

NARODOWY BANK POLSKI
RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE
Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI
PIENIĘŻNEJ W 1998 ROKU

Warszawa, 1999

SPIS TREŚCI

I.	WPROWADZENIE	3
II.	Uwarunkowania realizacji polityki pieniężnej w 1998 r.	4
	1. Uwarunkowania instytucjonalne	4
	2. Uwarunkowania wewnętrzne	5
	3. Uwarunkowania zewnętrzne	7
III.	Cel polityki pieniężnej w 1998 r. i jego realizacja	11
	1. Nowa strategia polityki pieniężnej	11
	2. Inflacja	12
	3. Pieniądz	14
	3.1. Podaż pieniądza ogółem i pieniądza rezerwowego	14
	3.2. Czynniki kreacji pieniądza	18
IV.	Instrumenty realizacji polityki pieniężnej	25
	1. Zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej	25
	2. Stopa procentowa	27
	3. Operacje otwartego rynku	28
	4. Kurs walutowy	30
	5. Refinansowanie banków	33
	6. Rezerwa obowiązkowa	35
	7. Wpływ instrumentów polityki pieniężnej na stan kredytów i depozytów	37
V.	Podsumowanie - ocena realizacji polityki pieniężnej w 1998 r.	40
	Załącznik nr 1: Bilans skonsolidowany systemu bankowego	44
	Załącznik nr 2: Decyzje RPP dotyczące instrumentów polityki pieniężnej w 1998 r.	45

I. Wprowadzenie

Od 1998 r. zmieniły się instytucjonalne warunki prowadzenia polityki pieniężnej przez NBP. Zgodnie z nową Konstytucją oraz Ustawą o Narodowym Banku Polskim powołano nowy organ - Radę Polityki Pieniężnej - odpowiedzialny za ustalanie zasad i podejmowanie decyzji w zakresie polityki monetarnej.

Do 1998 r. cele i instrumenty polityki pieniężnej na każdy rok określone były w dokumencie pt. *Założenia polityki pieniężnej*, który zatwierdzany był przez Sejm. Także w październiku 1997 r. Zarząd NBP przyjął *Założenia polityki pieniężnej na 1998 r.*, a następnie Rada Polityki Pieniężnej po modyfikacji uchwaliła je w kwietniu 1998 r. Nie zmienił się wyznaczony na 1998 r. cel polityki pieniężnej – ograniczenie inflacji mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 1998 r. do nie więcej niż 9,5%, a inflacji w ujęciu średnim rocznym do 11%.

Jednakże w celu zwiększenia przejrzystości polityki pieniężnej i wyjaśnienia celów NBP w dłuższym okresie, we wrześniu 1998 r. Rada Polityki Pieniężnej opracowała i uchwaliła także dokument o charakterze strategicznym: *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. *Strategia* określa podstawowe kierunki polityki pieniężnej w tym okresie i wyznacza jako jej cel średniookresowy obniżenie inflacji w roku 2003 poniżej 4%. Po uchwaleniu *Strategii* corocznie przyjmowane *Założenia* stały się zatem elementem jej realizacji, a roczne cele ustala się jako etapy dochodzenia do celu średniookresowego, który jest najważniejszym celem polityki pieniężnej. Z tej właśnie perspektywy powinno się zatem oceniać rezultaty polityki pieniężnej w 1998 r.

Cel polityki pieniężnej na 1998 r. został osiągnięty. W niniejszym sprawozdaniu przedstawiono realizację tego celu na tle uwarunkowań ekonomicznych, charakterystycznych dla 1998 r. Do najważniejszych z nich należy sytuacja w gospodarce światowej i jej wpływ na gospodarkę polską. Przebieg procesów gospodarczych w 1998 r. potwierdził istnienie silnych związków gospodarki polskiej z gospodarką światową. Niemniej jednak głównymi czynnikami, które pozwoliły na obniżenie inflacji, były decyzje z zakresu polityki pieniężnej.

Treść i struktura opracowania odzwierciedla zawartość *Założeń*. Przedstawienie uwarunkowań realizacji polityki pieniężnej znajduje się na początku opracowania. Kolejna część służy przedstawieniu celów polityki pieniężnej, a następna instrumentów polityki pieniężnej i jej przebiegu. Na końcu znajduje się podsumowanie, zawierające ocenę realizowanej w 1998 r. polityki pieniężnej.

II. Uwarunkowania realizacji polityki pieniężnej w 1998 r.

1. Uwarunkowania instytucjonalne

Od 1998 r. polityka pieniężna realizowana jest w nowych ramach prawnych i instytucjonalnych. Zmiany te są skutkiem uchwalenia nowej Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej, która weszła w życie 17 października 1997 r., a także nowej Ustawy o Narodowym Banku Polskim, obowiązującej od 1 stycznia 1998 r. Dzięki tym regulacjom zwiększyła się niezależność Narodowego Banku Polskiego w kształtowaniu polityki pieniężnej. Jedną z istotniejszych zmian w tym kierunku jest sprecyzowanie w Ustawie o NBP, iż podstawowym celem jego działalności jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu banku centralnego.

Konstytucja - a w ślad za nią Ustawa o NBP - określiły także na nowo organy banku centralnego i ich kompetencje. Kluczową dla polityki monetarnej zmianą było powołanie nowego organu - Rady Polityki Pieniężnej - odpowiedzialnego za ustalanie zasad i podejmowanie decyzji w zakresie polityki pieniężnej. Radę tworzą: Prezes NBP jako przewodniczący oraz 9 członków powoływanych na sześcioletnią kadencję w równej liczbie przez Prezydenta RP, Sejm i Senat. Do obowiązków Rady należy przede wszystkim coroczne ustalanie i przedkładanie do wiadomości Sejmowi założeń polityki pieniężnej oraz sprawozdania z ich wykonania, a także określanie podstawowych parametrów polityki pieniężnej - ustalanie wysokości stóp procentowych, zasad i stóp rezerwy obowiązkowej oraz zasad operacji otwartego rynku. Rada Polityki Pieniężnej, wspólnie z Radą Ministrów, ustala zasady polityki kursowej.

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej, która weszła w życie 17 października 1997 r. zmieniła również dotychczasowy tryb uchwalania corocznych założeń polityki pieniężnej, znosząc wymóg przedstawiania ich do akceptacji Sejmowi. Dlatego też Zarząd NBP przyjął w październiku 1997 r. dokument pt. *Założenia polityki pieniężnej na 1998 rok*, przekazując je Sejmowi jedynie do wiadomości. Rada Polityki Pieniężnej, która ukonstytuowała się 17 lutego 1998 r., dokonała modyfikacji tych *Założeń* – pozostawiając, jak już wcześniej wspomniano, bez zmian cel inflacyjny - i uchwaliła je ostatecznie w kwietniu 1998 r.

2. Uwarunkowania wewnętrzne

Narodowy Bank Polski rozpoczął w kwietniu 1998 r. realizację przyjętych przez Radę *Założeń polityki pieniężnej na 1998 rok* w dość trudnych warunkach. W pierwszych miesiącach 1998 r. inflacja była wyższa, niż zakładano - przede wszystkim w wyniku skumulowania w tym okresie podwyżek cen kontrolowanych. Przyczyniło się to do wzrostu oczekiwań inflacyjnych i coraz powszechniejszej niewiary w możliwość zrealizowania celu inflacyjnego. Jednocześnie dynamiczny wzrost gospodarczy i obniżenie stopnia ryzyka inwestycji w Polsce, przy istniejącej różnicy stóp procentowych i ograniczonej elastyczności kursu walutowego, przyczyniały się do intensywnego napływu dewiz, utrudniającego kontrolę podaży pieniądza.

Ostatecznie jednak polityka pieniężna w 1998 r. realizowana była w nieco odmiennych warunkach niż te z początku roku i te, które zakładano w *Założeniach*. Dotyczy to zwłaszcza osłabienia aktywności gospodarczej w II połowie roku. Wzrost produktu krajowego brutto w całym 1998 r. wyniósł 4,8% i był niższy od prognozowanego w *Założeniach* o 1,2 pkt. proc. Był on również niższy w porównaniu z rokiem 1997, kiedy to kształtował się na poziomie 6,8%.

Szybkie tempo wzrostu gospodarczego od 1995 r. osiągnęte było jednak w warunkach narastającej nierównowagi między popytem a podażą krajową, co stanowiło źródło presji inflacyjnej i przyczyniło się do pogarszania salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego. Dlatego też polityka pieniężna NBP, dążąc do zrealizowania zakładanego w *Założeniach* obniżenia inflacji, także w 1998 r. musiała uwzględniać konieczność zmniejszania rozpiętości między tempem wzrostu popytu wewnętrznego i krajowej podaży, starając się utrzymywać pod kontrolą ekspansję kredytową oraz sprzyjać tworzeniu warunków do wzrostu stopy oszczędności krajowych.

O ile tempo wzrostu popytu wewnętrznego w 1998 r. rzeczywiście uległo zmniejszeniu, o tyle jednym z najważniejszych czynników osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego było jednak, obserwowane szczególnie w ostatnich miesiącach 1998 r., obniżenie tempa wzrostu popytu zewnętrznego. Jednym ze skutków tego było odwrócenie widocznej do sierpnia 1998 r. tendencji poprawy salda obrotów bieżących bilansu płatniczego i ponownie dość szybkie powiększanie się nierównowagi zewnętrznej. Ten zewnętrzny szok popytowy, przyczynił się do spadku produkcji przemysłu oraz do osłabienia aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw. Dla dużej części przedsiębiorstw w Polsce dostosowanie się do działania w warunkach mniejszego wzrostu popytu wewnętrznego i zagranicznego oraz

istotnie niższej inflacji nie było łatwe. Po długim okresie dynamicznego wzrostu popytu przedsiębiorstwa musiały stawić czoła trudniejszym warunkom gospodarowania. Pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw przy ograniczeniu możliwości łatwego podnoszenia cen stanowiła w 1998 r. czynnik motywujący do podejmowania działań, mających na celu podnoszenie efektywności.

Trudniejsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw była jedną z przyczyn spowolnienia wzrostu wynagrodzeń w 1998 r. Przeciętne wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosły nominalnie o 16,1%, realnie zaś o 3,8%, nieznacznie przekraczając zakładany w uzasadnieniu do ustawy budżetowej na 1998 r. wskaźnik wzrostu (3,2%). W jednostkach sfery budżetowej (wg klasyfikacji GUS) wynagrodzenia wzrosły nominalnie o 16,9%, czyli realnie o 4,6%, przy zakładanym w uzasadnieniu do ustawy budżetowej wzroście o 1,8 pkt. proc. Było to przede wszystkim wynikiem szybszego wzrostu wynagrodzeń w jednostkach budżetowych podległych samorządom terytorialnym. Emerytury i renty pracownicze wzrosły nominalnie o 13,8%, a realnie o 1,9%, co nieznacznie przekraczało założony wzrost tych świadczeń.

Wzrost wynagrodzeń wpływa na wzrost dochodów osób czynnych zawodowo, umożliwiając wzrost konsumpcji indywidualnej, może być także przenoszony na koszty wytwarzania, prowadząc do presji na podwyższanie cen produkcji. W 1998 r. wzrost wynagrodzeń, ze względu na niższe tempo ich wzrostu oraz mniejsze przekroczenie wskaźników negocjacyjnych, wywarł słabszy wpływ na inflację niż w latach poprzednich.

Trudno natomiast w sposób jednoznaczny ocenić wpływ polityki fiskalnej na warunki realizacji polityki pieniężnej w 1998 r. Postęp, który oficjalnie odnotowano w ograniczaniu stopnia nierównowagi budżetowej, wydawał się sprzyjać realizacji celu inflacyjnego. Deficyt budżetowy państwa osiągnął 13,2 mld zł i stanowił 91,6% poziomu założonego w ustawie budżetowej na ten rok. Relacja deficytu budżetowego do PKB wyniosła około 2,4%, wobec 2,7% w 1997 r. i 3,4% w 1996 r. Informacje o dobrych wynikach budżetu państwa ułatwiały podejmowanie przez RPP decyzji o obniżkach nominalnych stóp procentowych, co miało służyć realizacji celu inflacyjnego przy lepszej kompozycji polityki makroekonomicznej - z przenoszeniem ciężaru restrykcyjności w większym niż dotąd stopniu na politykę fiskalną. Taki układ polityki makroekonomicznej miał także sprzyjać ograniczaniu zagrożeń związanych z nadmiernym napływem zagranicznego krótkoterminowego kapitału portfelowego.

Ponadto w roku 1998 następowały korzystne dla realizacji polityki pieniężnej zmiany w strukturze finansowania deficytu budżetowego. Wyrażna stała się przewaga udziału sektora

pozabankowego w finansowaniu niedoboru budżetu państwa. Udział ten wyniósł w 1998 r. około 88,5%, podczas gdy przed rokiem stanowił on 38,6%. Nastąpił znaczny wzrost zakupów skarbowych papierów wartościowych przez inwestorów krajowych, zjawisko pożądanego z punktu widzenia kontrolowania wzrostu zagranicznego składnika bazy monetarnej przez NBP.

Mimo iż deficyt budżetowy utrzymywany był pod kontrolą, to jednak równolegle w sposób mało przejrzysty, a przez to utrudniający podejmowanie optymalnych decyzji polityki pieniężnej, narastały wymagalne zobowiązania jednostek budżetowych. Szczególnie gwałtowny ich wzrost nastąpił od września 1998 r., ale informacja o jego rozmiarach ujawniona została dopiero w końcu roku. Skutki odnotowanego w 1998 r. zjawiska narastania wymagalnych zobowiązań miały wpływ na warunki prowadzenia polityki pieniężnej. Wykupienie znacznej części tych zobowiązań przez banki komercyjne, tj. zmonetyzowanie długu sektora budżetowego, prowadziło do wzrostu kreacji pieniądza.

Zadłużenie jednostek budżetowych z tytułu wymagalnych zobowiązań osiągnęło w końcu 1998 r. wielkość około 6,7 mld zł, z czego około 5 mld zł stanowił dług zaciągnięty w 1998 r. głównie przez dział „ochrona zdrowia”. Powiększenie wykazanego w 1998 r. deficytu budżetowego o przyrost tych zobowiązań oznaczałoby jego wzrost do 3,1% PKB, a więc jedynie symboliczne zmniejszenie kreowanego przez budżet popytu wewnętrznego w stosunku do poprzedniego roku¹. Postęp w ograniczaniu nierównowagi budżetowej jest zatem niewystarczający, szczególnie w obliczu nadal niskiego stopnia monetyzacji polskiej gospodarki.

Jednocześnie wiele cech transformującej się gospodarki polskiej ograniczało efektywność stosowanych instrumentów polityki pieniężnej. Spośród nich wymienić należy przede wszystkim utrzymującą się nadpłynność sektora banków komercyjnych.

3. Uwarunkowania zewnętrzne

W 1998 r. wyraźnie widoczne było oddziaływanie czynników zewnętrznych na realizację polityki pieniężnej. Polska, postrzegana już przez otoczenie jako docelowy kraj

¹ W ujęciu statystycznym w 1997 r. przyrost zadłużenia państwowych jednostek budżetowych z tytułu zobowiązań wymagalnych wyniósł tylko około 13 mln zł. Biorąc jednak pod uwagę wielkość środków budżetu państwa skierowaną na oddłużenie tych jednostek w końcu 1996 r., a wydatkowaną w ciągu 1997 r. w kwocie 2,2 mld zł, oznacza to, że w 1997 r. faktycznie zrealizowany deficyt budżetu państwa stanowił około 3,2% PKB.

członkowski UE, coraz silniej powiązana jest ze światowym systemem gospodarczym, w którym w 1998 r. uwydatniły się bardzo wyraźnie efekty kryzysu tzw. rynków wschodzących.

W 1998 r. nastąpił spadek tempa wzrostu w gospodarce światowej. Dynamika realnego wzrostu gospodarczego obniżyła się o połowę, osiągając tempo 2,1%, w porównaniu z 4,2% w 1997 r.² Na taką tendencję złożyło się przede wszystkim załamanie wzrostu w Japonii i grupie gospodarek z tzw. rynków wschodzących; dotyczyło to praktycznie wszystkich obszarów geograficznych tej kategorii państw. W zakresie wiodących gospodarek świata tendencje nie były jednolite. Uwidocznili to szczególnie ostatni kwartał 1998 r., gdy gospodarka amerykańska wykazała wzrost PKB (w stosunku do III kwartału 1998 r.) w wysokości 6%, a obszar euro 0,6%.

W wyniku osłabienia wzrostu popytu wyraźnie zmniejszyła się dynamika handlu światowego; wskaźnik wzrostu importu światowego (w kategoriach realnych) obniżył się z 10,2% w 1997 r. do 4,2% w 1998 r. Istotny wpływ miał na to spadek importu gospodarek z tzw. rynków wschodzących w stosunku do 1997 r. o 5,5%, w porównaniu ze wzrostem o prawie 9% w 1997 r.³ Dynamika wolumenu importu krajów UE była niższa w stosunku do roku 1997 o około 1,7 pkt. proc.

W wyniku tych procesów w II połowie 1998 r. nastąpiło pogorszenie warunków zbytu dla polskiego eksportu. Doszło do załamania się popytu importowego w największych krajach WNP, głównie w Rosji i na Ukrainie, oraz osłabienia popytu na import (przede wszystkim w IV kwartale 1998 r.) w Europie Zachodniej. W rezultacie, podczas gdy tempo wzrostu wypłat za import do Polski (w dolarach USA) w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego ustabilizowało się na poziomie 13,7%, tempo wzrostu wpływów z eksportu obniżyło się z 18,2% w I połowie 1998 r. do 4,2% w II połowie. Było to przede wszystkim pośrednim skutkiem zaburzeń na światowych rynkach finansowych, w tym przede wszystkim kryzysu rosyjskiego, w wyniku którego nastąpiło poważne załamanie (zwłaszcza w ostatnich miesiącach 1998 r.) dynamiki eksportu polskich towarów do Rosji.

W roku 1998 utrzymywała się tendencja spadkowa większości cen na światowym rynku towarów, ale jej tempo było szybsze niż w 1997 r. Dotyczyło to przede wszystkim surowców przy relatywnie słabszej dynamice spadku cen towarów przetworzonych. Zniżkowa tendencja cen objęła w 1998 r. większość podstawowych grup surowców; największy spadek wykazały ceny surowców energetycznych, w tym ropy naftowej. Ceny ropy naftowej obniżały się już od 1997 r.: z 21 USD za baryłkę w I kwartale 1997 r. do

² Źródło: Spring 1999 Economic Forecasts, European Commission, Brussels, 30 March 1999.

³ Źródło: jw. oraz *World Financial Markets*, Second Quarter 1999; JP Morgan.

poniżej 10 USD za baryłkę w grudniu 1998 r.⁴ Wysoki poziom zapasów przy dobrych zbiorach przyczynił się do spadku cen artykułów żywnościowych we wszystkich głównych grupach, takich jak: zboża, używki, cukier i rośliny oleiste.

Pod wpływem tych tendencji cen światowych w 1998 r. nastąpiła znaczna poprawa *terms of trade* w polskim handlu zagranicznym. Wskaźnik ten w okresie grudzień 1997 r. – grudzień 1998 r. wyniósł 104,3. Poprawa ta widoczna była przede wszystkim w zakresie surowców, głównie energetycznych, przy pewnym pogorszeniu relacji cen eksportu do cen importu w grupach takich towarów, jak: metale, surowce przemysłowe i pochodzenia rolnego oraz artykuły żywnościowe.

Efekty osłabienia wzrostu popytu odzwierciedliły się także w wyraźnym osłabieniu tendencji inflacyjnych w świecie. Średnie tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w trzech głównych centrach gospodarki światowej obniżyło się w 1998 r. w porównaniu z 1997 r. w strefie euro z 2% do 0,8%, w USA z 2,3% do 1,6% oraz w Japonii z 1,7% do 0,6%.

W roku 1998 wystąpił kolejny etap zaburzeń na światowych rynkach finansowych. Kryzys w Rosji istotnie pogorszył klimat inwestycyjny na tzw. rynkach wschodzących. Zwiększona awersja inwestorów zagranicznych do ryzyka związanego z inwestycjami w tych krajach wywołała odpływ kapitału do Stanów Zjednoczonych i Europy Zachodniej, co spowodowało wzrost cen i obniżenie się stóp rentowności amerykańskich i niemieckich papierów skarbowych. Obawy przed rozprzestrzenieniem się kryzysu na inne rynki wschodzące wpłynęły na zwiększenie się premii za ryzyko w przypadku instrumentów dłużnych tych krajów. W 1998 r. napływ kapitału netto na rynki wschodzące obniżył się w stosunku do 1997 r. o prawie połowę i wyniósł 153 mld USD w porównaniu z 293 mld USD w 1997 r.⁵ To zjawisko, rozpoczęte już w 1997 r., istotnie osłabiło wzrost gospodarczy w tej grupie krajów, przyczyniając się także do obniżenia ceny pieniądza na obszarach gospodarki światowej postrzeganych jako bezpieczne, głównie w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. Wskazują na to wyraźnie niższe w stosunku do 1997 r. stopy procentowe, zarówno krótkoterminowe, jak i długoterminowe. W strefie euro poziom stóp 3-miesięcznych obniżył się z 4,01% w 1997 r. do 3,17% w 1998 r.; w USA z 5,62% do 5,0%; przychodowość 10-letnich obligacji skarbowych obniżyła się w strefie euro z 5,99% do 4,71% , w USA z 6,45% do 5,33%.

Istotne znaczenie dla polityki pieniężnej NBP w 1998 r. miały następstwa rozwoju rynków finansowych w Polsce i ich postępującej integracji ze światowymi rynkami

⁴ Źródło: *Koniunktura gospodarcza świata i Polski w latach 1997-1999*, grudzień 1998, IKC-HZ.

⁵ Źródło: *World Financial Markets*, Second Quarter 1999; JP Morgan.

finansowymi. Zwiększała się potencjalna wrażliwość polskiej gospodarki na zjawiska zachodzące na międzynarodowych rynkach finansowych. Mimo trwającego do końca 1998 r. okresu pewnej stabilizacji regulacji dewizowych w Polsce, konsekwencje tej integracji w postaci intensywniejszego arbitrażu między polskimi i zagranicznymi stopami procentowymi mogły w warunkach ograniczonej płynności kursu walutowego komplikować prowadzenie skutecznej, autonomicznej polityki pieniężnej, co było szczególnie widoczne w pierwszych miesiącach 1998 r. Stąd Rada Polityki Pieniężnej konsekwentnie starała się o zwiększanie elastyczności systemu kursowego, co miało zapobiegać gwałtownemu przenoszeniu zaburzeń z gospodarki światowej do gospodarki wewnętrznej oraz rozszerzyć swobodę w prowadzeniu polityki pieniężnej.

Podsumowując, należy stwierdzić, że w 1998 r. czynniki zewnętrzne w szczególności dużym stopniu pomogły w ograniczeniu tendencji inflacyjnych w Polsce. Było to skutkiem coraz silniejszego związania polskiej gospodarki z rynkiem światowym, co pozwoliło na transmisję dezinflacji z zewnątrz.

Realizacji celu inflacyjnego sprzyjały zarówno efekty znacznych spadków cen na światowym rynku surowców, wzmocnionych w pewnych okresach 1998 r. przez aprecjację złotego, jak też wpływ osłabienia wzrostu w gospodarce światowej na obniżenie zagregowanego popytu w naszej gospodarce. Pogorszenie zaufania do rynków wschodzących w wyniku kryzysu rosyjskiego i globalny odpływ kapitałów z tej grupy krajów osłabiły w II połowie 1998 r. zagrożenie wystąpieniem napięć inflacyjnych w Polsce związanych ze wzrostem nadpłynności w polskim sektorze bankowym, a tym samym poszerzyły pole manewru dla polityki stopy procentowej. Jednocześnie dobra opinia o polskiej gospodarce i przekonanie wśród zagranicznych inwestorów, że w niewielkim stopniu jest ona podatna na zarażenie kryzysem finansowym sprawiały, że efekty zewnętrznych wstrząsów miały dla polskiego rynku finansowego charakter krótkotrwały.

III. Cel polityki pieniężnej w 1998 roku i jego realizacja

1. Nowa strategia polityki pieniężnej

Oprócz uchwalenia *Założeń polityki pieniężnej na 1998 rok* Rada Polityki Pieniężnej opracowała i przyjęła we wrześniu 1998 r. *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999-2003*. RPP uznała bowiem, że konieczne jest wydłużenie horyzontu polityki pieniężnej. Średniookresowym celem polityki pieniężnej wyznaczonym przez Radę jest obniżenie inflacji w roku 2003 poniżej 4%. Wyznaczony na 1998 r. cel polityki pieniężnej – ograniczenie inflacji mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu 1998 r. do nie więcej niż 9,5%, a inflacji w ujęciu średnim rocznym do 11% - trzeba zatem traktować jako etap osiągnięcia najważniejszego - średniookresowego celu polityki pieniężnej.

Rada zdecydowała ponadto, że w warunkach coraz większej integracji gospodarki polskiej z gospodarką światową i wobec konieczności przełamywania oczekiwań inflacyjnych, stanowiących jedną z głównych barier dalszego obniżania inflacji, podstawową zasadą polityki pieniężnej w okresie objętym *Strategią* będzie realizacja celu inflacyjnego w sposób bezpośredni. Oznacza to wykorzystywanie wszelkich dostępnych informacji i instrumentów polityki pieniężnej dla realizacji tego celu.

Zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 1998 rok*, Narodowy Bank Polski zaprzestał traktowania podaży pieniądza jako pośredniego celu polityki pieniężnej, rozpoczynając tym samym stosowanie strategii bezpośredniego celu inflacyjnego jeszcze przed oficjalnym ogłoszeniem *Średniookresowej strategii*. Decyzja Rady Polityki Pieniężnej o odejściu od wykorzystywania podaży pieniądza jako oficjalnego, pośredniego celu polityki pieniężnej, wynikała z coraz mniejszej stabilności i przewidywalności związku między agregatem pieniężnym M2 a inflacją⁶. Jest to przede wszystkim konsekwencją rozwoju rynków finansowych w Polsce i postępów stabilizacji makroekonomicznej, co owocuje obecnie wzrostem popytu na pieniądź, przejawiającym się w rosnącym stopniu monetyzacji polskiej gospodarki. Kontrolowanie podaży pieniądza przez NBP utrudniały coraz silniejsze powiązania polskich i zagranicznych rynków finansowych oraz malejące ryzyko inwestycji w Polsce, przy mało elastycznym mechanizmie kursowym i wysokiej nadpłynności sektora

⁶ Na agregat pieniężny definiowany jako podaż pieniądza ogółem (M2) składa się podaż pieniądza krajowego oraz depozyty walutowe. Pieniądź krajowy to pieniądź gotówkowy w obiegu (z wyłączeniem gotówki w kasach banków) oraz środki zgromadzone w bankach na rachunkach podmiotów gospodarczych i osób prywatnych.

bankowego. W tych warunkach kontynuowanie dotychczasowej strategii polityki pieniężnej - z przyrostem podaży pieniądza jako oficjalnym celem pośrednim - realizowanej w warunkach dość ograniczonej elastyczności kursu walutowego, nie gwarantowało dalszego skutecznego ograniczania inflacji.

W celu zwiększenia skuteczności polityki pieniężnej Rada uznała również, że NBP będzie dążyć do zmiany mechanizmu kursowego i wprowadzenia kursu płynnego przed docelowym wejściem złotego do systemu kursowego ERM II.

Za przyjęciem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na najbliższe lata, które stanowić będą nowy jakościowo etap ograniczania inflacji - już jednocyfrowej - do poziomu podobnego jak w państwach Unii Europejskiej, przemawiały ponadto inne argumenty. Jej przejrzyste stosowanie przez wiarygodny bank centralny pomaga przełamywać oczekiwania inflacyjne, przy minimalizowaniu kosztów dla sfery realnej gospodarki. NBP będzie mógł przy tym bardziej elastycznie dobierać swe instrumenty polityki pieniężnej, dostosowując je do zaistniałych zaburzeń zewnętrznych i wewnętrznych, zagrażających realizacji celu inflacyjnego.

2. Inflacja

Inflacja na koniec grudnia 1998 r. w porównaniu z grudniem 1997 r. wyniosła 8,6%, co oznacza, że przyjęty w *Założeniach polityki pieniężnej na 1998 rok* cel inflacyjny w wysokości 9,5% został zrealizowany; osiągnięto przy tym większy, niż zakładano, spadek inflacji. Był to zarazem pierwszy rok, od początku okresu transformacji, w którym liczona w ten sposób inflacja w Polsce osiągnęła wartość jednocyfrową. Skala obniżenia inflacji w relacji grudzień do grudnia w 1998 r. - o 4,6 pkt. proc., czyli o przeszło 1/3, była przy tym znaczna. Natomiast średnie roczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, które zgodnie z *Założeniami* nie powinno przekroczyć w 1998 r. poziomu 11%, faktycznie wyniosło 11,8%, przy czym na wysokość tego wskaźnika oddziaływały skutki zmian cen przechodzących z 1997 r. na rok następny, oszacowane na około 5 pkt. proc., i wpływ skumulowanych na początku 1998 r. podwyżek cen regulowanych.

Inny ważny wskaźnik cen - ceny produkcji przemysłowej - wzrosły w 1998 r. o 4,8%, a więc znacznie wolniej niż w poprzednim roku, gdy wzrost ten wyniósł 7,7%. Obniżce uległ także wskaźnik cen produkcji budowlano-montażowej z 14,5% w 1997 r. do 10,6%. O ile ceny produkcji wykazują od dłuższego czasu niższą dynamikę od cen konsumpcyjnych, o tyle

ceny produkcji budowlano-montażowej znacznie ją przekraczają. Jest to wynikiem mniejszej elastyczności podaży w tej grupie produktów i usług.

Wśród cen towarów i usług konsumpcyjnych najniższą dynamiką charakteryzowały się ceny żywności. W 1998 r., w porównaniu z 1997 r., ceny żywności wzrosły średnio o 7,7% w skali roku, a w grudniu 1998 r. w stosunku do grudnia 1997 r. były wyższe o 2,8%. W 1998 r. ich przyrost był niższy o 4,9 pkt. proc. w porównaniu z rokiem poprzednim i o 7,4 pkt. proc. niższy, licząc narastająco. Był to kolejny rok, w którym wzrost cen żywności ukształtował się poniżej inflacji. Na ograniczenie wzrostu cen żywności wpływała wysoka podaż żywności na rynku krajowym, powstała w wyniku silnego wzrostu produkcji krajowej, oraz utrzymywanie się wysokich zapasów przy jednoczesnym głębokim spadku eksportu, zwłaszcza w ostatnich miesiącach 1998 r.

W 1998 r. najbardziej wzrosły ceny usług konsumpcyjnych, znacznie wyprzedzając ogólny wzrost cen. W 1998 r. średni roczny wzrost cen usług wyniósł 17,5%, a narastająco, tj. od grudnia 1997 r. do grudnia 1998 r., 14,6%. W omawianym okresie ceny usług rosły wolniej niż przed rokiem, ale znacznie szybciej niż ceny towarów. Na wysoki wzrost cen usług oddziaływały przede wszystkim urzędowe podwyżki podstawowych usług bytowych. Ocenia się, że zmiany cen urzędowych i kontrolowanych towarów i usług dokonane w 1998 r. podwyższyły wskaźnik cen konsumpcyjnych w okresie dwunastu miesięcy o około 3 pkt. proc.

Wzrost cen towarów nieżywnościowych w 1998 r. ukształtował się na niższym poziomie niż przed rokiem i wyniósł średnio w roku 11,5%, a licząc narastająco 9,7%. Ceny towarów nieżywnościowych w 1998 r., licząc średnio w roku, rosły nieco wolniej niż stopa inflacji, natomiast liczone w układzie narastającym - przewyższyły ogólny poziom inflacji.

Silniej od ogólnego wskaźnika inflacji wzrosły ceny napojów alkoholowych. W 1998 r. średni roczny wzrost tych cen wynosił 12,7%, a w okresie od grudnia 1997 r. do grudnia 1998 r. 11,7%.

Osiągnięciu inflacyjnego celu sprzyjały zarówno czynniki wewnętrzne, będące konsekwencją krajowych procesów gospodarczych, jak i czynniki zewnętrzne - efekty zjawisk na rynkach międzynarodowych. W okresie tym w gospodarce światowej występowały silne tendencje spadku cen, którym towarzyszyło osłabienie tempa wzrostu gospodarczego w wielu rejonach świata, spowodowane pojawieniem się ognisk kryzysów finansowych, a w ich następstwie - kryzysów gospodarczych. W coraz większym stopniu otwarta polska gospodarka była zatem podatna na wpływ zmian, zachodzących w gospodarce światowej. Stąd też procesy występujące w 1998 r. w gospodarce globalnej tworzyły

korzystniejsze środowisko dla prowadzenia polityki ograniczania inflacji w naszym kraju. Można to zilustrować danymi o kształtowaniu się cen transakcyjnych importu, które spadły w ubiegłym roku o 5,1% w relacji grudzień do grudnia i o 2,4% średnio w roku. Istotny wpływ na obniżanie inflacji w 1998 r. miało także umacnianie się złotego.

Oczekiwania inflacyjne banków i podmiotów gospodarczych w 1998 r. dość długo utrzymywały się na wysokim poziomie. Redukcja oczekiwań inflacyjnych nastąpiła ze znacznym opóźnieniem w stosunku do rzeczywistego obniżania się inflacji, co mogło świadczyć o ostrożności w ocenach, dotyczących skuteczności polityki antyinflacyjnej banku centralnego. Niemniej pod koniec roku po raz pierwszy powstała sytuacja, w której oczekiwania inflacyjne banków zaczęły kształtować się na poziomie niższym od oficjalnych prognoz inflacji. Świadczy to, iż determinacja banku centralnego w realizacji celu inflacyjnego owocowała umocnieniem jego wiarygodności.

Na początku roku nastąpił wzrost cen kontrolowanych w grupie cen zaopatrzeniowych, w tym cen energii elektrycznej o 14% i gazu o 15% (m.in. wskutek podwyższenia stawki VAT z 17% do 22%) oraz podwyższono taryfę za transport towarów o 10%. Stanowiło to impuls, powodujący dodatkowy wzrost kosztów, przy utrzymującej się presji innych składników kosztów u producentów. W 1998 r. zmiany w cenach regulowanych, m.in. niższa skala podwyżek cen urzędowych, stopniowe uwalnianie niektórych cen podlegających regulacji, prowadziły do relatywnego ograniczenia, w porównaniu z latami poprzednimi, wpływu tej grupy cen na poziom inflacji. Wzrost cen w 1998 r., mimo odczuwalnej presji kosztów na ceny producentów, był niski i nie stanowił źródła presji inflacyjnej. Wskazuje to, iż skłonność do podwyższania cen produkcji przez producentów uległa w 1998 r. wyraźnemu ograniczeniu. Przyczyniło się do tego istotne zwiększenie konkurencji na rynku, spowodowanej wysoką podażą wyrobów pochodzących z krajowej produkcji, przy relatywnie niskich cenach dóbr importowanych i osłabieniu wzrostu popytu.

3. Pieniądz

3.1. Podaż pieniądza ogółem i pieniądza rezerwowego

W końcu roku 1998 podaż pieniądza (*M2*) osiągnęła stan 220,8 mld zł, czyli w porównaniu ze stanem na koniec grudnia 1997 r. wzrosła o 44,4 mld zł, tj. o 25,2%. Realnie wzrost ten wyniósł 15,2%. W 1997 r. nominalny wzrost agregatu *M2* wyniósł 29,1%, realny zaś 14,0%. Oznacza to, że przyrost podaży pieniądza ogółem przekroczył o $\frac{1}{4}$ wielkość prognozowaną w *Założeniach polityki pieniężnej na 1998 rok*. Złożyło się na to kilka

przyczyn. Przyrost podaży pieniądza w jednym tylko miesiącu - grudniu - zakłócił dotychczasowe tendencje kształtowania się tego agregatu. Po dwóch miesiącach IV kwartału 1998 r., gdy utrzymywał się stosunkowo niski wzrost podaży pieniądza ogółem, grudzień ub.r. przyniósł przyrost tej kategorii o 13,6 mld zł, co stanowiło aż około $\frac{1}{3}$ całorocznego przyrostu.

Przyczynami tego były: skokowy przyrost zadłużenia netto sektora budżetowego o 6,7 mld zł (przekroczył o 0,6 mld zł wielkość przyrostu osiągniętego w całym 1998 r.) i przyrost aktywów zagranicznych netto o 3,5 mld zł z tytułu emisji obligacji Telekomunikacji Polskiej SA na rynku międzynarodowym.

Wyniki 1998 r. wskazują także, że w okresie konstruowania *Założeń* niedoszacowana została wielkość przyrostu zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych i osób prywatnych. Najistotniejsze zmiany w 1998 r. dokonały się właśnie na tych rachunkach. Stan zobowiązań złotych wobec podmiotów gospodarczych i osób prywatnych osiągnął na koniec grudnia 1998 r. wielkość 156,9 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 1997 r. oznaczało to wzrost o 38,6 mld zł, tj. o 32,6%.

Depozyty złote osób prywatnych w 1998 r. stanowiły 74,3% depozytów ogółem, natomiast depozyty podmiotów gospodarczych 25,7%. Wzrosty nominalne obu kategorii wyniosły odpowiednio: 35,5% i 26,4%, realne zaś 24,8% i 16,4%. Dane te wskazują, że w 1998 r. - podobnie jak w poprzednim roku - utrzymało się wysokie, w ujęciu realnym, tempo zwiększania się depozytów osób prywatnych. Główne czynniki, rzutujące na zmiany tego agregatu pieniężnego, to realny wzrost wynagrodzeń, wyższa dochodowość depozytów złotych od walutowych oraz osłabienie tempa wzrostu spożycia indywidualnego. Wysoki wzrost zobowiązań wobec osób prywatnych świadczył o rosnącej skłonności do oszczędzania w pieniądzu krajowym.

W porównaniu z 1997 r. w znaczący sposób wzrosły realnie depozyty podmiotów gospodarczych (o około 14 pkt. proc.). Tak wysoki wzrost tych depozytów był w dużej mierze wynikiem zmian na rachunkach przedsiębiorstw w grudniu 1998 r., kiedy to nastąpił ich wzrost o około 7 mld zł, co stanowiło około 69% całorocznego przyrostu. Spowodowane to było najprawdopodobniej ograniczeniem produkcji w IV kwartale ub.r., przy jednoczesnym wzroście wpływów ze sprzedaży w grudniu 1998 r. W konsekwencji część środków pieniężnych została przejściowo zdeponowana na rachunkach bankowych.

Zasoby walutowe ludności i przedsiębiorstw zwiększyły się w roku 1998 o 840 mln USD, osiągając wielkość 9,6 mld USD, z czego 72,7% stanowiły zasoby walutowe osób prywatnych (82,0% w 1997 r.). Wartość złotowa zobowiązań walutowych ogółem wzrosła w

analizowanym okresie o 2,8 mld zł, tj. o 9,2%, osiągając wielkość 33,6 mld zł. Depozyty walutowe podmiotów gospodarczych wzrosły w ujęciu dolarowym o 64,9%, przy czym związane to było z napływem dewiz na rachunek Telekomunikacji Polskiej SA z tytułu emisji obligacji na rynkach zagranicznych w wysokości 1 mld USD. Bez tych środków depozyty walutowe podmiotów gospodarczych w 1998 r. utrzymałyby się na poziomie zbliżonym do roku ubiegłego. Zasoby walutowe osób prywatnych zmniejszyły się zaś o 3,1%. Stanowią one oszczędności w większości zgromadzone w przeszłości, w okresie braku zaufania do złotego. Zmniejszenie się zainteresowania osób prywatnych utrzymywaniem zasobów pieniężnych w postaci walut obcych wynikało, jak już wcześniej wspomniano, przede wszystkim z wyższej dochodowości depozytów złotych niż walutowych.

Przyrost pieniądza gotówkowego w obiegu w 1998 r. wyniósł prawie 3 mld zł, osiągając na koniec grudnia ub.r. stan 30,2 mld zł. Wzrost nominalny tej kategorii wyniósł 10,9%, realny zaś 2,1%, podczas gdy w 1997 r. wskaźniki te wyniosły odpowiednio: 15,7% i 2,2%. Zmiany zapotrzebowania osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na pieniądź gotówkowy wiążą się ze zmianami struktury pieniądza ogółem - zmniejszeniem udziału pieniądza gotówkowego w obiegu na rzecz wzrostu depozytów złotych. W ostatnich latach ma miejsce wzrost znaczenia rozliczeń bezgotówkowych; rozszerza się zakres usług bankowych oferowanych w ramach rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych, upowszechnia się stosowanie kart bankowych.

Wzrost udziału depozytów złotych, do 71,0%, w ogólnych zasobach pieniężnych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych w 1998 r. był wynikiem zmniejszenia się udziału walut obcych i pieniądza gotówkowego w obiegu; ich udział wynosił na koniec roku 1998 odpowiednio: 15,3% i 13,7%.

Analiza zależności między inflacją (mierzoną wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych) a agregatem monetarnym M2 wskazuje na słabnięcie statystycznej zależności między tymi zmiennymi. Stało się to szczególnie widoczne w roku 1998.

Jedną z głównych przyczyn tego zjawiska jest powiększający się popyt na pieniądź, przejawiający się rosnącą monetyzacją gospodarki. Zwiększa się udział aktywów finansowych, w tym aktywów pieniężnych, w portfelach podmiotów gospodarczych i osób prywatnych. Jest to naturalna konsekwencja tworzenia się w Polsce gospodarki rynkowej i postępów w stabilizacji makroekonomicznej, które umożliwiły racjonalne kształtowanie struktury posiadanych aktywów. W rzeczywistości jednak duża część aktywów pieniężnych nie pełni funkcji zasobów transakcyjnych (środków płatniczych przeznaczonych na finansowanie bieżących wydatków), lecz aktywów finansowych, utrzymywanych głównie po

to, by przynosiły dochód z oprocentowania.

Szacuje się, że w roku 1998 relacja pieniądza (średniego stanu M2 w ciągu roku) do PKB, ilustrująca stopień monetyzacji gospodarki, wyniosła 35,5% w porównaniu z 32,6% w roku 1997. Nastąpił również wzrost stopnia monetyzacji mierzonej relacją podobnie liczonego pieniądza krajowego do PKB: z 26,7% do 29,7%. Relacja pieniądza ogółem na koniec 1998 r. do PKB wyniosła 40,1%, w porównaniu z 37,6% w końcu 1997 r.

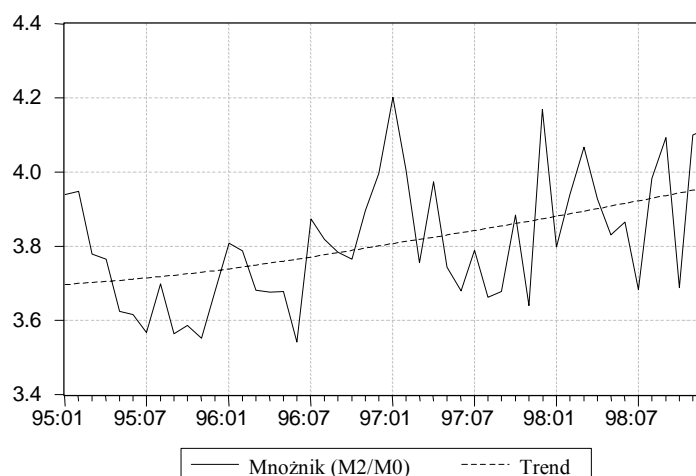
W *Założeniach polityki pieniężnej na 1998 rok* zrezygnowano z kontroli **podaży pieniądza rezerwowego** jako celu operacyjnego. Wzrost podaży pieniądza rezerwowego był jednak ważnym wskaźnikiem, na podstawie którego oceniano w 1998 r. sytuację na rynku pieniężnym.

Przyrost pieniądza rezerwowego w 1998 r. (31 XII 1998 do 31 XII 1997) wyniósł 11,3 mld zł, tj. 26,8%. Na przyrost ten składały się: przyrost gotówki poza kasami banków w wysokości 3,0 mld zł, przyrost rezerwy obowiązkowej ogółem o 4,2 mld zł oraz zmiana poziomu wolnych środków banków (na rachunkach bieżących w NBP i w gotówce) w wysokości 4,1 mld zł.

Mnożnik bazy pieniężnej (stosunek pieniądza M2 do pieniądza rezerwowego), wyliczony na podstawie danych miesięcznych, utrzymał w minionym roku trend rosnący. Średnia wartość mnożnika wyniosła 3,92 (w 1997 r. - 3,85). Zmianom pieniądza rezerwowego przypisać należy 25,5% rocznej zmiany podaży pieniądza M2, która wyniosła 44,3 mld zł, a mnożnikowi 74,5%. Przebieg miesięcznych wahań mnożnika przedstawia wykres 1.

Wykres 1

Mnożnik pieniężny w latach 1995-1998 (stany na koniec miesiąca)



Podstawową zmianą w strukturze pieniądza rezerwowego w 1998 r., w porównaniu z rokiem 1997, była likwidacja kategorii rezerwy obowiązkowej oprocentowanej. Było to

spowodowane wejściem w życie Ustawy o NBP. Nastąpiło przesunięcie środków z rachunków rezerw oprocentowanych na rachunki bieżące banków, co uprościło strukturę pieniądza rezerwowego. Zmieniono zasady odprowadzania rezerwy w gotówce, obniżając dopuszczalny udział gotówki zadeklarowanej w rezerwie wymaganej z 50% do 10%, co wpłynęło na zmniejszenie poziomu gotówki w kasach banków. Średni dzienny poziom pieniądza rezerwowego był w 1998 r. o 8,7 mld zł wyższy niż w roku 1997. Strukturę średniego pieniądza rezerwowego w 1998 r. przedstawia tablica 1.

Tablica 1

**Struktura średniego poziomu pieniądza rezerwowego
w latach 1997 i 1998 (w %)**

Treść	1997	1998
Obieg pieniądza gotówkowego	72,8	65,5
Rachunki bieżące	21,7	34,5
Rezerwa oprocentowana	5,5	-

3.2. Czynniki kreacji pieniądza

Podstawowymi źródłami kreacji pieniądza w sektorze bankowym były w ostatnich latach przeważnie dwie pozycje aktywów: **należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych** oraz **aktywa zagraniczne netto**. Kształtowanie się podstawowych czynników kreacji pieniądza w 1998 r. przedstawia tablica 2.

Tablica 2

Czynniki kreacji pieniądza w 1998 r.

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

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

Zadłużenie ogółem z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych wyniosło na koniec 1998 r. 138,5 mld zł, w tym odsetki zapadłe, a niespłacone 4,3 mld zł. Zadłużenie to wzrosło w 1998 r. o 30,2 mld zł, czyli o 27,9%. W wyrażeniu realnym, po uwzględnieniu wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych na koniec grudnia 1998 r. w stosunku do grudnia 1997 r., wzrost zadłużenia z tytułu należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych ogółem w omawianym okresie wyniósł 17,8%.

Kwota zadłużenia zwiększała się nierównomiernie w poszczególnych kwartałach roku. Najwyższy przyrost należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych odnotowano w III kwartale 1998 r., głównie na skutek wyrażenia w złotych części kredytów indeksowanych w stosunku do walut obcych.

Z ogólnej kwoty należności od osób prywatnych i podmiotów gospodarczych na koniec 1998 r. 79,4% stanowiły należności złotowe, a 20,6% to należności w walutach obcych, których udział silnie wzrósł w 1998 r.

W należnościach od sektora niefinansowego⁷ na koniec 1998 r. należności krótkoterminowe do 1 roku włącznie stanowiły 41,4%. Należności długoterminowe z pierwotnym terminem realizacji powyżej 1 roku stanowiły 58,6% należności od sektora niefinansowego.

Należności zagrożone stanowiły w końcu 1998 r. 10,2% należności od sektora niefinansowego. Ich udział pozostał na poziomie grudnia 1997 r., co oznaczało wyhamowanie obserwowanej od kilku lat tendencji spadkowej.

Realna aprecjacja złotego wpłynęła w roku 1998 na wzrost zainteresowania polskich firm niżej oprocentowanymi kredytami zagranicznymi. Popyt na kredyty dewizowe nie osłabł mimo spadku kursu złotego w trakcie kryzysu w Rosji. Spadek kursu złotego był krótkotrwały, po czym kurs powrócił ponownie do poprzedniego poziomu. W końcu roku 1998 ogólna wielkość zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw wyniosła około 50 mld zł, z czego 40% stanowiły kredyty udzielane przez firmy zagraniczne swym filiom w Polsce, a więc klasyfikowane jako element napływu inwestycji bezpośrednich. Jak wynika z danych

⁷ 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 o wartość dłużnych papierów wartościowych i operacji z przyrzeczeniem odkupu.

bilansu płatniczego, w końcu 1998 r. zainteresowanie przedsiębiorstw kredytami zagranicznymi nie słabło, mimo że wskutek kolejnych obniżek stóp procentowych stopniowo zmniejszały się korzyści z zaciągania kredytów zagranicznych, a jednocześnie znacznie zwiększało się ryzyko kursowe.

Kolejnym czynnikiem kreacji pieniądza były **aktywa zagraniczne netto**⁸, które w 1998 r. wzrosły o 3.944 mln USD, osiągając na koniec 1998 r. 27.484 mln USD. Był to znacznie większy przyrost niż w 1997 r., gdy aktywa zagraniczne netto zwiększyły się o 2.154 mln USD. Udział aktywów zagranicznych netto w przyroście pieniądza wyniósł w 1998 r. 30,4% w porównaniu z 53,6% udziałem w 1997 r.

W 1998 r. rezerwy oficjalne brutto wzrosły o 6.712 mln USD do poziomu 27.382 mln USD. Największy wpływ na kształtowanie się aktywów zagranicznych netto wywarły niżej omówione kategorie bilansu płatniczego.

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

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

Napływ netto zagranicznego kapitału w postaci inwestycji portfelowych wyniósł 1.330 mln USD. Jest to znacznie mniej niż w poprzednim roku, w którym nadwyżka wyniosła 2.098 mln USD. Przyczynił się do tego odpływ kapitału inwestowanego za granicą przez polski sektor bankowy, przede wszystkim w dłużne papiery wartościowe. Zagraniczne inwestycje portfelowe w kraju netto wyniosły 1.510 mln USD, co wynika głównie z

⁸ 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 nie płynne.

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

Napływowi kapitału inwestowanego w dłużne papiery wartościowe sprzyjał trwający od listopada 1997 r. do lipca 1998 r. proces umacniania się rynkowego kursu złotego względem parytetu centralnego i oczekiwania na jego dalszą aprecjację. Dużą rolę odgrywały oczekiwania na kolejne obniżki stóp procentowych, stwarzające możliwość osiągnięcia zysków przy zakupie i późniejszej odsprzedaży polskich papierów dłużnych. Różnica stóp procentowych w Polsce i za granicą była dla inwestorów zagranicznych wystarczająco wysoka, mimo że uległa ona zmniejszeniu w porównaniu z 1997 r.

Kryzys w Rosji spowodował pogorszenie się klimatu inwestycyjnego na rynkach wschodzących i wycofanie części kapitału zagranicznego ulokowanego w polskich papierach wartościowych. Inwestorzy zagraniczni dążyli do zrekompensowania sobie strat poniesionych na rynku rosyjskim. Odływ netto kapitału ustał po trzech miesiącach: w sierpniu wyniósł 637 mln USD, z czego 400 mln USD wydano na wykup obligacji Brady'ego, we wrześniu odpłynęło 413 mln USD, w październiku 52 mln USD. Łącznie od sierpnia do października odpłynęło 1,1 mld USD kapitału zagranicznego, a więc był to spadek relatywnie niewielki.

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

Ogółem w 1998 r. nastąpiło pogłębienie nierównowagi zewnętrznej w zakresie obrotów bieżących, czemu sprzyjała utrzymująca się w 1998 r. nadwyżka wzrostu popytu wewnętrznego nad wzrostem PKB i absorpcja oszczędności zagranicznych przez gospodarkę polską. Pogorszenie równowagi zewnętrznej wynikało jednak przede wszystkim z załamania dynamiki eksportu spowodowanego zewnętrznym szokiem popytowym.

Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego wyniósł 6.858 mln USD i był wyższy o 2.546 mln USD w porównaniu z deficytem z 1997 r., wynoszącym 4.312 mln USD. Relacja tego deficytu do PKB wzrosła z 3,0% w 1997 r. do 4,3% w 1998 r.

W 1998 r. można wyróżnić dwa odrębne okresy kształtowania się salda obrotów bieżących. W pierwszym okresie, trwającym do sierpnia, następował szybki wzrost rezerw walutowych i spadek deficytu obrotów bieżących (w sierpniu pojawiła się nadwyżka w wysokości 281 mln USD, a deficyt w okresie styczeń-sierpień wyniósł 2.583 mln USD, podczas gdy w tym samym okresie 1997 r. wyniósł on 3.184 mln USD). Drugi okres, poczynając od września, charakteryzuje znaczny deficyt obrotów bieżących. W ciągu czterech

ostatnich miesięcy deficyt wyniósł 4.275 mln USD, przeszło 3 mld USD powyżej deficytu obrotów bieżących w tym samym okresie 1997 r., wynoszącego 1.128 mln USD. Zadecydowała o tym przede wszystkim znacznie słabsza dynamika eksportu.

Wpływy z rejestrowanego przez statystykę bilansu płatniczego eksportu towarów wyniosły w 1998 r. 30.122 mln USD, tzn. wzrosły w porównaniu z poprzednim rokiem o 10,6%. Przy wypłatach za import, wynoszących 43.842 mln USD (wzrost o 13,7%), deficyt płatności towarowych wyniósł 13.720 mln USD.

Pierwsza połowa 1998 r. charakteryzowała się generalnie korzystną koniunkturą i popytem zewnętrznym, natomiast w drugiej połowie roku zaostrzenie kryzysu w Rosji i wyraźne pogorszenie koniunktury w większości gospodarek strefy euro znacznie utrudniło warunki zbytu dla polskich eksporterów.

Na kształtowanie się salda handlu zagranicznego oddziaływały także zmiany realnego efektywnego kursu walutowego. Istotna realna aprecjacja złotego, rozpoczynająca się w końcu 1997 r., mogła wpłynąć na pogorszenie wpływów z eksportu w trzecim kwartale 1998 r., nakładając się na efekty kryzysu rosyjskiego i spadku koniunktury na innych rynkach.

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

Wpływy z tytułu usług wyniosły 3.678 mln USD, co oznacza spadek o 1,2% w porównaniu z 1997 r., a wypłaty 4.186 mln USD - wzrost o 22,4%. Powstanie deficytu w usługach w wysokości 508 mln USD zostało spowodowane przede wszystkim ujemnymi saldami z tytułu pozostałych usług handlowych, usług budowlanych, podróży zagranicznych oraz patentów, praw autorskich i opłat licencyjnych.

Wpływy z tytułu dochodów wyniosły 2.676 mln USD, a wypłaty 3.244 mln USD. Ujemne saldo dochodów było wynikiem transferu zysków dokonywanego przez zagranicznych inwestorów bezpośrednich i spłat odsetek od kredytów otrzymanych od inwestorów zagranicznych oraz obsługą zadłużenia zagranicznego. We wpływach z tytułu dochodów dominowały dochody uzyskane z aktywów rezerwowych banku centralnego.

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

Nadwyżka wpływów nad wypłatami w pozycji niesklasyfikowane obroty bieżące wyniosła w 1998 r. 5.996 mln USD i była zaledwie o 15 mln USD mniejsza niż w

poprzednim roku. Na wielkość tej pozycji bilansu płatniczego składają się operacje gotówkowe w dewizach, będące wynikiem handlu przygranicznego, a także nierejestrowanych operacji eksportowo-importowych (przede wszystkim z krajami byłego ZSRR), turystyki, nierejestrowanych dochodów z pracy podejmowanej przez Polaków za granicą, odsprzedaży środków podjętych z rachunków walutowych i gotówki. Do sierpnia 1998 r. nadwyżka wpływów niesklasyfikowanych w obrotach bieżących była wyższa niż w poprzednim roku. Załamanie handlu przygranicznego na wschodniej granicy uwidoczniło się począwszy od września. Mimo że w całym roku nadwyżka ukształtowała się na poziomie 1997 r., to zrównoważyła deficyt w rejestrowanych obrotach towarowych zaledwie w 43,7%.

Obsługa zadłużenia zagranicznego w 1998 r. wyniosła 3.206 mln USD, w tym 1.700 mln USD z tytułu odsetek od kredytów i dłużnych papierów wartościowych oraz 1.506 mln USD rat kapitałowych.

Uzyskany w skali całego roku przyrost aktywów zagranicznych netto (i stabilizacja ich poziomu w okresie od września do grudnia ub.r.), przy pogorszeniu sytuacji na międzynarodowych rynkach kapitałowych, sprzyja postrzeganiu sytuacji ekonomicznej w Polsce jako stabilnej i utrzymywaniu się zaufania inwestorów zagranicznych.

Zadłużenie netto sektora budżetowego w krajowym systemie bankowym osiągnęło na koniec 1998 r. poziom 61,3 mld zł i zwiększyło się w stosunku do grudnia roku poprzedniego o 6,1 mld zł. Oznacza to wzrost o 11,0%, przy czym rola zadłużenia netto w kreacji pieniądza zmniejszyła się z 17,7% w 1997 r. do 13,7% w 1998 r.

Tempo i kierunek zmian zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym kształtowały się niejednolicie w ciągu 1998 r. i były związane m.in. z dopływem środków pochodzących z prywatyzowanego majątku, będących jednym ze źródeł finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

Wysokie przychody z prywatyzacji w I półroczu ub.r. (blisko 3,0 mld zł), jak również znaczny popyt podmiotów sektora pozabankowego na skarbowe papiery wartościowe⁹ przyczyniły się do istotnego spadku zadłużenia netto sektora budżetowego w systemie bankowym; w ciągu 6 miesięcy zadłużenie to zmniejszyło się o 4,6 mld zł. W III kwartale 1998 r., kiedy to przychody z prywatyzacji uległy wyraźnemu osłabieniu (tylko 0,13 mld zł), sektor budżetowy systematycznie zadłużał się w systemie bankowym; na koniec września przyrost kredytu netto dla sektora budżetowego wynosił już 1,6 mld zł.

⁹ Z tytułu skarbowych papierów wartościowych zadłużenie budżetu państwa wobec podmiotów sektora pozabankowego wzrosło w I półroczu 1998 r. o 10,4 mld zł.

Ponowny znaczny dopływ środków w listopadzie ub.r., z tytułu prywatyzacji Telekomunikacji Polskiej SA (przychody około 3,02 mld zł), oraz lepsza sytuacja budżetu, który w wyniku ograniczenia wydatków osiągnął dodatnie saldo, doprowadziły do kolejnego spadku kredytu netto dla sektora budżetowego. W konsekwencji od stycznia do listopada 1998 r. sektor budżetowy zmniejszył swoje zobowiązania netto wobec systemu bankowego o 0,7 mld zł.

O przyroście zadłużenia netto sektora budżetowego w 1998 r. przesądził grudzień. W miesiącu tym należności od sektora budżetowego (głównie z tytułu skarbowych papierów wartościowych) wzrosły o 2,0 mld zł, a zobowiązania systemu bankowego wobec sektora budżetowego spadły o 4,7 mld zł. W konsekwencji sektor budżetowy zadłużył się w krajowym systemie bankowym o 6,7 mld zł; tempo wzrostu zadłużenia wyniosło 12,4% i było wyższe od tempa wzrostu w całym 1998 r.

Odnutowany w grudniu 1998 r. tak znaczny wzrost tej kategorii wiązał się z wysokimi potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa, m.in. na pokrycie niedoboru budżetowego, sfinansowanie spłat zobowiązań krótko- i długoterminowych, przypadających nie tylko w grudniu, ale również w pierwszych dniach stycznia 1999 r., oraz na przedterminowy wykup długu zagranicznego, którego konsekwencją była emisja obligacji nominowanej w USD - w kwocie 727,8 mln USD - nabytej przez NBP.

Wysoki niedobór budżetu państwa¹⁰ w grudniu 1998 r. wynikał nie tyle z bieżących wydatków dotyczących grudnia, co z przekazania środków na wydatki w pierwszym miesiącu nadchodzącego roku. Budżet państwa dokonał redystrybucji środków m.in. na dotacje dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Kas Chorych (w związku z uruchomieniem od 1 stycznia 1999 r. reformy systemu emerytalno-rentowego i ochrony zdrowia) oraz subwencję dla gmin działających w bieżącym roku również w nowych warunkach.

Ponadto czynnikami, powodującymi wzrost zadłużenia netto sektora rządowego w systemie bankowym, był w tym okresie: niski poziom zaangażowania sektora pozabankowego w finansowanie potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (spadek zadłużenia o 1,3 mld zł) oraz odsunięcie w czasie (na początek stycznia 1999 r.) wpływów ze sprzedaży akcji Banku Przemysłowo-Handlowego SA¹¹.

¹⁰ Według rachunku centralnego budżetu państwa w NBP, w grudniu 1998 r. niedobór budżetowy wyniósł 4,3 mld zł, osiągając na koniec roku 14,7 mld zł.

¹¹ W grudniu 1998 r. na rachunek odzwierciedlający przychody z prywatyzacji wpłynęły środki w wysokości 0,8 mld zł wobec oczekiwanych 2,4 mld zł.

IV. Instrumenty realizacji polityki pieniężnej

1. Zmiany w sposobie prowadzenia polityki pieniężnej

Do roku 1998 inflacja była celem finalnym polityki pieniężnej. Cel ten realizowany był za pomocą kontroli agregatów pieniężnych. Istniejący mechanizm kursu walutowego - miesięczna dewaluacja krocząca złotego i określone pasmo wahań kursu od centralnego parytetu - wyznaczały granice skuteczności realizacji tak wybranej polityki pieniężnej. Ponadto, badania funkcji popytu na pieniądź sugerowały konieczność zmiany celu polityki pieniężnej, ze względu na wystąpienie niestabilności popytu na pieniądź. W tej sytuacji Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała o odejściu od celów pośrednich i przyjęciu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Polityka pieniężna prowadzona była w 1998 r. w warunkach postępującej integracji polskich rynków finansowych z rynkami światowymi i zwiększonej wrażliwości gospodarki na zakłócenia zewnętrzne. Wzrost stopnia otwartości gospodarki polskiej oraz pojawienie się poza Polską instrumentów finansowych, umożliwiających arbitraż między krajowymi a zagranicznymi stopami procentowymi, spowodowały ograniczenie autonomii polityki stóp procentowych NBP. W celu poszerzenia tej autonomii RPP podjęła decyzję o uelastycznieniu kursu walutowego.

Polityka pieniężna w 1998 r., w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, realizowana była z wykorzystaniem zbioru tradycyjnych narzędzi stosowanych przez bank centralny (stopy procentowe: lombardowa, redyskonta weksli i stopa operacji otwartego rynku, kurs walutowy, rezerwa obowiązkowa oraz kredyt refinansowy). Instrumenty te dostosowywane były do zmieniających się w ciągu roku procesów monetarnych i makroekonomicznych. Dodatkowym elementem uwzględnianym w decyzjach RPP była konieczność dopasowania dynamiki popytu wewnętrznego do tempa wzrostu PKB. Miało to na celu zmniejszenie presji inflacyjnej oraz ograniczenie zagrożeń związanych z powiększaniem się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Poważnym problemem dla polityki pieniężnej była również skala napływu kapitału zagranicznego. Sprzyjały temu: pozytywne oceny gospodarki polskiej, relatywnie wysoki poziom stóp procentowych i niskie ryzyko kursowe. Dlatego na lutowym posiedzeniu RPP podjęto decyzję o uelastycznieniu mechanizmu kursowego, zwiększając pasmo dopuszczalnych wahań kursu od centralnego parytetu i obniżając miesięczne tempo dewaluacji złotego względem koszyka 5 walut. Dążąc

do zwiększenia autonomii polityki pieniężnej, w warunkach swobody przepływu kapitału portfelowego, RPP podejmowała decyzje o obniżce stóp procentowych w miarę spadku inflacji oraz zwiększała zakres zmienności kursu walutowego. Dopelnieniem tych działań była decyzja o zaprzestaniu emisji bonów pieniężnych NBP o terminie zapadalności dłuższym niż 28 dni, mająca istotny wpływ na zmianę warunków regulowania płynności na rynku. Dzięki dopuszczeniu do arbitrażu stóp procentowych nastąpiło obniżenie dochodowości instrumentów o dłuższych terminach zapadalności.

Na początku 1998 r. poziom stóp procentowych był stosunkowo wysoki. W roku 1997 NBP podniósł bowiem stopy procentowe, aby hamować nadmierne tempo akcji kredytowej i przeciwdziałać zagrożeniu inflacyjnemu. Pomimo wzrostu stóp procentowych w 1997 r. napływ zagranicznego kapitału portfelowego nie był znaczny. Kryzysy finansowe w Czechach i w krajach azjatyckich spowodowały okresowy odpływ kapitału z rynków wschodzących, w tym również z Polski. Na początku 1998 r. sytuacja uległa jednak zasadniczej zmianie. Kapitał zagraniczny ponownie zaczął napływać na rynki wschodzące, a Polska stała się szczególnie atrakcyjnym miejscem dla tych lokat ze względu na relatywnie wysokie nominalne stopy procentowe, korzystnie postrzeganą politykę makroekonomiczną i sytuację gospodarczą oraz tzw. efekt konwergencji (perspektywa przyłączenia do Unii Europejskiej i oczekiwane z tego tytułu zyski kapitałowe z długookresowych inwestycji w naszym kraju).

Wzrost napływu kapitału zagranicznego wywierał presję aprecjacyjną na złotego. W celu obrony obowiązującego pasma wahań kursu NBP interweniował na rynku walutowym. Prowadziło to jednak do kreacji pieniądza i NBP sterylizował złotowe efekty interwencji walutowych. Skala operacji otwartego rynku stale rosła, mimo że od marca 1998 r. bank centralny radykalnie zmniejszył wielkość i częstotliwość swych interwencji na rynku walutowym, a następnie wycofał się z nich całkowicie.

W drugiej połowie roku 1998 portfelowy kapitał zagraniczny odpływał z polskiego rynku w następstwie kryzysu w Rosji. Rezerwy dewizowe banku centralnego nie spadły jednak w istotny sposób, ponieważ odpływowi kapitału zagranicznego towarzyszył napływ kapitału związany m.in. inwestycjami bezpośrednim. Odpływ kapitału, który nastąpił po kryzysie w Rosji, nie wywołał więc ani znacznego spadku rezerw, ani wydatnego zmniejszenia się podaży płynności w systemie bankowym. Pomimo występowania kryzysu w Rosji, ale w warunkach spadającej inflacji i niezagrażonego celu inflacyjnego, RPP podjęła decyzję o dalszej obniżce stóp procentowych oraz zmniejszeniu tempa miesięcznej dewaluacji złotego w lipcu i we wrześniu 1998 r.

Pod koniec roku napływ kapitału zagranicznego ponownie się zwiększył, zmuszając NBP do utrzymania dużej skali operacji otwartego rynku.

Radykalnie zwiększona skala i bardzo duże koszty operacji otwartego rynku uniemożliwiły w roku 1998 obniżkę stóp rezerwy obowiązkowej.

Podstawowe cele polityki pieniężnej zostały osiągnięte. Nastąpiło dalsze obniżenie inflacji. Od października 1998 r., po raz pierwszy od czasu rozpoczęcia transformacji gospodarki, inflacja w skali rocznej spadła do poziomu jednocyfrowego. Kolejne obniżki stóp procentowych i stopniowe upłynnianie kursu złotego stworzyły warunki, które przyczyniły się do wyhamowania napływu zagranicznego kapitału krótkoterminowego.

Ta korzystna sytuacja mogła powstać dzięki elastycznemu stosowaniu całego zestawu instrumentów polityki pieniężnej, których waga była uzależniona od charakteru wyzwań, stojących przed bankiem centralnym w procesie realizacji celu inflacyjnego.

2. Stopa procentowa

Bezpośredni wpływ banku centralnego na stopy procentowe sprowadza się do oddziaływania na oprocentowanie krótkoterminowych depozytów międzybankowych. Oprocentowanie depozytów międzybankowych wpływa na wszystkie pozostałe stopy procentowe.

NBP oddziaływał na rynkowe stopy procentowe bezpośrednio, za pomocą stopy oprocentowania operacji otwartego rynku, i pośrednio, poprzez oprocentowanie kredytu lombardowego. Działanie to miało na celu kształtowanie stóp procentowych odpowiednio do występujących zagrożeń inflacyjnych.

W warunkach planowanej kumulacji podwyżek cen regulowanych na początku roku 1998 można się było spodziewać wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Aby temu zapobiec, Rada Polityki Pieniężnej postanowiła, iż z dniem 26 lutego stopa operacji otwartego rynku nie spadnie poniżej poziomu 24%. Pozostałe stopy procentowe, tj. stopę lombardową i stopę redyskonta weksli, utrzymano na dotychczasowym poziomie, wynosiły one odpowiednio 27% i 24,5%.

W drugim kwartale zaobserwowano oznaki wygaszania impulsu cenowego z początku roku, zmniejszała się inflacja i dynamika kredytów w wyrażeniu nominalnym, spadało również tempo wzrostu popytu krajowego. Przy stosunkowo wysokim popycie na polski eksport zmniejszał się deficyt obrotów bieżących. Sytuacja ta stworzyła warunki dogodne do obniżki stóp procentowych. W kwietniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła po raz pierwszy

stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku o 1 pkt. proc., do poziomu nie niższego niż 23%. Pozostałe stopy podstawowe NBP obniżono w następnym miesiącu. Oprocentowanie kredytu lombardowego i stopę redyskonta weksli zmniejszono również o 1 pkt. proc., odpowiednio z 27% do 26% oraz z 24,5% do 23,5%. Po raz kolejny obniżono także stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku do poziomu nie niższego niż 21,5%. W lipcu dokonano następnej obniżki stóp procentowych: lombardowej z 26% do poziomu 24%, redyskonta weksli z 23,5% do 21,5%, a stopy 28-dniowych operacji otwartego rynku do poziomu nie niższego niż 19%.

W związku z dalszym szybkim spadkiem bieżącej i oczekiwanej inflacji oraz zmniejszeniem tempa wzrostu popytu krajowego (zarówno konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego) podjęto decyzję o kolejnej obniżce stóp procentowych. We wrześniu obniżono stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku do poziomu nie niższego niż 18%.

Oslabienie popytu zewnętrznego, spowodowane kryzysem w Rosji, przyczyniło się do przyspieszenia procesu dezinflacji. Z uwagi na oczekiwany dalszy szybki spadek tempa wzrostu cen, w październiku RPP obniżyła stopy procentowe: stopę lombardową z 24% do 22%, stopę redyskonta weksli z 21,5% do 20%, a stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku do poziomu nie niższego niż 17%.

Te same przyczyny, jak w przypadku październikowej decyzji o stopach procentowych, leżały u podstaw kolejnej obniżki podstawowych stóp procentowych NBP w grudniu 1998 r. RPP obniżyła wówczas oprocentowanie kredytu lombardowego o 2 pkt. proc., do poziomu 20%, a stopę redyskonta weksli o 1,75 pkt. proc. do poziomu 18,25% w skali rocznej. Jednocześnie obniżono stopę 28-dniowych operacji otwartego rynku do poziomu nie niższego niż 15,5%.

Ogółem, w ciągu 1998 r. oprocentowanie kredytu lombardowego obniżono o 7 pkt. proc., stopę redyskonta weksli o 6,25 pkt., a stopę referencyjną (wykorzystywaną w operacjach otwartego rynku) o 8,5 pkt. proc. W tym czasie tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych spadło z 13,2% do 8,6%, czyli o 4,6 pkt., co oznaczało że (w stosunku do poziomu z grudnia 1997 r.) nastąpił spadek stóp procentowych NBP w wyrażeniu realnym.

3. Operacje otwartego rynku

W dniu 1 stycznia 1998 r. weszła w życie Ustawa o Narodowym Banku Polskim, zgodnie z którą zasady przeprowadzania operacji otwartego rynku ustala Rada Polityki

Pieniężnej. Stosownie do wytycznych Rady Polityki Pieniężnej z lutego 1998 r., podstawowym rodzajem operacji stała się emisja 28-dniowych bonów pieniężnych NBP.

NBP zaprzestał emisji bonów pieniężnych NBP o dłuższych terminach zapadalności. Minimalna rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych, ustalana przez RPP (tzw. stopa referencyjna NBP, ustalana na bazie 360-dniowego roku rozliczeniowego), stała się faktycznie trzecią (obok oprocentowania kredytu lombardowego i stopy redyskonta weksli) stopą podstawową NBP. Za pomocą stopy referencyjnej bank centralny efektywnie wpływał na krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego (WIBOR), a za ich pośrednictwem na oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki komercyjne. Kształtowanie się przychodowości instrumentów o terminie zapadalności dłuższym niż 28 dni pozostawiono rynkowi.

Po przejściowym wzroście stopy referencyjnej do poziomu 24% w lutym ub.r. stopa ta była stopniowo obniżana aż do poziomu 15,5% w grudniu 1998 r.

W 1998 r. skala operacji otwartego rynku, dokonywanych przez NBP w celu stabilizowania rynku, poważnie wzrosła. Saldo operacji otwartego rynku, prowadzonych z bankami komercyjnymi, wzrosło o 12,9 mld zł (saldo operacji warunkowych spadło o 1,3 mld zł, a emisja bonów pieniężnych wzrosła o 14,2 mld zł).

Wielkość środków zaabsorbowanych w operacjach otwartego rynku w 1998 r. ilustrują dane tablicy 3.

Tablica 3

Operacje otwartego rynku

(mln zł)

Treść	31.12. 1997	31.03. 1998	30.06. 1998	31.09. 1998	31.12. 1998	Zmiana w 1998 r.
Operacje repo	0	0	0	0	0	0
Operacje reverse repo	1.288	0	0	0	0	-1.288
Bony pieniężne*	14.374	20.728	22.057	30.025	28..576	14.202
Depozyty ludności**	3.600	3.332	1.986	58	3	-3.597
Suma operacji	19.262	24.060	24.043	30.083	28..576	9.314

* wg wartości nominalnej ** bez naliczonych odsetek

Podstawową przyczyną wzrostu płynności w bankach był przyrost rezerw oficjalnych brutto (w ciągu roku o ponad 6,7 mld dolarów). Tak duży przyrost rezerw związany był z dodatnim saldem obrotów kapitałowych bilansu płatniczego.

Do wzrostu nadpłynności w bankach komercyjnych w mniejszym stopniu przyczynił się - wykazujący silne wahania okresowe - kredyt dla budżetu netto, który w ciągu roku zwiększył się o ponad 1,2 mld zł.

Kredyt dla banków brutto, którego saldo zmniejszyło się o 0,6 mld zł, był czynnikiem zmniejszającym płynność systemu bankowego.

We wrześniu ub.r. minął ostatni termin zapadalności lokat ludności w NBP. Operacja ta obniżyła skłonność do konsumpcji i przyczyniła się do zmniejszenia tempa wzrostu popytu wewnętrznego, a jednocześnie zaabsorbowała część nadpłynności wygenerowanej przez dodatkowy kredyt zaciągnięty przez rząd RP w 1997 r. (tzw. kredyt powodziowy). Środki z zapadających w 1998 r. Depozytów, w kwocie 3,6 mld zł, powróciły na rynek, co spowodowało konieczność zaabsorbowania uwolnionej w ten sposób płynności za pomocą emisji bonów pieniężnych NBP.

W 1998 r. zorganizowano 164 przetargi na bony pieniężne NBP, na których sprzedano bankom bony o wartości 243,0 mld zł. Bony o terminach zapadalności dłuższych niż 28 dni oferowane były tylko w styczniu i w lutym. W całym roku 1998 podaż bonów pieniężnych przewyższała popyt na nie (NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 316,1 mld zł, otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 252,0 mld zł). W roku 1997 przeprowadzono 120 przetargów, a wartość aukcyjna sprzedanych bonów pieniężnych NBP wyniosła 39,6 mld zł.

W 1998 r. NBP zaprzestał prowadzenia 14-dniowych operacji warunkowych typu reverse repo (w roku 1997 wartość aukcyjna bonów sprzedanych bankom w tym trybie wyniosła 41,3 mld zł).

4. Kurs walutowy

W 1998 r. nie zmienił się mechanizm ustalania kursu złotego wobec walut obcych. Nadal obowiązywała zasada pełzającej dewaluacji parytetu centralnego, służącego do określania dopuszczalnego przedziału wahań rynkowego kursu złotego. W roku 1998 dokonano jednak zmiany charakteru dotychczasowej polityki kursowej.

W 1998 r. charakter polityki kursowej zdeterminowany był przede wszystkim przez realizację celu inflacyjnego w trudnych uwarunkowaniach, na które składały się: zmienna sytuacja w zakresie nierównowagi zewnętrznej oraz utrzymywanie się niestabilności na światowych rynkach finansowych. Wobec powyższych ograniczeń, przy otwartym już praktycznie rachunku kapitałowym bilansu płatniczego polityka kursu walutowego tworzyła

przede wszystkim warunki dla skutecznej polityki pieniężnej. Dlatego też wyraźnie słabsze w stosunku do 1997 r. było bezpośrednie oddziaływanie na kurs złotego ze strony władzy monetarnej poprzez interwencje walutowe¹².

Mając na uwadze konieczność oddziaływania na oczekiwania inflacyjne oraz obserwowany spadek inflacji, Rada Polityki Pieniężnej trzykrotnie w 1998 r. obniżyła stopę miesięcznej dewaluacji kursu centralnego: z dniem 26 lutego obniżyła tempo dewaluacji złotego z 1% do 0,8%, 17 lipca do poziomu 0,65% i 10 września do poziomu 0,5% miesięcznie.

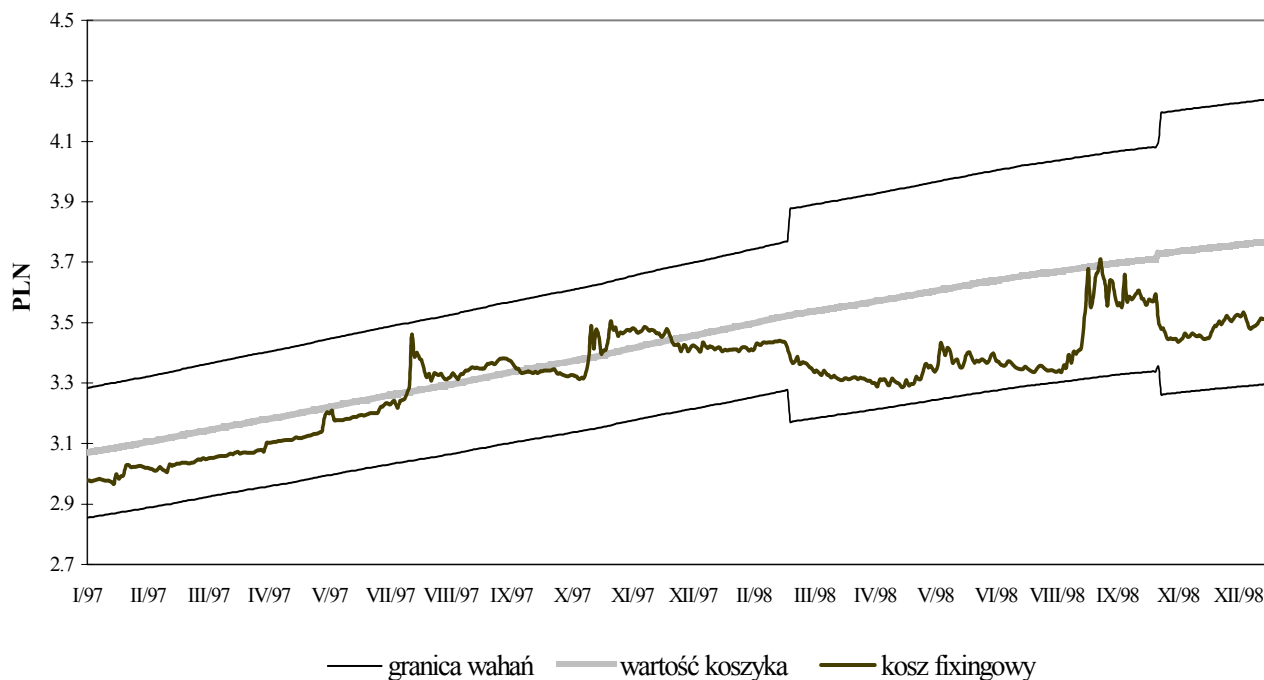
Jednocześnie w celu zapewnienia większej elastyczności kursu walutowego Rada Polityki Pieniężnej w 1998 r. dwukrotnie podjęła decyzję o rozszerzeniu pasma wahań kursu złotego od kursu centralnego: z dniem 26 lutego pasmo to zostało rozszerzone z $\pm 7\%$ do $\pm 10\%$, a z dniem 28 października do $\pm 12,5\%$. Bardziej skutecznej kontroli zagranicznego składnika bazy monetarnej, wzmocnieniu rynkowego charakteru kształtowania się kursu złotego, a także zwiększeniu ryzyka działań spekulacyjnych sprzyjała także decyzja o zmianie zasad fixingu, z grudnia 1998 r. Nowe zasady fixingu ograniczyły możliwość zawierania transakcji walutowych przez banki komercyjne w NBP poprzez wprowadzenie marży (0,006 PLN) między kursem kupna i sprzedaży, skrócenie czasu składania ofert transakcyjnych do NBP i ograniczenie ich liczby.

Uelastycznienie polityki kursowej przy napływie zagranicznego kapitału do Polski stworzyło warunki do wyraźnego umocnienia złotego w 1998 r. Przeciętne odchylenie złotego od kursu parytetowego w kierunku aprecjacji wyniosło 5,6%, a maksymalne osiągnęło 9,09% (w dniu 6 sierpnia 1998 r.)¹³, podczas gdy w roku 1997 wynosiło ono 0,9% (patrz wykres 2). Jednocześnie, w obliczu coraz silniejszych związków krajowego rynku finansowego z rynkami międzynarodowymi, przy zwiększeniu stopnia płynności kursu złotego poszerzył się zakres jego wahań.

¹² W 1998 r. przeprowadzono 23 interwencje, skoncentrowane w I półroczu, wobec 39 w 1997 r.; średnia miesięczna wartość interwencji NBP w okresie od stycznia do lipca wynosiła 342 mln USD, w dalszej części roku całkowicie ich zaniechano.

¹³ Maksymalne odchylenie kursu złotego w kierunku deprecjacji osiągnęło 0,62%, w dniu 28 sierpnia 1998 r.

Kursy złotego względem koszyka walut w latach 1997 - 1998



W przeciwieństwie do 1997 r. praktycznie w całym roku 1998 dominowała tendencja do aprecjacji złotego, wyłączając okres kryzysu finansowego w Rosji. Złoty umacniał się, zwłaszcza w pierwszej połowie 1998 r., ze względu na relatywnie dużą aktywność inwestorów zagranicznych. Na przełomie sierpnia i września 1998 r., w efekcie kryzysu rosyjskiego, kurs złotego obniżył się do poziomu kursu parytetowego. Po relatywnie krótkotrwałej tendencji do osłabienia, złoty dość szybko ponownie umocnił się i do końca roku 1998 wykazywał tendencję do aprecjacji. Przeciętne odchylenie rynkowego kursu złotego od parytetu w kierunku aprecjacji kształtowało się od 4,6% w październiku do 7,7% w listopadzie i 6,7% w grudniu.

Tak krótkotrwała reakcja kursu złotego na kryzys rosyjski wynikała głównie ze stosunkowo niewielkiej skali odpływu zagranicznego kapitału portfelowego. Odpływ ten był przy tym rekompensowany napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Nominalny efektywny kurs złotego uległ średniorocznej deprecjacji o 5,3% w 1998 r. wobec 9,8% w roku 1997; natomiast licząc grudzień do grudnia analogiczny miernik wartości złotego obniżył się o 3% w 1998 r., przy 11% w roku poprzednim. W 1998 r. kurs złotego

wobec głównych walut światowych uległ deprecjacji bardziej wobec dolara amerykańskiego - średnio o 6,5%, a słabiej wobec marki niemieckiej – o 5,1%. Wynikało to przede wszystkim z wyraźnego umocnienia się w 1998 r. dolara wobec marki niemieckiej na rynku światowym.

Zmiany nominalnego kursu złotego miały także decydujący wpływ na wzrost realnej wartości polskiej waluty, który nastąpił przede wszystkim w pierwszej połowie 1998 r. W 1998 r. realny efektywny kurs złotego mierzony przy wykorzystaniu cen produkcji sprzedanej przemysłu aprecjacji o 2,3% (licząc grudzień 1998 r. do grudnia 1997 r.), a mierzony cenami towarów i usług konsumpcyjnych wzmocnił się o 4,1%. W 1997 roku odnotowano tymczasem realną deprecjację odpowiednio o około 3,9% i 0,9%.

Zwiększenie płynności kursu walutowego pozwoliło stworzyć warunki do skuteczniejszej polityki pieniężnej. Duże wahania kursu złotego mogły jednocześnie stanowić utrudnienie dla producentów dóbr, będących przedmiotem wymiany międzynarodowej. Spowodowało to jednak, że podmioty krajowe, zaangażowane w wymianę z zagranicą lub korzystające z kredytów dewizowych, zaczęły uświadamiać sobie istnienie ryzyka kursowego i wagę zabezpieczania się przed nim. Sprzyjało to rozwojowi rynków terminowych.

Pomimo dużych wahań realnego kursu złotego i wyraźnej realnej aprecjacji w pierwszej połowie roku, w ujęciu średniorocznym realna zmiana kursu złotego w 1998 r. w stosunku do roku poprzedniego nie była duża. Realny efektywny kurs złotego mierzony za pomocą cen produkcji sprzedanej w działalności produkcyjnej, uległ aprecjacji jedynie o 1,4%, przy realnym wzmocnieniu mierzonym cenami konsumpcji (miernik ten gorzej jednak odzwierciedla wpływ zmian kursu na konkurencyjność wymiany międzynarodowej) o 4,5%.

Istotne uelastycznienie systemu kursowego w 1998 r. i dopuszczenie do aprecjacji złotego pozwoliły w znaczny sposób zneutralizować potencjalnie inflacyjne skutki napływu zagranicznego kapitału.

5. Refinansowanie banków

Zadłużenie banków z tytułu kredytów refinansowych w 1998 r. obniżyło się o 598,1 mln zł, tj. 7,8%, i ukształtowało się - wg stanu na koniec roku - na poziomie 7.118,1 mln zł. Obejmowało ono: kredyty na inwestycje centralne, kredyt w rachunku bieżącym Banku Handlowo-Kredytowego SA w Katowicach w likwidacji, kredyt redyskontowy, kredyt lombardowy (pod zastaw skarbowych papierów wartościowych) oraz zadłużenie przeterminowane Banku Agrobank SA (w upadłości).

Podstawową pozycję zadłużenia banków w NBP stanowiły kredyty na refinansowanie inwestycji centralnych; na koniec 1998 r. wyniosły one 5.614,3 mln zł i były wyższe, w porównaniu ze stanem na koniec 1997 r., o 39,0 mln zł. Prawie 64% stanu należności NBP z tytułu tych kredytów to kapitalizowane odsetki, naliczane od kredytów finansujących inwestycje centralne w okresie ich realizacji (w 1997 r. należności te stanowiły 62,4% ogólnej kwoty kredytów).

Zadłużenie banków z tytułu kredytów refinansowych NBP na inwestycje centralne w 1998 r. ilustruje tablica 4.

Tablica 4

Kredyty refinansowe na inwestycje centralne w 1998 r.

(mln zł)

Treść	Stan na: 31.12.97 r.	Zmiany				Stan na: 31.12.98 r.
		I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	
Kredyty na inwestycje centralne	5.575,3	-41,4	-50,0	-74,5	+204,9	5.614,3
w tym :						
na kapitalizowane odsetki	3.476,2	-42,5	-42,4	-50,3	+232,9	3.573,9
Udział odsetek (w %)	62,4	x	x	x	x	63,7

Stosunkowo wysoki przyrost kredytów refinansowych na inwestycje centralne w IV kwartale 1998 r. był wynikiem stosowanej zasady rocznej kapitalizacji odsetek od zadłużenia w fazie realizacji inwestycji. W skali roku przyrost kredytu był niewielki – 39 mln zł, tj. zaledwie 0,7%; przyrost w roku 1997 wyniósł 11,8%.

Kolejną znaczącą pozycją w strukturze kredytów refinansowych było w 1998 r. zadłużenie BHK SA w likwidacji (18,1%), które na koniec grudnia ub.r. wyniosło 1.289,0 mln zł i dotyczyło wyłącznie niespłaconych skapitalizowanych odsetek.

Porównanie stanów bilansowych kredytu refinansowego w analizowanym okresie nie daje jednak pełnego obrazu skali refinansowania się banków w NBP. Kredyt lombardowy wykorzystywany był bowiem zwykle pod koniec miesiący – na okres 1 - 5 dni, w celu uzupełnienia niedoborów w utrzymywanej rezerwie obowiązkowej. Przejściowe stany zadłużenia banków z tytułu tego kredytu były wysokie i wynosiły przykładowo: w styczniu 2,1 mld zł, we wrześniu 2,4 mld zł.

Szczegółową strukturę zadłużenia banków w NBP z tytułu kredytów refinansowych przedstawia tablica 5.

Tablica 5

Wartość i struktura kredytów refinansowych (1997 – 1998)

Kredyty refinansowe	Stan na:		Zmiany	Struktura	
	31.12.97 r.	31.12.98 r.		31.12.97 r.	31.12.98 r.
	(w mln zł)			(%)	
Ogółem	7.716,2	7.118,1	-598,1	100,0	100,0
z tego :					
na inwestycje centralne	5.575,3	5.614,3	+39,0	72,2	78,9
w rachunku bieżącym (BHK SA)	1.295,4	1.289,0	-6,4	16,8	18,1
redyskonto weksli	230,3	202,1	-28,2	3,0	2,8
lombardowy	613,7	11,2	-602,5	8,0	0,2
przeterminowany (Bank Agrobank SA)	1,5	1,5	0,0	0,0	0,0

6. Rezerwa obowiązkowa

Rezerwa obowiązkowa w 1998 r. była wyliczana na podstawie średnich stanów depozytów złotych i walutowych z końców poszczególnych dekad miesiąca i odprowadzana w ostatnim dniu kalendarzowym następnego miesiąca. Rezerwa obowiązkowa utrzymywana była na rachunkach bieżących banków komercyjnych w NBP i w gotówce w kasach banków. Wymagane było utrzymanie średniego poziomu rachunku bieżącego w NBP, w ciągu miesiąca, nie niższego niż poziom rezerwy wymaganej na dany miesiąc. W 1998 r. maksymalny poziom gotówki w kasach banków zadeklarowanej jako część rezerwy obowiązkowej wynosił 10%. Począwszy od 1998 r., zgodnie z Ustawą o NBP, zlikwidowano rezerwę obowiązkową oprocentowaną, od której odsetki były uprzednio przekazywane na rachunek Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. Z dniem 1.01.1998 r. dokonano przelewu środków rezerwy obowiązkowej oprocentowanej na rachunek bieżący i zostały one potraktowane jako rozliczenie rezerwy obowiązkowej nieoprocentowanej. Również od 1.01.1998 r. banki zostały zobowiązane do utrzymywania rezerwy obowiązkowej od środków pozyskanych z zagranicy na okres krótszy niż dwa lata.

Stopy rezerwy pozostawały na niezmiennym poziomie: od depozytów złotych płatnych na każde żądanie 20%, od depozytów złotych terminowych 11%, a od wszystkich

depozytów walutowych 5%. Wysoki poziom stóp rezerwy obowiązkowej był uzasadniony utrzymywaniem się trwałej nadpłynności w systemie bankowym.

Na posiedzeniu w dniu 7 maja 1998 r. RPP postanowiła, że podstawę naliczania rezerwy obowiązkowej powinna stanowić średnia arytmetyczna stanu środków na rachunkach bankowych objętych rezerwą, obliczana ze wszystkich dni kalendarzowych miesiąca, a nie jak dotychczas średnia arytmetyczna stanów na koniec pierwszej i drugiej dekady oraz na ostatni dzień miesiąca. Zmiana ta miała zastosowanie dopiero w stosunku do rezerwy obowiązkowej odprowadzanej 28 lutego 1999 r. Nowy sposób naliczania ma na celu uszczelnienie systemu rezerwy obowiązkowej.

Kształtowanie się zmian w poziomie rezerwy obowiązkowej w 1998 r. przedstawia tablica 6.

Tablica 6

Rezerwa obowiązkowa w 1998 r.

(mln zł)

Lp.	Treść	Stan na 31.12.1997 r.	Przyrost w ciągu kwartałów 1998 r.				Stan na 31.12.1998 r.
			I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	
1.	Rezerwa wymagana ogółem z tego:	17.054	581	879	1.943	814	21.271
1.1.	rezerwa na rachunku w NBP	15.430	464	797	1.785	682	19.158
1.1.1.	rezerwa nieoprocentowana	12.159	464	797	1.785	682	19.158
1.1.2.	rezerwa oprocentowana	3.271	0	0	0	0	0
1.2.	zapas gotówki w kasach banków	1.624	117	82	158	132	2.113

Środki rezerwy obowiązkowej na koniec 1998 r. wzrosły w porównaniu ze stanem na 31.12.1997 r. o 4.217 mln zł, tj. o 24,7%, przy wzroście depozytów będących podstawą naliczania rezerwy o 24,1%. Wzrost rezerwy obowiązkowej ogółem wynikał przede wszystkim z wysokiej dynamiki depozytów złotych (wzrost o 28,5%). Depozyty walutowe zwiększyły się tylko o 8,9%.

Najwyższy wzrost rezerwy zanotowano w III kwartale 1998 r., bo o 11,4% w stosunku do końca 1997 r., przy wzroście depozytów o 19,8%, w tym depozytów złotych o 21,7%.

Udział gotówki w kasach banków w rezerwie obowiązkowej na 31 grudnia 1998 r. wyniósł 9,9% , w porównaniu z 9,5% na 31.12.1997 r.

Średnia stopa rezerwy na koniec grudnia 1998 r. osiągnęła poziom 11,8% i była o 0,1 pkt. proc. wyższa niż na koniec 1997 r. Efektywna stopa rezerwy, po odliczeniu gotówki, wyniosła natomiast 10,6% na 31.12.1998 r. i była taka sama, jak na koniec 1997 r.

7. Wpływ instrumentów polityki pieniężnej na stan kredytów i depozytów

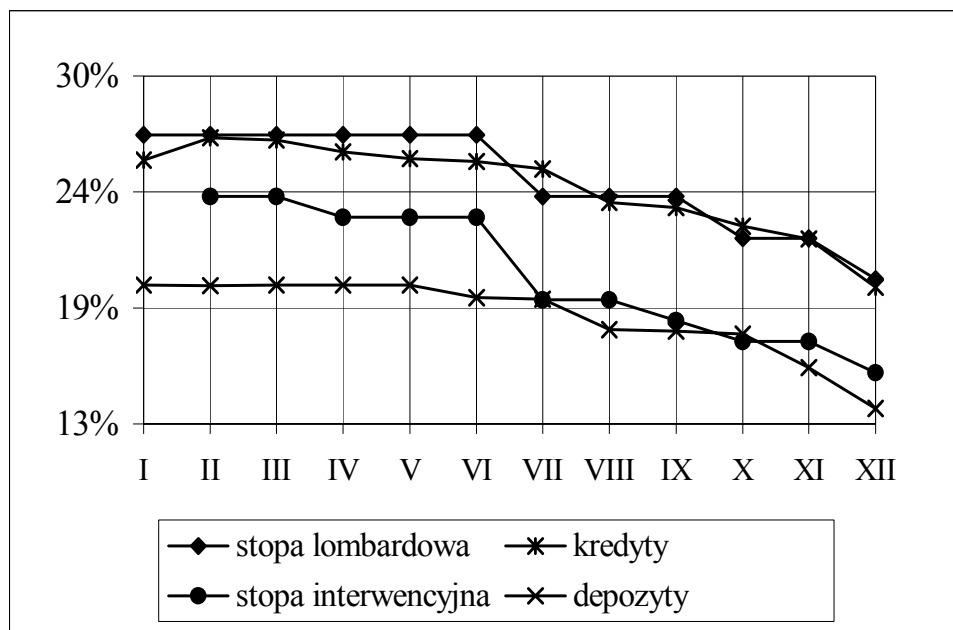
Polityka stóp procentowych banku centralnego wywiera wpływ na oprocentowanie depozytów i kredytów w bankach komercyjnych. Oprocentowanie kredytów kształtuje się pod wpływem stóp procentowych na rynku międzybankowym (głównie 1-miesięcznej stopy WIBOR). Z kolei stopa WIBOR1M zależy silnie od stopy oprocentowania 28-dniowych operacji otwartego rynku NBP.

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

W ostatnich czterech miesiącach ub.r. NBP dwukrotnie obniżył stopy podstawowe i trzykrotnie stopę rentowności operacji otwartego rynku. Częste obniżki stóp przez NBP spowodowały zmianę zachowania banków: zaczęły one szybciej i silniej niż poprzednio reagować na obniżki stóp banku centralnego. O ile na początku roku banki dostosowywały się do zmian podstawowych stóp NBP z opóźnieniem 2 – 3-miesięcznym, o tyle w ostatnim kwartale czas reakcji skrócił się do kilku tygodni.

Kształtowanie się przeciętnego oprocentowania kredytów i depozytów 12-miesięcznych na tle zmian stóp podstawowych NBP przedstawia wykres 3.

**Zmiany przeciętnego oprocentowania kredytów i depozytów 12-miesięcznych
na tle zmian stóp podstawowych NBP**



Uwaga: Stopy procentowe od kredytów – średnie ważone stopy procentowe kredytów do 12 miesięcy w 19 największych bankach, stopy od depozytów – średnia ważona stopa od 12-miesięcznych depozytów osób prywatnych w 19 największych bankach, na koniec miesiąca.

W ciągu 1998 r. przeciętne oprocentowanie kredytów krótkoterminowych spadło o 6,7 pkt. proc. Oprocentowanie depozytów terminowych zmniejszyło się natomiast o 6,0 pkt. proc. Najmniejszym zmianom uległo oprocentowanie rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych - spadek wyniósł 2,9 pkt. proc. Poziom stóp procentowych od depozytów i kredytów dla klientów sektora niefinansowego w grudniu 1997 r. i na koniec poszczególnych kwartałów 1998 r. pokazuje tablica 7.

Tablica 7

Przeciętne¹ oprocentowanie depozytów dla osób prywatnych oraz kredytów dla przedsiębiorstw do 12-miesiący, na koniec kolejnych kwartałów lat 1997-1998
(w %)

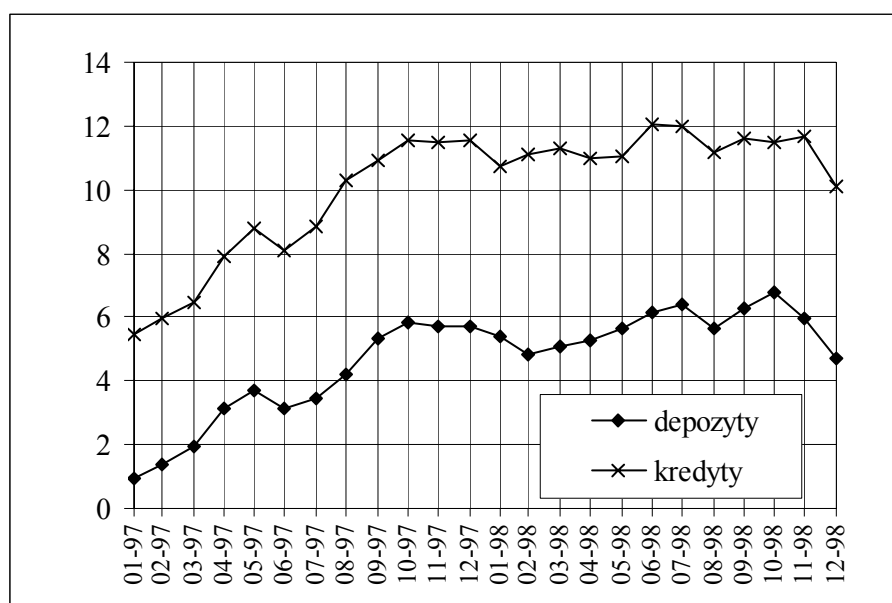
	XII 97	III 98	VI 98	IX 98	XII 98
Depozyty					
ROR	12,8	12,9	12,8	11,5	9,9
3-miesięczne	18,1	18,2	17,8	16,2	12,0
12-miesięczne	19,7	19,7	19,1	17,5	13,7
Kredyty	26,3	26,8	25,7	23,5	19,6

¹ Średnia ze stóp procentowych w 19 bankach ważona udziałami tych banków w rynku depozytowym lub kredytowym.

Mimo znacznego obniżenia nominalnych stóp procentowych, realne stopy oprocentowania depozytów i kredytów utrzymywały się w ubiegłym roku na wysokim poziomie (por. wykres 4). Było to wynikiem jednoczesnego spadku stopy inflacji, która równoważyła obniżki stóp nominalnych. Dopiero większa skala obniżek stóp procentowych pod koniec roku przyniosła pewne zmniejszenie realnego poziomu oprocentowania. W grudniu 1998 r. realne oprocentowanie depozytów 12-miesięcznych wynosiło 4,7% i było niższe niż rok temu o 1 pkt. proc, realne oprocentowanie kredytów o podobnym terminie zapadalności wynosiło zaś 10,1%, czyli było niższe niż w grudniu 1997 r. o 1,4 pkt. proc.

Wykres 4

**Realne stopy procentowe od kredytów i depozytów 12-miesięcznych
(w %)**



Uwaga: Stopa procentowa od kredytów – średnia ważona stopa od kredytów do 12 miesięcy w 19 największych bankach, stopa od depozytów – średnia ważona stopa od 12-miesięcznych depozytów osób prywatnych w 19 największych bankach, na koniec miesiąca, deflowane wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych.

V. Podsumowanie - ocena realizacji polityki pieniężnej w 1998 r.

Realizacja polityki pieniężnej odbywała się w 1998 r. w nowych uwarunkowaniach instytucjonalnych. Organem, który w imieniu Narodowego Banku Polskiego ustalał zasady polityki pieniężnej, była Rada Polityki Pieniężnej. Rada, po dokonaniu wszechstronnej analizy dotychczasowych problemów polityki pieniężnej, zmodyfikowała jej zasady, wybierając nową strategię tej polityki, jak też dobierając niezbędne do tego instrumenty. Osiągnięcie celu inflacyjnego stało się bezpośrednim celem polityki pieniężnej. Narodowy Bank Polski zaprzestał kontrolowania kursu walutowego i podaży pieniądza, skupiając się na krótkoterminowych stopach procentowych. Rada wydłużyła horyzont polityki pieniężnej, uchwalając *Średniookresową strategię polityki pieniężnej na lata 1999 - 2003*. Osiągnięcie zakładanego rocznego celu inflacyjnego stanowi obecnie etap dochodzenia do celu średniookresowego - zmniejszenia inflacji poniżej 4% do roku 2003. Wzrosła przy tym przejrzystość polityki pieniężnej. Podjęte przez Radę Polityki Pieniężnej decyzje były każdorazowo dogłębnie wyjaśniane w przekazywanych mediom komunikatach i podczas konferencji prasowych z udziałem członków Rady.

W 1998 r. zrealizowano cel polityki pieniężnej. Osiągnięto spadek inflacji, mierzonej wskaźnikiem cen towarów i usług konsumpcyjnych do 8,6% (w okresie grudzień 1997 r. – grudzień 1998 r.) wobec zakładanej inflacji 9,5%. Po raz pierwszy od 18 lat inflacja w Polsce obniżyła się do wielkości jednocyfrowej.

Charakterystycznym zjawiskiem, które wystąpiło w 1998 r., był odczuwalny wpływ czynników zewnętrznych na gospodarkę polską. Transmisja impulsów dezinflacyjnych z gospodarki światowej następowała nie tylko poprzez mechanizm kursowy czy ceny surowców i paliw. Również konsekwencje nagłych zmian popytu importowego u partnerów handlowych Polski były przenoszone na rynek wewnętrzny zmuszając krajowe podmioty gospodarcze do odpowiednich dostosowań. Doświadczenia ubiegłego roku potwierdzają tym samym, że sytuacja gospodarcza w Polsce jest w coraz większym stopniu zależna od przebiegu zjawisk ekonomicznych u głównych partnerów gospodarczych. Tym bardziej godny uwagi jest fakt, że poważne zaburzenia na światowych rynkach finansowych w 1998 r. nie przeniosły się trwale na polski rynek finansowy. Można to interpretować jako obiektywny wyraz zaufania ze strony zagranicznych i polskich inwestorów do realizowanej w Polsce polityki makroekonomicznej - w tym polityki pieniężnej.

Analizując i oceniając realizację polityki pieniężnej w 1998 r., nie można zatem abstrahować od wpływu niemożliwych do przewidzenia na etapie konstruowania *Założeń*

zaburzeń w gospodarce światowej. Przypomnijmy, że kluczowym problemem polityki pieniężnej od końca 1996 r. była rosnąca dysproporcja między wzrostem popytu krajowego a krajową podażą, będąca źródłem presji inflacyjnej i powiększania się deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego. Również w 1998 r. dla realizacji celu inflacyjnego niezbędne było kontynuowanie działań, mających na celu zmniejszenie tej dysproporcji - przede wszystkim poprzez dążenie do utrzymania w ryzach ekspansji kredytowej i stymulowanie wzrostu stopy oszczędności krajowych.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów 1998 r. realizacja tego celu przebiegała pomyślnie, co było również efektem wcześniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej. Obserwowano zmniejszenie luki pomiędzy dynamiką popytu krajowego i krajowej podaży, zahamowane zostało narastanie deficytu obrotów bieżących bilansu płatniczego, który po ośmiu miesiącach był kwotowo mniejszy w porównaniu z podobnym okresem roku poprzedniego. Polityka ograniczania nadmiernego popytu przyniosła szczególnie widoczne efekty w II kwartale 1998 r., kiedy tempo wzrostu spożycia indywidualnego zmniejszyło się do 4,2% w skali rocznej, to jest o 1,1 pkt. proc. poniżej tempa wzrostu PKB. Niższy wzrost konsumpcji niż podaży krajowej zanotowano jeszcze w III kwartale 1998 r. (o 0,4 pkt. proc.), chociaż na sytuację gospodarki polskiej w tym okresie zaczynał już wywierać wpływ kryzys finansowy i gospodarczy w Rosji. Spowodował on skokowe załamanie eksportu z Polski do krajów WNP, pośrednio przyczynił się do obniżenia popytu importowego wielu państw rozwiniętych gospodarczo i w efekcie przyczynił się do obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej w Polsce - szczególnie w przemyśle.

W rezultacie skokowego spadku popytu zewnętrznego w ostatnich miesiącach roku, w skali całego 1998 r. mimo uzyskania ograniczenia tempa wzrostu popytu krajowego, stopień zrównoważenia wzrostu gospodarki polskiej uległ odpowiednio mniejszej poprawie. Rozpiętość między dynamikami popytu finalnego i PKB zmniejszyła się, co prawda, do 1,7 pkt. proc. (w 1996 r. wynosiła 3,6 pkt., a w 1997 r. 2,5 pkt.), ale ponowne rozwarcie luki między tempem wzrostu krajowego popytu i podaży wystąpiło w IV kwartale.

Nagle ograniczenie popytu zewnętrznego w ostatnich czterech miesiącach ubiegłego roku było jednocześnie jednym z czynników, powodujących przyspieszone wyhamowanie wzrostu cen w Polsce i osiągnięcie wyraźnie niższej, niż planowano, inflacji. Producenci eksportujący na rynek krajów WNP zmuszeni bowiem zostali do ulokowania dodatkowej podaży na rynku krajowym. Wpłynęło to zwłaszcza na ceny żywności w IV kwartale 1998 r.

W 1998 r. kontynuowana była polityka stosunkowo wysokich realnych stóp procentowych, choć pod koniec roku miało miejsce pewne ich obniżenie, co wynikało z

oczekiwanego spadku inflacji. Wpływało to na zmiany realnych stóp procentowych w bankach. Stopy procentowe od kredytów bankowych uległy widocznemu obniżeniu od sierpnia, natomiast stopy procentowe od depozytów w bankach, po przejściowym obniżeniu w sierpniu, zaczęły realnie obniżać się dopiero od listopada. Świadczyło to o rozsądnej polityce banków, dążących do utrzymania bazy depozytowej. Te fakty powinny być brane pod uwagę w dyskusji o pożądanym stopniu restrykcyjności polityki pieniężnej.

W 1998 r. bank centralny, podobnie jak w latach poprzednich, musiał prowadzić politykę pieniężną w warunkach nadpłynności w sektorze bankowym. Uniemożliwiało to podjęcie decyzji o obniżaniu rezerw obowiązkowych. Z kolei zróżnicowanie stóp rezerw obowiązkowych i mechanizm ich naliczania zachęcały niektóre banki do czasowego przesuwania środków między rachunkami, co zmniejszało skuteczność działania tego systemu. Wprowadzony w 1998 r. nowy system naliczania rezerw obowiązkowych miał na celu wyeliminowanie tych praktyk.

Po wprowadzonej w kwietniu 1998 r. zmianie zasad operacji otwartego rynku nastąpił znaczny wzrost częstotliwości tych operacji. Skrócenie horyzontu czasowego do 28 dni spowodowało, że stopy interwencyjne NBP wpływały na krótkoterminowe stopy rynku międzybankowego, pozostawiając rynkowi kształtowanie stóp średnio- i długoterminowych. Wydaje się jednocześnie, że zmieniło to zarządzanie płynnością w bankach, ułatwiając reakcje na zmiany popytu na kredyt. Jednakże w 1998 r. nominalna dynamika wzrostu wartości kredytu malała (realna pozostawała ustabilizowana). Widoczne było natomiast utrzymywanie się zainteresowania zaciąganiem kredytów za granicą albo kredytów denominowanych w walutach obcych¹⁴. Wynikało to z oczekiwanej przez rynek aprecjacji złotego.

W polityce kursowej Rada Polityki Pieniężnej poprzez obniżanie stopy miesięcznej dewaluacji dążyła do obniżenia oczekiwań inflacyjnych, a poszerzając dopuszczalne pasmo wahań, tworzyła warunki dla zwiększenia autonomii polityki pieniężnej przy zliberalizowanych już w dużym stopniu obrotów na rachunku kapitałowym bilansu płatniczego. Stopniowe obniżanie nominalnych stóp procentowych w miarę realizacji celu inflacyjnego zmniejszało rozpiętości między stopami krajowymi a stopami procentowymi za granicą. Pogarszało to warunki napływu krótkoterminowych inwestycji zagranicznych na

¹⁴ NBP wzmocnił nadzór nad działalnością kredytową i dewizową banków, a przede wszystkim wykorzystywaniem przez banki i podmioty niefinansowe środków zagranicznych. Przede wszystkim NBP dokładnie obserwował kształtowanie się należności i zobowiązań zagranicznych banków oraz stan zadłużenia kredytowego sektora pozabankowego.

polski rynek papierów dłużnych, co pozwoliło na zwiększenie odporności polskiego systemu finansowego na transmisję zaburzeń ze światowych rynków finansowych.

Wyniki osiągnięte w realizacji podstawowego celu polityki pieniężnej - ograniczenia inflacji - były w 1998 r. lepsze od oczekiwanych. Jednakże oprócz polityki pieniężnej wpływ na taki rezultat miały także szoki zewnętrzne, takie jak: spadek cen surowców na rynkach światowych, tendencje deflacyjne w gospodarce światowej w wyniku serii kryzysów finansowych w krajach określanych mianem rynków wschodzących, a także czynniki wewnętrzne (związane również z sytuacją w otoczeniu zewnętrznym), jak nadprodukcja na polskim rynku żywności.

Bilans skonsolidowany systemu bankowego

	1997		1998	
A K T Y W A				
1. Aktywa zagraniczne netto (mln USD)	23.539,7	3.944,3	27.484,1	
przyrost nominalnie	16.8%			
1. Aktywa zagraniczne netto (mln PLN)	82.812,8	13.491,3	96.304,1	
przyrost nominalnie / realnie (%)	16.3%		7.1%	
2. Aktywa krajowe netto	93.578,9	30.881,7	124.460,6	
przyrost nominalnie / realnie (%)	33.0%		22.5%	
2.1. Zadłużenie netto sektora budżetowego	55.258,8	6.069,9	61.328,7	
przyrost nominalnie / realnie (%)	11.0%		2.2%	
2.2. Należności od osób prywat. i podm. gosp.	108.291,1	30.232,0	138.523,1	
przyrost nominalnie / realnie (%)	27.9%		17.8%	
2.3. Saldo pozostałych pozycji netto	-69.971,0	-5.420,4	-75.391,4	
AKTYWA OGÓŁEM	176.391,7	44.373,0	220.764,7	
P A S Y W A				
3. Pieniądz krajowy	145.571,1	41.552,1	187.123,2	
przyrost nominalnie / realnie (%)	28.5%		18.4%	
3.1. Pieniądz gotówkowy w obiegu	27.255,9	2.969,3	30.225,2	
przyrost nominalnie / realnie (%)	10.9%		2.1%	
3.2. Zobowiązania złotowe	118.315,2	38.582,8	156.898,0	
przyrost nominalnie / realnie (%)	32.6%		22.1%	
4. Zobowiązania walutowe	30.820,6	2.820,9	33.641,5	
przyrost nominalnie / realnie (%)	9.2%		0.5%	
Zobowiązania walutowe (mln USD)	8.760,8	840,1	9.600,9	
PIENIĄDZ OGÓŁEM	176.391,7	44.373,0	22.0764,7	
przyrost nominalnie / realnie (%)	25.2%		15.2%	
KURS WALUTOWY	3,5180	-0,0140	3,5040	
CPI (%)	8,6%			

Załącznik 2

**Decyzje Rady Polityki Pieniężnej dotyczące instrumentów polityki pieniężnej
w 1998 r.**

Uchwały Rady Polityki Pieniężnej	Data wejścia w życie zmiany	Wysokość stóp procentowych NBP			Mechanizm kursowy
		lombardowa	redyskonta weksli	Referencyjna	
<i>Dane wejściowe: Stan na 1 stycznia 1998 r.</i>		27,0	24,5	<i>nie określano</i>	tempo miesięcznej dewaluacji 1,0%, pasmo wahań kursu $\pm 7,0\%$
Nr 2/98 z 21 lutego 1998 r.	25 lutego	27,0	24,5		Od 26.02.1998 r. obniżono tempo miesięcznej dewaluacji do 0,8% i rozszerzono pasmo wahań do $\pm 10,0\%$
Nr 3/98 z 25 lutego 1998 r.	26 lutego	-	-	24,0	
Nr 5/98 z 22 kwietnia 1998 r.	23 kwietnia	-	-	23,0	
Nr 9/98 z dn. 20 maja 1998 r.	21 maja	26,0	23,5	-	
Nr 10/98 z 20 maja 1998 r.	21 maja	-	-	21,5	
Nr 13/98 z 16 lipca 1998 r.	17 lipca	24,0	21,5	-	Od 17.07.1998 r. obniżono tempo miesięcznej dewaluacji do 0,65%
Nr 14/98 z 16 lipca 1998 r.	17 lipca	-	-	19,0	
Nr 16/98 z 9 września 1998 r.	10 września	-	-	18,0	Od 10.09.1998 r. obniżono tempo miesięcznej dewaluacji do 0,5%
Nr 19/98 z 28 października 1998 r.	29 października	22,0	20,0	-	Od 29.10.1998 r. rozszerzono pasmo wahań do $\pm 12,5\%$
Nr 20/98 z 28 października 1998 r.	29 października	-	-	17,0	
Nr 21/98 z 9 grudnia 1998 r.	10 grudnia	20,0	18,25	-	
Nr 22/98 z 9 grudnia 1998 r.	10 grudnia	-	-	15,5	

Źródło: Dzienniki Urzędowe NBP.