środków ze źródeł pozabankowych (ok. 6,9 mld zł) oraz przychodów z prywatyzacji (ok. 2,4 mld zł), to nie wystarczało to na pokrycie wysokich potrzeb zgłaszanych przez budżet państwa.

W kolejnych miesiącach roku, aż do listopada ub.r., sektor budżetowy zmniejszył swoje zobowiązania netto wobec systemu bankowego o 5,4 mld zł. Spadek zadłużenia netto w tym okresie był możliwy dzięki wyraźnej poprawie sytuacji budżetu państwa, głównie w wyniku polityki ograniczania bieżących wydatków budżetowych. Uzyskane wysokie przychody z prywatyzacji (10,8 mld zł) pozwoliły na pokrycie bieżących potrzeb pożyczkowych (w tym udzielenie przez budżet państwa pożyczki dla Zakładu Ubezpieczeń Społecznych¹¹) oraz odłożenie znacznych środków na rachunkach budżetowych w NBP.

Jednocześnie w okresie tym odnotowano narastanie deficytów innych elementów sektora finansów publicznych, głównie Funduszu Ubezpieczeń Społecznych, które odzwierciedlało się wzrostem zadłużenia netto w systemie bankowym o 2,2 mld zł (w I półroczu ub.r. wystąpił spadek o 2,8 mld zł). Było to wynikiem m.in. wzrostu kredytów zaciąganych przez Zakład Ubezpieczeń Społecznych w bankach komercyjnych w celu zapewnienia środków na bieżące wypłaty emerytur i rent (na koniec listopada kredyty te stanowiły 2,6 mld zł).

W ostatnim miesiącu roku zadłużenie netto sektora budżetowego gwałtownie wzrosło - zadłużenie w systemie bankowym zwiększyło się o 4,8 mld zł, a jego tempo wzrostu, w stosunku do poprzedniego miesiąca, wyniosło 8% i było wyższe niż odnotowane w całym 1999 r. Grudniowy przyrost zadłużenia wynikał, podobnie jak w latach ubiegłych, z konieczności sfinansowania potrzeb pożyczkowych budżetu, przypadających w tym okresie i w pierwszych dniach nadchodzącego roku. W efekcie tego na koniec roku wystąpił poważny spadek stanu depozytów budżetowych w systemie bankowym, głównie budżetu państwa i budżetów lokalnych.

Należy podkreślić, że na kształtowanie się zadłużenia netto całego sektora budżetowego coraz większy wpływ ma sytuacja budżetów lokalnych i funduszy celowych. O ile w latach ubiegłych wykazywały one nadwyżkę środków nad zobowiązaniami, o tyle w 1998 r. i w 1999 r. przyczyniały się do wzrostu zadłużenia netto sektora budżetowego (odpowiednio o: 0,5 mld zł i 0,8 mld zł).

¹¹ W związku z narastającymi problemami finansowymi Funduszu Ubezpieczeń Społecznych dokonano nowelizacji ustawy o ubezpieczeniach społecznych. W wyniku tego Zakład Ubezpieczeń Społecznych mógł pożyczyć z budżetu państwa kwotę nie przekraczającą 4 mld zł. Środki na ten cel miały pochodzić z wpływów z prywatyzacji.

W roku 1999 dalszemu zmniejszeniu uległ udział zadłużenia netto sektora budżetowego w tworzeniu pieniądza ogółem. W 1999 r. udział ten wyniósł 8,0% wobec 13,5% w 1998 r. Tendencja do spadku roli sektora budżetowego w kreacji pieniądza jest wynikiem utrzymywania się wysokiego zaangażowania sektora pozabankowego w finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu. W 1999 r. dodatkowym czynnikiem okazały się nieoczekiwanie wysokie przychody z prywatyzowanego majątku narodowego (wpływy z prywatyzacji w 1999 r. wyniosły 13,2 mld zł wobec planowanych 6,9 mld zł). W związku z powyższym, znaczne pogorszenie się w 1999 r. sytuacji sektora budżetowego – wzrost deficytu całego sektora finansów publicznych - nie znalazło odzwierciedlenia w skonsolidowanym bilansie systemu bankowego.

III INSTRUMENTY REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ

3.1. Stopa procentowa

Podstawowym instrumentem wykorzystywanym przez Radę Polityki Pieniężnej do realizacji polityki pieniężnej w 1999 r. była stopa procentowa. NBP oddziaływał na rynkowe stopy procentowe bezpośrednio, za pomocą stopy oprocentowania operacji otwartego rynku, oraz pośrednio, poprzez oprocentowanie kredytu lombardowego.

Początkowo, zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej*, krótkookresowym celem Rady Polityki Pieniężnej było obniżenie inflacji do poziomu 8-8,5% w grudniu 1999 r. Jak wspomniano wcześniej, w marcu RPP skorygowała poziom celu inflacyjnego i ostatecznie określiła go na 6,6%-7,8%. Nie został on jednak zrealizowany – w grudniu inflacja wyniosła 9,8%. Oznacza to, że pod koniec roku 1999 inflacja była wyższa niż w grudniu 1998 r. Z uwagi na niskie tempo wzrostu cen w pierwszej połowie roku średnioroczna stopa inflacji osiągnęła poziom 7,3%, co oznacza spadek w stosunku do poprzedniego roku o 4,5 pkt. proc.

W pierwszych dwóch miesiącach roku inflacja spadała, co było wynikiem utrzymywania się nadwyżkowej podaży, w tym przede wszystkim artykułów żywnościowych, z powodu utraty rynków wschodnich po kryzysie rosyjskim. W związku z oczekiwanym dalszym spadkiem inflacji w 1999 r. oraz z uwagi na zapowiadane zaostrzenie polityki fiskalnej, Rada Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o obniżeniu z dniem 21 stycznia 1999 r. podstawowych stóp procentowych. W warunkach znacznej otwartości gospodarki polskiej na przepływy kapitałowe, zmniejszenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej i wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej były niezbędne z punktu widzenia realizacji średniookresowego celu inflacyjnego i stabilnego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Decyzją RPP stopa kredytu lombardowego została zatem obniżona z 20% do 17%, stopa redyskonta weksli z 18,25% do 15,5%, a stopa referencyjna (minimalna stopa rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku) z 15,5% do 13%. Obniżenie stóp procentowych w tak znacznej skali (250-300 punktów bazowych) miało także wyeliminować oczekiwania rynku na dalszy spadek oprocentowania, a przez to zmniejszyć napływ kapitału krótkoterminowego do Polski.

Rzeczywisty przebieg procesów gospodarczych był inny, niż oczekiwała Rada Polityki Pieniężnej. W drugiej połowie roku inflacja zaczęła stosunkowo szybko rosnąć, przede wszystkim z powodu wzrostu cen paliw i żywności. Gwałtownie wzrosły ceny ropy naftowej na

rynkach światowych, a równocześnie ze względu na kłopoty finansowe budżetu, wprowadzono większe, niż pierwotnie zakładano, podwyżki akcyzy na paliwa. Wobec wysokiego stopnia monopolizacji rynku paliw ten wzrost akcyzy przełożył się na silny wzrost cen detalicznych paliw. Zwiększył się ponadto zakres ochrony rynku żywności i surowców dla przemysłu spożywczego. Podniesiono niektóre stawki celne, wprowadzono kontyngenty ilościowe, oraz zwiększono skalę interwencji na rynku rolnym. Działania te nałożyły się na gorszy niż w poprzednim roku urodzaj i w rezultacie w II połowie roku (od sierpnia) ceny żywności zaczęły rosnać szybciej niż ogólny wskaźnik inflacji.

W 1999 r. nie zrealizowano założonego stopnia restrykcyjności polityki fiskalnej. Deficyt sektora finansów publicznych znacznie przekroczył zakładany poziom. W ten sposób polityka fiskalna stała się istotnym źródłem kreacji popytu konsumpcyjnego. W tych warunkach polityka pieniężna okazała się zbyt mało restrykcyjna.

Odbiciem tego zjawiska był znaczny wzrost popytu osób prywatnych na kredyty i jednocześnie spadek dynamiki depozytów złotych. W części na taki przebieg dynamiki kredytów i depozytów oddziaływała obniżona stopa procentowa oraz oczekiwania na jej dalszy spadek. W efekcie, w porównaniu z ubiegłym rokiem w konsumpcji indywidualnej zwiększył się udział konsumpcji finansowanej za pomocą kredytu. Wysoka dynamika kredytów osób prywatnych wynikała również z coraz łatwiejszego dostępu do kredytów. Na rynku działała duża liczba pośredników niebankowych, mniejsze były również wymagania związane z uzyskaniem oraz zabezpieczeniem kredytu.

Nadmierny popyt krajowy przyczynił się do wzrostu deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Rosła tym samym niepewność inwestorów oraz podatność złotego na deprecjację. Deprecjacja waluty krajowej była więc kolejnym czynnikiem zwiększającym inflację.

Opisane źródła inflacji w sposób skumulowany przyczyniły się do skokowego jej wzrostu. Od sierpnia do końca ubiegłego roku dynamika inflacji szybko rosła. W tej sytuacji Rada dwukrotnie podniosła stopy procentowe. 23 września o 1 pkt. proc. wzrosła interwencyjna stopa procentowa. Z dniem 18 listopada podniesiono również stopę lombardową i redyskonta weksli; odpowiednio do poziomu 20,5% i 19%, czyli o 3,5 pkt. proc., i ponownie stopę referencyjną – do 16,5%, tzn. o 2,5 pkt. proc. W rezultacie pod koniec 1999 r. podstawowe stopy procentowe banku centralnego były wyższe niż w grudniu 1998 r. Z uwagi jednak na opóźnienia w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, skutki podwyżki stóp procentowych w postaci spadku dynamiki popytu krajowego i zmniejszenia presji inflacyjnej mogą wystąpić dopiero w 2000 r.

3.2. Operacje otwartego rynku

Podstawowym instrumentem wykorzystywanym do kontroli płynnych rezerw banków i stabilizowania rynkowych stóp procentowych były operacje otwartego rynku.

W 1999 r. saldo operacji otwartego rynku spadło ogółem o 17,4 mld zł. Spadek ten spowodowany był zasadniczo ograniczeniem emisji bonów pieniężnych NBP. Emisja 28-dniowych bonów pieniężnych była w 1999 r. praktycznie jedynym instrumentem wykorzystywanym przez NBP w celu absorpcji płynności. W grudniu 1999 r. NBP emitował przejściowo bony o krótszych terminach zapadalności (1, 7 i 14 dni), co było podyktowane koniecznością regulacji płynności w systemie bankowym, w związku z problemem roku 2000.

W 1999 r. Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie podejmowała decyzję o zmianie minimalnej rentowności bonów pieniężnych NBP. Na pierwszym posiedzeniu Rady, w styczniu 1999 r. obniżono stopę referencyjną do 13%, po czym dwukrotnie ją podwyższono: we wrześniu o 1 pkt proc. i w listopadzie o 2,5 pkt. proc. Podwyżki te sprawiły, że na koniec 1999 r. rentowność emitowanych przez NBP bonów pieniężnych była wyższa o 1 pkt proc. od rentowności z końca roku 1998 i wynosiła 16,5%.

W 1999 r. nastąpił spadek płynności w systemie bankowym, czego główną przyczyną było zaniechanie przez NBP skupu walut od banków komercyjnych. Dzięki tej decyzji wyeliminowano przyrost płynności z tytułu przyrostu aktywów zagranicznych netto, największego w ciągu ostatnich lat źródła płynności. W obecnej sytuacji jedynym zmieniającym się znacznie źródłem płynności w krótkim okresie jest kredyt dla budżetu netto. Jego wahania spowodowane są głównie okresowym spadkiem depozytów budżetowych w banku centralnym.

Podaż bonów pieniężnych w 1999 r., podobnie jak w roku 1998, przewyższała zgłaszany na nie popyt. NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 384,3 mld zł, otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 304,2 mld zł. NBP zaakceptował oferty banków o wartości nominalnej 300,7 mld zł.

3.3. Kurs walutowy

W 1999 r. kurs złotego nadal kształtował się w ramach dotychczasowego systemu, a zatem obowiązywał mechanizm pełzającej dewaluacji parytetu centralnego względem koszyka walut oraz pasmo dopuszczalnych wahań kursu rynkowego. W związku z wprowadzeniem jednolitej waluty europejskiej – euro – został zmodyfikowany skład koszyka walutowego, z

którym związana była wartość złotego. Na mocy decyzji Rady Ministrów i Rady Polityki Pieniężnej od 1 stycznia 1999 r. koszyk składał się w 55% z euro i w 45% z dolara amerykańskiego.

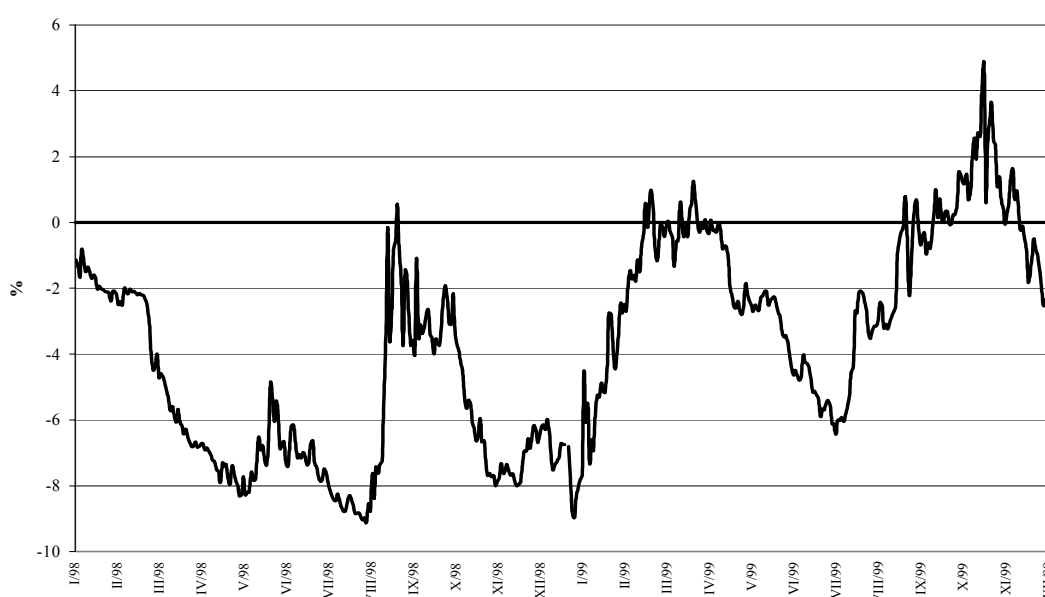
W 1999 r. NBP podejmował działania, zmierzające do upłynnienia kursu polskiej waluty. I tak z dniem 25 marca 1999 r. tempo miesięcznej dewaluacji kursu centralnego obniżone zostało z 0,5% do 0,3%, co dostosowało jego wysokość do nowego celu inflacyjnego na 1999 r. oraz do zmniejszającej się różnicy między krajową a zagraniczną stopą wzrostu cen. Jednocześnie rozszerzony został korytarz dopuszczalnych wahań kursu rynkowego NBP wokół parytetu centralnego z $\pm 12,5\%$ do $\pm 15\%$. Towarzyszyło temu ograniczanie obecności NBP na rynku walutowym. Decydującym w tym zakresie posunięciem było zlikwidowanie z dniem 7 czerwca 1999 r. fixingu transakcyjnego. Jednocześnie NBP w roku ubiegłym nie przeprowadzał bezpośrednich interwencji walutowych. Zniesienie obowiązku dokonywania przez bank centralny transakcji walutowych z bankami komercyjnymi w trakcie sesji fixingowej stanowiło istotny bodziec dla rozwoju krajowego międzybankowego rynku dewizowego, a tym samym wzmocnienia rynkowego charakteru kursu złotego. Nowe zasady ustalania kursu średniego NBP, będącego od 7 czerwca 1999 r. jedynie odbiciem notowań rynku z określonej godziny, zbliżają nasz system do rozwiązań stosowanych na rozwiniętych rynkach walutowych.

Powyższe zmiany w ramach mechanizmu kursowego wpłynęły na poprawę warunków działania polityki pieniężnej w realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. Dzięki zahamowaniu przyrostu rezerw oficjalnych brutto zostało ograniczone najważniejsze w ciągu ostatnich 2 lat źródło kreacji pieniądza. Pozwoliło to na istotne obniżenie skali prowadzonych przez NBP operacji otwartego rynku, co zmniejszało koszty prowadzenia polityki pieniężnej. Stworzenie możliwości wahań rynkowego kursu złotego w 30-procentowym paśmie poszerzało swobodę działania władzy monetarnej. W efekcie w 1999 r. znacznie wzrósł przekazywany do budżetu zysk banku.

Uelastycznienie kursu złotego pozwoliło na silniejsze uaktywnienie rynkowego mechanizmu dostosowawczego, reagującego na rozwój sytuacji w bilansie płatniczym. Wobec pogłębienia się w 1999 r. nierównowagi w obrotach bieżących, obniżenie się nadwyżki w obrotach kapitałowych, nasiliła się deprecjacja kursu polskiej waluty. Przeciętne odchylenie kursu fixingowego od parytetu centralnego wyniosło w całym roku 1,9% po stronie aprecjacyjnej parytetu, podczas gdy w roku 1998 wynosiło 5,6%. Jednakże ten kursowy mechanizm dostosowawczy był zakłócany napływem dewiz związanych z procesem prywatyzacji gospodarki polskiej. Okresowo wywoływał on silną presję na aprecjację złotego

(patrz wykres nr 1). Podobnie jak w 1998 r., kurs złotego podlegał relatywnie dużym wahaniom, których źródłem były przede wszystkim czynniki związane z wewnętrzną sytuacją makroekonomiczną. Zmienność kursu złotego w 1999 r. była nieznacznie wyższa niż w 1998 r. Rozpiętość wahań w 1999 r. wyniosła ok. 13,8%, przy czym największe odchylenie kursu rynkowego od parytetu centralnego, w wysokości prawie 9% w kierunku aprecjacji wystąpiło w styczniu. Z kolei w listopadzie złoty najsilniej odchylił się od centralnego parytetu w kierunku deprecjacji: o 4,8%.

Wykres nr 1

Odchylenie kursu rynkowego złotego^{1/} od parytetu centralnego

1/ kurs średni fixingowy wobec euro i dolara amerykańskiego.

Pierwszy kwartał 1999 r. charakteryzował się silną deprecjacją złotego wobec walut obcych. Do najważniejszych wydarzeń zewnętrznych, które wpływały na osłabianie złotego należały: kryzys brazylijskiego reala oraz wybuch konfliktu w Kosowie. Impulsem, wzmacniającym tendencję deprecjacji złotego, było obniżenie przez Radę Polityki Pieniężnej w styczniu podstawowych stóp procentowych, co przyczyniło się - przy niekorzystnych sygnałach dotyczących polskiej gospodarki oraz całego regionu rynków wschodzących - do wyraźnego obniżenia zainteresowania zagranicznego kapitału inwestycjami na polskim rynku. Presję deprecjacyjną złotego wzmacniały działania polskich banków na rynku walutowym.

W II kwartale 1999 r., po okresie ustabilizowania się kursu złotego na poziomie parytetu, uwidoczniła się tendencja do aprecjacji złotego. Umacnianie się polskiej waluty było efektem ogólnej poprawy klimatu inwestycyjnego na świecie i wzrastającego zaufania inwestorów

zagranicznych do kondycji polskiej gospodarki, dzięki stopniowej poprawie jej wyników ekonomicznych i intensyfikacji procesów prywatyzacyjnych. Pozytywne oceny gospodarki polskiej, znajdujące wyraz w podniesieniu przez międzynarodowe agencje ratingu inwestycyjnego Polski, sprzyjały wyraźnemu nasileniu oczekiwań aprecjacyjnych na polskim rynku walutowym.¹²

W efekcie powyższych tendencji w I półroczu 1999 r. nominalny efektywny kurs złotego obniżył się (licząc w ujęciu: czerwiec 1999 r. w stosunku do grudnia 1998 r.) o 3,3%, co kontrastowało z sytuacją w roku 1998, kiedy w analogicznym okresie wystąpiła nominalna aprecjacja o skali 2,3%.

W II połowie roku, przy ogólnej poprawie klimatu inwestycyjnego na świecie, kurs złotego kształtowały czynniki wewnętrzne związane ze stanem polskiej gospodarki. Spadek wartości złotego był efektem pogarszających się wskaźników makroekonomicznych, przede wszystkim pogłębiającej się luki w obrotach bieżących bilansu płatniczego i wciąż utrzymującej się trudnej sytuacji sektora finansów publicznych. Wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz nadal relatywnie szybkie tempo wzrostu akcji kredytowej wzmocniły prawdopodobieństwo podwyższenia stóp procentowych, co wpływało przejściowo na pogłębienie presji deprecjacyjnej złotego. Podobny efekt wywołały wydarzenia polityczne związane z próbą zmiany systemu podatkowego. Spadek wartości złotego wynikał też w pewnej mierze z opublikowania informacji o planie zatrzymania części wpływów w walutach wymiennalnych z prywatyzacji na specjalnym rachunku w NBP z ich przeznaczeniem na spłatę zadłużenia zagranicznego. Utworzenie rachunku miało przyczynić się do ograniczenia nadmiernych wahań kursu złotego w stosunku do walut wymiennalnych. W grudniu, w następstwie wygasania obaw dotyczących zmiany daty, zmniejszenia ryzyka politycznego oraz zaostrzenia polityki pieniężnej, kurs złotego powrócił na ścieżkę wzrostu. Dodatkowym czynnikiem wspierającym nastroje aprecjacyjne był optymizm inwestorów, związany z oczekiwaniami pełnego upłynnienia kursu złotego. Ostatecznie przeciętne odchylenie kursu rynkowego od parytetu wyniosło w II połowie roku 1,3% w kierunku aprecjacji, wobec 2,5% w I połowie roku.

¹² Agencja *Standard & Poor's* podniosła główny rating dla polskich długoterminowych papierów nominowanych w walutach obcych z „BBB-„ do „BBB”. Dodatkowo został podwyższony rating długoterminowego zadłużenia złotowego z „A-” do „A”.

W efekcie przedstawionych wyżej tendencji nominalny efektywny kurs złotego obniżył się w 1999 r. o 6,9% wobec spadku o 3,0% w 1998 r. (licząc grudzień do grudnia), natomiast w ujęciu średniorocznym skala nominalnej deprecjacji wyniosła 9,0% w 1999 r. wobec 5,4% w 1998 r. Także zmiany realnego efektywnego kursu złotego wskazują na osłabienie złotego w 1999 r. w stosunku do roku 1998. W ujęciu średniorocznym indeks ten mierzony wskaźnikiem cen produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej oraz wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżył się odpowiednio o 4,2% i 3,2%. Znaczny wpływ na kształtowanie się kursu złotego wobec najważniejszych walut w obrotach płatniczych z zagranicą miała w 1999 r. silna deprecjacja euro wobec dolara amerykańskiego (w skali całego roku wyniosła 16,3%).

W warunkach realnej efektywnej deprecjacji złotego tak duża skala osłabienia euro ograniczała możliwości polepszenia sytuacji konkurencyjnej Polski wobec krajów Unii Europejskiej – naszego głównego rynku zbytu. Podczas gdy złoty uległ realnej deprecjacji wobec dolara amerykańskiego o 12,7%, to wobec euro polska waluta wzmocniła się w kategoriach realnych o 2,9% (licząc grudzień do grudnia, przy uwzględnieniu wskaźnika cen produkcji sprzedanej przemysłu w przetwórstwie przemysłowym).

3.4. Refinansowanie banków

W 1999 r. nie zmieniły się zasady refinansowania banków przez Narodowy Bank Polski.

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami, banki mogły zadłużać się w NBP z tytułu :

- kredytu lombardowego pod zastaw skarbowych papierów wartościowych,
- redyskonta weksli.

Zadłużenie banków ogółem obniżyło się w skali roku o 7,3%.

Redyskonto weksli w roku ubiegłym obniżyło się o prawie 20%, co było efektem angażowania przez banki własnych środków w finansowanie skupu płodów rolnych.

Sezonowość akcji skupu jest przyczyną zmniejszania się redyskonta w pierwszych trzech kwartałach roku, a następnie wzrostu popytu na ten kredyt w IV kwartale. Tendencja taka wystąpiła również w 1999 r.

Kredyt lombardowy nie stanowił w omawianym okresie aktywnego instrumentu polityki pieniężnej. W lutym, w maju i w listopadzie banki zadłużały się w NBP w celu wyrównania wymaganych stanów rezerwy obowiązkowej i miało to charakter doraźny.

Wielkość kredytu refinansowego na inwestycje centralne, wynosząca na koniec 1999 r. 5,1 mld zł, była o 8,3% niższa od stanu na koniec 1998 r. Zmniejszenie zadłużenia powstało w

wyniku dokonanych przez banki spłat kredytu, które wyniosły 0,5 mld zł. W 1999 r. nie uruchamiano już nowych środków na wypłaty bieżące, a całe zadłużenie z tytułu kredytu refinansowego na inwestycje centralne od początku roku było w ewidencji NBP ujęte jako zadłużenie w stanie spłaty. Wiązało się to bezpośrednio z zakończeniem w grudniu 1998 r. największej kredytowanej inwestycji centralnej – Elektrowni Opole. W ogólnej kwocie kredytu refinansowego na inwestycje centralne ponad 64,5% stanowiły odsetki skapitalizowane w latach ubiegłych naliczane w okresie ich realizacji (w 1998 r. udział ten był nieco niższy i wyniósł 63,7%).

W 1999 r. uległo likwidacji zadłużenie z tytułu kredytu lombardowego na restrukturyzację. Na koniec grudnia 1998 r. wysokość zadłużenia z tego tytułu wynosiła 11,2 mln zł, a w ciągu 1999 r. banki spłaciły kredyt zgodnie z terminami określonymi w zawartych umowach. Kredyt lombardowy na restrukturyzację, zgodnie z przyjętymi w 1993 r. założeniami polityki pieniężnej, był wyrazem wspierania przez NBP procesów gospodarczych. Kredyt ten był oprocentowany na warunkach preferencyjnych, według stopy wynoszącej 0,7 zmiennej stawki oprocentowania kredytu lombardowego.

3.5. Rezerwa obowiązkowa

Rezerwa obowiązkowa w 1999 r. utrzymywana była na rachunkach bieżących banków w NBP, na rachunkach rezerwy obowiązkowej i w gotówce w kasach banków.

Z dniem 1 stycznia 1999 r. zmieniły się zasady naliczania rezerwy obowiązkowej. Począwszy od rezerwy obowiązkowej od depozytów ze stycznia 1999 r., za podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej przyjęto średnią arytmetyczną depozytów z każdego dnia miesiąca. Poprzednio podstawę naliczania rezerwy stanowiła średnia stanów depozytowych z 10-tego, 20-tego i z ostatniego dnia miesiąca.

Do 29 września 1999 r. obowiązywały następujące stawki stopy rezerwy obowiązkowej: 20% od depozytów złotych płatnych na każde żądanie, 11% od terminowych depozytów złotych oraz 5% od depozytów walutowych płatnych na każde żądanie i terminowych depozytów walutowych. Od 30 września 1999 r., uchwałą Rady Polityki Pieniężnej, stopa rezerwy obowiązkowej została obniżona do 5% dla wszystkich rodzajów depozytów. Za środki uwolnione w wyniku obniżenia stopy rezerwy 67 banków zakupiło wyemitowane przez NBP obligacje: sześć-, siedmio-, ośmio-, dziewięcio- i dziesięcioletnie.

Emisja tych obligacji nastąpiła w ramach wiązanej operacji, w której w dniu 30 września 1999 r. zostało skonwertowane zadłużenie budżetu w NBP. Operacja konwersji, w połączeniu z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej zwiększa konkurencyjność polskiego systemu bankowego. Obniżanie obciążeń banków związanych z rezerwą obowiązkową jest długotrwałym procesem, obserwowanym w wielu krajach, w tym także w Europie 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. Przesunięcie zainteresowania rezydentów na produkty depozytowe i kredytowe oferowane przez banki zagraniczne osłabiłoby wpływ instrumentów NBP na ten segment rynku, ograniczając skuteczność polityki pieniężnej.

Kształtowanie się zmian w poziomie rezerwy obowiązkowej w 1999 r. przedstawia tablica nr 4.

Tablica nr 4

Rezerwa obowiązkowa w 1999 r.

(w mln zł)

Lp.	Wyszczególnienie	Stan na 31.12.1998 r.	Przyrost w 1999 r.				Stan na 31.12.1999 r.
			I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	
1.	Rezerwa wymagana ogółem z tego:	21.271,1	2.352,8	318,4	-13.986,3	120,2	10.076,2
1.1.	Rezerwa na rachunku w NBP	19.157,8	2.224,1	262,8	-12.671,9	101,2	9.074
1.2.	Zapas gotówki w kasach banków	2.113,4	128,6	55,6	-1.314,4	19,0	1.002,2

Nadwyżka środków rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym, w stosunku do wymaganego poziomu rezerw, wahała się w granicach od 0,1 mld zł w kwietniu 1999 r. do 0,6 mld zł w grudniu 1999 r.

Wielkość rezerwy obowiązkowej na koniec 1999 r. zmniejszyła się w porównaniu ze stanem na 31.12.1998 r. o 11,2 mld zł, tj. o 52,6%, przy jednoczesnym wzroście depozytów będących podstawą jej naliczania o 20,7%. Spadek kwoty rezerwy spowodowany był więc zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej, która do sierpnia 1999 r. wynosiła średnio 11,8%, a w IV kwartale 1999 r. 5%.

Średnia efektywna stopa rezerwy obowiązkowej, bez uwzględnienia zadeklarowanej gotówki w kasach banków, w ciągu pierwszych trzech kwartałów wynosiła ok. 10,6 %, a w IV kwartale obniżyła się do 4,5%.

Narodowy Bank Polski w ubiegłym roku nadal wspierał banki realizujące programy naprawcze, zwalniając je z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W 1999 r. zwolniono 4 banki komercyjne na kwotę 0,7 mld zł (w tym jednemu bankowi przedłużono zwolnienie, dwóm bankom rozszerzono zakres zwolnienia oraz jednemu bankowi udzielono zwolnienia po raz pierwszy) i 32 banki spółdzielcze (z tego w 23 bankach wznowiono i rozszerzono zakres zwolnienia, a w 9 bankach przyznano zwolnienie po raz pierwszy) na kwotę 0,1 mld zł. Za zwolnione środki banki zobowiązane były zakupić skarbowe papiery wartościowe lub bony pieniężne NBP, które stanowiły źródło dodatkowego dochodu i zabezpieczały zobowiązania wobec deponentów.

3.6. Operacja konwersji niezbywalnych należności budżetu państwa w NBP

Efektywność polityki pieniężnej w 1999 r. była osłabiona przez utrzymującą się nadpłynność w systemie bankowym. W 1999 r. NBP podjął działania, mające na celu przejście do stanu operacyjnego niedoboru płynności – przeprowadzono dwuetapową konwersję znajdujących się w portfelu NBP niezbywalnych papierów wartościowych Skarbu Państwa na obligacje zbywalne. W dniu 30 września 1999 r. nastąpił pierwszy etap tej konwersji, połączony z jednoczesnym obniżeniem stopy rezerwy obowiązkowej i emisją obligacji NBP o oprocentowaniu indeksowanym do inflacji. Należności z tytułu obligacji skarbowych nominowanych w USD, wyemitowanych w 1997 i 1998 r., tzw. starych obligacji konwersyjnych i jednostek rozrachunkowych, zamieniono na obligacje skarbowe o terminach zapadalności wynoszących 3, 4, 5 i 10 lat, o stałym kuponie odsetkowym, wynoszącym odpowiednio: 10%, 10%, 8,5% i 6%. Wartość nominalna nowych obligacji konwersyjnych wyniosła łącznie 12.305 mln zł i została podzielona równo na cztery części, pomiędzy poszczególne terminy zapadalności, odpowiednio po 3.076 mln zł. Odsetki należne do dnia konwersji zostały jednorazowo spłacone przez budżet państwa. W drugim etapie (29.12.1999 r.) konwersją objęto trzy transze obligacji wyemitowanych w celu pozyskania środków na wdrożenie umowy z Klubem Londyńskim. W zamian za obligacje o wartości nominalnej 3.053 mln zł, ze zmiennym kuponem odsetkowym, równym oprocentowaniu kredytu lombardowego w NBP, pozyskano 2-letnią zerokuponową obligację o wartości nominalnej 4.134 mln zł. Uzyskane w wyniku konwersji obligacje skarbowe będzie można sprzedać w ramach operacji otwartego rynku bankom, co pozwoli zaabsorbować nadwyżkę płynności tego sektora.

IV PODSUMOWANIE – OCENA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 1999 R.

Roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych na koniec 1999 r. wyniósł 9,8%. Oznacza to, że nie osiągnięto założonego na ub.r. krótkookresowego celu inflacyjnego, przyjętego w przedziale 6,6-7,8%.

Zmiany dynamiki wzrostu cen w 1999 r. podążały inną ścieżką niż w latach wcześniejszych. Po stosunkowo korzystnej pierwszej połowie roku, już od sierpnia (miesiąca, w którym ze względu na kształtowanie się cen artykułów rolnych zazwyczaj występuje obniżenie lub stabilizacja miesięcznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych) nastąpiło przyspieszenie inflacji.

Po pierwsze, nasilenie inflacji w 1999 r. należy wiązać ze wzrostem cen ropy naftowej na rynkach światowych. Ten zewnętrzny szok podaźowy, który przyjął postać ponad 20 podwyżek cen paliw na rynku krajowym, został jednak dodatkowo spotęgowany czynnikami wewnętrznymi: wzrostem podatku akcyzowego, deprecjacją złotego, a także utrzymywaniem się oligopolistycznej sytuacji w sektorze naftowym.

Po drugie, inflacjogeny charakter miały skutki zwiększonej w 1999 r. interwencji na rynku rolnym i zaostrzenie na tym obszarze gospodarki protekcji celnej, na co nałożyły się także gorsze, z powodu warunków atmosferycznych, zbiory. W konsekwencji, skutkiem wymienionych zjawisk był wzrost cen żywności, który przyczynił się do wzrostu inflacji w ostatnich pięciu miesiącach roku.

Po trzecie, na wzrost inflacji w 1999 r. miał wpływ zmniejszony stopień restrykcyjności polityki makroekonomicznej. Znacząca obniżka stóp procentowych w styczniu 1999 r. wynikała nie tylko z niemożności wcześniejszego określenia siły szoków podaźowych, które zagroziły osiągnięciu celu inflacyjnego, ale także z tego, że Rada Polityki Pieniężnej obniżając stopień restrykcyjności polityki pieniężnej uwzględniła zapowiadane zaostrzenie polityki fiskalnej. W sytuacji podwyższenia restrykcyjności tej ostatniej, luźniejsza polityka pieniężna spowodowałaby bowiem zmiany kombinacji obu tych polityk, nie doprowadzając do poluzowania polityki makroekonomicznej jako całości. Dzięki temu realizacja średniookresowego celu inflacyjnego mogłaby dokonywać się w korzystniejszych dla gospodarki warunkach.

Jednakże w roku 1999 polityka fiskalna znacznie odbiegała od założeń. Spadek stopnia jej restrykcyjności, wywołany przede wszystkim kłopotami finansowymi ZUS i Kas Chorych, spowodował, że skonsolidowany deficyt sektora finansów publicznych osiągnął rozmiary wyższe od oczekiwanych. W rezultacie przyczyniło się to do wzrostu popytu wewnętrznego w gospodarce.

Wobec nasilającej się od sierpnia 1999 r. presji inflacyjnej Rada Polityki Pieniężnej we wrześniu i listopadzie zdecydowała się na podwyżki stóp procentowych. W ich rezultacie nominalne stopy procentowe banku centralnego stały się wyższe niż na początku 1999 r. Jesienią ub.r. nastąpiło zatem zdecydowane zaostrzenie polityki pieniężnej, które jednak – ze względu na istotne opóźnienia w mechanizmie transmisji monetarnej – nie mogło już spowodować obniżenia rocznego wskaźnika inflacji do zakładanego na 1999 r. poziomu.

Załącznik nr 1

Zmiany podstawowych kategorii cen

Wyszczególnienie	I kw. 1999 r.	II kw. 1999 r.	III kw. 1999 r.	IV kw. 1999 r.	1999 r.
	zmiana w okresie w %				
Ceny towarów i usług konsumpcyjnych:	3,1	1,7	1,7	3,0	9,8
- żywność i napoje bezalkoholowe	0,7	0,5	0,0	4,7	6,0
- napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	4,3	1,9	2,6	1,5	10,7
- towary nieżywnościowe	2,0	2,1	3,5	2,6	10,6
- usługi	6,4	2,3	1,2	2,0	12,4
Ceny produkcji sprzedanej przemysłu:	2,1	1,2	2,4	2,2	8,1
- górnictwo i kopalnictwo	1,1	0,5	3,3	3,8	8,9
- przetwórstwo przemysłowe	1,5	1,0	2,5	2,3	7,5
- wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, wodę	7,1	2,9	0,4	0,3	10,9
Ceny produkcji budowlano-montażowej:	3,3	1,4	1,8	2,1	8,9
- wznoszenie budowli; inżynieria lądowa i wodna	3,0	1,3	1,8	2,2	8,5
- wykonywanie instalacji budowlanych	4,2	2,3	1,6	2,5	11,1

Bilans skonsolidowany systemu bankowego za 1999 r.

<i>BILANS SYSTEMU BANKOWEGO</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	
A K T Y W A			
1. Aktywa zagraniczne netto [mln USD] przyrost nominalnie / realnie [%]	27478,7 -2,9%	-791,2 -11,5%	26687,5
1. Aktywa zagraniczne netto [mln PLN] przyrost nominalnie / realnie [%]	96285,2 15,0%	14422,4 4,7%	110707,6
2. Aktywa krajowe netto przyrost nominalnie / realnie [%]	124494,6 22,7%	28296,5 11,8%	152791,1
2.1. Zadłużenie netto sektora budżetowego przyrost nominalnie / realnie [%]	61229,1 5,6%	3424,6 -3,8%	64653,7
2.2. Należności od osób pryw. i podm. gosp. przyrost nominalnie / realnie [%]	138482,3 27,0%	37448,1 15,7%	175930,4
2.3. Saldo pozostałych pozycji netto przyrost nominalnie / realnie [%]	-75216,8 16,7%	-12576,2 6,3%	-87793,0
AKTYWA OGÓŁEM	220779,8	42718,9	263498,7
P A S Y W A			
3. Pieniądz krajowy przyrost nominalnie / realnie [%]	187137,4 19,6%	36657,7 8,9%	223795,1
3.1. Pieniądz gotówkowy w obiegu (poza kasami banków) przyrost nominalnie / realnie [%]	30225,3 26,0%	7857,4 14,7%	38082,7
3.2. Zobowiązania złotowe przyrost nominalnie / realnie [%]	156912,1 18,4%	28800,3 7,8%	185712,4
4. Zobowiązania walutowe przyrost nominalnie / realnie [%]	33642,4 18,0%	6061,2 7,5%	39703,6
Zobowiązania walutowe [mln USD]	9601,1	-30,1	9571,1
PIENIĄDZ OGÓŁEM	220779,8	42718,9	263498,7
przyrost nominalnie / realnie [%]	19,3%	8,7%	
KURS WALUTOWY	3,5040	0,6443	4,1483
CPI [%]		9,8%	

Wybrane elementy bilansu NBP za 1999 r.

<i>POZYCJE</i>	<i>1998</i>		<i>1999</i>
1. Rezerwa oficjalna brutto [mln PLN]	95947	9811	105758
Rezerwa oficjalna brutto [mln USD]	27382	-1888	25494
2. Kredyt krajowy	20933	-2497	18436
3. Kredyt dla budżetu netto	13755	-1992	11763
4. Kredyt dla banków brutto	7118	-516	6602
4.1. Kredyt na inwestycje centralne	5614	-468	5146
4.2. Kredyt redyskontowy	202	-35	167
4.3. Kredyt lombardowy	11	-11	0
4.4. Kredyt w rachunku bieżącym	1291	-2	1289
5. Kredyt dla sektora niefinansowego	60	11	71
6. Pozostałe pozycje netto	-34655	-12039	-46694
7. Pieniądz rezerwowy	53646	-840	52806
8. Pieniądz gotówkowy w obiegu (z kasami banków)	33993	9382	43375
9. Rachunki banków	19653	-10222	9431
10. Rezerwa wymagana	19158	-10084	9074
11. Nadwyżka na rachunkach bieżących	495	-138	357
12. Bony pieniężne NBP	28576	-17443	11133
13. Obligacje NBP	0	13561	13561
14. Pozostałe depozyty [PLN]	3	-2	1
KURS WALUTOWY	3,5040	0,6443	4,1483
MNOŻNIK	4,12	0,87	4,99

Załącznik nr 4

Decyzje RPP w zakresie polityki pieniężnej w 1999 r.

<i>Uchwały Rady Polityki Pieniężnej</i>	<i>Data wejścia zmiany w życie</i>	<i>Wysokość stóp procentowych NBP</i>			<i>Mechanizm kursowy i rezerwa obowiązkowa</i>
		<i>lombardowa</i>	<i>redyskonta weksli</i>	<i>referencyjna</i>	
<i>Dane wejściowe: stan na 1 stycznia 1999 r.</i>		20,0	18,25	15,5	<i>tempo miesięcznej dewaluacji 0,5%, pasmo wahań kursu +/- 12,5%</i>
Z dn. 20 stycznia 1999 r.	21 stycznia	17,0	15,5	13,0	-
Z dn. 24 marca 1999 r.	25 marca	-	-	-	<i>Obniżenie tempa miesięcznej dewaluacji do 0,3%,</i>
Z dn. 24 marca 1999 r.	25 marca	-	-	-	<i>Zmiana pasma wahań kursu na +/- 15,0%</i>
Z dn. 24 marca 1999 r.	25 marca	<i>Zmiana założeń polityki pieniężnej na 1999 r. wskaźnik CPI XII/XII 6,6%-7,8%</i>			
Z dn. 21 lipca 1999 r.	30 września	-	-	-	<i>Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej od wszystkich rodzajów depozytów do 5%</i>
Z dn. 22 września 1999 r.	23 września	-	-	14,0	-
Z dn. 17 listopada 1999 r.	18 listopada	20,5	19,0	16,5	-

Źródło: Dzienniki Urzędowe NBP