

Ekspertyza nr 42
zamówiona przez Komisję Polityki Gospodarczej Budżetu i Finansów

Prof. dr hab. Marek Belka

Instytut Nauk Ekonomicznych

Kilka uwag nt. projektu założeń polityki pieniężnej na 1995 r.
oraz n.t. stanowiska rządu w tej sprawie.

Przedstawione przez NBP założenia podporządkowane są celowi ograniczenia inflacji do 17 % w 1995 r. Jest to cel bardzo ambitny, niektórzy sądzą nawet, że nierealistyczny, od którego wykonania zależy w dużym stopniu los budżetu państwa.

Ponieważ w średnim i dłuższym okresie (a więc na pewno w skali roku) tempo wzrostu cen zależy w dużej mierze od sytuacji w zakresie obiegu pieniężnego, znaczenie polityki monetarnej staje się kluczowe,

Na ilość pieniądza w obiegu można oddziaływać w różny sposób, ale wśród istotnych instrumentów kontroli wymienia się:

- kurs walutowy - głównie poprzez wpływ na kształtowanie się strumieni handlu zagranicznego i w konsekwencji, strumieni pieniądza zagranicznego,
- stopę procentową - poprzez wpływ na przepływy kapitałów krótkoterminowych oraz wpływ na wielkość kredytu bankowego dla sektora niefinansowego (przedsiębiorstw i gospodarstw domowych),
- skalę finansowania przez NBP potrzeb finansowych rządu, a więc skalę finansowania deficytu budżetowego.

Istnieje jeszcze oczywiście szereg innych sposobów oddzia-

tywania na obieg pieniężny (manipulowanie stopą rezerw obowiązkowych, bezpośrednie regulowanie banków itd.), ale nie są one przedmiotem największych dyskusji i przy tej okazji je pominię.

W roku 1994 nastąpił znaczny, przekraczający założenia, posiadający wiele zarówno pozytywnych jak i niekorzystnych następstw przyrost należności zagranicznych netto. Pozwoliło to z jednej strony na umocnienie warunków wymienialności złotego i zwiększyło bezpieczeństwo obsługi długu zagranicznego, z drugiej strony doprowadziło do zwiększenia podaży pieniądza na rynku. Wyrazem tego jest m. in. chroniczna nadpłynność banków, której (nieskutecznie) próbuje przeciwdziałać NBP, a także nasilająca się presja inflacyjna.

Jednocześnie NBP zobligowany jest do finansowania deficytu budżetu centralnego na sumę ok.30 bln złotych, co - gdyby było konsekwentnie realizowane - doprowadziłoby do dalszego pogłębienia inflacji, udział NBP w finansowaniu deficytu budżetowego nie jest więc potrzebny, gdyż MF może ulokować odpowiednią ilość papierów skarbowych na rynku. Co więcej, gorączkowe starania banku centralnego w celu "sterylizacji" rynku pieniężnego prowadzą do podtrzymywania relatywnie wysokiego poziomu stóp procentowych, co słusznie uważa się za niekorzystne dla gospodarki.

Na tym tle miały miejsce w niedalekiej przeszłości różnice zdań między NBP i MF co do kierunków w polityce pieniężnej.

Należy zrobić wszystko, aby takich sytuacji uniknąć w r.1995.

Według mnie oznacza to konieczność:

- aktywnego stosowania polityki kursowej jako instrumentu kształtowania podaży pieniądza: w warunkach napływu pieniądza zagra-

nicznego (jeśli się to zjawisko utrzyma) należy bardziej zdecydowanie obniżyć stopę dewaluacji złotego, choć nie w takim stopniu, aby rezerwy dewizowe państwa przestały się podnosić.

- nie krepować polityki pieniężnej NBP wyznaczaniem limitu bezpośredniego finansowania przezeń deficytu budżetowego państwa: nie oznacza to np. ustawowego zakazu takiego finansowania, lecz jedynie nie narzucanie takiego finansowania, jeśli nie jest ono niezbędne.

Spełnienie powyższych warunków pozwole na większą elastyczność w zakresie polityki stóp procentowych, a konkretnie ich pewne obniżenie, gdyż NBP będzie dysponował bardziej skutecznymi i mniej kosztownymi instrumentami kontroli podaży pieniądza.

W powyższym kontekście mam do przedstawionych dokumentów dwie uwagi:

1/ Nie jest dla mnie jasne na podstawie lektury "Stanowiska rządu", czy istnieje consensus w zakresie finansowania przez NBP deficytu budżetowego. Wyjaśnienia dyr. Kokoszcyńskiego na posiedzeniu Komisji w dn. 22.XI.br sugerują, że ustalenie, iż NBP zakupi w 1995 r. papiery skarbowe na kwotę 103 bln złotych jest interpretowane zarówno przez NBP jak i MF w sposób jednolity i nie pociąga za sobą obowiązku absorpcji przez NBP przyrostu zadłużenia sektora publicznego. W warunkach nadmiernego przyrostu rezerw walutowych w banku centralnym musi on - i tu zgadzam się w pełni z opiniami NBP- mieć swobodę wykorzystywania operacji bezwarunkowej sprzedaży bonów skarbowych ze swojego portfela dla zaabsorbowania tej nadwyżki.

2/ Sądzę, że rolą jaką przypisuje NBP stopie procentowej jako instrumentowi regulowania (a) strumieni kapitałowych (szczególnie w

zakresie tzw. kapitałów krótkoterminowych) oraz (b) skłonności do oszczędzania w krótkim okresie jest przesadzona. Strumień dewiz płynący do Polski skłonny jest traktować jako pieniężny wyraz nierejestrowanego eksportu a nie jako skłonności podmiotów zagranicznych do lokowania aktywów na polskim rynku w oczekiwaniu wysokich stóp procentowych od depozytów złotych.

W tym zakresie więc stopa procentowa nie ma bezpośredniego związku ze zjawiskiem napływu pieniądza zagranicznego. Z kolei skłonność do oszczędności kształtuje się pod wpływem czynników długookresowych, a jeśli dopuszczamy do realnej aprecjacji złotego (mierzonej cenami konsumpcji) to minimalizujemy zjawisko dolaryzacji oszczędności. Nie można, moim zdaniem, łączyć krótkookresowych ruchów oprocentowania depozytów ze skłonnością do oszczędzania społeczeństwa. Zagadnienie to wymagałoby szerszego omówienia i uzasadnienia, do czego w tym momencie nie czuję się zobowiązany.

Dodajmy tylko, że zwolnienie tempa dewaluacji złotego (spadek ceny pieniądza zagranicznego), któremu nie towarzyszy spadek krajowych stóp procentowych (utrzymanie wyższej "ceny" pieniądza krajowego) może prowadzić do nadmiernej konwersji dewiz na złote, a więc do nadmiernego powiększania się ilości pieniądza w obiegu, może więc stać się czynnikiem poinflacyjnym. Ostatnia obniżka stopy procentowej od operacji jednodniowych typu reverse repo przez NBP jest wyrazem uznania takiego niebezpieczeństwa. Obniżka ta, choć tylko z 26,5 % do 26 % ma istotne znaczenie i powinna przyczynić się do obniżki rentowności bonów skarbowych oraz w efekcie do obniżki kosztów obsługi długu publicznego. Można ją także interpretować jako sygnał dla gospodarki, że istnieje

realna perspektywa obniżenia tempa inflacji.

Podsumowując, w kwestii finansowania deficytu popieram stanowisko NBP (czyli wspólne stanowisko NBP i MF), w kwestii stóp procentowych podzielam stanowisko Rządu, bardziej skłonnego do ich obniżenia. W obecnej sytuacji najprostszą drogą do realizacji tego ostatniego postulatu wydaje się być aktywna polityka kursowa podporządkowana celom polityki pieniężnej.