

Ekspertyza nr 41
zamówiona przez Komisję Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów

Andrzej Sopoćko

OCENA

"Założeń polityki pieniężnej na 1995 rok"

Ocena polityki monetarnej banku centralnego nie daje się w pełni zobiektywizować, jako że nie sposób dopracować się wspólnych i jednoznacznych jej kryterium. Polityka pieniężna jest bowiem zasadniczym instrumentem realizacji polityki gospodarczej, ta zaś zawiera w sobie szereg wzajemnie konkurencyjnych celów.

Jak się wydaje przyspieszone schodzenie z inflacji jest priorytetowym elementem kryterium polityki pieniężnej, reprezentowanym przez NBP. Ministerstwo Finansów wydaje się preferować efektywność realizacji budżetu, tj. obniżenie kosztów obsługi długu wewnętrznego i deficytu budżetowego. Rząd ponadto zdaje się kłaść nacisk na szybsze zmniejszanie stóp procentowych celem aktywizacji inwestycji. Z punktu widzenia socjologicznego obie postawy są uzasadnione bezpośrednim otoczeniem obu organów polityki gospodarczej. Bank centralny, odpowiedzialny za sektor bankowy i znajdujący się pod wpływem środowiska bankowego kieruje się silniej w stronę ograniczenia inflacji. Wysoka inflacja tworzy bowiem, m.in., ogromne przeszkody w prowadzeniu racjonalnej polityki kredytowej, podstawowego źródła zysków banków w gospodarce rynkowej. Rząd natomiast znajduje się pod bardzo silną presją zwiększenia wydatków budżetowych na rozmaite cele. Obniżenie kosztów obsługi długu publicznego w istotny sposób zwiększyłoby możliwość ich realizacji.

Podobnie więc jak w poprzednich latach podstawowym dylematem polityki gospodarczej jest wybór między silną stymulacją wzrostu gospodarczego a silnym ograniczeniem inflacji. Odrzucając rozwiązania ekstremalne, wybór istnieje gdzieś pośrodku. Nawet jednak zgoda co do parametrów tego wyboru nie wyklucza rozbieżności w sprawie stosowanych wariantów rozstrzygnięć monetarnych. Jak wskazują bowiem doświadczenia praktyczne, w krótkich okresach czasu nie potwierdzają się w pełnym zakresie tak podstawowe twierdzenia jak: "deficyt budżetowy zwiększa inflację", "dla równowagi finansowej stopa procentowa powinna być dodatnia", "ograniczenie podaży pieniądza zmniejsza inflację" itp. Możliwości tego rodzaju nietypowych reakcji systemu gospodarczego wydają się występować w warunkach dużej dynamiki i wahań podstawowych parametrów gospodarczych, co jest charakterystyczne w okresie transformacji systemowej.

Wspomniane problemy wydają się jednak w coraz mniejszym stopniu dotyczyć gospodarki polskiej, która wyraźnie wkracza w etap stabilizacji. Rekomendowanie w tych warunkach niestandardowych metod prowadzenia polityki pieniężnej byłoby nadmiernym i niepotrzebnym ryzykiem. Takie samo stanowisko wydają się reprezentować autorzy "Założeń polityki pieniężnej na 1995 rok", co jednak nie oznacza, że w kilku szczególnych kwestiach nie należy odnieść się do tego dokumentu krytycznie.

Pierwszym problemem jest ocena inflacji w przyszłym roku. Rząd przewidywał w przyszłym roku inflację na poziomie 17%, NBP - 19%. Sądząc po wynikach z ostatnich trzech miesięcy, nawet ta druga prognoza wydaje się zaniżona. Ma to istotne konsekwencje dla przyrostu realnej wartości podaży pieniądza. NBP określają sztywno na 171,6 bln zł. Gdyby inflacja była taka, jak ją założył rząd, przyrost podaży pieniądza byłby neutralny, tzn odpowiadający wzrostowi PKB. Jednak już w drugim przypadku (19% wzrostu cen), będzie on realnie ok. 1/3 niższy od PKB, a przy wyższej inflacji tak określona podaż pieniądza zablokowałaby wzrost gospodarczy.

Wydaje się, że przyjmowanie w przyszłym roku zasady hamulca pieniężnego, byłoby poważnym błędem. Osobiście przychyliam się do tezy, że wśród czynników inflacyjnych w dalszym ciągu większą rolę odgrywają czynniki kosztowe niż popytowe. Te ostatnie nabierają co prawda wagi, zdają się jednak być uzupełniającymi w stosunku do pierwszych. Znaczenie kosztowych elementów inflacji podkreśla się również w "Założeniach.." Nie sposób bowiem inaczej traktować wydarzeń z UJ kwartału br.. Znaczne przyspieszenie inflacji zbiegło się dokładnie z relatywnymi wzrostami cen produktów rolnych (normalnie żywność wtedy tanieje). Wywołane było to suszą i kolejną falą protekcjonizmu w tym i kilku innych segmentach rynku. W kraju, w którym wydatki na żywność wynoszą ok. 2/5 budżetu gospodarstw domowych, zmiany cen tych produktów stanowią silny impuls inflacyjny. W tych sytuacjach ograniczanie podaży pieniądza nie przyniesie pożądaných efektów. Wzrost cen miał więc miejsce mimo bardzo konsekwentnej polityki utrzymywania wysokiej stopy procentowej i absorbowania nadpłynności banków komercyjnych przez NBP.

Poziomu inflacji nie można sobie założyć w sposób dowolny, najczęściej także silnie się w dokładności jej określania - mija się z celem. Wywołujące ją procesy nie są do końca sterowalne. Trzeba więc przewidzieć pewną elastyczność polityki banku centralnego wobec występującej inflacji. Co prawda, z różnych względów, podawania przyrostu podaży pieniądza w wartościach realnych, mija się z celem (m.in. skazywałoby to bank centralny na bierną postawę wobec procesów inflacyjnych), pewne jednak warianty zwiększenia podaży pieniądza, w sytuacji, gdy zamiary zwalczania inflacji nie dały się urzeczywistnić w planowanej skali - są niezbędne. Narodowy Bank Polski powinien przynajmniej określić w tej materii swoją politykę.

Jak się wydaje, stan obecny naszego systemu gospodarczego czyni nawet z neutralnej w stosunku do PKB polityki pieniężnej, czynnik antyinflacyjny. W "Założeniach.." podkreśla się niski poziom monetyzacji naszej gospodarki. Jest on nienaturalnie niski, należy się więc spodziewać więc dalszego, przyspieszonego wzrostu zapotrzebowania na pieniądź, wynikającego z rosnących potrzeb transakcyjnych, jak również ze spadku tempa jego obrotu.

Potrzeby transakcyjne rosnać będą przede wszystkim w wyniku zwiększania zainteresowania transakcjami giełdowymi oraz obrotem świadectwami udziałowymi w programie powszechnej prywatyzacji. Trzeba przypomnieć, że łączne zamrożenie pieniądza, który "tkwił" w rozliczanych transakcjach giełdowych w okresie największych obrotów, wynosiło 0,5-0,7% łącznej podaży pieniądza. Obecnie, w związku ze spadkiem obrotów na GPWW suma ta jest czterokrotnie mniejsza, tym bardziej więc można liczyć się z jej wzrostem, rzędu 0,5-1% ogólnej podaży pieniądza. Wpłyne to

łącznie z innymi czynnikami spadku prędkości obiegu na obiektywnie uzasadniony wzrost jego zapotrzebowania.

Do pozostałych czynników sprzyjających spadkowi tempa obrotu zaliczyć należy dalsze podnoszenie kapitałów i uzupełnianie rezerw płynności banków. Można także oczekiwać, że w przypadku uruchomienia prywatnych funduszy emerytalnych i ubezpieczeniowych (ochrona zdrowia), proces tworzenia kapitału tych instytucji zaangażuje dodatkowo środki rzędu 1% ogólnej podaży

W tej chwili jest bardzo trudno określić skalę oddziaływania czynników wpływających na zmniejszenie prędkości obiegu pieniądza. NBP zakłada słusznie (s.25), że taki spadek będzie miał miejsce. Z tego faktu jednak nie wynikają działania zmierzające do zwiększenia jego podaży, jakby w trosce, by w żaden sposób nie uszczknąć z okazji dociśnięcia hamulca monetarnego.

Trzeba z naciskiem powiedzieć, że wyznaczone parametry schodzenia z inflacji nie są ani liczbami magicznymi, ani pierwszoplanowymi elementami funkcji celu. Nawet większy o kilka punktów wskaźnik wzrostu cen wart jest jednego punktu wzrostu PKB. Obecnie, wobec nieuniknionego trendu spadkowego inflacji, polityka pieniężna powinna w znacznie większym stopniu być nakierowana na wzrost gospodarczy, a nie zwalczanie inflacji za wszelką cenę.

Jeśli przyjmie się ten punkt widzenia, nie do końca zgodzić się wypada ze stanowiskiem, które NBP kategorycznie sprzeciwia się zwiększaniu finansowania długu publicznego przez bank centralny. Docelowo oczywiście należy zrezygnować z takiego działania i w przyszłym roku także należy uczynić istotny krok w kierunku demonetyzacji długu publicznego, jednak zalimitowanie wielkości finansowania długu do wysokości ubiegłorocznego zadłużenia, oznacza bardzo drastyczne, realne zmniejszenie udziału NBP w finansowaniu tego długu.

Wspomniany zamiar NBP, w sumarycznym efekcie, służyć będzie niewątpliwie ograniczeniu inflacji, jednak należy przestrzec przez uproszczoną kalkulacją jego efektów. Oznacza on bowiem, po pierwsze - realne podniesienie stóp procentowych bonów skarbowych, powodując większy koszt obsługi długu i podnosząc komercyjne stopy kredytowe. Po drugie - zwiększy to jeszcze bardziej udział papierów skarbowych w aktywach banków, przekraczając prawdopodobnie 50% całości. Ograniczy to zainteresowanie banków inwestowanie w obligacje długoterminowe i odsunie na jeszcze dalszą przyszłość inwestycje banków w akcje przedsiębiorstw. A trzeba powiedzieć, że aktywność banków na rynku papierów wartościowych jest wielką nadzieją jego ożywienia i racjonalizacji uprawianych na nim strategii. Obecne bowiem zachowania tego rynku, kształtowanego prawie wyłącznie przez indywidualnych inwestorów, należy określić jako niepokojące i stanowiące zagrożenie dla procesu prywatyzacji.

W wymienionej kwestii rykowi papierów wartościowych pomogłoby obniżenie kosztów pozyskania pieniądza przez banki, przede wszystkim w postaci obniżenia wielkości rezerw obowiązkowych. Jest ono zapowiedziane, w formie jednak bardzo ostrożnej. Mianowicie rezerwy od wkładów a vista mają być zmniejszone, w stosunku do reszty jednak zapowiedź jest dwuznaczna (zmniejszenie dysproporcji w tym zakresie między wkładami złotowymi i walutowymi - s. 39). Należy dodać, że nasza

obowiązkowa rezerwa jest (w odpowiednich proporcjach) jedna z najwyższych na świecie.

Generalnym wnioskiem, jaki nasuwa się autorowi z oceny przedłożonego materiału, jest konieczność bardziej elastycznego potraktowania podaży pieniądza w przyszłym roku. Wobec zaistnienia zjawisk niezależnych od polityki pieniężnej, a wpływających na przyszłoroczną stopę inflacji, należy obecnie zweryfikować nazbyt ambitny zamiar ograniczenia wzrostu podaży pieniądza, przedstawiając własną politykę określoną w stosunku do co najmniej dwu scenariuszy inflacyjnych (podobnie, jak to było w ubiegłym roku). Otwartą jedynie powinna pozostać kwestia, czy zwiększenie tej podaży miałyby dotyczyć równo poszczególnych elementów jej struktury.

W tej kwestii można przedstawić kilka użytecznych propozycji. Osobiście wydaje mi się, że NBP powinno, w przypadku utrzymania wysokiej dyscypliny budżetowej (niższego deficytu niż planowano), dopomóc w zmniejszaniu kosztów zadłużenia wewnętrznego i odpuścić nieco ze swojego zamiaru zastosowania limitu nominalnego dla finansowania długu budżetowego. Byłoby to działanie dla obu stron (względnie -oby punktów widzenia) pożyteczne. Zmniejszyłoby bowiem w przyszłości jedną z istotnych pozycji zadłużenia wewnętrznego państwa (odsetki), pozwalając dalej schodzić z deficytem. Być może wskazane byłoby także zwiększyć tą drogą rozmiary zawartych w budżecie środków na zabezpieczenie gwarancji skarbu państwa dla długów zaciągniętych za granicą. Przysłużyłoby się to niewątpliwie przyciągnięciu większych transzy kapitałowych z zagranicy i rozpoczęcie większych projektów inwestycyjnych, ograniczając obecną dominację drobnych transferów.