

NARODOWY BANK POLSKI
RADA POLITYKI PIENIĘŻNEJ

SPRAWOZDANIE
Z WYKONANIA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ
W 2000 ROKU

Warszawa, 2001

SPIS TREŚCI

SYNTEZA	3
I. CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2000 R. I JEGO REALIZACJA	5
II. UWARUNKOWANIA REALIZACJI POLITYKI PIENIĘŻNEJ	9
III. INSTRUMENTY REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ	13
3.1. Stopa procentowa	13
3.2. Operacje otwartego rynku	16
3.3. Refinansowanie banków	18
3.4. Rezerwa obowiązkowa	19
3.5. Kurs walutowy	21
3.6. Inne działania	25
Załącznik nr 1 Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2000 r.	
Załącznik nr 2 PKB i popyt krajowy	
Załącznik nr 3 Nierównowaga zewnętrzna	
Załącznik nr 4 Podaż pieniądza	

SYNTEZA

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

Krótkookresowym celem polityki pieniężnej - zgodnie z przyjętymi we wrześniu 1999 r. *Założeniami polityki pieniężnej na 2000 rok* - było obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 5,4-6,8% w grudniu 2000 r.

Kontynuacja trwającego od drugiej połowy 1999 r. wzrostu inflacji, będącego efektem rozluźnienia w II połowie 1998 r. i I połowie 1999 r. polityki pieniężnej oraz bardziej ekspansywnej niż to zakładano polityki fiskalnej, a także silnych wstrząsów podaży na rynku paliw i żywności, stworzyła bardzo trudne warunki dla realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. Wobec nasilającej się presji inflacyjnej w końcu 1999 r. nastąpiło zaostrzenie polityki pieniężnej: we wrześniu i listopadzie RPP podwyższyła stopy procentowe banku centralnego. Od IV kwartału 1999 r. popyt krajowy powiększał się już wolniej od PKB. Jednak wcześniejsze rozluźnienie polityki makroekonomicznej, a także kontynuacja silniejszych od przewidywanych zaburzeń podaży na rynku paliw i żywności, sprawiły, że w pierwszej połowie 2000 r. inflacja ciągle jeszcze rosła.

W tej sytuacji w lutym 2000 r. RPP ponownie podniosła stopy procentowe. Niekorzystne tendencje inflacyjne utrzymywały się jednak nadal, a ponadto pojawiły się sygnały o możliwym wzroście deficytu sektora finansów publicznych – w lipcu 2000 r. przewidywano, iż wyniesie on 2,0% PKB, a nie 1,7% PKB, jak planowano w ustawie budżetowej.

Dlatego też, dla przeciwdziałania utrwaleniu się oczekiwań inflacyjnych oraz w odpowiedzi na mniejszy od zapowiadanego stopień restrykcyjności polityki fiskalnej, RPP w sierpniu 2000 r. podjęła decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych.

Zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej w 2000 r. było również niezbędne z uwagi na to, iż wzrost inflacji w I połowie roku był na tyle silny, że zagrożona stawała się realizacja celu średniookresowego. Podwyżki stóp procentowych stopniowo przynosiły oczekiwane skutki - od sierpnia 2000 r. inflacja zaczęła wyraźnie spadać. Do końca 2000 r. tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się o 3,1 pkt. proc., a cel założony na grudzień 2000 r. osiągnięty został dwa miesiące później - w lutym 2001 r.

Dalszy spadek inflacji w pierwszych miesiącach 2001 r. pozwala stwierdzić, iż w świetle obecnych prognoz nie jest zagrożona realizacja celu polityki pieniężnej w 2001 r., jak i celu średniookresowego.

2. Istotnym efektem przedstawionej powyżej polityki pieniężnej była także istotna poprawa stopnia nierównowagi zewnętrznej. Dynamika popytu krajowego wolniejsza od dynamiki PKB spowodowała, iż od II kwartału 2000 r. deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB zaczął się zmniejszać. Osiągnął on na koniec roku wielkość 6,3% PKB, choć jeszcze w I kwartale przekraczał 8%.

3. W 2000 r. Narodowy Bank Polski podejmował także działania na rzecz zwiększenia efektywności polityki pieniężnej. Najważniejsze z nich to zakończenie procesu uelastyczniania mechanizmu kursowego. Rada Ministrów w dniu 11 kwietnia w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej podjęła decyzję o wprowadzeniu płynnego kursu złotego wobec walut obcych. Pełne upłynnienie złotego prowadzi do większej skuteczności polityki stóp procentowych. Zwiększa ono także rolę rynku walutowego w określaniu poziomu kursu, co zmniejsza ewentualne zagrożenia związane z pełną liberalizacją transakcji kapitałowych.

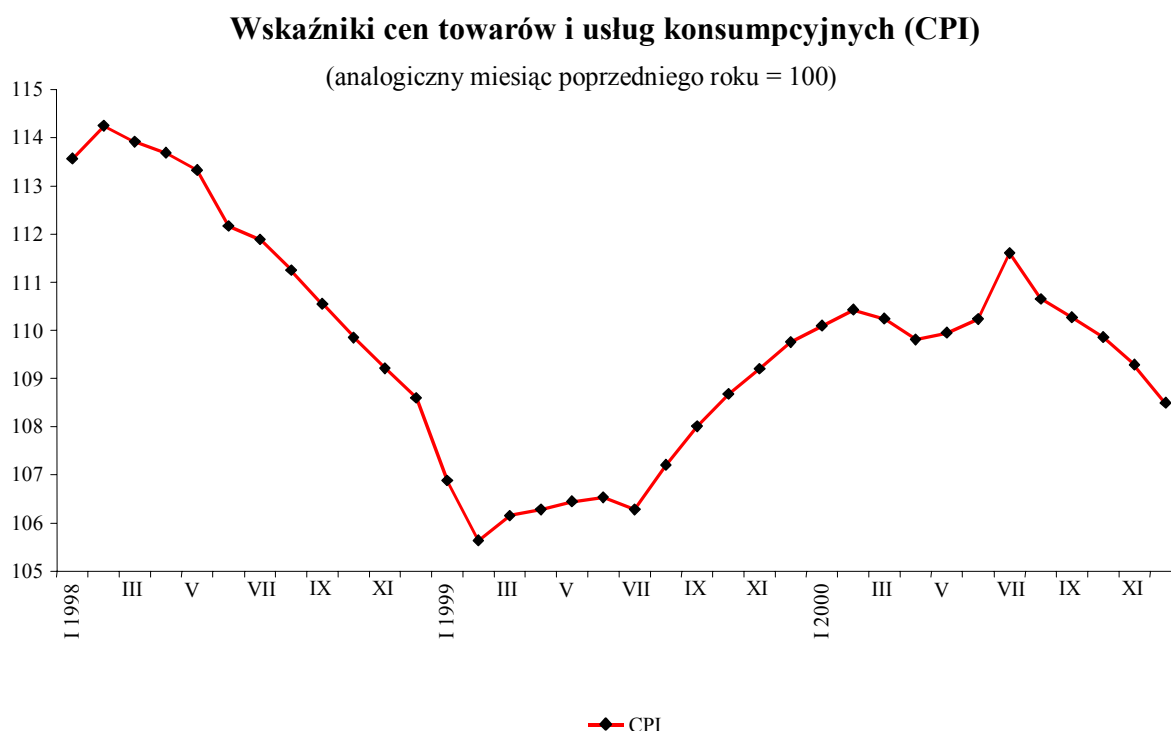
W 2000 r. NBP rozpoczął ponadto stopniową sprzedaż obligacji skarbowych, które otrzymał w wyniku przeprowadzonej w 1999 r. konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu wobec banku centralnego. Celem tej sprzedaży było ograniczanie nadpłynności sektora bankowego, co ma również zwiększać skuteczność polityki stóp procentowych.

I CEL POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2000 R. I JEGO REALIZACJA

Krótkookresowym celem polityki pieniężnej, zgodnie z *Założeniami polityki pieniężnej na 2000 rok*, było obniżenie tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych do poziomu 5,4-6,8% w grudniu 2000 r.

W końcu 2000 r. dwunastomiesięczny wskaźnik wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniósł 8,5% (patrz wykres nr 1). Inflacja mierzona średniorocznie wzrosła z poziomu 7,3% w 1999 r. do 10,1% w 2000 r. Tym samym nie zrealizowano zakładanego celu inflacyjnego (patrz załącznik nr 1).

Wykres nr 1



Źródło: dane GUS.

O tym, że osiągnięcie celu inflacyjnego na 2000 r. będzie trudne, wiadomo było już w końcowych miesiącach 1999 r., kiedy to miał miejsce silny wzrost inflacji, będący przede wszystkim skutkiem zwiększenia dynamiki popytu krajowego w wyniku rozluźnienia polityki makroekonomicznej. Brak bieżącej informacji o rzeczywistych rozmiarach stymulującego wpływu polityki fiskalnej na popyt krajowy powodował, że polityka pieniężna w II połowie 1998 r. i w pierwszej połowie 1999 r. była również zbyt mało restrykcyjna. Wynikające stąd tempo wzrostu popytu krajowego było ponadto jednym z powodów wzrostu deficytu obrotów

bieżących bilansu płatniczego, co zwiększało podatność złotego na gwałtowną deprecjację i prowadzić mogło do destabilizacji makroekonomicznej.

Na przyspieszenie dynamiki inflacji w drugiej połowie 1999 r. wpłynęły także skutki silnych zaburzeń podaży na rynku paliw i żywności. Wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych doprowadził do 20 podwyżek cen paliw na rynku krajowym. Z kolei wzrost cen żywności wiązał się z pogorszeniem wyników produkcji rolnej w 1999 r., spowodowanym niekorzystnymi warunkami pogodowymi, czemu towarzyszył wciąż wysoki poziom ochrony krajowego rynku rolnego przed importem. Co więcej, administracyjne działania odblokowujące podaż na tym rynku podejmowane były zbyt późno i na zbyt małą skalę.

Wobec nasilającej się presji inflacyjnej RPP zastrzyła stopień restrykcyjności polityki pieniężnej, podwyższając stopy procentowe we wrześniu i listopadzie 1999 r. Wprawdzie od IV kwartału 1999 r. popyt krajowy rósł wolniej od PKB, jednak wcześniejsze rozluźnienie polityki makroekonomicznej, tak fiskalnej, jak i pieniężnej, a także kontynuacja silnych zaburzeń podaży na rynku paliw i żywności, sprawiły, że w pierwszej połowie 2000 r. inflacja nadal rosła.

W styczniu 2000 r. inflacja osiągnęła 10,1% i tym samym, po upływie niemal półtora roku, powróciła do poziomu dwucyfrowego. Pogorszyły się również inne miary inflacji, takie jak wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz analizowana przez NBP inflacja bazowa. Na dalszy niekorzystny rozwój sytuacji wskazywały także prognozy inflacyjne. Wystąpiło także ryzyko podwyższenia oczekiwań inflacyjnych. Dlatego w lutym 2000 r. RPP podjęła decyzję o kolejnej podwyżce stóp procentowych, zapowiadając jednocześnie możliwość dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej w przypadku utrzymywania się niekorzystnych tendencji inflacyjnych.

Mimo zwiększenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej, z uwagi na nieuchronne opóźnienia czasowe między działaniami polityki pieniężnej a ich skutkami dla procesów inflacyjnych, przez siedem miesięcy 2000 r. roczny wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych przekraczał 10%, osiągając najwyższy poziom w lipcu, kiedy to wyniósł 11,6%. Taki przebieg procesów inflacyjnych oznaczał, że bez przeciwdziałania tej tendencji nie zostanie zrealizowany cel inflacyjny, założony na 2000 r., a nawet, że zagrożona jest realizacja średniookresowego celu polityki pieniężnej. Ten silny wzrost cen wynikał głównie z silniejszych od oczekiwanych zaburzeń podaży na rynkach paliw i żywności, co pozwalało przypuszczać, że jest on przejściowy. Jednak, dla przeciwdziałania utrwalaniu się oczekiwań inflacyjnych i

przenoszeniu ich na wzrost płac, RPP uznała za konieczne w sierpniu 2000 r dokonać kolejnej podwyżki stóp procentowych.

Wpływ na podjęcie tej decyzji miały również coraz wyraźniejsze sygnały, wskazujące na mniejszą od zapowiadanej restrykcyjność polityki fiskalnej. Niedoszacowanie subwencji oświatowej, wzrost deficytu funduszy celowych (Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i Funduszu Pracy), zaległości w przekazywaniu przez ZUS składek ubezpieczeniowych do otwartych funduszy emerytalnych - wszystko to wskazywało, że wpływ polityki fiskalnej na kreację popytu w gospodarce jest większy niż zakładano.

Ponadto, finansowanie potrzeb budżetowych wpływami dewizowymi, głównie z prywatyzacji, powodujące aprecjację złotego, stwarzało zagrożenie pogłębienia deficytu obrotów bieżących.

Koniec 2000 r. potwierdził, że nie nastąpił oczekiwany wzrost restrykcyjności polityki fiskalnej. Niższe od przewidywanych dochody budżetowe oraz większe od planowanych wydatki jednostek terenowych spowodowały zwiększenie stopnia nierównowagi całego sektora finansów publicznych, w porównaniu z założeniami ustawy budżetowej.

Dodatkowo, przekazanie mniejszych od zaplanowanych środków z tytułu składek ubezpieczeniowych do II filara systemu emerytalnego spowodowało zwiększenie negatywnego wpływu sektora finansów publicznych na oszczędności krajowe. W roku 2000 do otwartych funduszy emerytalnych miało trafić 10,1 mld zł, a faktyczna wielkość transferów wyniosła ok. 7,6 mld zł. W konsekwencji deficyt ekonomiczny sektora finansów publicznych przekroczył zakładane pierwotnie 1,7% PKB i ukształtował się na poziomie 2,0% PKB¹.

Tak więc, skutek luźniejszej od zapowiadanej polityki fiskalnej, ciężar zmniejszania inflacji i przywracania równowagi gospodarczej spoczywał na polityce pieniężnej. Skutkiem tego krótkookresowe koszty osiągniętego obniżenia inflacji i poprawy w zakresie równowagi zewnętrznej były wyższe niż w przypadku bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej. Koszty te to przede wszystkim zwolnienie dynamiki inwestycji i wzrostu gospodarczego. Nałożyły się na to

¹ Taka wielkość deficytu ekonomicznego została opublikowana przez Ministerstwo Finansów dopiero pod koniec maja 2001 r. W II połowie 2000 r. kolejne informacje MF o przewidywanym wykonaniu deficytu ekonomicznego mówiły o wzroście tej kategorii od 2 % do 2,7 % PKB. Należy przy tym zauważyć, iż osiągnięcie niższej wielkości deficytu ekonomicznego wynikało przede wszystkim ze znacznego zmniejszenia zadłużenia Funduszu Ubezpieczeń Społecznych w systemie bankowym, jakie dokonało się w grudniu 2000 r.

efekty wynikające z kontynuacji silnych zaburzeń podaży na rynku paliw i żywności. Wzrost PKB w całym roku wyniósł więc 4,1% wobec 5% zakładanych w *Założeniach polityki pieniężnej*, a wzrost popytu krajowego 2,8% przy 5,3% prognozowanych przez NBP w okresie formułowania *Założeń* (patrz załącznik nr 2).

Zwiększenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej oraz zmiana podstawowych relacji popytowo-podażowych w gospodarce polskiej dały w efekcie znaczną poprawę równowagi zewnętrznej. Deficyt obrotów bieżących bilansu płatniczego w relacji do PKB pogarszał się przez pięć ostatnich lat i przekroczył w I kwartale 2000 r. 8%. Zmniejszenie dynamiki popytu krajowego do poziomu wolniejszego od tempa wzrostu PKB przyczyniło się nie tylko do przywrócenia spadkowej tendencji inflacji, ale i do zmniejszenia deficytu obrotów bieżących z 11,6 mld dol. w 1999 r. do 10 mld dol. w 2000 r. Zmiana relacji popytowo-podażowych była jednym z najważniejszych czynników znacznego wzrostu dynamiki eksportu i spadku dynamiki importu, wskutek czego deficyt obrotów bieżących na koniec roku 2000 zmalał do 6,3% PKB² (patrz załącznik nr 3).

Podsumowując, chociaż krótkookresowy cel inflacyjny na 2000 r. nie został zrealizowany, to jednak w drugiej połowie roku nastąpiło trwałe odwrócenie tendencji wzrostu inflacji. Tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych obniżyło się od lipca do grudnia o 3,1 pkt. proc. do poziomu 8,5%. Tendencja ta utrzymywała się nadal w pierwszych miesiącach 2001 r., co sprzyja realizacji średniookresowego celu polityki pieniężnej.

Większy, niż zakładano na etapie formułowania *Założeń polityki pieniężnej na 2000 rok*, stopień restrykcyjności polityki pieniężnej spowodował, że podaż pieniądza była niższa od prognozowanej. W *Założeniach polityki pieniężnej na 2000 rok* szacowano, że przyrost podaży pieniądza, spójny z zakładanym celem inflacyjnym oraz zakładanymi wielkościami wzrostu PKB i deficytu obrotów bieżących, wyniesie 38,8-47,9 mld zł. Tymczasem na koniec 2000 r. podaż pieniądza osiągnęła stan 294,5 mld zł, co oznaczało wzrost w ciągu roku o 31,0 mld zł (tj. o 11,8% wobec 19,3% w 1999 r.). Towarzyszyła temu korzystna tendencja istotnego wzrostu dynamiki depozytów ludności przy słabnącym tempie wzrostu kredytu (patrz załącznik nr 4).

² Oczywiście na wielkość tego deficytu wpływ wywierają także czynniki zewnętrzne, niezależne od krajowej polityki makroekonomicznej. Krótkie ich omówienie znajduje się w części II.

II UWARUNKOWANIA REALIZACJI CELU INFLACYJNEGO

1. Najważniejsze uwarunkowania zewnętrzne realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. to kształtowanie się światowych cen surowcowych oraz krajowych cen żywności.

Podobnie, jak w 1999 r., także w 2000 r. sytuacja na światowym rynku surowców oddziaływała w kierunku pobudzania wzrostu inflacji w Polsce. O dynamice międzynarodowych cen surowców decydowały nadal ceny ropy naftowej. Średnia roczna cena ropy naftowej na rynku światowym (typ Brent) wzrosła w 2000 r. o ponad 59%. W latach 1999-2000 ceny ropy zwiększały się systematycznie z kwartału na kwartał, z ok. 10 USD za baryłkę na początku 1999 r. do ponad 30 USD za baryłkę w II półroczu 2000 r. Do przyspieszenia cen ropy w 2000 r. przyczynił się z jednej strony szybko rosnący popyt światowy, a z drugiej strony rekordowo niskie zapasy tego surowca.³ Ceny surowców nieenergetycznych powiększyły się w 2000 r. o 4,1%, co wynikało głównie z wyższych o 15,7% cen metali.

Utrzymujący się w okresie lat 1999 i 2000 wzrost cen ropy naftowej wpłynął na przyspieszenie procesów inflacyjnych we wszystkich gospodarkach zależnych od importu tego strategicznego surowca. Roczny wskaźnik cen energii w strefie euro wzrósł w 2000 r. o 13,4% wobec wzrostu o 2,3% w 1999 r. i spadku o 2,6% w 1998 r. Najsilniej zareagowały na to ceny produkcji przemysłowej w tym regionie, które wzrosły o 5,4%, podczas gdy jeszcze w 1999 r. obniżyły się o 0,4%. Sytuacja na międzynarodowym rynku ropy naftowej była także przyczyną wzrostu cen w polskim imporcie, co oddziaływało na wzrost inflacji na rynku krajowym.

Dodatkowo, umocnienie waluty amerykańskiej, dominującej w handlu surowcami, na rynkach światowych w 2000 r. oznaczało także szybszą deprecjację złotego względem dolara, szczególnie w II kwartale. Wpłynęło to dodatkowo na wzrost kosztów importu krajowego.

Oba te czynniki wpłynęły na wzrost złotych cen transakcyjnych w imporcie o 5,4%, co – według szacunków NBP – bezpośrednio wpłynęło na wzrost wskaźnika cen produkcji sprzedanej o 1,2 pkt. proc. i wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,8 pkt. proc. Ten ostatni wzrósł o 0,64 pkt. proc. z powodu wzrostu cen paliw, o 0,12 pkt. proc. – surowców nieenergetycznych i o 0,04 pkt. proc. – żywności.

³ Przykładowo w USA kształtowały się one w sierpniu 2000 r. na poziomie najniższym od 20 lat.

Jak z tego widać, największy wpływ na kształtowanie się inflacji miały ceny paliw (patrz załącznik nr 1). Średnioroczny wzrost ich cen wyniósł w 2000 r. 36,8% wobec 25,2% w 1999 r. Znaczny udział w tym wzroście miały podwyżki cen dokonane w 1999 r., których skutki oddziaływały na poziom cen w 2000 r. Natomiast wzrost cen liczony od grudnia 1999 r. do grudnia 2000 r. wyniósł tylko 11,1% wobec 52,7% w poprzednim roku.

Ceny paliw na rynku krajowym kształtowane były jednak nie tylko przez ceny paliw i surowców do ich produkcji na rynku światowym oraz przez kurs złotego do dolara. O zmianach detalicznych cen paliw decydowały ponadto zmiany stawek podatku akcyzowego oraz stawek celnych (czynniki determinowane przez rząd) oraz polityka cenowa krajowych rafinerii i sprzedawców detalicznych działających na rynku w wysokim stopniu zmonopolizowanym (czynnik rynkowy).

Stawki podatku akcyzowego dla paliw, zgodnie z harmonogramem przyjętym w grudniu 1999 r., zostały podwyższone w 2000 r. trzykrotnie: 1 stycznia o ok. 5%, 1 marca o ok. 4,8%, oraz 1 września o ok. 4,6%. Należy przy tym zaznaczyć, że w przeciwieństwie do sytuacji z 1999 r., rząd nie wprowadził w ciągu roku, nie zapowiadanych wcześniej, obciążeń podatkiem akcyzowym. Łącznie podwyżki podatku akcyzowego wyniosły w 2000 r. ok. 15,1%, powodując wzrost wskaźnika cen paliw o ok. 4,6 pkt. proc.

Bezpośrednie skutki wzrostu cen paliw spowodowanego wszystkimi omówionymi wyżej czynnikami wpłynęły na wzrost średniorocznego wskaźnika inflacji o 1,0 pkt. proc.

Dla przeciwdziałania dalszemu wzrostowi cen paliw wprowadzono od września 2000 roku zerową stawkę celną na importowane paliwa z Unii Europejskiej, krajów EFTY, CEFTY, Litwy, Estonii, Wysp Owczych i Turcji⁴, jak również na paliwa importowane z krajów lub regionów, z którymi Polska nie podpisała umów dotyczących stref wolnego handlu. W rezultacie średnia stawka celna na importowaną benzynę obniżyła się z 5% w 1999 r. do 3% w 2000 r., a na olej napędowy z 11% do 4%, po czym została obniżona do zera.

2. Na kształtowanie się wskaźnika inflacji w 2000 r. silny wpływ miały również ceny żywności na rynku krajowym (patrz załącznik nr 1). Niskie zbiory zbóż i pogłębiający się spadek produkcji żywca, a przede wszystkim wysoki poziom ochrony krajowego rynku rolnego przed

⁴ Decyzja ta miała być podjęta od 1 stycznia 2001 r.

importem oraz inne administracyjne formy regulowania podaży na tym rynku sprawiły, że ceny żywności w 2000 r. rosły nieprzerwanie, choć w tempie wolniejszym niż w 1999 r.

Niskie zbiory zbóż w sezonie 1999/2000, w połączeniu z ograniczeniem importu i pogłębiającym się spadkiem produkcji żywca, powodowały od początku roku systematyczny wzrost cen pieczywa, przetworów zbożowych oraz mięsa. Wzrost tych cen uległ dodatkowemu sezonowemu przyspieszeniu w okresie wiosennym. Pierwotnym czynnikiem prowadzącym do destabilizacji rynku rolnego w 2000 r. było zachwianie równowagi na rynku zbóż. Spadek podaży zbóż w sezonie 1999/2000 o ponad 5% oraz mniejsze o ponad 27% ich zapasy na początku kolejnego sezonu doprowadziły do wystąpienia znacznej nadwyżki popytu nad podażą. Występujące braki podaży zbóż na rynku krajowym skłaniały dostawców do podnoszenia cen skupu zbóż. Pesymistyczne prognozy dotyczące niskiego kształtowania się produkcji zbóż z nowych zbiorów, formułowane m.in. na podstawie niekorzystnych warunków agrometeorologicznych, dodatkowo przyspieszyły tempo wzrostu cen zbóż w maju i w czerwcu 2000 r. Jednocześnie mechanizmy administracyjne uniemożliwiały przywrócenie równowagi przy pomocy dodatkowego importu. Decyzja o uruchomieniu bezcłowego kontyngentu importowego na zboża, niezbędnego do uzupełnienia podaży krajowej, została podjęta dopiero w końcu czerwca, a więc już po okresie silnego przyspieszenia wzrostu ich cen. Rosnące ceny zboża powodowały wzrost cen mięsa. W tym wypadku również import nie był dostatecznie duży, aby temu zapobiec.

Przewaga popytu nad podażą na rynku rolnym powodowała wzrost cen detalicznych żywności, zarówno nieprzetworzonej, jak i przetworzonej przemysłowo. Ceny pozostałych grup żywności rosły nieprzerwanie, choć w tempie znacznie wolniejszym niż przed rokiem. Wzrost cen żywności średnio w roku o 10,5% spowodował wzrost analogicznego wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych o 3,1 pkt. proc.

3. Ważnym czynnikiem wyjaśniającym kształtowanie się równowagi zewnętrznej gospodarki polskiej były zmiany w popycie zewnętrznym na polski eksport. Rok 2000 przyniósł istotne przyspieszenie wzrostu w gospodarce światowej (tablica nr 1).

Tablica nr 1

Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej w latach 1999–2000

	1999	2000	I kw. 00	II kw. 00	III kw. 00	IV kw. 00
Strefa Euro – wzrost PKB (w%)	2,5	3,4	3,5	3,7	3,2	3,0
w tym Niemcy ¹ :	1,6	3,0	3,7	3,5	2,8	1,9
Stany Zjednoczone – wzrost PKB (w %) ¹	4,2	5,0	5,3	6,1	5,2	3,4
Stany Zjednoczone - stopa funduszy federalnych (w %) ²	4,97	6,24	5,68	6,27	6,52	6,47
Strefa Euro - stopa refinansowa (w %) ²	2,71	4,12	3,25	3,83	4,57	4,83
Cena ropy naftowej (typ Brent, USD/b) ²	17,9	28,5	26,8	26,7	30,7	29,7

¹ – W stosunku do odpowiedniego okresu roku poprzedniego.

² – Średnia w okresie.

Źródło: *International Financial Statistics, International Monetary Fund, Reuters, Wochenbericht des DIW 46/2000, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Marz 2001; OECD Economic Outlook, No. 68, December 2000.*

Kontynuacja wysokiego tempa wzrostu gospodarki amerykańskiej w okresie pierwszych trzech kwartałów 2000 r., a także silne ożywienie koniunktury w krajach Azji i Ameryki Południowej, istotnie wzmocniły popyt globalny. W efekcie w 2000 r. wolumen handlu światowego był o 13% wyższy niż w 1999 r. Dynamika wolumenu importu krajów strefy euro prawie podwoiła się z 6,4% w 1999 r. do 11% w 2000 r. Wzrost popytu importowego gospodarki Niemiec – najważniejszego partnera handlowego Polski – był jeszcze wyraźniejszy: z 4,8% w 1999 r. do 10,5% w 2000 r.

Także największy polski partner na rynku wschodnim - Rosja - osiągnęła w 2000 r. wysoki wzrost PKB - 7,6% wobec 3,2% w 1999 r., czego efektem było wzrost importu tego kraju o 6,3% wobec spadku o 40% w 1999 r.⁵

Czynniki te, obok wspomnianych już zmian w relacjach dynamiki krajowego popytu i podaży, przyczyniły się do wzrostu tempa polskiego eksportu i do spadku deficytu handlowego, a przez to i deficytu obrotów bieżących.

⁵ Źródło: *International Financial Statistics* (dostępne dane obejmują 3 kwartały 2000 r i dotyczą wartości dolarowej obrotów).

III INSTRUMENTY REALIZACJI CELU POLITYKI PIENIĘŻNEJ

Podstawowym instrumentem służącym realizacji celu polityki pieniężnej w 2000 r. była stopa procentowa. Do kontrolowania poziomu stóp procentowych na rynku międzybankowym NBP wykorzystywał: stopę referencyjną, określającą minimalną rentowność 28-dniowych operacji otwartego rynku, stopę oprocentowania kredytu lombardowego (stopę lombardową) i stopę redyskonta weksli oraz rezerwę obowiązkową. Rezerwa obowiązkowa zmniejszała wpływ wahań płynności na stopy procentowe rynku międzybankowego. W obecnym systemie rezerwy obowiązkowej banki są zobowiązane do utrzymania średniego poziomu środków rezerwy na rachunkach w NBP w okresie jej utrzymywania. Wpływa to na ograniczenie dziennych wahań płynności w systemie bankowym i przyczynia się do stabilizowania stóp procentowych na poziomie pożądanym przez NBP.

Wykorzystywane przez NBP instrumenty były dostosowane do sytuacji operacyjnej nadpłynności, utrzymującej się nadal w sektorze banków komercyjnych. W 2000 r. NBP podjął kolejne kroki zmierzające do jej ograniczenia. Wprowadzenie w kwietniu 2000 r. płynnego kursu walutowego stanowiło końcowy etap procesu mającego na celu m.in. ograniczanie przyrostu płynności z tytułu ewentualnego zakupu walut przez NBP. We wrześniu 2000 r. rozpoczęto bezwarunkową sprzedaż obligacji skarbowych z portfela NBP, uzyskanych w roku 1999, w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań skarbu państwa wobec banku centralnego. Sprzedaż ta ma na celu trwałą redukcję nadpłynności zakumulowanej w poprzednich latach.

3.1 Stopa procentowa

Wobec sytuacji nadpłynności w sektorze banków komercyjnych w roku 2000, utrzymano dotychczasowy zestaw podstawowych stóp procentowych NBP. Były to: stopa lombardowa, stopa redyskonta weksli oraz stopa referencyjna.

Stopa lombardowa była zasadniczo najwyższą stopą procentową na rynku międzybankowym. Jedynie osiem razy w ciągu całego roku oprocentowanie depozytów międzybankowych o najkrótszych terminach zapadalności przewyższało stopę lombardową. Dochodziło do tego wtedy, gdy z powodu braku środków na utrzymanie rezerwy obowiązkowej, banki nie mające wystarczającego portfela papierów skarbowych zmuszone były do pozyskania

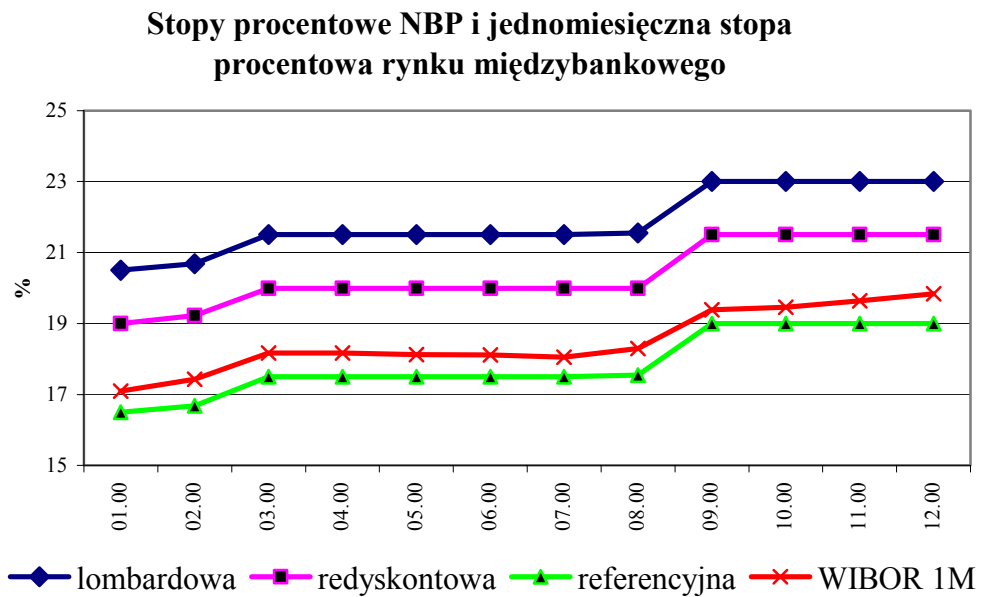
brakujących środków z rynku międzybankowego. Największe takie odchylenia, rzędu 2 do 3 pkt. proc., wystąpiły 27 i 28 stycznia, 29 sierpnia i 30 października.

Stopa referencyjna jest to minimalna rentowność 28-dniowych bonów pieniężnych, przy pomocy której bank centralny absorbował płynność, wykorzystując w tym celu operacje otwartego rynku. Stopa ta wyznaczała poziom oprocentowania depozytów o porównywalnym okresie zapadalności (1-miesięczna stawka WIBOR) na rynku międzybankowym.

Stopa redyskonta weksli (kredyt redyskontowy był przeznaczony przede wszystkim na finansowanie skupu płodów rolnych) zmieniała się wraz ze stopą lombardową.

Stopy procentowe NBP i jednomiesięczną stawkę rynku międzybankowego (WIBOR 1M) przedstawia wykres nr 2.

Wykres nr 2



Powyższy zestaw stóp procentowych NBP był stosowany przez cały rok. Miał on ulec istotnej modyfikacji po osiągnięciu przez system bankowy stanu operacyjnego niedoboru płynności. Sytuacja taka jednak w ubiegłym roku nie nastąpiła. Stało się tak z trzech powodów. Po pierwsze, mimo utworzenia specjalnego rachunku walutowego rządu w NBP, bank centralny zmuszony był do odkupienia walut od rządu, co wykreowało dodatkową płynność w wysokości

830 mln zł.⁶ Po drugie, moment rozpoczęcia i skala sprzedaży posiadanych przez bank centralny obligacji skarbowych zostały ustalone w sposób ułatwiający Ministrowi Finansów sprzedaż skarbowych papierów wartościowych na potrzeby finansowania budżetu, i ograniczający potencjalne, uboczne skutki tej operacji dla kształtowania się cen obligacji na rynku. Po trzecie, popyt na pieniądź gotówkowy rósł znacznie wolniej od założeń, przede wszystkim ze względu na nieoczekiwany szybki wzrost liczby kart płatniczych i wartości transakcji bezgotówkowych. Słabszy niż oczekiwano spadek nadpłynności sprawił, że NBP nie prowadził operacji zasilających system bankowy w płynność, ani też nie wprowadził do instrumentarium banku centralnego stopy depozytowej NBP. Stopa ta miała służyć ograniczeniu od dołu wahań stóp procentowych rynku międzybankowym, gdyby roli tej nie spełniała już stopa referencyjna.

W 2000 r. Rada Polityki Pieniężnej kontynuowała rozpoczęty na jesieni 1999 r. proces zwiększania restrykcyjności polityki pieniężnej. W wyniku podwyżek stóp procentowych we wrześniu i w listopadzie 1999 r., oficjalne stopy procentowe NBP wzrosły łącznie o 3,5 pkt. proc. Obserwowany od sierpnia 1999 r. wzrost inflacji pobudzał oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, a kształtowanie się inflacji bazowej świadczyło o przenoszeniu się impulsów z rynku paliw i żywności na ceny pozostałych grup towarów i usług. Z uwagi na opóźnienia występujące w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej, skutki podwyżek z roku 1999, w postaci zmniejszenia dynamiki popytu krajowego i presji inflacyjnej, mogły wystąpić w drugiej połowie 2000 r. Szybszy od oczekiwanego wzrost cen w kolejnych miesiącach 1999 r. i na początku 2000 r. spowodował, iż, RPP uznała za konieczne dokonanie podwyżki oficjalnych stóp procentowych NBP w lutym i ogłosiła restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. Istotnym tego powodem był także wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Silna presja inflacyjna nadal występowała w kolejnych miesiącach roku i jej uporczywe utrzymywanie się stanowiło zagrożenie realizacji zarówno celu polityki pieniężnej w następnym roku, jak i celu średniookresowego. Podnosząc stopy procentowe 31 sierpnia 2000 r. o 1,5 pkt. proc., Rada Polityki Pieniężnej zdawała sobie sprawę, że nie można bezpośrednio przeciwdziałać wzrostowi cen towarów i usług odpowiedzialnych za pierwotny impuls inflacyjny. Decyzja ta miała przede wszystkim za cel powstrzymanie wpływu oczekiwań

⁶ Zgodnie z obowiązującym stanem prawnym, NBP prowadzi rachunki budżetu, co oznacza, że nie może odmówić skupu walut wymiennalnych. Powoduje to w końcowym efekcie wzrost płynności sektora bankowego. Gdyby rząd dokonywał wymiany walut ze swoich przychodów nie w NBP, a na rynku walutowym, nie następowałby wzrost płynności, powstałaby jednak presja na aprecjację kursu złotego.

inflacyjnych na wzrost płac oraz zahamowanie spadku skłonności do oszczędzania w rezultacie obniżenia się realnych stóp procentowych. W 2000 r. oficjalne stopy procentowe NBP wzrosły łącznie o 2,5 pkt. proc.

Decyzje RPP podjęte pomiędzy wrześniem 1999 r. a sierpniem 2000 r. spowodowały wzrost oficjalnych stóp NBP o 6 pkt. proc. W tym samym czasie dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu rocznym wzrosła o 2,7 pkt. proc., a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych o 4,4 pkt. proc. Uwzględniając wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych doszło zatem w tym okresie do wzrostu poziomu realnych stóp procentowych o 3,2 pkt. proc., a z uwzględnieniem oczekiwań inflacyjnych o 1,7 pkt. proc.

Od sierpnia 2000 r. inflacja zaczęła spadać i w ostatnich trzech miesiącach roku powróciła do poziomu jednocyfrowego, zwiększając znacznie prawdopodobieństwo realizacji celu inflacyjnego w roku 2001. W czwartym kwartale 2000 r. zaczęły również obniżać się oczekiwania inflacyjne zarówno osób prywatnych (z 13,5% we wrześniu do 10,5% w grudniu), jak i analityków bankowych (z 11,6% we wrześniu do 9,9% w grudniu).

Tablica nr 2

Kalendarium decyzji z zakresu polityki stopy procentowej w 2000 r.

Data *	Decyzja:
24 lutego	Podniesienie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 20,5% do 21,5%. Podniesienie stopy redyskonta weksli z 19% do 20%. Podniesienie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 16,5% do 17,5% w skali roku.
31 sierpnia	Podniesienie stopy oprocentowania kredytu lombardowego z 21,5% do 23%. Podniesienie stopy redyskonta weksli z 20% do 21,5%. Podniesienie minimalnej stopy rentowności 28-dniowych operacji otwartego rynku z 17,5% do 19% w skali roku.
20 grudnia	Zmiana nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne.

*Data wejścia decyzji w życie.

3.2 Operacje otwartego rynku

Podstawowym celem operacji otwartego rynku było ograniczenie nadpłynności sektora bankowego. W sytuacji nadwyżki płynności banki komercyjne mogą rozwijać swoją działalność kredytową bez zaciągania kredytów w banku centralnym. Wskutek tego NBP ma słabszy wpływ na kształtowanie się stóp depozytowych niż w sytuacji niedoboru płynności. Oznacza to

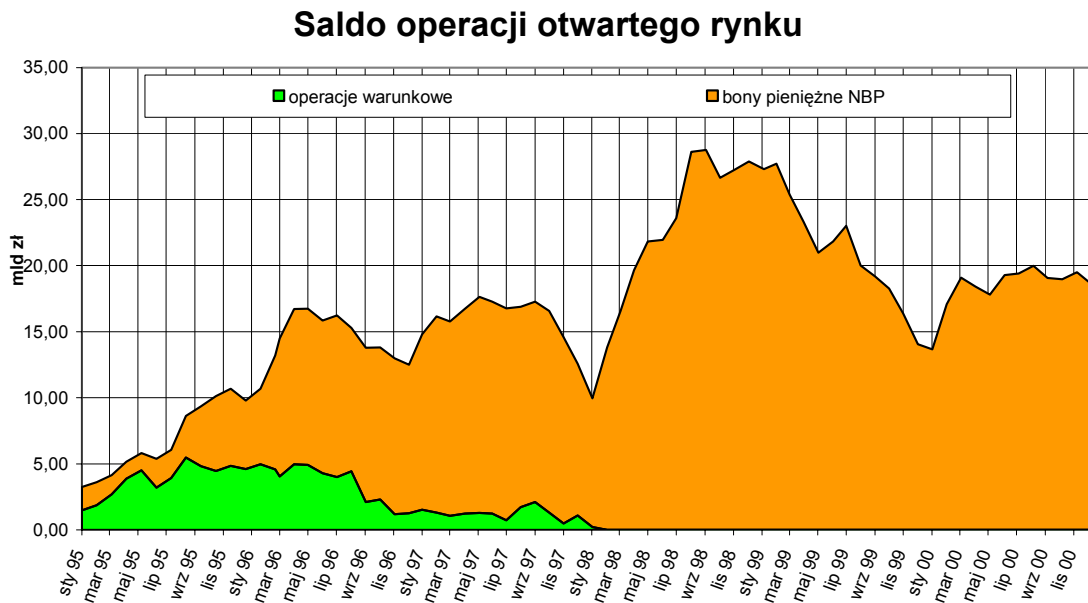
konieczność utrzymywania przez bank centralny wyższych stóp procentowych dla osiągnięcia tego samego efektu w zakresie skłonności do oszczędzania. Dlatego też działania ograniczające nadpłynność służą zwiększeniu efektywności wykorzystania polityki stopy procentowej jako podstawowego instrumentu polityki pieniężnej.

Ze względu na utrzymującą się w 2000 r. sytuację operacyjnej nadpłynności, NBP prowadził wyłącznie operacje absorbujące. Wykorzystując głównie emisję 28-dniowych bonów pieniężnych, NBP oddziaływał bezpośrednio na jednomiesięczne stopy procentowe rynku międzybankowego. Jedynie we wrześniu i październiku 2000 r. NBP emitował bony o krótszych terminach zapadalności (1, 7 i 14 dni), co było związane z koniecznością zapewnienia bankom niezbędnej płynności, w związku z planowaną zapłatą za akcje Telekomunikacji Polskiej S.A. Średnie saldo bonów pieniężnych w obiegu odzwierciedlało skoncentrowaną w krótkim okresie nadwyżkę płynności i wyniosło (w cenach sprzedaży) w 2000 r. 18,4 mld zł, wobec 21,4 mld zł w 1999 r. Średnie saldo bonów pieniężnych w grudniu 2000 r. wyniosło 18,6 mld zł i było wyższe o 4,6 mld zł w stosunku do grudnia 1999 r. Niskie saldo bonów pieniężnych w końcu 1999 r. wynikało głównie z przejściowego wzrostu popytu na pieniądź gotówkowy, związanego z obawami przed wystąpieniem Problemu Roku 2000. W 2000 r. popyt banków komercyjnych na bony pieniężne był niższy niż podaż bonów oferowanych przez NBP w ramach operacji otwartego rynku. NBP oferował bankom pulę bonów, która zapewniała utrzymanie jednomiesięcznej stopy rynku międzybankowego na pożądanym poziomie, nawet w sytuacji wystąpienia niespodziewanych nadwyżek płynności. NBP zaoferował do sprzedaży bony pieniężne o wartości nominalnej 320,2 mld zł, otrzymując od banków oferty zakupu w wysokości 298,7 mld zł. NBP zaakceptował oferty banków o wartości nominalnej 278,2 mld zł.

We wrześniu 2000 r. NBP rozpoczął sprzedaż posiadanych przez siebie skarbowych papierów wartościowych o wartości nominalnej 16,4 mld zł. Do końca 2000 r. zorganizowano ogółem 15 przetargów, na których sprzedano obligacje o wartości nominalnej 2,2 mld zł (1,8 mld w cenach sprzedaży). Sprzedawane obligacje zostały pozyskane przez NBP w 1999 r. w wyniku konwersji niezbywalnych zobowiązań budżetu wobec banku centralnego. Sprzedaż skonwertowanych obligacji jest rozłożoną w czasie operacją, nie mającą bezpośredniego związku z bieżącą polityką pieniężną. Celem tej sprzedaży jest trwała redukcja skali strukturalnej nadpłynności w sektorze bankowym (tj. nadwyżki płynności ogółem), a w tym i operacyjnej nadwyżki płynności (zaabsorbowanej w instrumentach krótkoterminowych). Sprzedaż skonwertowanych obligacji skarbowych prowadzi do zmiany struktury bilansu NBP -

zmniejsza w trwały sposób aktywa krajowe, co w konsekwencji zmniejsza saldo absorbujących płynność operacji otwartego rynku, przy danym poziomie pieniądza rezerwowego. Osiągana w ten sposób redukcja nadpłynności przyczynia się do zwiększenia skuteczności podstawowego instrumentu polityki pieniężnej, jakim jest stopa procentowa.

Wykres nr 3



3.3 Refinansowanie banków

W 2000 r. banki mogły zaciągać w NBP kredyt lombardowy pod zastaw skarbowych papierów wartościowych oraz kredyt redyskontowy.

Z dniem 25 kwietnia 2000 r. wprowadzone zostały zmiany zasad udzielania kredytu lombardowego, polegające na:

- ograniczeniu terminu wykorzystania kredytu do jednego dnia operacyjnego, dla umożliwienia bankom komercyjnym długoterminowego kredytowania się w NBP,
- uwarunkowaniu zaciągnięcia kredytu spłatą zadłużenia z dnia poprzedniego.

Zmiany te zostały podyktowane potrzebą zabezpieczenia się przed możliwością nagłego i silnego wzrostu zadłużenia banków, który mógłby wystąpić m.in. w wyniku spekulacji na rynku walutowym. Poprzednie regulacje umożliwiały bankom komercyjnym zadłużanie się w NBP na dowolny termin.

Zasady redyskontowania weksli w NBP w roku 2000 nie uległy zmianom.

Zadłużenie banków z tytułu udzielonych przez NBP kredytów refinansowych obniżyło się w 2000 r. o 97,6 mln zł, tj. o 1,5%, i wyniosło, według stanu na koniec grudnia 2000 r., 6.504,6 mln zł.

Kredyt lombardowy wykorzystywany był przez banki głównie w terminach kończących okresy utrzymywania rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym w NBP. W poszczególnych miesiącach średnie wykorzystanie tego kredytu wahało się od zera do 333 mln zł. Jednakże, przejściowo kwoty zadłużenia banków bywały wysokie, osiągając maksymalny poziom 3,8 mld zł na koniec lutego 2000 r.

Zadłużenie banków w NBP z tytułu kredytu redyskontowego uległo spadkowi o ponad 60% (wobec 20% w 1999 r.), osiągając na koniec grudnia 2000 r. stan 65,8 mln zł. Stosunkowo wysoka stopa redyskontowa weksli w NBP spowodowała ograniczenie zapotrzebowania banków na ten rodzaj kredytu.

W 2000 r. NBP refinansował nadal zadłużenie jednostek gospodarczych w bankach komercyjnych, z tytułu kredytowania czterech inwestycji centralnych, rozpoczętych jeszcze przed rokiem 1989. Wielkość kredytu refinansowego na inwestycje centralne uległa obniżeniu o 8,9% i wyniosła na koniec grudnia 2000 r. 4.689,8 mln zł. Spadek zadłużenia wynikał z dokonanych spłat w kwocie 456,6 mln zł, które były zgodne z zawartymi z bankami umowami na rok 2000. Kredyt refinansowy na inwestycje centralne obejmuje wyłącznie zadłużenie w fazie spłaty, które ulegać będzie dalszemu obniżaniu.

3.4 Rezerwa obowiązkowa

Rezerwę obowiązkową naliczały i utrzymywały wszystkie banki, z wyjątkiem tych, które decyzją Zarządu NBP zostały zwolnione z utrzymywania rezerwy obowiązkowej w okresie realizacji programu naprawczego.

W 2000 r. RPP utrzymała stopę rezerwy obowiązkowej, ustaloną od 30 września 1999 r. w wysokości 5% dla wszystkich rodzajów depozytów. Podobnie jak w roku 1999, rezerwa obowiązkowa nie podlegała oprocentowaniu.

Rezerwa obowiązkowa utrzymywana była na rachunku w NBP. Banki mogły nadal utrzymywać do 10% rezerwy wymaganej w formie zapasu gotówki w swoich kasach, w związku

z czym efektywna stopa rezerwy obowiązkowej wyniosła 4,5%. Zmiany w wysokości rezerwy obowiązkowej w 2000 r. przedstawia tablica nr 3.

Tablica nr 3

Przyrost rezerwy obowiązkowej w 2000 r.

w mln zł

Lp.	Wyszczególnienie	Stan na 31.12.1999 r.	Przyrost w ciągu kwartałów				Stan na 31.12.2000 r.
			I	II	III	IV	
1.	Rezerwa obowiązkowa wymagana ogółem (po uwzględnieniu zwolnień) z tego:	10.076	492	803	370	499	12.240
1.1.	Rezerwa wymagana na rachunku w NBP	9.074	434	751	336	436	11.031
1.2.	Zapas gotówki w kasach banków	1.002	58	52	34	63	1.209

Wysokość wymaganej i utrzymywanej przez banki na rachunku w NBP rezerwy obowiązkowej, w poszczególnych okresach jej utrzymywania w roku 2000, zestawiono w tablicy nr 4.

Tablica nr 4

Rezerwa obowiązkowa wymagana i utrzymywana w 2000 r.

w mln zł

Okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej	Rezerwa obowiązkowa wymagana na rachunku w NBP	Faktyczny średni stan rachunku bieżącego w okresie utrzymywania rezerwy obowiązkowej	Nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym
I 2000	9.602	9.742	140
II 2000	9.570	9.760	190
III 2000	9.458	9.598	140
IV 2000	9.508	9.746	238
V 2000	9.637	9.830	193
VI 2000	9.752	9.941	189
VII 2000	10.259	10.512	253
VIII 2000	10.498	10.574	76
IX 2000	10.594	10.744	150
X 2000	10.634	10.759	125
XI 2000	10.770	10.863	93
XII 2000	11.031	11.224	193

Nadwyżka średniego stanu środków rezerwy obowiązkowej na rachunku bieżącym w stosunku do wymaganego poziomu rezerwy wahała się w przedziale od 76 mln zł w sierpniu do 253 mln zł w lipcu.

Rezerwa obowiązkowa na koniec 2000 r. wzrosła w porównaniu ze stanem na 31 grudnia 1999 r. o 2.164 mln zł, tj. o 21,5%, przy wzroście depozytów będących podstawą jej naliczania o 18,9 %. Wyższe tempo wzrostu rezerwy obowiązkowej jest efektem zmniejszenia o 214 mln zł wartości zwolnionej rezerwy obowiązkowej w bankach realizujących programy naprawcze.

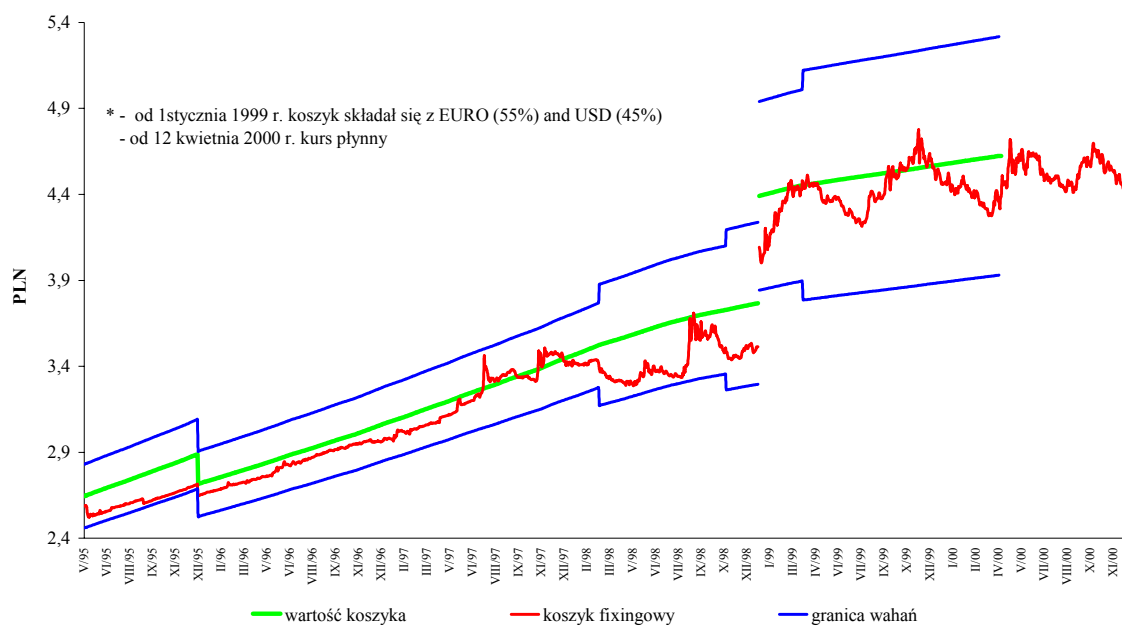
3.5 Kurs walutowy

1. W 2000 r. nastąpiła zmiana systemu kursowego w Polsce. W dniu 11 kwietnia 2000 r. Rada Ministrów w porozumieniu z RPP podjęła decyzję o upłynnieniu kursu złotego, co oznaczało likwidację parytetu centralnego złotego i mechanizmu pełzającej dewaluacji parytetu wobec koszyka walut oraz pasma dopuszczalnych wahań kursu rynkowego złotego wokół kursu centralnego. Uchwała sankcjonująca powyższe zmiany weszła w życie 12 kwietnia 2000 r. Po zmianie reżimu kursowego Narodowy Bank Polski nadal nie interweniował na rynku walutowym. Kurs złotego przestał być zatem instrumentem polityki pieniężnej. Wprowadzenie systemu kursu płynnego było zgodne z założeniami *Średniookresowej strategii polityki pieniężnej na lata 1999-2003* i postanowieniami *Założeń polityki pieniężnej na rok 2000*. Od 1998 r. polityka kursowa została podporządkowana realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. W dłuższym okresie czasu nie jest bowiem możliwe jednoczesne oddziaływanie na poziom stóp procentowych w sposób umożliwiający osiągnięcie celu inflacyjnego i kontrola poziomu kursu złotego. Sprzeczność ta staje się jeszcze bardziej wyraźna w warunkach całkowitej liberalizacji przepływów kapitałowych. Upłynnienie kursu stanowiło ostatni etap konsekwentnej polityki uelastyczniania mechanizmu kursowego. Już od 1998 r. tempo dewaluacji kursu centralnego było obniżane, co dostosowywało jego wysokość do celu inflacyjnego władz monetarnych. Pasma dopuszczalnych wahań kursu rynkowego wokół parytetu złotego zostało poszerzone do $\pm 15\%$. Bank centralny od sierpnia 1998 r. nie interweniował na rynku walutowym, a od czerwca 1999 r. nie zawierał transakcji walutowych z bankami komercyjnymi w trakcie sesji fixingowej. Ograniczanie obecności NBP na rynku walutowym wpłynęło korzystnie na rozwój tego rynku, co wzmacniało rynkowy charakter kursu złotego. Przedział dopuszczalnych wahań kursowych w okresie poprzedzającym wprowadzenie kursu płynnego był już stosunkowo szeroki (patrz wykres nr 4). Poziom kursu pozostawał przy tym daleko od krańców tego przedziału. Formalne

wprowadzenie kursu płynnego nie stanowiło zatem wstrząsu dla gospodarki, gdyż dzięki zwiększonej skali wahań kursu w ostatnich latach poprzedzających decyzję o upłynnieniu uczestnicy rynku byli przygotowani na wzrost ryzyka kursowego.

Wykres nr 4

Kursy złotego wobec koszyka walut maj 1995 - 2000*



Źródło: obliczenia NBP.

Wprowadzenie systemu płynnego kursu walutowego zwiększyło zatem autonomię polityki stóp procentowych. Interwencje NBP na rynku walutowym, podejmowane dla utrzymywania kursu w pożądanym przedziale, powodowały bowiem dodatkową kreację pieniądza.⁷ W rezultacie rosła płynność w systemie bankowym, co osłabiało oddziaływanie banku centralnego na stopy procentowe w bankach komercyjnych.

Dodatkowym uzasadnieniem dla wprowadzenia systemu płynnego kursu walutowego były również dwa ważne argumenty:

Po pierwsze, decyzja ta była istotnym elementem procesu przygotowania Polski do uczestnictwa w Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej (EMU). Jednym z warunków

przystąpienia naszego kraju do EMU będzie włączenie złotego na okres co najmniej 2 lat do systemu kursowego ERM2. Poprzedzenie usztywnienia kursu złotego do euro w ramach tego systemu kilkuletnim okresem jego w pełni płynnego kształtowania się pozwoli trafniej określić kurs równowagi i uniknąć kosztownych dla gospodarki błędów.

Po drugie, międzynarodowe doświadczenia wskazują, że występowanie kryzysów walutowych wiąże się zawsze z próbami kontrolowania kursu walutowego. Dlatego też upłynnienie kursu złotego zmniejsza ryzyko wystąpienia zaburzeń na krajowych rynkach finansowych i związanych z tym konsekwencji w postaci obniżenia siły nabywczej waluty krajowej, zwolnienia tempa wzrostu gospodarczego i wzrostu bezrobocia.

2. Na poziom kursu złotego, szczególnie w II połowie 2000 r., wpłynęło silniej, aniżeli w poprzednich latach, oddziaływanie kursów krzyżowych euro do dolara amerykańskiego. Wynikało to z jednej strony ze znacznego przyspieszenia procesu deprecjacji euro na rynku światowym,⁸ z drugiej zaś - ze zlikwidowania koszyka walutowego, który łagodził wpływ wahań tych kursów krzyżowych na kursy złotego wobec poszczególnych walut.⁹ W efekcie w 2000 r. kurs złotego wzmocnił się jedynie w stosunku do euro (w kategoriach nominalnych - średniorocznie o 5,1%, a w realnych¹⁰ odpowiednio o 7,2 %). Wobec dolara nastąpiła deprecjacja złotego - odpowiednio o 9,6% i 5,6%. Z wyjątkiem II kwartału tendencja do umacniania się złotego wobec euro okazała się stosunkowo trwała - w IV kwartale 2000 r. nominalny kurs złotego do euro był wyższy o prawie 10% w stosunku do kursu w IV kwartale 1999 r. W II kwartale - w obliczu znacznego pogorszenia się deficytu w obrotach bieżących w I kwartale - złoty osłabiał się, zarówno wobec dolara, jak i euro. Na okresową deprecjację i wzrost skali zmienności kursu złotego w okresie wprowadzania systemu kursu płynnego silnie

⁷ Zdecydowana większość interwencji walutowych NBP miała na celu osłabienie aprecjacji złotego, a więc miała postać zakupu walut obcych za złote.

⁸ Skala średniorocznej nominalnej deprecjacji euro wobec dolara wyniosła w 2000 r. 13,3% (wobec 4,8% w 1999 r.)

⁹ Istnienie parytetu złotego w formie koszyka walutowego było elementem systemu kursowego w Polsce od 1991 r. do momentu upłynnienia w kwietniu 2000 r. W ramach wprowadzonego w 1995 r. systemu tzw. „pełzającego pasma” odchylenie kursów rynkowych od kursu parytetowego było postrzegane przez uczestników rynku jako miara siły złotego. NBP wyznaczał kursy parytetowe wobec walut wchodzących w skład koszyka uwzględniając bieżące relacje kursowe pomiędzy nimi na rynku światowym oraz wagi tych walut w koszyku. Łagodziło to wpływ wahań kursów krzyżowych na wartości kursów referencyjnych złotego wobec każdej z tych walut z osobna.

¹⁰ Zmiany nominalne kursu skorygowane o zmiany cen produkcji sprzedanej w przetwórstwie przemysłowym.

oddziaływały wydarzenia na rynkach światowych, a mianowicie znaczny wzrost wahań indeksów na głównych rynkach kapitałowych świata oraz istotne przyspieszenie deprecjacji euro wobec dolara. Od drugiej połowy 2000 r. na umacnianie się kursu polskiej waluty wpływało obniżanie się deficytu w obrotach bieżących bilansu płatniczego, a także oczekiwania rynku na napływ walut z tytułu prywatyzacji Telekomunikacji Polskiej S.A.

Upłynnienie kursu złotego nie utrudniało realizacji celu inflacyjnego w 2000 r. Zmiana systemu kursowego nie zwiększyła zmienności kursu złotego; wskaźnik tej zmienności¹¹ ukształtował się w 2000 r. na poziomie 2,8% wobec 2,7% w 1999 r. Wzmocnienie złotego wpłynęło na ograniczenie tempa wzrostu cen. Według szacunków NBP, nominalna efektywna aprecjacja kursu złotego wobec koszyka walut stosowanych najczęściej w handlu zagranicznym, która wyniosła w 2000 r. 2,2% (średnio w roku), zmniejszyła wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych o 1,18 pkt. proc.

Jednym z najważniejszych celów wprowadzenia kursu płynnego było zwiększenie skuteczności wpływu polityki pieniężnej na agregaty pieniężne i stopy procentowe. Zwiększone ryzyko kursowe miało doprowadzić do osłabienia oddziaływania różnicy krajowych i zagranicznych stóp procentowych (dysparytetu) na przepływy kapitału portfelowego lokowanego w instrumenty dłużne. Badania prowadzone w NBP wskazują na niską korelację pomiędzy tymi dwoma zjawiskami.¹² Może to oznaczać, że dysparytet stóp procentowych jest tylko jednym z wielu czynników wpływających na wielkość przepływów kapitałowych. W 2000 r. na decyzje inwestorów portfelowych wpływały przede wszystkim oceny sytuacji gospodarczej w Polsce na tle sytuacji na międzynarodowym rynku finansowym. Przykładem tego był odpływ kapitału portfelowego z krajów należących do grupy tzw. rynków wschodzących, w tym także z Polski, w październiku 2000 r., gdy Argentyna stanęła na krawędzi kryzysu walutowego. Dane bilansu płatniczego wskazują, że powiększający się w ciągu 2000 r. dysparytet pomiędzy polskimi i zagranicznymi stopami procentowymi nie spowodował wzmożonych inwestycji kapitału zagranicznego w polskie instrumenty dłużne. W III i IV kwartale 2000 r. saldo inwestycji podmiotów zagranicznych w te instrumenty (przede wszystkim skarbowe papiery

¹¹ Wskaźnik ten odniesiony jest do koszyka walutowego, w którym udział dolara i euro wynosi po 50%. Zmienność kursu złotego mierzona jest jako miesięczne odchylenie standardowe wyliczone na podstawie dziennych procentowych zmian kursu.

¹² Badania te dotyczą okresu październik 1998–luty 2001. Uwzględniono różnicę stóp procentowych nominalnych i realnych złotego, dolara i marki niemieckiej, także skorygowaną o faktyczne zmiany kursu złotego do tych walut.

wartościowe) było ujemne. W całym 2000 r. nastąpił ponadto odpływ netto zagranicznych depozytów z banków polskich w wysokości 1 848 mln USD (w całym 1999 r. odnotowano napływ netto sięgający 606 mln USD).

3.6 Inne działania

Przewidywany duży napływ środków walutowych z prywatyzacji w 2000 r. skłonił Ministerstwo Finansów i NBP do utworzenia specjalnego rachunku walutowego MF w NBP. Na rachunku tym gromadzona jest część przychodów walutowych pochodzących z prywatyzacji oraz innych przychodów zagranicznych pozyskiwanych przez skarb państwa. Środki na tym rachunku przeznaczone są na obsługę zadłużenia zagranicznego. Rolą rachunku walutowego jest eliminacja niekorzystnych efektów związanych z wymianą walut. Wymiana na złote dużej ilości walut pochodzących z prywatyzacji przyczynia się bowiem do aprecjacji złotego i powoduje wzrost płynności w systemie bankowym. Pomimo możliwości lokowania środków na rachunku walutowym w roku 2000, część walut została jednak przez rząd odsprzedana do NBP, co przyczyniło się do wzrostu płynności (netto o 830 mln zł).

W celu ułatwienia realizacji potrzeb pożyczkowych budżetu w ciągu roku, NBP zdecydował się na rozpoczęcie sprzedaży obligacji skonwertowanych dopiero pod koniec trzeciego kwartału 2000 r. Był to najkorzystniejszy moment dla rozpoczęcia tej operacji, gdyż do końca września zakończona została operacja konwersji na skarbowe papiery wartościowe zobowiązań Skarbu Państwa, wynikających z zobowiązań zaciągniętych przez jednostki ochrony zdrowia. W październiku nastąpił też wpływ środków z prywatyzacji TP S.A. Skutkiem tego było istotne zmniejszenie popytu budżetu na środki ze sprzedaży papierów skarbowych, co w konsekwencji doprowadziło do zmniejszenia ich podaży.

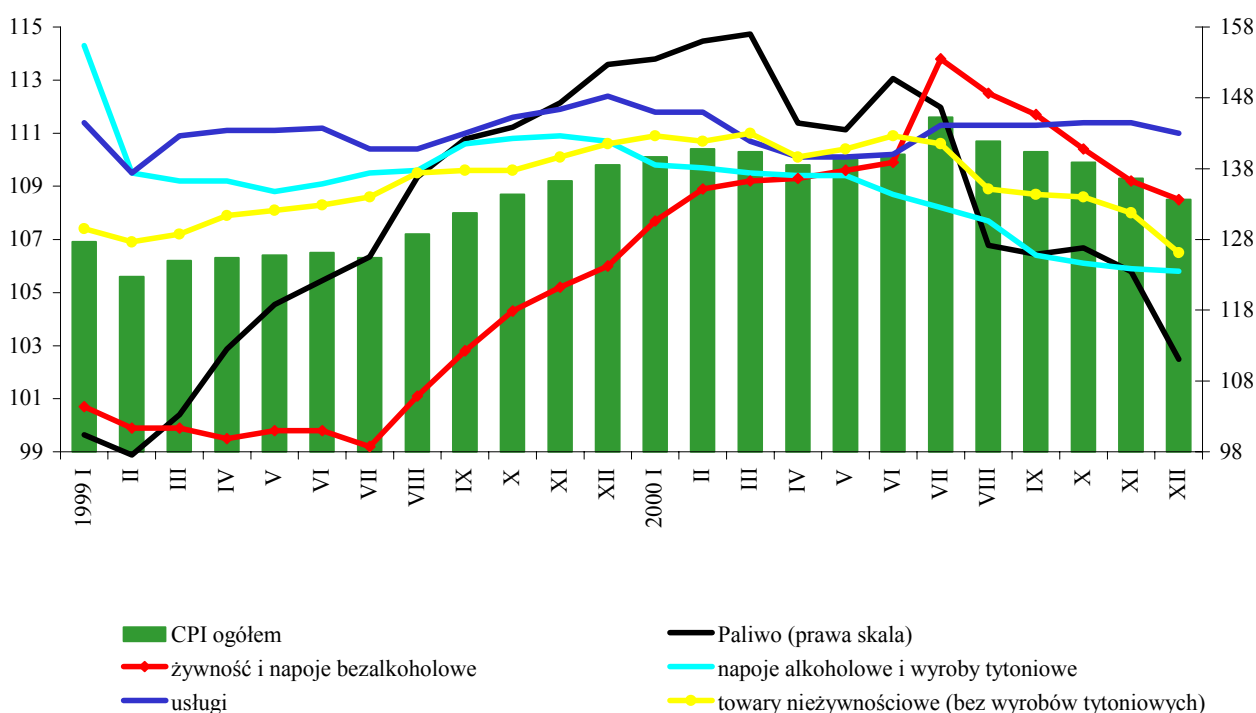
Dlatego też, wobec utrzymywania się nadpłynności w sektorze bankowym, nie wprowadzono zapowiadanej w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2000* możliwości lokowania przez banki komercyjne krótkookresowych depozytów w NBP.

Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w 2000 r.

W roku 2000 nastąpiło zahamowanie trwającego od sierpnia 1999 r. wzrostu inflacji. W grudniu 2000 r. dwunastomiesięczne tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniosło 8,5%, kształtując się o 1,3 pkt. proc. niżej niż w końcu 1999 r. Do coraz szybszego wzrostu inflacji w I półroczu ub.r. przyczyniły się zapoczątkowane w 1999 r silne wstrząsy podażowe występujące na światowym rynku paliw oraz na krajowym rynku żywności. Dopiero w drugiej połowie roku wpływ wysokich cen paliw na inflację zaczął słabnąć, a od sierpnia zmniejszała się również stopniowo dynamika cen żywności, między innymi w związku z istotnym obniżeniem tempa wzrostu popytu konsumpcyjnego. W połączeniu z zapoczątkowanym we wrześniu 1999 r. zwiększaniem stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej dało to w efekcie wyraźne osłabienie inflacji po lipcu 2000 r. (wykres nr 1).

Wykres nr 5

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Inflację mierzoną wzrostem cen towarów i usług konsumpcyjnych oraz jej główne składniki w latach 1998 – 2000 przedstawia tablica nr 1.

Tablica nr 5

Dynamika cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych

Wyszczególnienie	1998	1999	2000				
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
	Analogiczny okres roku poprzedniego = 100						
CPI	108,6	109,8	110,3	110,2	110,3	108,5	110,1
Żywność i napoje bezalkoholowe	102,8	106,0	109,2	109,9	111,7	108,5	110,0
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	114,8	110,7	109,5	108,7	106,4	105,8	108,0
Towary nieżywnościowe	108,9	110,6	111,0	110,9	108,7	106,5	109,6
w tym paliwo	104,7	152,7	157,0	146,7	125,9	111,1	136,8
Usługi	114,6	112,4	110,7	110,2	111,3	111,0	111,0

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Natomiast strukturę wzrostu CPI w tym samym okresie przedstawia tablica nr 2.

Tablica nr 6

Wpływ zmian cen podstawowych grup towarów i usług konsumpcyjnych na CPI w ujęciu dwunastomiesięcznym

Wyszczególnienie	1998	1999	2000				
	XII	XII	III	VI	IX	XII	I-XII
	Udział w przyroście CPI (w pkt. proc.)						
Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych	8,6	9,8	10,3	10,2	10,3	8,5	10,1
Żywność i napoje bezalkoholowe	1,0	1,9	2,8	3,0	3,6	2,6	3,1
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	1,0	0,7	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5
Artykuły nieżywnościowe	2,7	3,3	3,4	3,3	2,7	2,0	3,0
w tym paliwo	0,1	1,3	1,6	1,3	0,7	0,3	1,0
Usługi	3,9	3,9	3,5	3,3	3,6	3,5	3,5
	Struktura przyrostu CPI (w %)						
Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Żywność i napoje bezalkoholowe	11,7	19,4	27,2	29,4	35,0	30,6	30,6
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	11,6	7,1	5,8	5,9	3,9	4,7	5,0
Artykuły nieżywnościowe	31,4	33,7	33,0	32,3	26,2	23,5	29,7
w tym paliwo	1,2	13,3	15,5	12,7	6,8	3,5	9,9
Usługi	45,3	39,8	34,0	32,4	35,0	41,2	34,7

Źródło: dane GUS, obliczenia NBP

Dane te potwierdzają, że tempo inflacji w 2000 r. wyznaczały przede wszystkim następujące elementy:

- stały i niezmiennie silny wzrost cen usług konsumpcyjnych,
- osłabienie w drugiej połowie 2000 r. wzrostowej tendencji w zakresie cen żywności i paliw,
- spadek tempa wzrostu cen artykułów nieżywnościowych.

Ceny usług miały nadal decydujące znaczenie dla kształtowania się wskaźników ogólnego wzrostu cen z uwagi na ich dużą wagę w koszyku cen towarów i usług (31,9%). Wzrost tych cen w ostatnich latach był stosunkowo wysoki i stabilny pomimo zmian stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej oraz tempa wzrostu popytu krajowego. Ceny części usług kształtują się na nie w pełni na konkurencyjnych rynkach, a skala wzrostu niektórych z nich określana jest nadal w wyniku decyzji administracyjnych.

Wysoki udział w koszyku cen towarów i usług cen żywności (30,5%) powodował, że zaburzenia w podaży żywności w latach 1999-2000 bardzo silnie wpływały na kształtowanie się ogólnego wskaźnika cen. Istotnym elementem wpływającym na stopę wzrostu cen żywności był również nadal wysoki poziom ochrony krajowego rynku rolnego przed importem, a także administracyjne formy regulowania podaży na tym rynku. Podejmowane na nim przez rząd działania - ze względu na ich czas i skalę - często nie ograniczały wzrostu cen żywności.

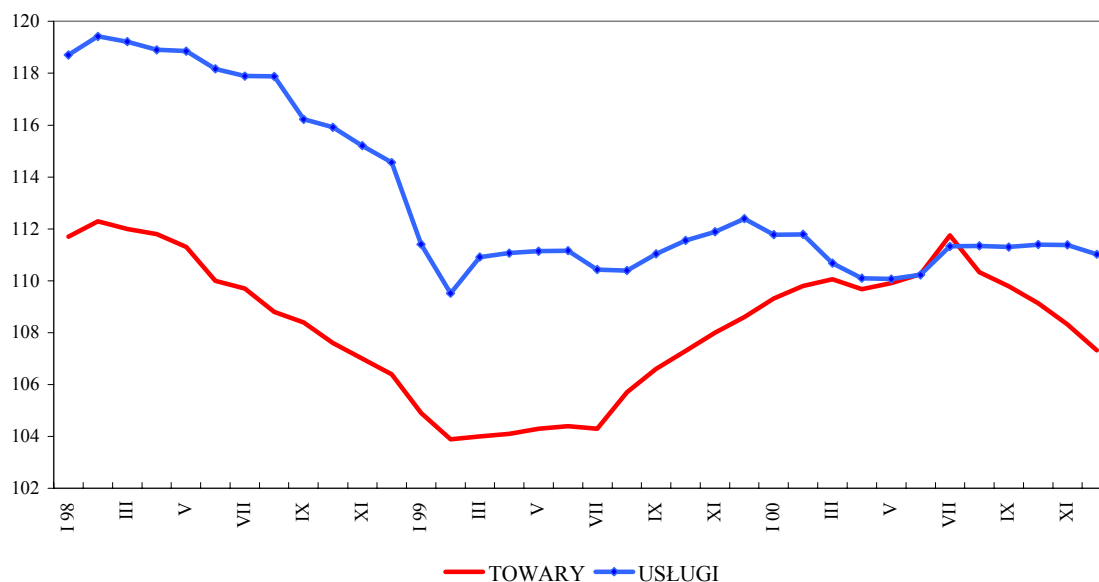
Ceny towarów nieżywnościowych (waga w koszyku 31,1%), z wyjątkiem cen paliw, podlegały w najszerszym zakresie wpływowi mechanizmów rynkowych, a ponadto popyt na towary przemysłowe jest stosunkowo elastyczny względem dochodów. Tempo wzrostu tej grupy cen w warunkach słabnącego tempa wzrostu popytu krajowego było na tle dwóch poprzednich grup stosunkowo wolne.

Ceny usług konsumpcyjnych

Ceny usług konsumpcyjnych rosą od wielu lat szybciej niż ceny towarów (z wyjątkiem okresu, w którym wystąpiły przejściowe wstrząsy podażowe zwiększające wzrost cen towarów - wykres nr 2). Do wzrostu cen usług przyczynia się działanie tzw. efektu Balassy-Samuelsona, modyfikowane procesem dostosowań cen regulowanych. Dostępne szacunki wskazują, że w ub.r. CPI był o 14%, tj. o 1 pkt. proc., wyższy wskutek tego efektu.

Wykres nr 6

Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych
(analogiczny miesiąc poprzedniego roku = 100)



Zwracają uwagę różnice w dynamice cen usług, których dopuszczalna skala wzrostu jest określana w wyniku różnego rodzaju decyzji administracyjnych, oraz cen usług podlegających w większym stopniu działaniu mechanizmów rynkowych. Trzy spośród grup cen usług kształtowanych na podstawie decyzji administracyjnych tj. ceny usług transportowych, energii elektrycznej i gazu oraz opłat za użytkowanie mieszkań silnie pobudzały inflację, rosnąc powyżej 12-13% w skali rocznej.

Ceny usług podlegające w większym stopniu mechanizmom rynkowym np. usługi medyczne, usługi turystyki grupowej oraz usługi hotelarskie i restauracyjne wykazywały znacznie wolniejszy wzrost niż ceny usług poprzednio omawianej grupy, kształtując się w granicach 5-8% w skali rocznej, z tendencją do jeszcze wolniejszego wzrostu w ostatnim kwartale 2000 r. Osłabienie popytu na te rodzaje usług wywołało elastyczne dostosowanie się ich cen.

Ceny żywności

Indeks cen żywności był w 2000 r. wypadkową różnokierunkowych tendencji wzrostu cen poszczególnych rodzajów produktów żywnościowych. Niskie zbiory zbóż w sezonie 1999/2000, w połączeniu z ograniczeniem importu i pogłębiającym się spadkiem produkcji

żywca, powodowały od początku roku systematyczny wzrost cen pieczywa, przetworów zbożowych oraz mięsa. Wzrost tych cen dodatkowo uległ przyspieszeniu w okresie wiosennym. Pierwotnym czynnikiem prowadzącym do destabilizacji rynku rolnego w 2000 r. było zachwianie równowagi na rynku zbóż. Spadek podaży zbóż o ponad 5% w sezonie 1999/2000 i mniejsze o ponad 27% zapasy przechodzące na sezon następny spowodowały wystąpienie nadwyżki popytu nad podażą. Skłaniało to dostawców do podnoszenia cen skupu zbóż. Pesymistyczne prognozy dotyczące niskiego ukształtowania się produkcji zbóż z nowych zbiorów, formułowane m.in. na podstawie niekorzystnych warunków agrometeorologicznych, dodatkowo przyspieszyły tempo wzrostu cen zbóż w maju i w czerwcu 2000 r. Jednocześnie mechanizmy administracyjne uniemożliwiały przywrócenie równowagi przy pomocy dodatkowego importu. Decyzja o uruchomieniu bezcłowego kontyngentu na zboża, niezbędnego do uzupełnienia podaży krajowej, została podjęta dopiero w końcu czerwca ub. r. Nastąpiło to więc już po okresie silnego przyspieszenia wzrostu cen zbóż w maju i czerwcu, związanego z pogłębiającymi się brakami w zaopatrzeniu krajowym. W następstwie rosnących cen zbóż rosły ceny mięsa. W tym wypadku również import nie był dostatecznie duży, aby zapobiec nadmiernemu wzrostowi cen.

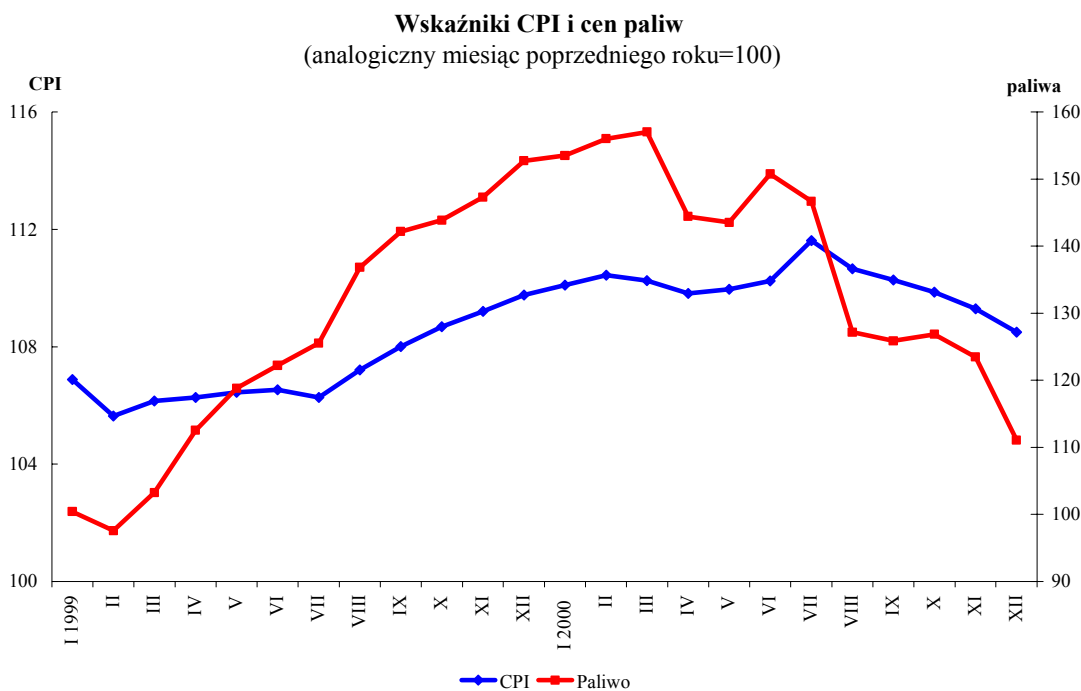
Przewaga popytu nad podażą na rynku rolnym powodowała wzrost cen detalicznych żywności, zarówno nieprzetworzonej, jak i przetworzonej przemysłowo. W zasadzie jedynie ceny warzyw, po silnym wzroście w I połowie 2000 roku, spowodowanym niedoborem zbiorów w roku poprzednim, w II półroczu ub.r., po bardziej niż przed rokiem udanych zbiorach, zaczęły spadać. Do końca I półrocza 2000 r. obniżały się również ceny owoców. Tempo wzrostu cen pozostałych grup żywności utrzymywało się na stosunkowo wysokim poziomie również w II połowie 2000 r.

Ceny towarów nieżywnościowych

Ceny **paliw** (wykres nr 3) w 2000 r., podobnie jak w 1999 r., stanowiły istotny czynnik proinflacyjny. O ile jednak w 1999 r. od początku okresu wzrostu cen paliw na świecie, tj. od marca, w kraju utrzymywała się rosnąca miesięczna dynamika wzrostu cen paliw, to w 2000 r. ich ceny obniżały się w porównaniu z poprzednim miesiącem czterokrotnie: w kwietniu o 1,1%, w sierpniu o 4,7%, w listopadzie o 0,4%, a najwięcej w grudniu - o 6,9%. Średnioroczny wzrost cen paliw w 2000 r. wyniósł 36,8% wobec 25,2% w 1999 r. Znaczny udział w tym wzroście miały podwyżki cen dokonane w 1999 r., których skutki oddziaływały na poziom cen paliw w

2000 r. Natomiast wzrost cen paliw liczony od grudnia 1999 r. do grudnia 2000 r. wyniósł tylko 11,1% wobec 52,7% w poprzednim roku.

Wykres nr 7



Struktura ceny detalicznej paliw zależy od zmiany jej składników, tj. akcyzy, dziennych zmian ceny światowej, czy kursu dolara USA w złotych. W 2000 r. miesięczne zmiany ceny detalicznej zależały przede wszystkim od wahań ceny importowej (będących efektem zmian cen paliw na świecie), a także krajowych czynników rynkowych. Przy wzroście cen światowych malał udział marży i różnica między ceną zbytu a parytetem importowym. Natomiast reakcja krajowych producentów paliw na spadki cen światowych była słabsza i/lub wolniejsza - dzięki ich silnej pozycji rynkowej. Powodowało to w efekcie wzrost różnicy między ceną zbytu a parytetem importowym. Wynikiem silnej pozycji rynkowej PKN Orlen i Rafinerii Gdańskiej, do których należy ok. 35% sieci stacji paliw, mógł być również wzrost udziału marży w cenie detalicznej.

Struktura ceny detalicznej brutto benzyny (w %)

miesiąc	cena importowa	cło i podatki	czynniki rynkowe
czerwiec 2000 r.	38,3	55,6	6,1
grudzień 2000 r.	25,9	58,7	15,4

Źródło: dane Nafta Polska S.A., obliczenia NBP

W pierwszym półroczu 2000 r. rosnące ceny światowe paliw i wzrost stawek podatku akcyzowego były głównymi czynnikami wzrostu cen detalicznych. W drugim półroczu ceny światowe zaczęły spadać. Jednakże był to jedyny czynnik, który wyraźnie wpływał na spadek cen detalicznych. Wzrósł bowiem wówczas zarówno wpływ krajowych czynników rynkowych, jak i podatków. W czerwcu 2000 r. cena importowa stanowiła ponad 38% ceny detalicznej paliw, w grudniu jej udział w cenie, na skutek spadku cen światowych, zmalał do ok. 26%. Z kolei niewielki udział czynników rynkowych w cenie paliw z 6% w czerwcu zwiększył się do ponad 15% w grudniu 2000 r. Również udział w cenie cła i podatków w końcu 2000 r. był wyższy niż w czerwcu.

Zniesienie decyzją rządu we wrześniu ceł na importowane paliwa nie wpłynęło znacząco na obniżenie ich cen detalicznych, jednak zmniejszyło efekt wrześniowej podwyżki podatku akcyzowego z ok. 1,3 pkt. proc. do 0,6 pkt. proc.

Ceny pozostałych – po wyłączeniu paliw - towarów nieżywnościowych kształtowały się w 2000 r. znacznie poniżej wskaźnika wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych (wykres nr 1). W odniesieniu do tych grup artykułów przemysłowych najlepiej funkcjonuje rynkowy mechanizm kształtowania cen, w największym stopniu podlegają też one konkurencji międzynarodowej. Ceny znajdujących się w tej grupie takich towarów, jak: odzież i obuwie, sprzęt gospodarstwa domowego (rtv, agd) i artykuły wyposażenia mieszkań, wykazywały w początkach roku tempo wzrostu w granicach 2-8%, z tendencją do zmniejszania skali wzrostu w drugiej połowie roku do 2-4%. W większości powodem tego była słabnąca dynamika popytu konsumpcyjnego.

PKB i popyt krajowy w 2000 r.

W 2000 r. tempo wzrostu PKB (wg wstępnych szacunków) wyniosło 4,1%, tj. było takie jak w 1999 r. Po raz pierwszy od 1995 r. przewyższało ono tempo wzrostu popytu krajowego. Zahamowana została tendencja powiększania ujemnego eksportu netto (saldo obrotów handlu zagranicznego w ujęciu rachunków narodowych). Dynamikę PKB, popytu krajowego oraz relacje między nimi w latach 1995 – 2000 przedstawia poniższa tablica.

Tablica nr 7

PKB, popyt krajowy i eksport netto w latach 1995 - 2000

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PKB	107,0	106,0	106,8	104,8	104,1	104,1
Popyt krajowy	107,0	109,7	109,2	106,4	104,9	102,8
różnica dynamiki w pkt.	0,0	-3,7	-2,4	-1,6	-0,8	+1,3
Spożycie	103,3	107,2	106,1	104,2	104,5	102,1
Akumulacja	124,5	119,5	120,8	113,8	105,9	104,9
Eksport	122,8	112,0	112,2	114,3	97,4	.
Import	124,3	128,0	121,4	118,5	101,0	.
Relacja popytu krajowego ogółem do PKB w cenach bieżących	97,7	101,6	104,3	105,2	106,4	106,6
Spożycie	78,0	79,7	79,7	79,0	80,0	80,1
Akumulacja	19,7	21,9	24,6	26,2	26,4	26,5
Relacja eksportu netto do PKB w cenach bieżących	2,3	-1,6	-4,3	-5,2	-6,4	-6,6
Eksport netto w mld zł w cenach bieżących	7,2	-6,0	-20,4	-29,0	-39,1	-45,5

Źródło: GUS

Na niższą dynamikę popytu krajowego złożyło się zarówno mniejsze tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego, jak i inwestycyjnego. W większym stopniu (o 2,4 pkt. proc.) obniżyła się dynamika spożycia. Był to efekt wolniejszego niż w 1999 r. wzrostu dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz - wynikającego między innymi z wysokiego poziomu stóp procentowych - ograniczenia udziału kredytu w finansowaniu konsumpcji. Mniejszy spadek dynamiki akumulacji (o 1,0 pkt. proc.) wynikał z większego w 2000 r. przyrostu rzeczowych środków obrotowych. Bardziej niż dynamika akumulacji obniżyło się tempo wzrostu nakładów na środki trwałe (o 3,4 pkt. proc.), głównie w wyniku zmniejszenia dynamiki nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw. Szybszy wzrost PKB niż popytu krajowego nie

spowodował istotnych zmian w relacjach między nimi. Podobnie jak w 1999 r. popyt krajowy (w cenach bieżących) był o ponad 6% większy od PKB, spożycie stanowiło ponad 80% jego wartości, a akumulacja - ponad 26%.

Uzyskanie w 2000 r. analogicznego jak w 1999 r. tempa wzrostu PKB, przy niższej dynamice popytu krajowego, możliwe było dzięki korzystniejszym wynikom w handlu zagranicznym. Wzrost wolumenu eksportu był znacznie wyższy niż importu, zmniejszyło się ujemne saldo obrotów handlowych. Większe dla wzrostu znaczenie popytu zagranicznego znalazło odzwierciedlenie w zmianach struktury tworzenia PKB. Najwyższą dynamikę wartości dodanej zanotowano w przemyśle (wzrost o 6,8%, podczas gdy w 1999 r. o 3,0%, a w 1998 r. o 4,8%), przy czym największy wzrost produkcji zanotowano w działach o dużym udziale eksportu. Obniżyła się natomiast dynamika produkcji przedsiębiorstw wytwarzających głównie dobra konsumpcyjne. Zmniejszyło się także tempo wzrostu wartości dodanej w usługach rynkowych, po raz pierwszy od 1991 r. nastąpił spadek produkcji budownictwa. W rezultacie niekorzystnych dla produkcji roślinnej warunków meteorologicznych oraz utrzymania się spadkowych tendencji w produkcji zwierzęcej, drugi z kolei rok zmniejszyła się wartość dodana w rolnictwie.

Efektom poprawy sytuacji w handlu zagranicznym w 2000 r. było zahamowanie trwającego od 1996 r. wzrostu nierównowagi zewnętrznej. Relacja deficytu obrotów bieżących na bazie płatności do PKB obniżyła się z 7,5% w 1999 r. do 6,3%. Zmniejszenie zapotrzebowania na oszczędności zagraniczne, czego wyrazem jest obniżenie deficytu obrotów bieżących, nastąpiło w wyniku wyższego niż nominalny wzrost akumulacji wzrostu oszczędności brutto w gospodarce narodowej. Oznaczało to istotną jakościowo zmianę sytuacji w stosunku do 1999 r., w którym deficyt wzrósł w rezultacie większego obniżenia dynamiki oszczędności niż akumulacji. Wstępnie szacuje się w NBP, że oszczędności brutto po wzroście w 1998 r. o 23,1% , w 1999 r. zwiększyły się o ok. 5%, a w 2000 r. - o ok. 15%. Nominalne wzrosty akumulacji wynosiły odpowiednio 25,0%, 11,9% i 12,9%.

Można szacować, że do wzrostu oszczędności w gospodarce narodowej w 2000 r., oprócz poprawy wyniku finansowego w sektorze przedsiębiorstw, przyczyniły się korzystne wyniki finansowe instytucji finansowych i ubezpieczeniowych (związane m.in. z reformą systemu emerytalnego). Wzrost oszczędności w tych sektorach spowodował, że mimo dalszego ograniczenia oszczędności brutto gospodarstw domowych, oszczędności całego sektora prywatnego były większe niż w 1999 r. (w relacji do PKB wzrosły z 19,4% do 20,6%).

W połączeniu z mniejszym wzrostem akumulacji w tym sektorze oznacza to, iż przyczynił się on do spadku deficytu obrotów bieżących. Natomiast w sektorze instytucji rządowych i samorządowych nastąpiło ograniczenie oszczędności. Mimo redukcji wydatków inwestycyjnych spowodowało to, że - podobnie jak w 1999 r. – wpływ tego sektora na kształtowanie się deficytu obrotów bieżących był negatywny.

W trzech pierwszych kwartałach 2000 r. odnotowano słabnącą dynamikę wzrostu PKB i popytu krajowego. Po wzroście w I kwartale zbliżonym do notowanego w IV kwartale 1999 r., w II i III kwartale dynamika spożycia i akumulacji była niższa. Natomiast w IV kwartale, wg wstępnych szacunków, tempo wzrostu spożycia i akumulacji było nieco wyższe niż w III kwartale. Dynamikę PKB i popytu krajowego w kolejnych kwartałach przedstawia poniższa tablica.

Tablica nr 8

Dynamika PKB i popytu krajowego wg kwartałów

Wyszczególnienie	Rok	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I – IV kw.
	Analogiczny okres poprzedniego roku = 100					
Wartość dodana brutto	1999	101,4	102,8	104,8	106,1	103,9
	2000	105,8	105,0	103,1	102,0	103,8
Przemysł	1999	95,7	99,8	106,0	109,7	103,0
	2000	110,2	109,4	106,5	102,3	106,8
Budownictwo	1999	102,0	102,8	103,2	104,9	103,5
	2000	104,3	100,8	97,8	97,6	99,4
Usługi rynkowe	1999	105,8	105,8	106,5	106,8	106,0
	2000	105,5	105,3	103,5	104,1	104,6
Produkt krajowy brutto	1999	101,6	103,0	105,0	106,2	104,1
	2000	106,0	105,2	103,3	102,4	104,1
Popyt krajowy	1999	103,4	104,6	105,5	105,7	104,9
	2000	105,1	103,3	101,3	101,7	102,8
Spożycie ogółem	1999	104,0	104,4	104,8	105,0	104,5
	2000	103,9	102,3	100,9	101,3	102,1
Spożycie indywidualne	1999	104,6	105,2	105,7	105,9	105,4
	2000	104,6	102,6	100,8	101,3	102,4
Akumulacja	1999	100,7	105,5	107,8	107,1	105,9
	2000	111,5	106,8	102,6	102,7	104,9
Nakłady na środki trwałe brutto	1999	105,7	106,3	106,6	107,0	106,5
	2000	105,5	102,9	102,4	102,6	103,1

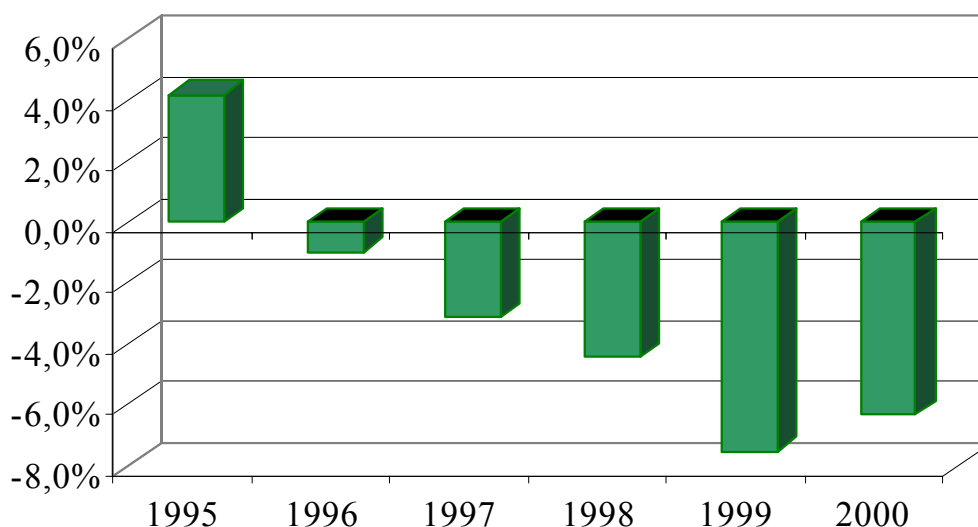
Źródło: dane GUS, szacunki własne

Nierównowaga zewnętrzna

Rok 2000 przyniósł zmniejszenie poziomu nierównowagi zewnętrznej w polskiej gospodarce. Deficyt w obrotach bieżących obniżył się z 11,6 mld USD w 1999 r. do 10,0 mld USD. Relacja ujemnego salda na rachunku bieżącym do PKB wyniosła 6,3% wobec 7,5% w 1999 r. (wykres nr 1).

Wykres nr 8

Relacja salda obrotów bieżących do PKB



Na tak ukształtowany wynik rachunku bieżącego bilansu płatniczego największy wpływ (ok.74%) miał spadek deficytu w obrotach handlowych o 1,2 mld USD. Towarzyszyło mu zahamowanie spadkowej tendencji nadwyżki z tytułu niesklasyfikowanych obrotów bieżących, przy stabilizacji na poziomie 1999 r. ujemnego salda w zakresie obrotów usługowych. Pozostałe pozycje obrotów bieżących, a mianowicie dochody i transfery utrzymały się na poziomie z 1999 r.

Dodatknie saldo niesklasyfikowanych obrotów bieżących w 2000 r. nieznacznie zwiększyło się (o blisko 0,4 mld USD).

Deficyt w usługach ustabilizował się w 2000 r. na poziomie 1,7 mld USD (wobec 1,6 mld USD w 1999 r.). Wzrost deficytu w usługach ubezpieczeniowych, finansowych oraz patentach, prawach autorskich i opłatach licencyjnych został zrównoważony większą nadwyżką w usługach transportowych oraz zmniejszeniem deficytu w usługach budowlanych i handlowych, a także w turystyce zagranicznej. Deficyt w zakresie pozycji bilansu bieżącego „dochody”

pozostawał na poziomie 1999 r. i wyniósł -0,8 mld USD. Dodatkowo saldo transferów bieżących było o ok. 80 mln USD wyższe od poziomu 1999 r.

Struktura finansowania deficytu w obrotach bieżących w 2000 r. uległa poprawie. Kontynuowanie procesów prywatyzacyjnych w polskiej gospodarce wpłynęło na wzrost dodatniego salda w zakresie zagranicznych inwestycji bezpośrednich do 8,3 mld USD (wobec 6,5 mld USD w 1999 r.). Nastąpiła tym samym wyraźna poprawa wskaźnika pokrycia ujemnego salda w obrotach bieżących napływem kapitału z tytułu inwestycji bezpośrednich¹³ (tablica nr 5). Bardziej korzystna była także struktura tego kapitału. W przeciwieństwie do poprzednich lat, w 2000 r. zmniejszył się udział kredytów otrzymanych od inwestorów zagranicznych z 33,1% w 1999 r. do 12,2%; wzrósł natomiast udział inwestycji pozaprywatyzacyjnych.

Napływ netto zagranicznego kapitału portfelowego począwszy od II kwartału¹⁴ 2000 r. był wyraźnie niższy niż w latach 1999 i 1998, co związane było z odpływem netto tego kapitału z tytułu inwestycji w polskie papiery dłużne w III i IV kwartale 2000 r.

Niepokojącym zjawiskiem był natomiast rosnący w okresie 1998-2000 udział zadłużenia zagranicznego przedsiębiorstw w zadłużeniu zagranicznym ogółem (tablica nr 1).

Tablica nr 9

Wskaźniki ostrzegawcze

Wskaźnik ostrzegawczy	1998	1999	2000
Saldo obrotów bieżących/PKB	- 4,3%	- 7,5%	- 6,3%
Saldo płatności towarowych/PKB	- 8,7%	- 9,4%	- 8,3%
Inwestycje bezpośrednie/ saldo obrotów bieżących	74,8%	55,9%	83,1%
Inwestycje pozaprywatyzacyjne/saldo obrotów bieżących	52,6%	26,1%	28,0%
(Saldo obrotów bieżących-inwestycje bezpośrednie)/PKB	-1,2%	-3,4%	-1,1%
Inwestycje portfelowe/oficjalne aktywa rezerwowe	4,9%	5,3%	10,1%
Oficjalne aktywa rezerwowe (lata)/ Saldo obrotów bieżących	4,0	2,2	2,8
Zadłużenie zagr. krótkoterm./zadłużenie zagr. ogółem	14,2%	16,5%	13,0%
Zadłużenie zagr. przeds./zadłużenie zagr. ogółem	32,1%	37,0%	41,4%
Oficjalne aktywa rezerwowe – w miesiącach importu	7,5	7,5	8,0

¹³ Należy tu jednak zaznaczyć, że w znacznej części na tę pozycję wpłynęła prywatyzacja TPSA (wpływy wyniosły ok. 4,3 mld USD).

¹⁴ W I kwartale 2000 r. wysokie saldo dodatnie tej pozycji obrotów kapitałowych w wysokości 2,0 mld USD wynikało w ponad 50% z emisji obligacji, przeprowadzonych przez Skarb Państwa i TPSA na rynkach zagranicznych.

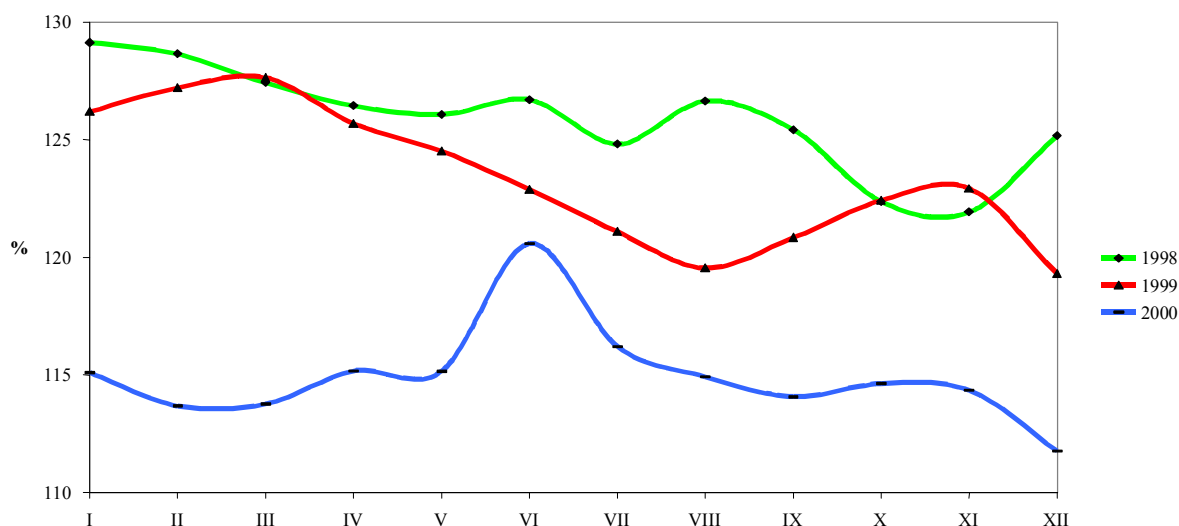
Podaż pieniądza

Podaż pieniądza ogółem na koniec grudnia 2000 r. osiągnęła poziom 294,5 mld zł, co w porównaniu ze stanem na koniec 1999 r. oznacza przyrost o 31,0 mld zł, tj. nominalnie o 11,8%, a w ujęciu realnym o 3,0%.

Roczna dynamika przyrostu podaży pieniądza w ciągu całego 2000 r. była niższa w porównaniu z odpowiednimi wielkościami obserwowanymi w ubiegłych latach. Odznaczała się również stabilnością (wykres nr 1); wskaźniki obserwowane w poszczególnych miesiącach tylko nieznacznie odchyłały się od średniej dla całego roku, wynoszącej 15,0%. Skokowy wzrost podaży pieniądza w czerwcu ub. r. związany był z ofertą akcji Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN, co spowodowało skokowy jednoczesny przyrost kredytów i depozytów sektora niefinansowego.

Wykres nr 9

Dynamika podaży pieniądza ogółem - nominalnie
(analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100)



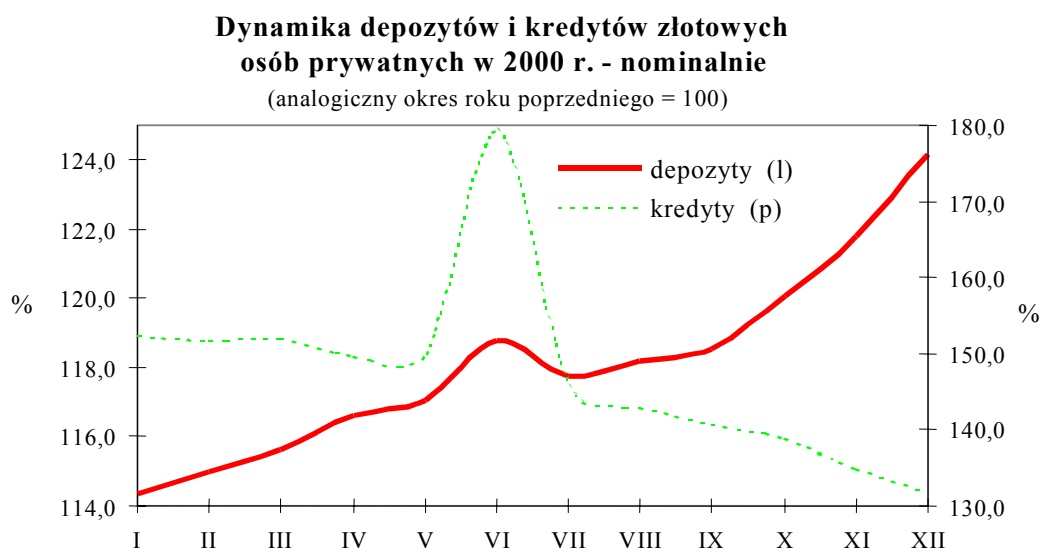
W 2000 r. relacja zasobu pieniądza (średniego stanu M2 w ciągu roku) do produktu krajowego brutto, ilustrująca stopień monetyzacji gospodarki, wyniosła 39,9% wobec 38,9% w 1999 r. Z kolei stopień monetyzacji mierzonej relacją pieniądza krajowego do PKB kształtował

się na poziomie 34,0% w porównaniu z 33,4% w 1999 r. Relacja wielkości pieniądza ogółem na koniec 2000 r. do PKB wyniosła 42,1% wobec 42,8% na koniec 1999 r.

Mnożnik monetarny, definiowany jako relacja miary pieniądza M2 do wielkości pieniądza rezerwowego (M0), wzrósł w ubiegłym roku w porównaniu z 1999 r. Jego średni poziom, obliczony na podstawie danych miesięcznych, wyniósł 5,71 wobec 4,45 w 1999 r. Wielkości te są jednak nieporównywalne ze względu na zmianę strukturalną, jaką było obniżenie stóp rezerwy obowiązkowej we wrześniu 1999 r. Skutkowało to istotnym zmniejszeniem popytu na pieniądź rezerwową, a w konsekwencji wzrostem mnożnika.

W 2000 r. wyodrębniły się dwie zasadnicze tendencje, mające istotny wpływ na kształtowanie się dynamiki podaży pieniądza ogółem. Przede wszystkim wzmocnieniu uległa tendencja do wzrostu oszczędności złotych osób prywatnych (wykres nr 2). Odnotowano też systematyczny przyrost depozytów walutowych osób prywatnych (w ujęciu dolarowym), który nasilił się pod koniec roku. Zjawiska te mogą świadczyć o wzroście skłonności do oszczędzania w systemie bankowym.

Wykres nr 10



Wpływ na podaż pieniądza miały również czynniki o charakterze instytucjonalnym, a w szczególności zwiększenie oferty usług, proponowanych przez instytucje sektora finansowego. Przykładem jest rozwój rozliczeń bezgotówkowych, który spowodował bezwzględny spadek podaży pieniądza gotówkowego w ub. r. oraz – w konsekwencji – wzrost mnożnika M2/M0.

Udogodnienia w zakresie dokonywania rozliczeń drogą bezgotówkową spowodowały gwałtowny wzrost ich popularności, jak również sprawiły, że zwiększyła się waga korzyści utraconych wskutek utrzymywania gotówki jako czynnika determinującego popyt na pieniądź gotówkowy.

Bilans skonsolidowany systemu bankowego prezentuje poniższa tablica.

Tablica nr 10

Bilans skonsolidowany systemu bankowego za 2000 r.

BILANS SYSTEMU BANKOWEGO	1999		2000
A K T Y W A	stan	przyrost	stan
1. Aktywa zagraniczne netto [mln USD]	26690,0	5180,5	31870,5
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	19,4		
1. Aktywa zagraniczne netto [mln PLN]	110718,0	21327,7	132045,7
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	19,3%	9,9%	
2. Aktywa krajowe netto	152730,7	9702,0	162432,7
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	6,4%	-2,0%	
2.1. Zadłużenie netto sektora budżetowego	64565,1	-13806,8	50758,3
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	-21,4%	-27,5%	
2.2. Należności od osób pryw. i podm. gosp.	175938,3	30411,5	206349,8
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	17,3%	8,1%	
2.3. Saldo pozostałych pozycji netto	-87772,7	-6902,7	-94675,4
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	7,9%	-0,6%	
AKTYWA OGÓŁEM	263448,7	31029,7	294478,4
P A S Y W A			
3. Pieniądz krajowy	223744,2	27726,2	251470,4
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	12,4%	3,6%	
3.1. Pieniądz gotówkowy w obiegu	38082,7	-3970,0	34112,7
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	-10,4%	-17,4%	
3.2. Zobowiązania złotowe	185661,5	31696,2	217357,7
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	17,1%	7,9%	
4. Zobowiązania walutowe	39704,4	3303,6	43008,0
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	8,3%	-0,1%	
Zobowiązania walutowe [mln USD]	9571,2	809,1	10380,4
PIENIĄDZ OGÓŁEM	263448,7	31029,7	294478,4
<i>przyrost nominalnie / realnie [%]</i>	11,8%	3,0%	
KURS WALUTOWY	4,1483	-0,0051	4,1432
CPI [%]		8,5%	