

*Artur Więznowski**

MONETARNE ASPEKTY SPOWOLNIENIA GOSPODARCZEGO POLSKI

1. WSTĘP

W artykule tym przedstawione zostaną wyniki badania zmian wybranych wielkości monetarnych w gospodarce polskiej. Wielkości te to baza monetarna i gotówka w obiegu. Szeregi statystyczne obejmują okres 1980–2001. Badania uzupełnione zostały o szerokie tło w postaci analizy zmian bazy monetarnej dla 56 gospodarek w latach 1971–2000, 82 państw w latach 1991–2000 oraz zmian gotówki w obiegu w 13 gospodarkach i na obszarze Europejskiej Unii Monetarnej. Zmiany gotówki w obiegu przebadane zostały dla 30-letnich szeregów statystycznych, obejmujących ten sam okres, co dane dla zmian ilości pieniądza banku centralnego.

Uzyskane rezultaty przeprowadzonych analiz wskazują na nietypowy charakter i wyjątkową skalę zmian badanych wielkości w Polsce w latach 1999–2000. W artykule sformułowane zostaną hipotezy co do prawdopodobnych przyczyn tych zmian oraz skali wpływu, jaki na ich kształtowanie miał Narodowy Bank Polski. Określone też zostaną możliwe konsekwencje obserwowanych zdarzeń, w postaci spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce.

2. MECHANIZMY TRANSMISJI BODŹCÓW MONETARNYCH

Mechanizmy transmisji bodźców monetarnych należą do najslabiej przebadanych obszarów w ekonomii. Zmienność podstawowych kategorii eko-

* Dr, AE we Wrocławiu, WGRiT w Jeleniej Górze.

nomicznych, różna rola przypisywana poszczególnym wielkościom monetarnym, zmienne i trudne do przewidzenia opóźnienia w oddziaływaniu bodźców pieniężnych, wreszcie rola czynników psychologicznych w kształtowaniu tych opóźnień i sposobu oddziaływania bodźców, skłoniły wielu ekonomistów do rezygnacji z prób wykorzystania wiedzy do kształtowania podstawowych relacji monetarnych i zastąpienia polityki monetarnej regulami dotyczącymi pożądanego tempa wzrostu agregatów pieniężnych¹. Inni pozostawiają kwestie dotyczące przebadania mechanizmów transmisji na później². Jak trudne jest to zagadnienie, wskazuje m. in. fakt, że procesy transmisji nazywane są „czarną skrzynką”³. Wiemy, że zmiany monetarne mają swój wpływ na przebieg procesów realnych, dostarczając gospodarce źródła płynności, oraz na poziom cen. Nadmierne zwiększenie podaży pieniądza bądź wzrost prędkości jego obiegu (spadek monetyzacji) skutkują wzrostem cen. Natomiast brak pieniądza prowadzi do spadku produkcji i niewykorzystania potencjału wytwórczego gospodarki. Pojawiają się jednak pytania o to, gdzie jest złoty środek między tymi dwoma skrajnościami. Przy wzroście podaży pieniądza o 2% czy o 10%? Czy kluczowym jest wzrost bazy monetarnej, gotówki w obiegu, podaży pieniądza żyrowego czy innej kategorii monetarnej? Zmusza to wiele banków centralnych do kontrolowania kształtowania się wielu zmiennych i wskaźników, niezależnie od głoszonej przez nie strategii i sposobu sformułowania celu⁴.

Podstawowy zakres problematyki wchodzącej w zakres badań mechanizmów transmisji bodźców monetarnych przedstawiono w tab. 1.

Z przedstawionej powyżej, zapewne niepełnej listy w dalszej części tego artykułu zajmiemy się zagadnieniami związanymi ze zmiennością bazy monetarnej i gotówki w obiegu jako nośników impulsów monetarnych. Przypadek polski obserwowany w latach 1999–2000 to sytuacja nadania silnego i niespodziewanego impulsu monetarnego, w postaci zmniejszenia rozmiarów badanych kategorii monetarnych. Impuls ten zostanie następnie powiązany ze spowolnieniem polskiej gospodarki po roku 2000.

¹ M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, New York 1960.

² R. Kokoszczyński, *Monetary Policy in Poland: Strategies, Instruments and Transmission Mechanisms*, [w:] *Monetary Policy in Transition in East and West*, Wien 1997, s. 166.

³ P. R. Moutot, *Monetary Policy in a European Monetary Union: Instruments, Strategy and Transmission Mechanisms*, [w:] *ibidem*, s. 100.

⁴ W. A. Razzak, *Monetary Policy and Forecasting Inflation with and Without the Output Gap*, [w:] *Reserve Bank of New Zealand, „Discussion Paper Series”*, 2002, March, s. 2.

Tabela 1

Mechanizmy transmisji bodźców monetarnych – podstawowe zagadnienia

Problem badawczy	Przedmiot badań
Źródła impulsów	bank centralny, banki komercyjne, rynki walutowe, rynki papierów wartościowych, gospodarka realna (popyt na pieniądź), zagranica
Nośniki impulsów	baza monetarna*, gotówka w obiegu, wąsko bądź szeroko rozumiana podaż pieniądza (depozyty – kredyty, krótko-terminowe czy długoterminowe), międzynarodowe przepływy kapitałowe (kapitał pożyczkowy czy własnościowy, inwestycje portfelowe czy bezpośrednie)
Czas transmisji impulsów	pełny efekt po latach, miesiącach, czy – dzięki racjonalnym oczekiwaniom – natychmiast, a może z wyprzedzeniem, dzięki poprawnej predykcji zachowań podmiotów polityki monetarnej
Ścieżka transmisji impulsów	za pośrednictwem budżetu czy sektora prywatnego, poprzez giełdę czy poprzez kredyty, zasilając w środki lokomotywy gospodarki czy pozbawione płynności „dinozaury”, sferę „socjalną” czy inwestycje, sektor eksportowy czy importujący
Właściwa siła i charakter impulsów	silne i niespodziewane, polityka umiarkowanego reagowania na bieżącą sytuację i zaspokajanie bieżących potrzeb (dyskrecjonalność), wysyłane w sposób otwarty i zapowiedziany czy podporządkowane ścisłym, zagwarantowanym prawnie regułom
Pożądane i możliwe do osiągnięcia skutki impulsów	niska inflacja czy pełna stabilność cen, czy można przyspieszyć wzrost gospodarczy, czy możliwym jest łagodzenie cykli gospodarczych, czy można zapobiec kryzysom finansowym i gospodarczym
Niepożądane skutki impulsów	wysoka inflacja bądź recesja, destabilizacja gospodarek, tworzenie złudzenia pieniężnego, eskalacja postaw roszczeniowych, wypieranie sektora prywatnego

* podkreślenia wskazują na te elementy procesów transmisji, których dotyczą prezentowane wyniki badań.

Źródło: Opracowanie własne.

3. ROLA BAZY MONETARNEJ I GOTÓWKI W OBIEGU

Na bazę monetarną składa się gotówka w obiegu i rezerwy banków. Nazywana jest ona często pieniądzem wielkiej mocy, pieniądzem banku centralnego, pieniądzem rezerwowym lub pieniądzem według

definicji $M0^5$. Stanowi ona źródło podaży pieniądza i za pośrednictwem takich narzędzi, jak operacje otwartego rynku, możliwości refinansowania czy poziom stóp rezerw obowiązkowych, znajduje się pod kontrolą banku centralnego⁶. Kontrola ta może być ograniczona poprzez instytucjonalne zobowiązanie banku do emisji pieniądza np. na pokrycie deficytu budżetowego, potrzeb przedsiębiorstw państwowych lub zobowiązanie banku centralnego do corocznego zwiększania bazy monetarnej o ściśle określoną wielkość.

Na rozmiary podaży pieniądza rezerwowego decydujący wpływ ma bank centralny (zdanie odmienne w tej kwestii – ma np. D. Tymoczko⁷). Rynek i działające na nim podmioty mają bowiem wpływ głównie na rozmiary podaży pieniądza wygenerowanej z danej bazy monetarnej i na strukturę bazy, ale nie na jej absolutne rozmiary. Wpływ na całkowitą podaż pieniądza podmioty rynkowe uzyskują poprzez oddziaływanie na stopę gotówki funkcjonującej poza systemem bankowym oraz decyzje o poziomie rezerw dobrowolnych banków. Wielkości te są kluczowe dla poziomu mnożnika kreacji pieniądza. Od tych samych kategorii zależy struktura podaży pieniądza. Wpływ na nią ma także stopa rezerw obowiązkowych, określana przez bank centralny. Im niższa jest stopa gotówki funkcjonującej poza systemem bankowym (relacja gotówki w obiegu do łącznej wartości zgromadzonych depozytów), *caeteris paribus*, tym mniejszy jest udział gotówki w obiegu w bazie monetarnej. O jej absolutnych rozmiarach decyduje jednak – poza wymienionymi powyżej, możliwymi ograniczeniami – bank centralny. Zarówno bowiem gotówka w obiegu jak i zgromadzone przez banki rezerwy, tak te o charakterze dobrowolnym jak i obowiązkowym (włącznie z rezerwami kasowymi), muszą mieć postać fizyczną (gotówkową). A o liczbie wydrukowanych banknotów i wytłoczonych monet, które trafiają do obiegu decydują banki centralne (lub, coraz rzadziej, rządy). Działalność mennicza nie jest wynikiem gry sił rynkowych, a rezultatem scentralizowanych decyzji, choć może odpowiadać zapotrzebowaniu na gotówkę zgłaszanemu przez podmioty gospodarcze w wyniku tej gry.

Baza monetarna nie powinna być odczytywana jako jedna z typowych kategorii podaży pieniądza. Jej część nie spełnia bowiem podstawowych imperatywów pieniądza. Rezerwy nie pełnią funkcji pośrednika wymiany ani w sposób bezpośredni, jak pieniądz gotówkowy czy żyrowy, ani pośredni – jak na przykład środki zgromadzone na rachunkach oszczędnościowych bądź depozyty terminowe, które są podstawą do udzielenia przez banki kredytów. Rezerwy zgromadzone w banku centralnym nie są podstawą

⁵ *Makroekonomia. Wybrane zagadnienia teorii wzrostu i funkcjonowania współczesnych systemów gospodarki rynkowej*, red. J. Pająkiewicz, Wrocław 2001, s. 153.

⁶ D. Duwendag i in., *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*, Warszawa 1995, s. 30–32.

⁷ D. Tymoczko, *Ewolucja systemu finansowego a skuteczność instrumentów polityki pieniężnej*, „Bank i Kredyt” 2002, marzec, s. 4–19.

udzielanych przez ten bank kredytów ani nie są wykorzystywane, przynajmniej w części dotyczącej rezerw obowiązkowych, jako pośrednik wymiany. Znajdują się więc niejako poza obiegiem gospodarczym – ich funkcja sprowadza się do ograniczenia zdolności kreowania pieniądza żyrowego przez system banków komercyjnych. Dlatego rezerwy powinny być wyłączone z definicji podaży pieniądza. Nie zmienia to faktu, że to rozmiary bazy monetarnej są źródłem i podstawą kształtowania się wszystkich typowych kategorii pieniężnych, a jej rolę oddaje stosowana zamiennie nazwa pieniądza wielkiej mocy i fakt, że do 1988 r. to właśnie rozmiary bazy monetarnej były podstawowym celem pieniężnym Bundesbanku. Kierując się w swych decyzjach podażą pieniądza wielkiej mocy Bundesbank prowadził jedną z najskuteczniejszych a jednocześnie najbardziej stabilnych polityk pieniężnych w Europie, a nawet na świecie⁸. Stąd bierze się uznanie istotnej roli tej kategorii dla naszych badań i dla oceny charakteru i potencjalnych skutków polskiej polityki monetarnej.

Jednakże odejście od stosowania wymogu rezerw obowiązkowych (np. przez Wielką Brytanię, Szwecję, Belgię i Danię) ogranicza użyteczność bazy monetarnej jako ważnej wielkości pieniężnej określającej charakter aktywności banku centralnego. Rolę tę, w pewnym zakresie, przejmuje zasób gotówki w obiegu. Odzwierciedleniem tej sytuacji jest odejście od 1999 r. od bezpośredniego raportowania rozmiarów bazy monetarnej przez kraje Europejskiej Unii Monetarnej, co znalazło swój wyraz m.in. w zniknięciu odpowiednich statystyk z danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego dotyczących tych krajów⁹, pomimo utrzymania na obszarze EMU wymogu 2% rezerwy obowiązkowej (co oznacza, że od 1999 r. dotyczy on również Belgii, która go wcześniej nie stosowała). W związku z tym, że ze względu na konkurencyjność banków komercyjnych trend, polegający na znoszeniu wymogu rezerw obowiązkowych bądź takim ich ograniczeniu, że zmniejszają się one do poziomu rezerw dobrowolnych i przestają odgrywać istotną rolę, będzie najprawdopodobniej kontynuowany, coraz większego znaczenia nabiera kategoria gotówki w obiegu. Jej rola jest odpowiednio większa ze względu na to, że dla wielu, szczególnie zaś dla tradycyjnych sektorów gospodarki, gotówka wciąż stanowi podstawowe źródło płynności i warunek zawierania transakcji. Dotyczy to m.in. działalności detalicznej, znaczącej części usług oraz obszaru szarej strefy i działalności nielegalnej. Ze względu na rosnącą rolę kategorii gotówki w obiegu oraz fakt, że w niektórych analizach zastępuje ona pojęcie bazy monetarnej, jest to druga zmienna, która poddana zostanie wnikliwej analizie.

⁸ P. Schmid, *Monetary Targeting*, [w:] *Monetary Policy...*, s. 41–44.

⁹ „IMF Financial Statistics Yearbook” 2001.

4. PRZESŁANKI DOBORU ZAKRESU BADAŃ I ZASTOSOWANE METODY ANALITYCZNE

Badaniem objęto dane dotyczące kształtowania się bazy monetarnej i zasobu gotówki w obiegu w Polsce i w wybranych krajach (grupach krajów). Dane te ujęte zostały w przekrojach rocznych, dla uniknięcia wpływu sezonowości charakteryzującej badane zjawiska w ciągu roku. W przypadkach szczególnych – tam, gdzie wymagał tego proces badawczy – posłużono się danymi w przekrojach miesięcznych i uzupełniono je o inne kategorie monetarne, jak podaż pieniądza, zmiany rezerw dewizowych i wartość mnożnika kreacji pieniądza (Polska 1999–2000).

Zgromadzone informacje podzielone zostały na dwie grupy według okresu którego dotyczyły. Grupa „duża” obejmowała obserwacje na przestrzeni lat 1971–2000, bądź najdłuższe dostępne dla danego kraju szeregi statystyczne. Grupa „mała” to dane z lat 1991–2000 lub szeregi krótsze, o ile pełny szereg 10-letni był niedostępny.

W zakresie bazy monetarnej badaniu poddano 56 krajów dla okresów przeciętnie 30-letnich. Okres badawczy został dobrany tak, by objąć nim część szeregów badanych zmiennych sprzed załamania się systemu z Bretton Woods i odejścia USA od parytetu złota. Tam, gdzie ze względu na brak danych przyjęcie tak długich okresów badawczych było niemożliwe, analizowano krótsze szeregi statystyczne. W okresie 10-letnim zbadane zostały gospodarki 82 krajów.

Zmiany zasobu gotówki w obiegu przebadano dla 13 państw w okresie porównywalnym z grupami „dużą” i „małą”, zastosowanymi przy analizie zmian podaży pieniądza rezerwowego. Do tej grupy dołączono obserwacje dla całego obszaru Europejskiej Unii Monetarnej.

Analizowane gospodarki narodowe dobrane zostały tak, by objąć nimi możliwie najbardziej przekrojową grupę. Szczegółowa specyfikacja badanych państw i zasady dalszego ich grupowania znajdują się w dalszej części publikacji. Ważnym czynnikiem doboru było zachowanie wartości porównawczej względem danych dotyczących Polski. Dla niektórych państw nie udało się uzyskać pełnych szeregów statystycznych. Dla Polski zgromadzone dane dotyczą okresu 1980–2001 (23 lata), Węgier – 1983–1999 (17 lat) i dla Republiki Czech – 1994–2000 (7 lat). W przypadku ostatniego z wymienionych państw liczba zebranych danych jest bardzo mała, co może się odbić na jakości wyciągniętych wniosków. Jednak ze względu na rolę jaką odgrywa, jako sąsiad Polski i jej bliski partner, uznano że nie można tego państwa pominąć.

Zgromadzone dane pozyskano głównie z roczników statystyki finansowej IMF. Dane dotyczące zmian bazy monetarnej dostępne były bezpośrednio,

dane o zmianach zasobu gotówki w obiegu wymagały obliczeń własnych i odpowiedniego przetworzenia. Jako danymi uzupełniającymi posłużono się stronami internetowymi www.nbp.pl (szeregi w przekrojach miesięcznych).

Zastosowano podstawowe metody badawcze: analizę szeregów statystycznych, budowę tablic statystycznych, analizę graficzną, dedukcję związków przyczynowo-skutkowych. Ze względu na niewielką liczbę zaobserwowanych silnych i ujemnych zmian zasobu gotówki w obiegu, niezasadnym było zastosowanie w badaniu zależności korelacyjnych i metod ekonometrycznych.

5. ZMIANY GOTÓWKI W OBIEGU I BAZY MONETARNEJ W POLSCE

Analizie poddano poziom, dynamikę i strukturę bazy monetarnej w latach 1979–2001, co podyktowane było dostępnością wiarygodnych danych. W okresie tym baza monetarna Polski wzrosła o 54,770% a zasób gotówki w obiegu o 15,200%. Zmiany badanych wielkości często były zaskoczeniem dla podmiotów gospodarczych. Do 1990 r. możliwości dostosowania się do zmian agregatów monetarnych były dodatkowo utrudnione przez istnienie systemu nakazowo-rozdziałowego, ograniczającego swobodę reakcji cenowych, możliwości zakupu walut obcych i praktycznie blokującego przepływ kapitałów. W tych warunkach ogromny wzrost zasobu pieniądza banku centralnego doprowadził wielu Polaków do utraty nagromadzonych przez lata oszczędności, poprzez odebranie im siły nabywczej. W przypadku niektórych gospodarstw domowych sytuacja ta miała miejsce wielokrotnie (np. w 1982 i 1989–90 r.). W tej sytuacji nie dziwi niechęć Polaków do „dodruku” pieniądza i związanych z nim zjawisk inflacyjnych. Aby maksymalnie zmniejszyć ryzyko wystąpienia takiej sytuacji w przyszłości, poprzez działanie mechanizmu rynkowego zapewniono oszczędnościom dodatnie stopy zwrotu. Uniezależniono też polski bank centralny. Odpowiednie zapisy dotyczące podstawowego zadania tego banku – ochrony wartości pieniądza, znalazły się w akcie normatywnym najwyższej rangi – Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej. Spadek inflacji do poziomu nie notowanego od kilkudziesięciu lat wskazuje, że NBP wywiązuje się z tego zadania wzorowo. Nie oznacza to jednak, że skuteczna walka z inflacją prowadzona jest zawsze w sposób optymalny z punktu widzenia szeroko rozumianej skuteczności polityki monetarnej.

Recesyjne skutki polityki monetarnej wiąże się z reguły z wysokimi stopami procentowymi i ich wpływem na konsumpcję i inwestycje. Argumenty na rzecz takiego punktu widzenia znaleźć można m.in. w pracach

przedstawicieli nowej ekonomii klasycznej¹⁰. Również William Poole wskazuje, że wykorzystanie stóp procentowych jako jednego z celów polityki monetarnej jest właściwe, w przypadku szoków monetarnych, podczas gdy przy szokach o charakterze realnym właściwszym jest stosowanie polityki ukierunkowanej na kształtowanie podaży pieniądza¹¹. Z punktu widzenia banku centralnego stopy procentowe są jednak głównie operacyjnym narzędziem, wykorzystywanym do dawania sygnałów podmiotom gospodarczym oraz do zapewnienia gospodarce odpowiedniego poziomu płynności finansowej. Cele te są czasem ze sobą sprzeczne. Polityka stóp procentowych zależy od sposobu określenia celu banku. Gdy celem jest poziom inflacji, banki centralne muszą stosować politykę wysokich stóp procentowych, niższe stopy procentowe występują z reguły, gdy banki formułują jako swój cel tempo zmian agregatu monetarnego lub kursu walutowego¹². Podstawowym parametrem świadczącym o charakterze i skutkach danej polityki pieniężnej są natomiast zmiany rozmiarów agregatów monetarnych – podaży pieniądza, bazy monetarnej, gotówki w obiegu¹³.

Nie oznacza to, że stopy procentowe są mało istotne z punktu widzenia przebiegu procesów gospodarczych. Mają one jednak głównie oddziaływanie krótkookresowe. W dłuższej perspektywie kluczowym czynnikiem dla oceny wpływu polityki monetarnej na gospodarkę są zmiany agregatów pieniężnych (zdanie przeciwne na podstawie doświadczeń USA prezentuje R. W. Hafer¹⁴).

Charakter polskiej polityki monetarnej był taki, że jej podstawowym efektem do roku 1990 była narastająca inflacja i niedobory rynkowe. Od tego czasu podjęto skuteczną walkę z inflacją, ale by uniknąć powiększenia i tak ogromnych kosztów i problemów transformacji, proces ten miał charakter ewolucyjny. W efekcie pozostawiono kosztowny nawis inflacyjny w postaci nadpłynności polskich banków. Głównym czynnikiem pozwalającym zwalczać inflację było stopniowe zmniejszanie tempa wzrostu bazy monetarnej i gotówki w obiegu. Pomimo to, do 1999 r. tempo ich wzrostu nie obniżyło się poniżej 10% rocznie.

¹⁰ R. J. Barro, *Interest Rate Targeting*, „Journal of Monetary Economics” 1989, no 23, s. 3–30, M. Goodfriend, *Interest Rate Smoothing and Price Level Trend-stationarity*, [w:] „Journal of Monetary Economics” 1987, no 19, s. 335–348; M. G. Fase, *On Money and Monetary Policy in a European Perspective*, [w:] „Mededelingen van de Afdeling Letterkunde van de Koninklijke Nederlandse Akademie van Wetenschappen” 1992, Deel 55, no. 7, s. 245–284.

¹¹ M. G. Fase, *Comments on the Papers by Philippe Moutot and Charles Wyplosz*, [w:] *Monetary Policy...*

¹² C. Pfister, *Monetary, Inflation and Exchange Rate Targeting: A Discussion in the Form of a Comparison*, [w:] *Monetary Policy...*, s. 79.

¹³ P. R. Moutot, *op. cit.*, s. 98–99.

¹⁴ R. W. Hafer, *What Remains of Monetarism?* [w:] „Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review”, Fourth Quarter 2001, s. 13–35.

Czynniki, które omówione zostaną poniżej, sprawiły jednak, że baza monetarna zmniejszyła swą absolutną wartość w latach 1999 i 2000 (odpowiednio o 1% i o 8%), zaś zasób gotówki w obiegu zmalał w 2000 r. o 10%. Zgodnie zaś ze sformułowaną tu tezą, absolutny spadek rozmiarów podstawowych agregatów monetarnych jest zjawiskiem niemalże bez precedensu, nie tylko w historii monetarnej Polski, ale i innych gospodarek świata.

Restrykcyjna polityka monetarna, której wyrazem był przede wszystkim spadek absolutnych rozmiarów podstawowych kategorii pieniężnych, z wyjątkiem M2 (Money + Quasi Money według klasyfikacji IMF), jest obok problemów ekonomicznych najważniejszych gospodarek światowych i błędów polityki fiskalnej, główną przyczyną spowolnienia polskiej gospodarki. Spowolnienie to obserwowane jest co najmniej od 2000 r., ale przerodziło się w zjawiska stagnacyjne połączone ze wzrostem bezrobocia do niespotykanych w okresie transformacji rozmiarów. Powiązanie spowolnienia i stagnacji polskiej gospodarki z obniżeniem rozmiarów bazy monetarnej i gotówki w obiegu uzasadnione jest tym, że zgodnie z regułą M. Friedmana zmniejszenie absolutnych rozmiarów agregatów monetarnych jest szkodliwe dla gospodarki i podobnie jak wysoka inflacja jest przejawem niestabilnej, dyskrecjonalnej polityki monetarnej. Dowodzi on, że tego typu działania prowadzone przez Banki Rezerwy Federalnej w latach trzydziestych były przyczyną przekształcenia się kryzysu finansowego z 1929 r. w długotrwały Wielki Kryzys, o charakterze ogólnogospodarczym¹⁵. W przytoczonych pracach koncentrowano się głównie na skutkach zmniejszenia podaży pieniądza, ale istotne są też zmiany rozmiarów jej składowych. Baza monetarna i rozmiary gotówki w obiegu wydają się szczególnie ważne dla gospodarek wschodzących, w których znaczna część obrotu finansowana jest pieniądzem gotówkowym (rolnictwo, znaczna część handlu detalicznego, szara strefa). Fakt, że zmiany omawianych kategorii istotne są też dla krajów wysoko rozwiniętych potwierdza polityka Bundesbanku. Do 1988 r. celem monetarnym banku centralnego Niemiec była baza monetarna, następnie do roku 1998 podaż pieniądza, ale przy stałej kontroli zmian zasobu pieniądza wielkiej mocy. Z kolei European Central Bank bierze pod uwagę wiele agregatów monetarnych, ale wśród nich istotną rolę odgrywa gotówka w obiegu¹⁶.

Złamanie w Polsce przywołanej zasady polityki pieniężnej zmusza do poszukiwania możliwych przyczyn. Można wskazać na trzy prawdopodobne źródła obniżki bazy monetarnej i zasobu gotówki w obiegu w Polsce w latach 1999–2000. Najbardziej się narzucającym jest operacja sterylizacyjna

¹⁵ M. Friedman, A. Schwartz, *A Monetary History of the USA 1867–1960*, Princeton 1963.

¹⁶ „IMF Financial Yearbook” 2001, s. 14.

przeprowadzona przez NBP w związku ze zmianami stóp rezerw obowiązkowych. 21.07.1999 r., aby zwiększyć konkurencyjność polskich banków i zbliżyć uregulowania do stosowanych w Europejskiej Unii Monetarnej, NBP ujednolicił i obniżył stopy rezerw obowiązkowych stosowanych wobec różnych kategorii depozytów. Operacja taka wiązała się z uwolnieniem znaczących zasobów z rezerw obowiązkowych banków i zwiększała znacząco (nawet o 25%) zdolność banków komercyjnych do kreacji pieniądza żyrowego¹⁷. W tej sytuacji oczywiste było, że NBP postara się ściągnąć z rynku część uwolnionych środków, by nie dopuścić do tego, że zwiększona podaż pieniądza spowoduje wzrost inflacji. Wykorzystanym narzędziem były głównie operacje otwartego rynku. W wyniku ich zastosowania udało się na koniec 1999 r. obniżyć rozmiary bazy monetarnej o 1%, co było bardzo istotną zmianą w stosunku do lat poprzednich. W 1998 r. podaż pieniądza banku centralnego wzrosła o 17% a w 1997 – o 34%. Zmiana tempa wzrostu bazy monetarnej była więc bardzo silna. Ściągnięciu z rynku w 1999 r. ok. 1 mld złotych towarzyszyły ogromne zmiany w strukturze bazy monetarnej. Rezerwy banków skurczyły się z około 23,5 mld zł do niecałych 15 mld złotych. Tak więc pomimo operacji sterylizującej oznaczało to wzrost gotówki w obiegu o prawie 8 mld zł (czyli 26%, w stosunku do przyrostu tej kategorii odpowiednio o 16% i 11% w latach 1997 i 1998). Wprowadzie globalna podaż pieniądza wzrosła jedynie o 19%, a więc wolniej niż w latach wcześniejszych, ale trzeba pamiętać o szczególnej roli gotówki w obiegu w gospodarkach rynków wschodzących.

Drugą z przyczyn zaobserwowanych zmian wiązać należy z odpływem kapitałów spekulacyjnych po znacznych stratach, jakie ponieśli inwestujący w złotego w 1999 r. Do 1999 r. inwestycje zagraniczne lokowane w złotym były bardzo opłacalne i wydawało się, że wiążą się one ze stosunkowo niedużym ryzykiem. Jednakże w 1999 oraz w 2000 r. (szczególnie w jego pierwszej połowie) inwestorzy portfelowi popełnili liczne błędy. Nie tylko nie mogli otrzymać (zwłaszcza w ramach inwestycji jednomiesięcznych i trzymiesięcznych) oczekiwanej rekompensaty, ale dodatkowo ponosili dotkliwie straty. W związku z nimi w całym 2000 r. odpływ inwestycji portfelowych z Polski per saldo wyniósł powyżej 2 mld USD¹⁸. Z mechanizmem ucieczki od złotego wiązał się spadek polskich rezerw dewizowych z 27,3 mld USD na koniec 1998 do 25,7 mld USD (z tego o 0,7 mld USD w samym 2000 r.). Sprzedaży złotych, które trafiały w ten sposób do NBP, przypisać też można znaczącą część spadku bazy monetarnej i gotówki

¹⁷ A. Więznowski, *Struktura podaży pieniądza jako cel pośredni banku centralnego*, (mpis do druku, 2002).

¹⁸ E. Najlepszy, P. Śliwiński, *Krótkoterminowe stopy zwrotu międzynarodowych portfelowych inwestycji z perspektywy rynku pieniężnego w Polsce w latach 1998–2001*, „Bank i Kredyt” 2002, maj.

Tabela 2

Wybrane kategorie monetarne dla gospodarki polskiej

Rok	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	
BM (mln zł)	109	142	168	190	207	219	233	244	246	570	3280	
Gotówka w obiegu (mln zł)	24	29	40	61	72	82	101	117	131	252	988	
Gotówka/BM	0,22	0,20	0,24	0,32	0,35	0,37	0,43	0,48	0,53	0,44	0,30	
Rezerwy dewizowe (mln USD)	565	128	278	647	765	1 106	870	698	1 495	2 055	2 314	
Mnożnik kreacji pieniądza (M + QM)/BM	1,2	1,1	1,1	1,4	1,4	1,6	1,8	2,2	2,9	2,1	2,2	
dBm (%)	x	+ 30	+ 18	+ 13	+ 9	+ 6	+ 6	+ 5	+ 1	+ 132	+ 475	
dG (%)	x	+ 21	+ 38	+ 53	+ 18	+ 14	+ 23	+ 16	+ 12	+ 92	+ 292	
Rok	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01
BM (mln zł)	8 540	10 940	14 860	15 990	19 620	28 440	34 260	45 920	53 660	52 960	48 820	59 700
Gotówka w obiegu (mln zł)	3 934	5 618	7 798	9 982	12 274	19 530	23 563	27 256	30 225	38 083	34 113	38 200
Gotówka/BM	0,46	0,51	0,52	0,62	0,63	0,69	0,69	0,59	0,56	0,72	0,70	0,64
Rezerwy dewizowe (mln USD)	4 492	3 633	4 099	4 092	5 842	14 774	17 844	20 407	27 325	26 355	25 657	x
Mnożnik kreacji pieniądza (M + QM)/BM	2,2	2,4	2,8	3,5	3,9	3,7	4,0	3,8	4,1	5,0	6,0	5,6
dBm (%)	+ 160	+ 28	+ 36	+ 8	+ 23	+ 45	+ 20	+ 34	+ 17	- 1	- 8	+ 22
dG (%)	+ 298	+ 43	+ 39	+ 28	+ 23	+ 59	+ 21	+ 16	+ 11	+ 26	- 10	+ 12

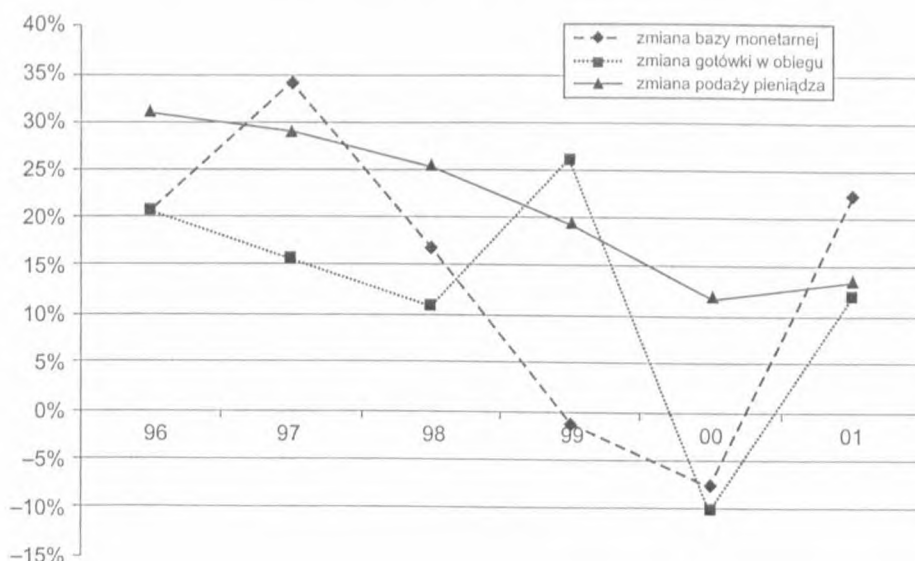
Objaśnienia: BM – baza monetarna; M + QM – money + quasi money; dBm (%) – zmiana bazy monetarnej w %; dG (%) – zmiana zasobu gotówki w obiegu w %.

Źródło: „IMF Financial Statistics Yearbook” 2001, s. 832–837, – www.nbp.pl oraz obliczenia własne na ich podstawie.

w obiegu. Wielkości te zmniejszyły się w 2000 r. odpowiednio o ponad 4 mld zł i prawie 4 mld zł, przy czym odpływ kapitałów spekulacyjnych tłumaczy ok. 75% tych zmian (jeżeli ilość złotych wycofanych z obiegu poprzez ich sprzedaż za waluty obce mierzyć spadkiem rezerw dewizowych Polski, z gospodarki wycofane zostało ok. 2,9 mld zł).

Ostatnim z czynników, który w badanym okresie wiązać można ze spadkiem agregatów monetarnych, jest tzw. problem roku 2000 (obawy przed „pluskwą milenijną”). Skłoniły one wiele podmiotów do zwiększenia swego popytu na pieniądź gotówkowy w końcu 1999 roku, aby zabezpieczyć się przed dysfunkcją bankomatów i ograniczonymi możliwościami wypłat gotówki. Na początku roku 2000 sytuacja szybko wróciła do normy. Zmiany te mogą tłumaczyć część dynamiki gotówki w obiegu w latach 1999/2000. Nie są jednak w stanie wyjaśnić obserwowanych zmian w rozmiarach bazy monetarnej, bowiem badane zjawisko daje się sprowadzić głównie do zmian w jej strukturze. Wycofanie z banków większych zasobów gotówki ograniczało tymczasowo ich zdolność do kreacji pieniądza żyrowego – stąd wystąpiłby spadek rezerw obowiązkowych odpowiadający swą siłą wzrostowi zasobu gotówki w 1999, bez zmian w rozmiarach bazy monetarnej lub z jej wzrostem, o ile NBP zdecydowałaby się zaspokoić zapotrzebowanie

Wykres 1. Zmiany wybranych agregatów monetarnych w Polsce



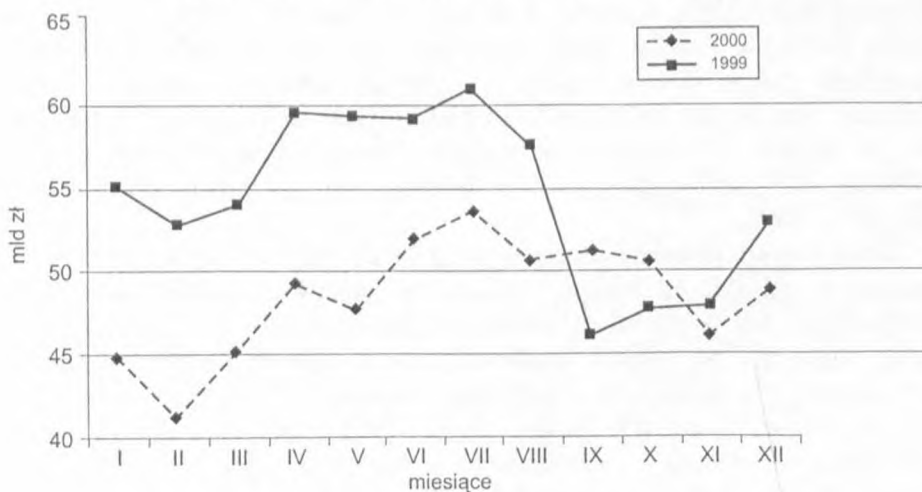
Źródło: Opracowanie własne na podstawie „IMF Financial Statistics Yearbook” 2001, s. 832-837, www.nbp.pl.

gospodarki na większe zasoby gotówki. W roku 2000 obserwowalibyśmy spadek dynamiki lub nawet rozmiarów obiegu gotówkowego, ale to przywracałoby bankom zdolność kreacji pieniądza – więc tym razem rosłyby rezerwy obowiązkowe zgromadzone w NBP przez banki komercyjne przy braku zmian w rozmiarach podaży pieniądza banku centralnego lub jej spadku.

Oczywiście mogła zaistnieć sytuacja, że NBP wobec zgłoszonego przez gospodarke, za pośrednictwem banków komercyjnych, zapotrzebowania na większą ilość gotówki, zaspokoił je. Wtedy jednak w 1999 r. powinien nastąpić znaczny wzrost rozmiarów bazy monetarnej, a jedynie w 2000 r. spadek. Tymczasem baza monetarna Polski kurczyła się zarówno w 1999, jak i 2000 r. Ponadto tendencja spadkowa wystąpiłaby jedynie w pierwszych miesiącach 2000 r. w stosunku do ostatnich miesięcy 1999. Faktycznie zaś obserwujemy zmniejszenie rozmiarów bazy monetarnej w 10 miesiącach 2000 r. w stosunku do analogicznych miesięcy 1999 r., co wyklucza wpływ obaw przed „pluskwą milenijną” na takie kształtowanie się badanych wielkości.

Nawet jeśli uznamy, że obawy przed problemem roku 2000 to czynnik, który w Polsce oddziałował w sposób istotny na zmiany gotówki w obiegu, to trudno tłumaczyć nim większy niż 1%–3% spadek tego agregatu w roku 2000¹⁹.

Wykres 2. Baza monetarna w Polsce w latach 1999–2000



Źródło: Opracowanie własne na podstawie www.nbp.pl.

¹⁹ A. Więznowski, *Struktura podaży pieniądza...*

Ostateczne określenie wpływu wymienionych czynników na obserwowane zmiany bazy monetarnej i zasobu gotówki w obiegu wymaga dalszych badań. Jeśli chodzi o wstępną ocenę siły ich oddziaływania, to wydaje się, że odpływ kapitału spekulacyjnego (inwestycji portfelowych) był czynnikiem oddziałującym jednostkowo najsilniej. Jednakże NBP mógł zastąpić wycofane z Polski środki dopływem zwiększonego zastrzyku gotówki. Przeprowadzając operację sterylizującą w 1999 r. i świadomie zwiększając restrykcyjność polityki monetarnej, na skutek sygnałów o narastaniu inflacji w 2000 r., NBP (wykonując swe konstytucyjne zadania) nie chciał złagodzić szoku monetarnego.

Czynnikiem dodatkowo wpływającym na jedną z obserwowanych zmiennych – gotówkę w obiegu, mogły być obawy podmiotów gospodarczych przed skutkami wystąpienia problemu roku 2000. Jednak wpływ tego czynnika nie był duży. Dla bazy monetarnej w Polsce jego wystąpienie wydaje się obojętne.

6. ZMIANY BAZY MONETARNEJ W WYBRANYCH GOSPODARKACH

Zmiany bazy monetarnej zbadane zostały dla okresów 30-letnich i 10-letnich w przekroju rocznym. Okres dłuższy obejmujący lata 1971–2000 dotyczy szeregów statystycznych dla 22 państw, klasyfikowanych przez IMF jako rozwinięte (USA, Kanada, Australia, Japonia, Nowa Zelandia, Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Portugalia, Dania, Grecja, Islandia, Norwegia, Szwecja, Szwajcaria, Wielka Brytania) oraz 34 państw Ameryki Łacińskiej. Dało to łącznie 1601 obserwacji dla 56 państw (dla niektórych państw zebrano dane dla okresu nieco krótszego, ale „porównywalnego” z 30-letnim, np. dla Austrii obejmują one lata 1971–1997).

Okres krótszy dobrany został ze względu na długość większości szeregów czasowych opisujących badane zmienne w państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Dla zachowania porównywalności dla lat 1991–2000 zgromadzono dane dla 56 państw analizowanych w okresie długim (z tym, że analogicznie, dla niektórych z nich dane dostępne były jedynie dla okresów nieco krótszych – np. dla Austrii dla lat 1991–1997) oraz dla 10 państw kandydujących obecnie do członkostwa w Unii Europejskiej (Czech, Cypru, Estonii, Węgier, Łotwy, Litwy, Malty, Polski, Słowenii, Słowacji), 5 innych państw europejskich (Bułgarii, Rumunii, Rosji, Turcji, Ukrainy) i 11 krajów Azji (Chin, Hong-Kongu, Indii, Indonezji, Korei Południowej, Malezji, Nepalu, Pakistanu, Filipin, Singapuru i Tajlandii). Z badań wyłączono Afrykę i Bliski Wschód z uwagi na ograniczoną dostępność i wiarygodność

danych. W ten sposób dla okresu krótszego zgromadzono łącznie 773 obserwacje dla 82 państw. Zebrana baza danych wydaje się w reprezentatywna w odniesieniu do lat dziewięćdziesiątych. W odniesieniu do ostatniego 30-lecia daje ona pewien pogląd o zmianach zachodzących w długim okresie.

Zaobserwowane zmiany bazy monetarnej podzielono na następujące kategorie: spadek przekraczający 5% w stosunku rocznym, spadek do 5% (silna bądź słaba polityka ograniczania podaży pieniądza wielkiej mocy), stabilizacja lub wzrost bazy monetarnej od 0% do 20% w stosunku rocznym oraz wzrost bazy monetarnej o więcej niż 20%. Zadaniem badawczym było określenie częstości występowania określonego typu zmian i na tej podstawie wyprowadzenie wniosków co do dominujących trendów w zakresie kształtowania podaży pieniądza banku centralnego. W hipotezie badawczej zakładano, że sytuacje zmniejszenia bazy monetarnej o więcej niż 5% w stosunku rocznym będą występować bardzo rzadko (nie częściej niż raz na 15 obserwacji, co miałyby potwierdzać wyjątkowy – świadczący o popełnionych błędach bądź bardzo nietypowych zdarzeniach – charakter takich operacji).

Dla 22 krajów rozwiniętych zbadanych w długim okresie, hipoteza przy niedużym marginesie błędu, powinna zostać odrzucona. Silne spadki bazy monetarnej wystąpiły w 7,6% przypadków, a więc częściej niż określony w hipotezie próg (6,66%). Występowały one jednak stosunkowo rzadko – znacznie rzadziej niż np. znaczne (ponad dwudziestoprocentowe) wzrosty badanego agregatu, świadczące o ekspansywnej, grożącej przyrostem inflacji, polityce monetarnej. Tak duże przyrosty bazy monetarnej wystąpiły wśród krajów rozwiniętych w 14,7% badanych przypadków. Ponadto jeśli uwzględnić, że aż osiem przypadków znaczącego spadku podaży pieniądza banku centralnego (prawie 17%) miało miejsce w 2000 r. – czyli należy je raczej przypisać problemowi roku 2000 – odsetek obserwacji świadczących o silnym spadku badanej zmiennej obniży się do 6,4%. Przypisanie spadku bazy monetarnej obawom przed problemem roku 2000 jest możliwe w przypadku państw rozwiniętych, gdyż w krajach tych banki centralne elastycznie reagują na krótkoterminowe zapotrzebowanie gospodarki na pieniądz rezerwowowy. Dlatego we wszystkich krajach, które zanotowały silne spadki w 2000 r., wystąpił nadzwyczajny wzrost bazy monetarnej w końcu 1999 r. Obraz statystyczny tych zmian kreuje więc sztuczne zacieśnienie polityki monetarnej w roku 2000. Jak już zaznaczono, przypadek ten może tłumaczyć część zmienności bazy monetarnej w Polsce w badanym okresie. Nie jest to jednak część znacząca, ze względu na to, że w Polsce spadek bazy monetarnej wystąpił już w 1999 r., co nie miało miejsca w żadnym z badanych krajów rozwiniętych. Przecież Polacy (jako jedyni) nie przygotowali się z ponad rocznym wyprzedzeniem do możliwych problemów.

Analiza zmian podaży pieniądza wielkiej mocy w ciągu ostatnich 10 lat XX w. w krajach rozwiniętych wskazuje, że musimy odrzucić hipotezę o wyjątkowości znaczących spadków bazy monetarnej dla tej grupy krajów. Nawet przy odrzuceniu obserwacji przypisanych problemowi roku 2000, odsetek silnych spadków wynosi 15,8% obserwacji. Jeśli uwzględnimy dodatkowo obserwacje z roku 2000, to odsetek ten rośnie do 18,6%! Towarzyszy mu wzrost, w stosunku do okresu długiego, liczby obserwacji małych zmniejszeń bazy monetarnej (z 7,9% do 12,9%) oraz spadek zmian najsilniejszych z 14,7% do 12,9% (10,2% z wyłączeniem wpływu roku 1999).

Tabela 3

Zmiany bazy monetarnej (dBM) w 1999 i 2000 r.

Wyszczególnienie	Liczba państw	Liczba obserwacji				
		dBM < -5%	-5% < dBM < 0%	0% < dBM < 20%	20% < dBM	Razem
Rozwinięte 1999	10	0	0	3	7	10
Rozwinięte 2000	10	8	2	0	0	10

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „IMF Financial Statistics Yearbook” 2001, s. 86-87.

Pomimo tak licznych spadków, w żadnym z tych krajów baza monetarna nie uległa zmniejszeniu na przestrzeni całego dziesięciolecia. Najmniej wzrosła ona w Szwecji – o 1% w ciągu dekady.

Nasuwa się pytanie, jakie mogły być przyczyny tak znacznego wzrostu liczby przypadków ograniczeń bazy monetarnej w ciągu ostatnich 10 lat w stosunku do całego 30-letniego okresu. Udzielenie ostatecznej odpowiedzi wymagać będzie szczegółowych badań przy wykorzystaniu rozbudowanych narzędzi analitycznych. Analizy takie wykraczają jednak poza zakres tego opracowania. Ograniczymy się więc do sformułowania wstępnych hipotez. Czynnikiem decydującym wydaje się być wyraźna tendencja do ograniczania roli rezerw obowiązkowych jako narzędzia kontroli banków komercyjnych. Banki centralne pozbawiły to narzędzie atrakcyjności fiskalnej w momencie oprocentowania rezerw według stóp zbliżonych do rynkowych. Procesom tym towarzyszyło stopniowe ograniczanie stopy rezerw – w Europejskiej Unii Monetarnej stopa rezerw obowiązkowych wynosi obecnie 2%, w Wielkiej Brytanii, Szwecji i Danii nie ma jej wcale²⁰. Takie działania zwiększały zdolność systemu bankowego do kreacji pieniądza żyrowego na podstawie

²⁰ P. R. Moutot, *op. cit.*, s. 84.

danego zasobu pieniądza rezerwowego. Dlatego przy obniżce stóp rezerw często przeprowadzano operacje sterylizacyjne, wycofując część zasobów pieniężnych, tak by nie wystąpiła presja inflacyjna. W tym obszarze czynniki odpowiadające za częstsze spadki rozmiarów bazy monetarnej w krajach rozwiniętych są tożsame z tymi, które wskazano jako podstawową przyczynę zmniejszenia bazy monetarnej w Polsce w latach 1999–2000.

Drugim, być może nie mniej istotnym czynnikiem, było stopniowe zdominowanie gospodarek krajów rozwiniętych przez bezgotówkowe formy pieniądza. Wraz z wprowadzeniem kart kredytowych i płatniczych rozliczenia żyrowe opanowały nawet handel detaliczny. Powszechne stosowanie podatku od wartości dodanej i coraz bardziej rozwinięte metody wykrywania i ścigania przestępstw gospodarczych ograniczyły zakres szarej strefy. Oznaczało to, że banki i całe gospodarki doskonale radziły sobie z obsługą obrotu gospodarczego przy coraz wolniej rosnącym zasobie pieniądza banku centralnego. Były też w stanie poradzić sobie ze spadkami tego zasobu w okresie krótkim, czasem nawet same je inicjując.

Kluczowe stają się pytania, czy w przypadku krajów rozwiniętych, tak jak w Polsce, doszło do ograniczenia płynności gotówkowej gospodarki (spadek gotówki w obiegu) oraz czy występowały branże, które nie były w stanie substytuować gotówki pieniądzem żyrowym, czyli czy kreacja pieniądza żyrowego była w stanie zaspokoić zapotrzebowanie wszystkich sektorów gospodarki na płynność finansową w celu realizacji wymiany. Odpowiedź na pytanie pierwsze udzielona zostanie w kolejnym podpunkcie tego artykułu. Na drugie z tych pytań można od razu odpowiedzieć pozytywnie. Inaczej niż w Polsce, gospodarki krajów rozwiniętych (w przeprowadzonym badaniu ujęto wszystkie tak klasyfikowane przez MFW państwa) były znacznie lepiej przygotowane do ograniczenia roli gotówki na rzecz pieniądza bezgotówkowego. Wystarczy wskazać znacznie mniejszą rolę rolnictwa i jego towarowy, rynkowy charakter oraz posługiwanie się pieniądzem bezgotówkowym na wielką skalę również w obrocie detalicznym. Polska, z sektorem rolnym obejmującym bardzo znaczącą część gospodarki i posługującym się głównie gotówką, z całym sektorem „handlu przygranicznego”, potężną i dającą zatrudnienie i dochody wielu ludziom szarą strefą oraz setkami małych miejscowości w których nie ma ani jednego punktu przyjmującego karty kredytowe, musiała być na takie zmiany znacznie wrażliwsza.

Na tle krajów rozwiniętych, sytuacje znacznego ograniczenia podaży pieniądza banku centralnego w krajach Europy Środkowej, kandydujących do Unii Europejskiej, zdarzały się ponad trzy razy rzadziej. Ograniczenia takie wystąpiły w 5,9% obserwacji – przy czym w roku 2000 znaczny spadek bazy monetarnej wystąpił w tej grupie państw jedynie w Polsce. Jak już zaznaczono powyżej, nie da się go przypisać problemowi roku 2000

– stąd można wysnuć wniosek, że problem ten w omawianej grupie państw nie przybrał statystycznie uchwytnych rozmiarów. Znacznie rzadsze niż w grupie państw rozwiniętych były też przypadki niewielkiego spadku podaży pieniądza wielkiej mocy – wystąpiły one w 9,4% przypadków. Natomiast znacznie częstszymi były duże przyrosty bazy monetarnej – stanowiły one 42,4% obserwacji. Świadczy to o relatywnie większej roli gotówki w tych krajach, która była szeroko wykorzystywana jako środek ekspansji monetarnej.

Grupa kolejnych pięciu państw, obejmująca Rosję, Turcję, Ukrainę, Bułgarię i Rumunię, niosła stosunkowo niewiele informacji na temat badanej zależności, ze względu na permanentne stosowanie ekspansywnej polityki monetarnej. Stąd w grupie tej nie zanotowano ani jednego przypadku zmniejszenia bazy monetarnej, zaś ponad dwudziestoprocentowe wzrosty stanowią aż 90,9% obserwacji.

W 11 państwach azjatyckich o charakterze rynków wschodzących, duży spadek zasobu pieniądza rezerwowego wystąpił w 10% przypadków, a więc o 45% rzadziej niż w analogicznym okresie w państwach wysoko rozwiniętych, ale prawie dwa razy częściej niż w Europie Środkowej. Znaczna część spadków bazy pieniężnej wystąpiła wraz z wybuchem azjatyckiego kryzysu finansowego, gdy odpłynęły z nich znaczące zasoby kapitałów.

W Ameryce Łacińskiej w latach 1971–2000 silne spadki bazy monetarnej występowały w 7,8% przypadków, podczas gdy w ostatniej dekadzie stanowiły 8,2%. W całym okresie 30-letnim wskaźnik ten jest zbliżony do poziomu krajów rozwiniętych. Jednakże w ostatniej dekadzie w rejonie tym nie zaszły zmiany, które zmniejszyły zależność państw rozwiniętych od pieniądza rezerwowego.

W dwu ostatnich z badanych grup hipoteza o wyjątkowości znacznych spadków podaży pieniądza banku centralnego została obalona. W Ameryce Łacińskiej spadki podaży pieniądza wielkiej mocy przeplatały się z okresami niepohamowanej ekspansji, co prowadziło do wysoce szkodliwej dla gospodarki tzw. huśtawki inflacyjnej²¹.

Na podstawie badania częstotliwości występowania silnych spadków bazy monetarnej nie udało się znaleźć danych potwierdzających weryfikowaną hipotezę. Szczególnie w ostatnim dziesięcioleciu spadek absolutnych rozmiarów bazy monetarnej był zjawiskiem stosunkowo częstym. W krajach rozwiniętych dotyczył on jednej na pięć obserwacji. Tak więc przy splocie różnych zdarzeń, takich jak problem roku 2000, konieczność przeprowadzenia operacji sterylizacyjnej oraz, przynajmniej w części niespodziewanego, odpływu ponad 2 mld USD inwestycji portfelowych, spadek zasobu pieniądza

²¹ A. Więznowski, *Przyczyny i skutki inflacji monetarnej – studium komparatystyczne*, Wrocław 1996, s. 12–14.

Tabela 4

Zmiany bazy monetarnej (dBm) w wybranych grupach państw

Wyszczególnienie	Liczba państw	Liczba obserwacji [udział]				
		DBM < -5%	-5% < dBM < 0%	0% < dBM < 20%	20% < dBM	Razem
Rozwinięte, lata 1971–2000*	22	48 [7,6%]	50 [7,9%]	44 [69,9%]	93 [14,7%]	634 [100%]
Ameryka Łacińska, 1971–2000	34	75 [7,8%]	65 [6,7%]	39 [40,5%]	435 [45%]	967 [100%]
Rozwinięte 1991–2000	22	36 [18,6%]	25 [12,9%]	108 [55,7%]	25 [12,9%]	194 [100%]
Kandydaci do UE 1991–2000	10	5 [5,9%]	8 [9,4%]	36 [42,4%]	36 [42,4%]	85 [100%]
Inne europejskie 1991–2000	5	0 [0%]	0 [0%]	4 [9,1%]	40 [90,9%]	4 [100%]
Ameryka Łacińska 1991–2000	34	28 [8,2%]	33 [9,7%]	16 [48,5%]	114 [33,5%]	340 [100%]
Azja (bez Japonii) 1991–2000	11	11 [10%]	4 [3,6%]	64 [58,2%]	3 [28,2%]	110 [100%]
Razem 1971–2000	56	123 [7,7%]	115 [7,2%]	835 [52,2%]	528 [32,9%]	1 601 [100%]
Razem 1991–2000	82	80 [10,4%]	70 [9,1%]	377 [48,8%]	246 [31,8%]	773 [100%]

* wskazany okres dotyczy dominującej liczby krajów w próbie, dla pojedynczych państw zdarzają się szeregi nawet o kilka lat krótsze.
Źródło: Jak w tab. 3.

rezerwowego w gospodarce polskiej nie jest niczym nadzwyczajnym i bank centralny mógł zareagować na niego zbyt późno lub nie reagować wcale. Pełna ocena działań NBP będzie jednak możliwa dopiero po określeniu, czy 10% spadek gotówki w obiegu w gospodarce polskiej w 2000 r. był zjawiskiem równie powszechnym jak zmniejszenie bazy monetarnej.

7. ZMIANY ZASOBU GOTÓWKI W OBIEGU W WYBRANYCH PAŃSTWACH

Badanie dynamiki gotówki w obiegu przeprowadzono na ograniczonej, w stosunku do przedstawionej w poprzednim podpunkcie, próbie. Wynikało to z mniejszej dostępności danych oraz możliwości ograniczenia zakresu badań w oparciu o wyniki analizy zmian rozmiarów bazy monetarnej.

Zebrane informacje poddano analizie dla okresów przeciętnie 29- i 10-letnich, dla 10 krajów rozwiniętych (USA, Japonii, Francji, Wielkiej Brytanii, Niemiec, Włoch, Hiszpanii, Kanady, Holandii i Szwecji), dla okresu 20- i 10-letniego dla obszaru Europejskiej Unii Monetarnej oraz dla okresu 21- i 10-letniego dla Polski, 17- i 9-letniego dla Węgier i dla 7 lat dla Czech. Okres badań dobrano ze względu na dostępność informacji oraz zachowanie porównywalności z wynikami uzyskanymi w poprzednim podpunkcie. Skrócenie podstawowego okresu badawczego o jeden rok dla krajów rozwiniętych powodować może obciążenie wyników badań w kierunku przecenienia częstotliwości występowania silnych zmian. Wyeliminowano bowiem dane z początku okresu, a duże spadki badanych zmiennych występują częściej w jego końcu.

Do analizy wybrano grupę krajów rozwiniętych, dla bazy monetarnej charakteryzowały ją bowiem największe odstępstwa uzyskanych wyników w stosunku do sformułowanej hipotezy badawczej. Państwa w ramach tej grupy dobrano pod kątem znaczenia w gospodarce światowej. Szwecję włączono ze względu na najniższy wzrost bazy monetarnej ze wszystkich przebadanych krajów. Dla oceny charakteru zmian w gospodarce Polski na tle innych państw środkowoeuropejskich do próby dodano Węgry i Czechy, pomimo relatywnie krótkich szeregów statystycznych dostępnych dla tych państw. Łącznie zgromadzono 350 obserwacji, z czego 45 dotyczy państw Europy Środkowej a 305 dziesięciu państw rozwiniętych i obszaru EMU. Szczegółowe dane dotyczące zmian zasobu gotówki w obiegu dla poszczególnych państw znajdują się w tab. 5.

Silny spadek zasobu gotówki w obiegu definiowany jest, analogicznie jak w przypadku zmian bazy monetarnej, jako zmniejszenie się rozmiarów tego agregatu pieniężnego o więcej niż 5% w stosunku rocznym. Każde zmniejszenie

Tabela 5

Zmiany zasobu gotówki w obiegu w wybranych krajach

Kraje	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
USA	8%	7%	12%	7%	7%	10%	11%	10%	9%	5%	7%	11%	9%	9%	6%	8%	8%	5%	11%	9%	8%	10%	11%	5%	6%	8%	8%	20%	-3%
Japonia	29%	18%	28%	8%	11%	10%	15%	5%	3%	6%	6%	4%	7%	6%	12%	9%	10%	18%	2%	2%	0%	7%	4%	9%	6%	7%	3%	9%	4%
Francja	9%	7%	9%	10%	7%	6%	8%	7%	3%	12%	10%	9%	4%	4%	3%	5%	5%	5%	4%	0%	0%	-1%	1%	2%	1%	2%	1%	x	0%
Czechy	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	42%	25%	14%	0%	7%	24%	9%
Polska	x	x	x	x	x	x	x	x	21%	38%	53%	18%	14%	23%	16%	12%	92%	292%	293%	43%	39%	28%	23%	59%	21%	18%	11%	28%	-10%
Węgry	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	12%	11%	11%	12%	17%	7%	10%	16%	24%	24%	15%	11%	8%	12%	13%	19%	27%	x
EuroArea	x	x	x	x	x	x	x	x	x	5%	8%	8%	5%	5%	8%	9%	13%	6%	20%	8%	10%	5%	6%	27%	7%	7%	1%	8%	-1%
Wlk. Brytania	14%	7%	18%	14%	13%	18%	15%	9%	8%	4%	5%	-2%	-17%	7%	36%	6%	8%	6%	1%	2%	6%	6%	6%	6%	4%	6%	-18%	10%	11%
Niemcy	13%	4%	9%	9%	7%	11%	14%	6%	6%	0%	6%	8%	5%	5%	8%	10%	14%	5%	11%	8%	17%	5%	5%	5%	5%	0%	-2%	x	-4%
Włochy	23%	12%	12%	18%	14%	15%	22%	23%	7%	17%	12%	14%	11%	10%	7%	8%	3%	19%	2%	8%	13%	4%	5%	3%	1%	6%	3%	x	8%
Hiszpania	12%	18%	16%	18%	17%	27%	22%	11%	15%	13%	15%	4%	11%	12%	15%	14%	18%	18%	18%	24%	7%	8%	10%	5%	5%	5%	1%	x	-3%
Kanada	15%	15%	13%	15%	7%	9%	11%	8%	8%	4%	9%	8%	8%	9%	6%	9%	8%	7%	4%	6%	7%	8%	7%	3%	3%	5%	7%	20%	-8%
Szwecja	10%	9%	12%	16%	10%	10%	13%	12%	9%	7%	6%	10%	%	2%	9%	4%	6%	10%	2%	5%	-1%	4%	3%	0%	3%	3%	2%	5%	13%
Holandia	9%	5%	8%	13%	9%	9%	8%	7%	10%	1%	7%	12%	6%	4%	4%	11%	4%	5%	2%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	-3%	x	-2%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: „IMF Financial Statistics Yearbook” 2001, s. 330, 331, 403, 458, 459, 476, 477, 496, 497, 590, 591, 600, 601, 758, 759, 832, 833, 924, 925, 948, 949, 1020, 1021, 1026, 1027.

badanej zmiennej, które nie mieści się w tym przedziale interpretowane jest jako słaby spadek.

W zgromadzonej „dużej próbie” (obejmującej wszystkie zgromadzone obserwacje dla badanych krajów) silne zmniejszenia zasobu gotówki w obiegu wystąpiły tylko w 4 przypadkach – wliczając przypadek polski. Stanowiło to zaledwie 1,1% obserwacji, w stosunku do 7,7% w przypadku bazy monetarnej. Dla grupy krajów rozwiniętych duże spadki stanowiły 0,98% wszystkich obserwacji (baza monetarna w analogicznym okresie – 7,6%).

W „próbie małej”, obejmującej okresy 10-letnie lub krótsze, zgromadzo 131 obserwacji, z tego 26 dla Polski, Czech i Węgier oraz 105 dla państw rozwiniętych i EMU. W całej grupie duże spadki stanowią 2,3%, przy czym dla państw rozwiniętych 1,9% a dla wschodzących rynków Europy Środkowej 3,9% (wyłącznie przypadek polski z 2000 r.). Przypomnijmy, że analogiczne dane dla zmian bazy monetarnej to 18,6% dla państw rozwiniętych i 5,9% dla państw kandydujących do UE.

8. WNIOSKI

Na podstawie przeprowadzonych badań, można jednoznacznie stwierdzić, że odnośnie zmian zasobu gotówki w obiegu, hipoteza robocza została potwierdzona. Do silnego zmniejszenia zasobu gotówki w obiegu dochodzi ekstremalnie rzadko. Zjawisko takie dla grupy krajów rozwiniętych występowało tylko nieco częściej niż raz na 50 obserwacji w ostatniej dekadzie XX w. i rzadziej niż raz na sto obserwacji w całym okresie poddanym badaniu. Czyli zmniejszenie tego zasobu w Polsce w 2000 r. aż o 10% możemy uznać za zjawisko rzadkie i nietypowe oraz, na podstawie analizy znaczenia tego agregatu pieniężnego dla naszej gospodarki, za niekorzystne.

Trzeba stwierdzić, że NBP popełnił błąd dopuszczając, by splot okoliczności polegający na nałożeniu się na siebie efektów operacji sterylizującej znaczne obniżenie wymogu rezerw obowiązkowych, odpływie kapitałów spekulacyjnych oraz, w mniejszym zakresie, zmian zasobu gotówki związanych z obawami przed wystąpieniem problemu roku 2000, doprowadził do odebrania całym sektorom gospodarki polskiej podstawowego środka wymiany. Czynniki te oddziaływały tym dotkliwiej, że nałożył się na dekoniunkturę w gospodarce światowej oraz błędy w polskiej polityce fiskalnej.

Uzyskane wyniki zwiększają naszą wiedzę co do przyczyn obserwowanych zmniejszeń bazy monetarnej w krajach rozwiniętych. Skoro spadki zasobu gotówki w obiegu były przeciętnie 8 razy rzadsze niż zmniejszenia rozmiarów bazy monetarnej i miały mniejsze rozmiary, to za obserwowane zmiany bazy monetarnej odpowiadać muszą rezerwy obowiązkowe i dobrowolne.

Najwyraźniej to te czynniki, w związku z tendencją do zmniejszania wymogu rezerw obowiązkowych oraz większą efektywnością rynków pieniężnych (co pozwoliło systemom banków komercyjnych obniżyć rezerwy dobrowolne), odpowiadają za coraz częstsze przypadki zmniejszania rozmiarów podaży pieniądza banku centralnego. Trzeci z czynników, który wskazano jako potencjalnie atrakcyjne wyjaśnienie obserwowanego zjawiska, czyli zmniejszenie zapotrzebowania gospodarek rozwiniętych na gotówkę, ma najwyraźniej mniejsze znaczenie i nie odpowiada więcej niż za 12% omawianych zmian bazy monetarnej.

Aby określić gospodarcze skutki szokowych (bo zamykających się w okresie 1 roku) zmniejszeń bazy monetarnej i gotówki w obiegu, należy przeprowadzić dalsze badania. Wykraczają one poza ramy niniejszego opracowania. Można jedynie stwierdzić, że ze zgromadzonych danych nie da się wyprowadzić wniosków wskazujących na szkodliwość zmniejszeń bazy monetarnej. Dla krajów rozwiniętych trudno też sformułować tezę o szkodliwości znacznego ograniczenia zasobu gotówki w obiegu, chociaż spadek tempa wzrostu PKB i wzrost bezrobocia towarzyszył takim zmianom w Wielkiej Brytanii w latach 1983–1984 i w roku 1998 oraz we Francji w latach 1991–1993. Aby wykazać związek przyczynowo-skutkowy tych zmian potrzebne są jednak dalsze analizy.

Podstawowym wnioskiem z badań jest stwierdzenie, że operacje szokowego ograniczania zasobu gotówki mają charakter wyjątkowy, czyli że banki centralne, mniej lub bardziej świadomie, stosują Regułę M. Friedmana również do tego agregatu pieniężnego. W Polsce w 2000 r. NBP złamał tę regułę, z negatywnymi skutkami dla gospodarki.

Artur Więznowski

MONETARY ASPECTS OF ECONOMIC SLOWDOWN IN POLAND

A hypothesis concerning a significant role played by monetary factors in the slowdown observed in the Polish economy after 2000 was formulated in the article. These factors include a shrinking monetary base and circulating cash resources. They appeared as a result to a coincidence of different circumstances, which – in a way perhaps partly unintended by the NBP (National Bank of Poland) – increased a restrictive character of the Polish monetary policy. The most important causes of changes in the analysed aggregates are considered to be effects of the sterilising operation, which accompanies the harmonisation of Polish obligatory reserves with those binding in the European Union. The next factor was the outflow of speculative capital in 1999 and 2000. A less significant cause was considered to be an increased demand for cash as a safeguard against the so-called problem of the year 2000. The NBP did not embark upon measures preventing a shock-like reduction of cash

availability, which is the main means of payment in Polish conditions for many important sectors of our economy. The author presents a probable impact mechanism of these changes on the Polish economy.

The analysis of 30- and 10-year time series for big groups of countries (including 56 and 82 countries, respectively) allowed to reject a hypothesis that shock-like changes in the monetary base are a very rare phenomenon and they can have harmful effects for the economy. Negative factors do not appear as long as reductions of the analysed aggregate result only from the reduction of reserves in the banking system.

Further on, the analysis of comparable time series for 10 developed countries, 3 countries of Central Europe and the area of the European Monetary Union revealed that shock-like reductions of circulating cash volume are an extremely rare phenomenon. Central banks apparently avoid such situation. It was impossible to relate the analysed monetary shock with real changes due to a very limited number of events of this type. However, some data seem to indicate that they are related with a drop in economic growth rates and an increase of unemployment even in developed countries. Taking into account the structure and needs of the Polish economy the results of these studies are an additional confirmation of a research hypothesis linking a slowdown in the Polish economy with changes in circulating cash reserves. The impact of this factor was all the more acute as it coincided with an unfavourable business situation in the world economy and errors in the Polish fiscal policy.