

Ekspertyza zamówiona przez Komisję Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów

Prof. dr hab. Zdzisław Fedorowicz

Ekspertyza nr 34

Opinia
o przedłożonym przez Narodowy Bank Polski
projekcie założeń polityki pieniężnej na 1995 r.

Uwagi do projektu założeń polityki pieniężnej zostały sformułowane w kolejności wynikającej z układu opiniowanego dokumentu.

I. Cele i uwarunkowania polityki pieniężnej

1. Podstawowe cele polityki pieniężnej

1.1. W opiniowanym dokumencie HBP słusznie stwierdza (s.3), że cele ogólnogospodarcze i społeczne stanowią podstawową wytyczną dla określania celów polityki pieniężnej. Cele polityki społeczno-gospodarczej, wynikające z przyjętej przez Sejm RP "Strategii dla Polski", to szybki wzrost gospodarczy, stabilizacja makroekonomiczna i systemowa i poprawa warunków życia. Narodowy Bank Polski uważa, że "najlepszą możliwą i dostępną dla Danku centralnego formą współdziałania (w realizacji tych celów) będzie zmniejszanie inflacji. *Podstawowym celem polityki pieniężnej w 1995 r. jest więc dlatego zmniejszanie inflacji* " (s.3).

1.2 Podane wyżej sformułowanie wynika z przekonania, że można zmniejszać inflację przez odpowiednią politykę pieniężną,

że między wielkością podaży pieniądza a wskaźnikiem cen (inflacji) istnieje zależność przyczynowo-skutkowa. Zasadność tego przekonania jest częściowo podważona przez dalsze stwierdzenie, że "inflacja w horyzoncie średnim i długim jest zjawiskiem monetarnym, a więc najlepszym i najbardziej odpowiednim dla banku centralnego sposobem jej zwalczania jest kontrola podaży pieniądza. Badania pokazują jednak, że w krótkim horyzoncie czasowym inflacja kształtowana jest również przez impulsy o charakterze niemonetarnym (s.4). Okres roczny, to okres krótki, a stąd - nawet w ujęciu autorów omawianego dokumentu - należy uznać, że inflacja w 1995 r. będzie kształtowała się "również" pod wpływem czynników niemonetarnych.

1.3 Powstaje wobec tego pytanie, jak silny jest wpływ czynników monetarnych i niemonetarnych na poziom inflacji w 1995 r. W omawianym dokumencie powołano się na analizę zależności inflacji od czynników monetarnych i pozamonetarnych, zawartą w załącznikach 1 i 2. Trzeba jednak zauważyć, że analiza ta doprowadziła jedynie do ustalenia współczynników determinacji, które są drugą potęgą (kwadratem) współczynników korelacji, a korelacja oznacza tylko to, że zmianom jednej wielkości towarzyszy *mniej* lub *więcej* proporcjonalna zmiana innej wielkości; *korelacja nie oznacza i nie dowodzi występowania zależności przyczynowo-skutkowej* między obserwowanymi wielkościami. Tak więc odczytywanie korelacji (czy współczynnika determinacji) między dynamiką podaży pieniądza a wskaźnikiem inflacji w ten sposób, że "wzrost podaży pieniądza powoduje wzrost wskaźnika cen" jest równie zasadne (czy bezzasadne), jak interpretacja odwrotna, że to "wzrost wskaźnika cen powoduje wzrost

dynamiki podaży pieniądza".

1.4 Z tego względu należy zakwestionować tezę, że "niezwykle ścisła kontrola kreacji pieniądza banku centralnego (...) umożliwiłaby ograniczenie inflacji w 1955 r. co najwyżej do poziomu 19%" i że "zmniejszenie inflacji do jeszcze niższego poziomu - zakładanych przez rząd 17 X - wymaga ponadto działań wykraczających poza politykę pieniężną; potrzebne dla osiągnięcia tego celu są przede wszystkim działania dostosowawcze rządu po stronie kosztowej, wzmocnione działaniami polityki strukturalnej i makroekonomicznej" itd.(s.4).

W cytowanym fragmencie dokumentu fałszywie przedstawiono mechanizm inflacji w Polsce i rolę polityki pieniężnej w obniżaniu tempa inflacji. Wzrost wskaźnika cen w naszym kraju Jest powodowany przede wszystkim podnoszeniem cen urzędowych, przenoszeniem tego wzrostu cen poprzez wzrost kosztów produkcji i obrotu na ceny rynkowe innych towarów i usług, wpływem dewaluacji złotego na ceny towarów importowanych oraz na koszty i ceny towarów wytwarzanych przy pomocy importowanych środków produkcji, a także "oczekiwaniem inflacyjnymi", które powodują podnoszenie cen bez uzasadnienia we wzroście kosztów. Ta inflacja nie ma nic wspólnego ze wzrostem podaży pieniądza; to wzrost podaży pieniądza musi dostosowywać się do wzrostu cen, choćby ze względu na rosnący popyt na pieniądz transakcyjny. Jeżeli tempo inflacji ma ulec w 1995 r. zmniejszeniu w porównaniu do 1994 r., to nie będzie to żadną zasługą "niezwykła ścisłej kontroli kreacji pieniądza banku centralnego", a stąd nie ma też podstawy do twierdzenia, że to właśnie ta kontrola umożliwiłaby obniżenie wskaźnika inflacji w 1995 r. do 19 %.

1.5 Cały wywód w punkcie 1 omawianego dokumentu stoi w sprzeczności z twierdzeniem podanym dalej, że "zadaniem władzy monetarnej jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania obiegu pieniężnego oraz wspieranie tendencji wzrostowych w gospodarce, jednak biorąc pod uwagę podstawowy cel polityki pieniężnej w 1995 r. jakim jest obniżanie poziomu inflacji, przyrost pieniądza ogółem nie powinien być czynnikiem proinflacyjnym" (s.23).

Z tego zdania usunąłbym środkową część o podstawowym celu polityki pieniężnej i po tej korekcie uznałbym za prawidłowe określenie podstawowego celu polityki pieniężnej na 1995 r. w następującym brzmieniu : *Podstawowym celem polityki pieniężnej w 1995 r. Jest zapewnienie prawidłowego funkcjonowania obiegu pieniężnego oraz wspieranie tendencji wzrostowych w gospodarce. Jednakże przyrost pieniądza ogółem nie powinien być samoistnym czynnikiem proinflacyjnym "*.

1.6 Ta propozycja odmiennego (choć także zaczerpniętego z omawianego dokumentu) sformułowania podstawowego celu polityki pieniężnej nie oznacza bynajmniej lekceważenia potencjalnej możliwości zwiększenia inflacji ponad przewidywany poziom w wyniku nie dość ostrożnej kreacji pieniądza. Zmierza ona jednak do przeniesienia odpowiedzialności za kontrolę inflacji na te ogniwa administracji, które mają rzeczywisty, a nie wynikający z założeń doktrynalnych, wpływ na kształtowanie się cen w naszym kraju. Takim ogniwem administracji jest Ministerstwo Finansów, które kształtuje poziom cen urzędowych, wywiera wpływ na dochody i popyt wielu jednostek gospodarujących przez politykę podatkową, kształtowanie płac w sferze budżetowej,

kształtowanie wydatków rzeczowych, w tej sferze, które ma też wpływ na politykę kursów walutowych itd. itd. Dla nadania kontroli inflacji realnego charakteru, założony wzrost wskaźnika cen o 17% powinien być podzielony na czynniki składowe (ile na skutek wzrostu cen urzędowych, ile na skutek dewaluacji złotego, ile na skutek przeniesienia na inne ceny wzrostu cen urzędowych i kursów walutowych itd.}. Takie elementy składowe stopy inflacji mogą być bieżąco obserwowane ("monitorowane"), co pozwala nie tylko na uściślanie rocznej prognozy, ale i na stosowanie środków zapobiegawczych gdy któryś ze składników rośnie ponad miarę. Władze monetarne do takich działań powinny włączać się tylko wtedy i tylko na tyle, gdy nacisk inflacyjny jest powodowany przekroczeniem ustalonej i bezpiecznej skali kreacji popytu przez udzielanie kredytów wszystkim czy też niektórym sektorom gospodarki.

2. Uwarunkowania zewnętrzne polityki pieniężnej

2.1 Przewidywania HBP co do kształtowania się koniunktury gospodarczej w świecie, oparte na prognozach zagranicznych ośrodków badań, są zasadne. Nie budzi też zastrzeżeń sposób obliczania wskaźnika dewaluacji złotego, choć - jak się wydaje - wskaźnik ten powinien być nieco podwyższony, do poziomu 14,7%, co wynika z porównania stóp inflacji w Polsce (17%) i w krajach OECD (2,3%) . Takie ustalenie tego wskaźnika zapewniłoby ważne dla handlu zagranicznego utrzymywanie poziomu realnego efektywnego kursu walutowego w grudniu 1995 roku na poziomie z grudnia 1994 roku" (s. 12).

2.2 Mniej przekonujące jest obliczanie dolnej granicy kształtowania się stóp procentowych w Polsce w oparciu o pro-

gnozę poziomu stóp procentowych w krajach OECD i roczną stopę dewaluacji złotego, co daje wyniku 19,3-21%. Tego rodzaju obliczenie byłoby zasadne, gdyby istniała pełna swoboda ruchu kapitałów między Polską a krajami OECD, gdyż zbyt niski poziom oprocentowania w Polsce mógłby w tych warunkach powodować ucieczkę kapitałów za granicę. Oczywiście nie oznacza to; że należy lekceważyć relacje stóp procentowych, w Polsce i w krajach OECD, ale też nie widać przesłanek po temu, żeby akurat te relacje miały stanowić podstawę dla polityki stopy procentowej w naszym kraju.

Chociaż Narodowy Bank Polski po raz pierwszy próbuje swoje zamierzenia co do kształtowania stopy procentowej oprzeć na jakimś rachunku (dotychczas ograniczano się do wywodów werbalnych, por. "Założenia polityki pieniężnej na 1994 r.", s.5), co oczywiście cieszy, to jednak tę próbę trzeba uznać za ciągle jeszcze niezadawalającą. W szczególności w omawianym dokumencie brak potraktowania stopy procentowej jako parametru kształtującego skłonność do oszczędzania i popyt na kredyty bankowe. Przewidywania co do wzrostu depozytów i wzrostu kredytów dla sektora nie-finansowego powinny być połączone z analizą elastyczności tych wielkości w stosunku do stopy procentowej, a stopa procentowa powinna być traktowana jako instrument kształtowania tych wielkości na poziomie zgodnym z założeniami polityki pieniężnej. W opiniowanym dokumencie jednak nie podjęto próby ustalenia zależności tworzenia depozytów i popytu na kredyty od stopy procentowej, ani też nie zauważa się podejścia do stopy procentowej jako do instrumentu aktywnego oddziaływania na procesy pieniężne. Do tej sprawy wrócimy

jeszcze w dalszej części opinii.

3. Uwarunkowania wewnętrzne polityki pieniężnej.

3.1 W opiniowanym dokumencie przewiduje się, że "kredyty do jednego roku wykorzystywane przez przedsiębiorstwa wzrosną na koniec 1995 r. w stosunku do 1994 r. o ok. 12%" (s. 15-16) i że w 1995 r. przedsiębiorstwa zgłoszą zapotrzebowanie na kredyty inwestycyjne o 23 - 25 % wyższe niż w 1994 r." (s.18). W innym miejscu stwierdzono., że "kredyt dla sektora niefinansowego wzrośnie o 22,2%. w stosunku do stanu na koniec 1994 r. Przy zakładanej zmianie cen produkcji sprzedanej przemysłu, w wyrażeniu realnym kredyt dla gospodarki wzrośnie o ok. 5 %, t j . szybciej niż w 1994 r. i w tempie zbliżonym do zakładanego w 1995 r. wzrostu PKB" (s. 32).

Po raz kolejny mamy do czynienia z nader optymistycznym oszacowaniem popytu sektora niefinansowego na kredyty bankowe. Wynika to z nieuwzględnienia wspomnianej poprzednio elastyczności popytu na kredyty bankowe w stosunku do stopy procentowej. Na skutek prohibicyjnego oddziaływania stopy procentowej na popyt na Kredyty bankowe w 1993 r. "realne zadłużenie kredytowe podmiotów gospodarczych - uwzględniając wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu (36%) w okresie styczeń-grudzień spadło o 3,9%. (Biuletyn Informacyjny NBP, nr.12/1993, s.36). W I półroczu 1994 r. w wyrażeniu realnym poziom zadłużenia kredytowego podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych wzrósł o 0,6%. (Sprawozdanie z realizacji polityki pieniężnej w II kwartale 1994 r., s.63), co pozwala oczekiwać, że w skali całego 1994 r. realne zadłużenie kredytowe podmiotów gospodarczych, znowu spadnie. Te doświadczenia z przeszłości, wobec dalszego utrzymywania oprocentowania kredytów bankowych dla go-

spodarki na bardzo wysokim poziomie, nakazują uznać założenie realnego wzrostu zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw w 1995 r. o 5%. za bezzasadne.

3.2 Obliczenie wzrostu zasobów oszczędnościowych, gospodarstw domowych (s.18-19) można ocenić jako ostrożne. Prawdopodobnie ukształtują się one na nieco wyższym poziomie, ale nie daje to podstawy do postulowania korekty zawartych w dokumencie przewidywań. Podobnie można przyjąć założenia co do finansowania deficytu budżetowego. Natomiast nie widać podstaw do obawy, że "efektem ściągania przez budżet środków z systemu bankowego może być zjawisko ograniczania zasobów finansowych dostępnych dla gospodarki" (s.20). W naszym kraju takie zjawisko "wypierania" jak dotąd nie występuje, bo kredytowanie gospodarki ogranicza wysoka stopa procentowa, a nie finansowanie deficytów budżetowych. W I płr. 1994 r. finansowanie deficytu budżetowego nie sięgnęło przewidywanego poziomu, a mimo to kredyty dla gospodarki w ujęciu realnym, nie wzrosły. Efektem zmniejszania popytu na kredyt publiczny jest tylko nadpłynność sektora bankowego.

II. Cele pośrednie polityki pieniężnej - prognoza monetarna na 1995 r.

1. Podaż pieniądza

Obliczenie przyrostu podaży pieniądza na poziomie 23,7% ujmuje realny wzrost PKB o 5%., wskaźnik inflacji 17% i wpływ niewielkiego zmniejszenia szybkości krążenia pieniądza (wskaźnika tego nie podano). Byłoby celowe, żeby wzrost podaży pieniądza był ujmowany w założeniach polityki pieniężnej tylko we wskaźniku procentowym, z pominięciem jego kwoty absolutnej (171,6 bln zł), bo ta ostatnia wielkość zależy od ciągle prze-

widywanego tylko stanu pieniądza na koniec roku. Ponadto wskaźnik względny z jego częściami składowymi (realny wzrost PKB, stopa inflacji, zmiana szybkości krążenia pieniądza) nadaje się do bieżącego "monitorowania" i podejmowania korekt zadań, a więc ma znacznie większą przydatność operacyjną, niż absolutna kwota wzrostu podaży pieniądza.

2. Czynniki kreacji pieniądza

Zmiany należności zagranicznych netto jak też wielkość zadłużenia sektora urzędowego zostały obliczone w sposób nie budzący zastrzeżeń. Kredyt dla sektora niefinansowego natomiast należy uznać - w oparciu o podane wyżej argumenty - za przeszacowany na około 20 bln zł (o 5 punktów procentowych wzrostu mniej). Efektem wynikającego stąd zmniejszenia popytu na pieniądź może być nadpłynność banków komercyjnych, co zmusi bank centralny do zwiększenia sprzedaży "outright" bonów skarbowych bankom komercyjnym. Z tego względu należy uznać za zasadny postulat (s.36), żeby w ustawie budżetowej nie określać zobowiązania banku centralnego do finansowania deficytu budżetowego w określonej wysokości, a jedynie określić zakup przez NBP bonów skarbowych w określonej kwocie, co daje możliwość ich odprzedaży bankom komercyjnym dla absorbowania nadwyżek płynności, które zresztą mogą powstać z różnych powodów, nie tylko z tytułu przekroczenia przewidywanego poziomu rezerw dewizowych.

III. Realizacja polityki pieniężnej w 1995 r.

1. Podstawowe instrumenty realizacji polityki pieniężnej w 1995 r

1.1 Refinansowanie banków komercyjnych

W założeniach polityki pieniężnej przewiduje się nadal li-

mitowanie kredytu lombardowego ("nowe urnowy kredytowe będą określały wielkość tych kredytów w relacji do kapitałów banków", s. 38). Celowość tego limitowania wydaje się wątpliwa i ogranicza działanie NBP w roli banku banków i "kredytodawcy ostatekniej instancji". Jeżeli tylko banki dysponują zabezpieczeniem dla tego kredytu, powinien on być udzielany we wnioskowanej wysokości dla umożliwienia bankom komercyjnym przewyższania okresowych trudności płatniczych.

1.2 należy powitać z uznaniem zapowiedź obniżenia stopy rezerw obowiązkowych od depozytów a vista "o kilka punktów procentowych". Szkoda, że nie określono bliżej tej obniżki. Ma ona znaczenie dla obniżenia kosztów uzyskiwania pieniądza, co powinno prowadzić do obniżenia stopy oprocentowania kredytów. Obniżenie rezerw obowiązkowych nie stanowi zagrożenia dla płynności banków komercyjnych w sytuacji, gdy ich portfele państwowych papierów wartościowych dają kwotę dziesięciokrotnie blisko wyższą od rezerw obowiązkowych cli, oczywiście pod warunkiem, że banki komercyjne będą mogły te papiery łatwo upłynnić, choćby drogą zaciągania nie limitowanego kredytu lombardowego.

1.3 Polityka stopy procentowej nadal jest określana w sposób enigmatyczny ("w miarę prawidłowej realizacji założonej ścieżki inflacji oraz utrzymywania się pozytywnych tendencji w gospodarce, nominalna stopa kredytu redyskontowego będzie obniżana", s. 40). W gruncie rzeczy polityka stopy procentowej ma być zależna całkowicie od uznania banku centralnego; nie została ona w jakikolwiek sposób sparametryzowana. Oznacza to, że nadal brak "reguły" kształtowania stopy procentowej, której przestrzeganie przez bank centralny podlegałoby kontroli. Z uwagi na ogromne znaczenie stopy procentowej jako parametru go-

spodarki pieniężnej taki stan rzeczy nie powinien być utrzymywany. Reguła kształtowania stopy kredytu redyskontowego (jako typowo krótkoterminowego) mogłaby być określona np. w postaci formuły : stopa redyskonta - przewidywana stopa inflacji w okresie 3 miesięcy + krótkoterminowa stopa procentowa średnia w krajach OECD (jako punkt odniesienia do "światowej ceny pieniądza").

3. Systemowe zmiany w instrumentarium polityki pieniężnej oraz systemie bankowym

Przewidywanie efektów wprowadzenia w życie systemu ochrony depozytów w bankach, zawarte w opiniowanym dokumencie, nie jest całkowicie trafne. Można zgodzić się z tym, że wprowadzenie tego systemu spowoduje obniżenie odsetek płaconych klientom (i to nie tylko w mniejszych bankach, ale powszechnie, bo banki w ten sposób będą sobie rekompensować koszty składek na Fundusz Gwarancyjny) . Ale nie należy spodziewać się, że wprowadzenie tego systemu "zmieni tendencję do koncentrowania depozytów w dużych bankach państwowych" (s. 44). Należy spodziewać się tendencji do koncentracji wkładów w PKO BP, PKO S.A. i w B.G.2, gdyż w tych bankach do 1999 r. ma być utrzymana pełna gwarancja wkładów przez Skarb Państwa. W tej sytuacji wkłady przekraczające 27 mln zł będą przenoszone do tych właśnie banków, co odczują pozostałe banki, tak państwowe, jak prywatne.

4. Konkluzje

4.1 Zwalczanie inflacji powinno być jednym z priorytetowych celów polityki społeczno-gospodarczej rządu, a nie polityki pieniężnej, która najwyżej może nie przyczyniać się do

wzrostu inflacji ponad jej poziom wynikający z działania czynników nie-monetarnych.

Operatywna kontrola wykonywania tego zadania wymaga ustalenia czynników składających się na prognozowaną stopę inflacji w wysokości 17% (wzrost cen urzędowych, dewaluacja złotego, przeniesienie tych czynników na inne ceny itd.) i śledzenia ich kształtowania się w ciągu roku.

4.2 Dla banku centralnego powinno być ustalone zadanie zwiększania podaży pieniądza o ustalony procent, wynikający z realnego wzrostu PKE, stopy inflacji i zmiany wskaźnika szybkości krążenia pieniądza. Te czynniki także powinny być monitorowane w ciągu roku dla kontroli polityki pieniężnej.

4.3 Konieczne jest ustalenie reguły kształtowania stóp procentowych dla banku centralnego i dla banków komercyjnych, przy czym na przestrzeganie tych ostatecznych przez banki komercyjne bank centralny może wpływać metodami pośrednimi, m.inn. przez perswazję. Panująca aktualnie w tej dziedzinie uznaniowość powoduje hamowanie rozwoju gospodarczego kraju poprzez brak popytu na kredyty inwestycyjne.