

ANDRZEJ WERNIK
Profesor w Instytucie Finansów

Uwagi o założeniach polityki pieniężnej na rok 1994

I

Narodowy Bank Polski przedstawił założenia polityki pieniężnej na rok 1994 w sposób niezmiernie zwięzły: na 12 stronach (7 stron założeń plus 5 stron dodatkowych objaśnień), 2 tablicach, 3 wykresach. Brak jest całkowicie diagnozy stanu wyjściowego, co powoduje, że zapowiadane cele polityki pieniężnej mają charakter deklaracyjny i oderwany od rzeczywistości. Brak jest wielu danych liczbowych, na przykład: tak istotne wskaźniki szybkości obiegu pieniądza zaprezentowane są tylko na wykresach bez podania ich wartości numerycznej (notabene obraz zmian szybkości obiegu podano na 2 wykresach w sposób odmienny!). Wszystko to bardzo utrudnia ustosunkowanie się do zamierzonej przez NBP polityki pieniężnej.

Jako podstawowy cel polityki pieniężnej NBP deklaruje dalsze obniżenie inflacji i zmniejszenie jej stopy (liczonej na podstawie relacji poziomu cen konsumpcyjnych z grudnia danego roku do poziomu z grudnia roku poprzedniego) z 33% w 1993 r. do 23% w 1994 r. Przewidywane obniżenie stopy inflacji - zgodne ze stanowiskiem rządu w tej sprawie, przedstawionym w projekcie budżetu państwa na rok 1994 - jest pożądanym jak najbardziej, przede wszystkim ze względu na potrzebę tworzenia warunków dla trwałego wzrostu gospodarczego, który w warunkach dwudziestokilkuprocentowej inflacji jest raczej wątpliwy. O ile ten podstawowy cel polityki pieniężnej zasługuje na najwyższe uznanie, to brak jest informacji na temat, jak NBP chce ten cel realizować. Dopiero z dalszych wywodów można domniemywać, że przede wszystkim drogą kształtowania globalnych rozmiarów podaży pieniądza. Do sprawy podaży pieniądza wrócę w dalszej części moich uwag.

Drugim celem polityki pieniężnej ma być utrwalanie pozytywnych trendów w gospodarce, w szczególności wysokiego tempa wzrostu produktu krajowego brutto PKB. Znowu brak rozwinięcia wątku jak ma to następować, natomiast pojawia się dość dziwne zdanie: "Warunkiem efektywnego oddziaływania instrumentów polityki pieniężnej na procesy realne jest wspieranie jej przez politykę finansową rządu, a przede wszystkim prowadzenie przez rząd aktywniejszej polityki sektorowej, restrukturyzacyjnej i prywatyzacyjnej". Wątpliwości budzi tu nie tylko przypisywanie polityce finansowej rządu roli pomocniczej w stosunku do polityki pieniężnej, lecz także, a nawet przede wszystkim postulat aktywniejszej polityki sektorowej i restrukturyzacyjnej. Postulat ten praktycznie oznacza bowiem żądanie zwiększenia wydatków na różne przedsięwzięcia zaliczane do polityki przemysłowej, oddłużanie przedsiębiorstw i przejmowanie przez budżet "złych długów", zasilanie kapitałowe banków - wszystko to prowadzi do zwiększenia obciążenia budżetu państwa już dziś, bądź powiększenia długu publicznego i tym samym zwiększenia obciążeń budżetu związanych z jego obsługą w latach

przyszłych. Powstaje na tym tle pytanie, czy droga do zwiększenia skuteczności polityki prowadzi przez zwiększanie obciążeń budżetu państwa i tym samym pogłębienia nierównowagi budżetowej?

Niezależnie od tego nasuwa się wątpliwość: czy właściwe jest takie sformułowanie założeń polityki pieniężnej NBP, że Sejm akceptując je musi jednocześnie udzielić przygany rządowi, że prowadzi zbyt mało aktywną politykę sektorową, restrukturyzacyjną i prywatyzacyjną?

II

Zasadniczym problemem w świetle sformułowanych celów polityki pieniężnej jest sprawa powiązania między nimi. Dążenie do wygaszenia inflacji - choć stopniowego - wymaga restrykcyjnej polityki pieniężnej, zaś restrykcyjna polityka pieniężna nie należy do czynników utrwalających wysokie tempo wzrostu. Wzrost PKB rządu 4,5% w ujęciu realnym (czyli w cenach stałych) to, jak na stosunki europejskie, tempo bardzo wysokie. Niestety ten kapitalny problem nie został w materiale NBP rozwinięty. Niepokojąco brzmią natomiast sformułowania dotyczące podaży pieniądza.

Na stronie 3 zawarte jest twierdzenie, że od 1990 r. następuje spadek szybkości obiegu pieniądza, co jest oczywiście zgodne z prawdą, jednakże za główną przyczynę tego zjawiska uważa się "obniżającą się z roku na rok inflację". Inflacja rzeczywiście się obniża, ale nie to decyduje o tendencji spadkowej szybkości obiegu pieniądza. Sama nazwa "szybkość obiegu pieniądza" jest w pewnym sensie myląca. W istocie rzeczy chodzi o to, że musi istnieć pewna relacja pomiędzy rozmiarami - w ujęciu wartościowym - ogółu transakcji dokonywanych w ciągu okresu - zwykle roku - a ilością pieniądza potrzebną do obsłużenia tych transakcji (zwaną zasobem pieniądza transakcyjnego). O ile nie zmieniają się zwyczaje płatnicze, to zapotrzebowanie (czyli popyt) na pieniądz transakcyjny rośnie mniej więcej proporcjonalnie do wzrostu rozmiarów transakcji. W normalnej gospodarce rynkowej można założyć, że rozmiary transakcji (w ujęciu wartościowym) rosną mniej więcej proporcjonalnie do wzrostu nominalnego produktu krajowego brutto i założenie jest zazwyczaj przyjmowane. Tak się też ten problem przedstawia w podręcznikach, nie zawsze zaznaczając, że jest to uproszczenie.

W gospodarce podlegającej transformacji ustrojowej - przechodzącej od "realnego socjalizmu" do kapitalizmu - sytuacja przedstawia się odmiennie, rozmiary transakcji rosną szybciej niż nominalny PKB, gdyż w coraz szerszym zakresie występują transakcje dotyczące obiektów majątkowych i wartości prawnych, które to transakcje w "realnym socjalizmie" występowały w minimalnym zakresie. Obecnie jest ich coraz więcej (prywatyzacja, błyskawiczny rozwój giełdy, ogromne ożywienie handlu nieruchomościami itd.) i wszystkie wymagają pieniądza transakcyjnego do ich obsłużenia. Zapotrzebowanie (popyt) na pieniądz transakcyjny musi więc wzrastać szybciej niż nominalny PKB; w konwencji przyjętej przez NBP - dość zresztą rozpowszechnionej w literaturze - nazywa się to spadkiem szybkości obiegu pieniądza.

Na rok 1994 NBP zakłada, iż podaż pieniądza ogółem ma wzrosnąć o 155 bln zł (licząc stan w końcu grudnia 1994 r. do stanu w końcu grudnia 1993 r.), to znaczy o 28%, w tym jednak pieniądza krajowego - a ten przede wszystkim pełni funkcję pieniądza transakcyjnego - tylko o 24,5%, zaś depozytów walutowych o 36,7%. Ponieważ produkt krajowy brutto ma wzrosnąć w cenach bieżących o 31,2%, oznaczać to musi wyraźne przyspieszenie szybkości obiegu pieniądza krajowego. W całym materiale NBP nie ma uzasadnienia dla takiej polityki

pieniężnej, groźnej w swych konsekwencjach dla utrzymania się w 1994 r. wysokiego tempa wzrostu gospodarczego.

Na stronie 2 "Objaśnień do prognozy głównych agregatów pieniężnych na 1994 r." podano taką argumentację: "zakończone w dużej mierze w 1993 r. zmiany instytucjonalne w systemie płatności i rozliczeń oraz dokonana głównie w latach 1990 - 1992 monetyzacja tych obszarów gospodarki, które poprzednio nie miały charakteru gospodarki pieniężnej, powodują, iż nie ma podstaw do zakładania zmian w szybkości obiegu pieniądza ogółem w porównaniu z rokiem 1993". Gdyby nawet zgodzić się z tym rozumowaniem, to wcale z niego nie wynika, iż jest jakieś uzasadnienie dla przyspieszenia obiegu pieniądza krajowego. Aby to uzasadnić należałoby podjąć analizę charakteru depozytów kredytowych i roli, jaką pełnią w naszej gospodarce. W szczególności potrzebna byłaby odpowiedź na pytanie, czy istnieje w naszym kraju substytucyjność pieniądza krajowego i walut obcych w roli pieniądza transakcyjnego. Dopiero wykazanie takiej substytucyjności uzasadniałoby wystąpienie sytuacji, a której maleją w relacji do PKB zasoby pieniądza krajowego, rosną zaś zasoby walut obcych. Oznaczałoby to jednak "dolaryzację" obrotów gospodarczych, która jest zazwyczaj zwiastunem rozkładu systemu pieniężnego.

Wydaje się jednak, iż depozyty walutowe, stanowiące w 96% własność gospodarstw domowych (dane z końca listopada ubiegłego roku) i mające w znakomitej większości charakter terminowy, są głównie pieniądzem oszczędnościowym i tym samym nie obsługują transakcji bieżących. Stawia to pod znakiem zapytania słuszność posługiwania się wskaźnikiem szybkości obiegu pieniądza ogółem przy prognozowaniu wzrostu podaży pieniądza i sugeruje, że bardziej znaczący byłby wskaźnik szybkości pieniądza krajowego. Tym bardziej niebezpieczne byłoby takie ukształtowanie podaży pieniądza, które wymuszałoby przyspieszenie obiegu pieniądza krajowego.

Biorąc to wszystko pod uwagę należałoby postulować zwiększenie zakładanego przyrostu podaży pieniądza krajowego co najmniej do poziomu zapewniającego utrzymanie dotychczasowej szybkości jego obiegu, a więc o jakieś 30%; oznaczałoby to wzrost podaży pieniądza krajowego nie o 97,7 bln zł - jak NBP proponuje - lecz o około 120 bln zł w przeciwnym razie NBP zamiast "utrwaląc pozytywne trendy w gospodarce" - jak deklaruje to na stronie 2 - trendy te będzie dusił i nie będzie możliwe osiągnięcie wzrostu realnego PKB o 4,5%.

III

W sposób raczej ogólnikowy przedstawiono w "Założeniach polityki pieniężnej..." sprawę finansowania deficytu budżetu państwa. Wyrażna jest tylko deklaracja, że "zadłużenie budżetu w NBP z tytułu bezpośredniego zakupu bonów skarbowych od Ministerstwa Finansów zwiększy się w ujęciu kasowym nie więcej niż o 30 bln zł, co uzasadnia arbitralne stwierdzenie, że "jedynie takie finansowanie stwarza szansę na utrzymanie się w granicach założonego na 1994 rok tempa wzrostu cen". Być może jest to zgodne ze stanem faktycznym, ale arbitralność twierdzenia bez argumentów merytorycznych jest niezbyt wiarygodną podstawą dla rozstrzygnięć w kwestiach ekonomicznych. Czy NBP dysponuje jakimiś argumentami merytorycznymi, że dopuszczalny pułap finansowania deficytu przez NBP wynosi akurat 30 bln zł, a nie 33 bln, czy 35 bln, jak zakłada to rząd w projekcie budżetu państwa? Na podstawie bowiem czego Sejm RP ma zająć stanowisko?

Jeśli idzie o pozostałą część deficytu budżetowego, to "Założenia polityki pieniężnej..." przyjmują, że pozostałe banki ją sfinansują. Brak jest nawiązania do faktu, iż w II półroczu

zainteresowanie banków komercyjnych nabywaniem bonów skarbowych zmalało prawie do zera (w ujęciu netto, tzn. po potrąceniu wykupu), co powinno mieć konsekwencję dla oceny perspektyw na rok 1994; NBP nie wykazuje jednak żadnych obaw w tym zakresie. Co więcej na stronie 4 znaleźć można stwierdzenie następujące: "zakładając, że finansowanie deficytu budżetowego przez system bankowy nie będzie bardziej niż obecnie konkurencyjne w stosunku do kredytowania gospodarki, szacuje się, że przyrost kredytów dla jednostek gospodarczych i gospodarstw domowych wyniesie około 83 bln zł". Wynikałoby z tego, że NBP uważa zakup bonów skarbowych za bardziej atrakcyjny dla banków komercyjnych niż kredytowanie gospodarki, tylko jak to pogodzić z sytuacją w II półroczu ubiegłego roku.

Przyrost zadłużenia netto sektora rządowego ocenia się w tablicy 1 na 103,6 bln zł bez uwzględnienia obligacji nominowanych w USD, co wydaje się wystarczające z punktu widzenia potrzeb Skarbu Państwa w zakresie finansowania deficytu budżetowego i spłaty zobowiązań pozabankowych. Szkoda jednak, że nie podano dokładnego rozliczenia umożliwiającego porównanie z rachunkami przedstawionymi w projekcie budżetu państwa. Inaczej muszą powstawać wątpliwości zwłaszcza, że na stronie 4 "Objaśnień" podano nieco inną kwotę przyrostu kredytu netto dla sektora rządowego, inna wątpliwość dotyczy kredytów dla gmin: były w 1993 r., a co ma być z nimi w 1994 r.? W agregacie "zadłużenie sektora rządowego", jeśli słów używa się w ich normalnym znaczeniu, nie ma miejsca dla zadłużenia samorządu terytorialnego.

Reasumując powyższe uwagi muszę raz jeszcze wyrazić ubolewanie, że lakoniczność dokumentu NBP utrudnia jego ocenę i wywołuje ogromną ilość znaków zapytania, co może wpływać niekorzystnie na jego wiarygodność.

Warszawa, 9 stycznia 1994 r.