

Prof. dr hab. Zdzisław Fedorowicz
Szkoła Główna Handlowa

Ekspertyza nr 75

UWAGI DO PROJEKTU "ZAŁOŻEŃ DO POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA 1996 R." NARODOWEGO BANKU POLSKIEGO

1. Narodowy Bank Polski po raz pierwszy wyraźnie podzielił cele polityki monetarnej - zgodnie z ujęciami podręcznikowymi - na cel finalny, cel pośredni i cel operacyjny ("Założenia" s. 22). Za cel finalny polityki pieniężnej Narodowy Bank Polski przyjął "pożądaną poziom inflacji". Celem pośrednim ma być podaż pieniądza ogółem, zaś celem operacyjnym podaż pieniądza rezerwowego NBP.

2. Cel finalny polityki pieniężnej w 1996 r. w ujęciu werbalnym nie różni się od "celu podstawowego" tej polityki, ustalonego w poprzednim roku ("Podstawowym celem polityki pieniężnej w 1995 r. jest więc dalsze zmniejszanie wielkości inflacji"). Różnica w założeniach polityki w dwóch kolejnych latach występuje w kwantyfikacji celu i we wskazaniu metod jego osiągania. W założeniach polityki pieniężnej na 1995 r. wskazano, że "niezwykle ścisła kontrola kreacji pieniądza banku centralnego... umożliwiłaby ograniczenie inflacji w 1995 r. co najwyżej do poziomu 19%. Zmniejszanie inflacji do jeszcze niższego poziomu - zakładanych przez rząd 17% - wymaga ponadto działań wykraczających poza politykę pieniężną". W założeniach polityki pieniężnej na 1996 r. (s. 27) cel finalny, to jest poziom inflacji, przedstawiony jest w dwóch wariantach: pierwszy "optymistyczny" zakłada obniżenie inflacji do 19% (relacja cen konsumpcyjnych w ujęciu grudzień do grudnia), drugi "z bardziej pasywną polityką pieniężną" określa wskaźnik inflacji na 21% (w tym samym ujęciu). Nie ma przy tym podziału - w odróżnieniu od poprzedniego roku - na obniżenie inflacji zależne tylko od "ścislej kontroli kreacji pieniądza banku centralnego" i na jej dodatkowe obniżenie zależne od działań rządu. W obu wariantach obniżania inflacji w 1996 r. potrzebna jest współpraca banku centralnego i rządu. Jedynie w pierwszym wariantcie "konieczna będzie przede wszystkim zdeterminowana proimportowa polityka fiskalna, która doprowadzi do radykalnego zmniejszenia zadłużenia netto sektora rządowego w systemie bankowym, a także polityka kursowa i handlowa nakierowana na ograniczenie nadmiernego przyrostu należności zagranicznych netto". Wariant drugi, zakładający obniżenie inflacji do 21%, "również wymaga wspólnych działań banku centralnego i rządu, zakłada jednak łagodniejszą politykę dostosowawczą zarówno w ograniczaniu zbyt wysokiego napływu dewiz, jak i finansowania deficytu budżetowego".

3. Na tle przedstawionego wyżej celu finalnego polityki pieniężnej NBP w 1996 r. (w dwóch wersjach ilościowych) nasuwają się następujące uwagi:

a) NBP przedstawia dwie prognozy stopy inflacji, różniące się od prognozy Ministerstwa Finansów (17% w ujęciu poziomym cen konsumpcyjnych w grudniu 1996 do grudnia

1995 i 19,8% średniorocznego wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych), jednak bez żadnej kalkulacji czy uzasadnienia ich wysokości, w odróżnieniu od prognozy Ministerstwa Finansów, która jest dość szczegółowo uzasadniona ("Uzasadnienie do projektu ustawy budżetowej na 1996 r., t. I, strony 29 do 32). Brak uzasadnienia do prognozy NBP nie pozwala ustosunkować się do niej, ale też i nie budzi do niej zaufania.

b) We wskazaniach uwarunkowań niższej inflacji w prognozie NBP nie przekonuje stwierdzenie, że zdeterminowana proimportowa polityka fiskalna miałyby doprowadzić do radykalnego zmniejszenia zadłużenia netto sektora rządowego w systemie bankowym. Proimportowa polityka fiskalna, wyrażająca się w dodatkowym (ponad zamierzenia zawarte w projekcie ustawy budżetowej) obniżeniu stawek celnych i podatku importowego, może oczywiście zmniejszyć wzrost rezerw dewizowych, ale jej wpływ na obniżenie zadłużenia sektora budżetowego w systemie bankowym nie jest oczywisty. Tak rozumiana polityka proimportowa zmniejszy dochody budżetowe z ceł i podatku importowego, może zwiększyć wpływy z podatku od towarów i usług importowanych, co ewentualnie może (ale nie musi) zmniejszyć nieco deficyt budżetowy; deficyt może też wzrosnąć, jeżeli wzrost dochodów budżetowych z podatku od towarów i usług nie zrównoważyłby ubytku dochodów z ceł i podatku importowego. Tej kwestii nie można rozstrzygnąć bez szczegółowej kalkulacji. Gdyby jednak nawet wynikło z takiej kalkulacji zmniejszenie deficytu budżetowego, byłoby ono raczej znikome, a w żadnym wypadku nie "radykalne", jak głosi dokument NBP.

c) Jest zupełnie niejasne, na czym miałyby polegać "łagodniejsza polityka dostosowawcza zarówno w zakresie zbyt wysokiego napływu dewiz, jak i finansowania deficytu budżetowego", która ma towarzyszyć drugiemu wariantowi stopy inflacji. Jeżeli chodzi o łagodniejsze hamowanie zbyt wysokiego napływu dewiz, może to oznaczać zaniechanie silniejszej aprecjacji złotego w stosunku do obcych walut przez podwyższenie wskaźnika "pełzającej" dewaluacji i zwężenie przedziału dopuszczalnych odchyłeń kursu "rynkowego" od kursu "paritetowego" (s. 33). Ale w opiniowanym dokumencie brak jakichkolwiek wskazań co do tego, jaką stopę "pełzającej" dewaluacji zakłada NBP (Ministerstwo Finansów zakłada 0,7% miesięcznie) i na jakim poziomie odchyłeń kursu rynkowego od kursu paritetowego zamierza podejmować interwencje na rynku walutowym. Przy braku tych ustaleń nie wiadomo też, na ile NBP zamierza od nich ustępować realizując "łagodniejszą" politykę przystosowawczą. Jeżeli zaś chodzi o finansowanie deficytu budżetowego w systemie bankowym, to występuje wyraźna różnica między zgłoszonym przez Ministerstwo Finansów zapotrzebowaniem (7 981,9 mln zł - "Uzasadnienie do projektu ustawy budżetowej na 1996 r.", t. I, s. 393) a przewidywaniami NBP, w wersji bardziej surowej 9 849,9 mln zł, w wersji bardziej łagodnej 11 208,1 mln zł ("Założenia polityki pieniężnej na 1996 r.", s. 28). Różnice te nie są wyjaśnione i stąd nie wiadomo, czy NBP uważa, że deficyt budżetowy założony w projekcie ustawy budżetowej jest nierealny, czy nierealne jest założone przez Ministerstwo Finansów pozabankowe finansowanie tego deficytu (3 511,9 mln zł, źródło jw.), czy też może NBP do tej pozy-

cji włącza "inne niż deficyt budżetowy kategorii potrzeb pożyczkowych sektora publicznego", które ocenia na 53,8% deficytu budżetowego na 1996 r. ("Założenia", s. 4).

Poruszone wyżej kwestie wymagają wyjaśnienia przez Narodowy Bank Polski, gdyż bez takich wyjaśnień nie można ocenić ani przedłożonych przez NBP dwóch wariantów prognozy inflacji, ani proponowanych działań w obszarze polityki pieniężnej.

4. Jako pośredni cel polityki pieniężnej w 1996 r. Narodowy Bank Polski przyjmuje wielkość podaży pieniądza ogółem ("Założenia" s. 23). Cel ten jest przedstawiony w dwóch wariantach bilansu skonsolidowanego systemu bankowego ("Założenia" s. 28). Wariant I przewiduje wzrost podaży pieniądza ogółem o 24,2 % nominalnie przy inflacji 19% (ceny konsumpcyjne grudzień do grudnia) i nominalnym wzroście PKB o 27,7%; wariant II przewiduje nominalny wzrost podaży pieniądza ogółem o 21,5% przy inflacji 21% i nominalnym wzroście PKB o 30,3%.

Na uwagę zasługuje w obu wariantach niższa od dynamiki wzrostu PKB dynamika wzrostu podaży pieniądza. W I wariantcie polityki pieniężnej różnica między tymi wskaźnikami wynosi 3,5 punktu procentowego, w II wariantcie 1,8 punktu. Nie wchodząc w te różnice ilościowe trzeba stwierdzić, że ogólnie mniejszy od nominalnego wzrostu PKB wzrost podaży pieniądza może usprawiedliwiać tylko przyspieszenie obiegu pieniądza. Takie przyspieszenie może być skutkiem albo radykalnego usprawnienia rozliczeń pieniężnych w systemie bankowym (o czym nie wspomina się w opiniowanym dokumencie) i/lub zmniejszenia oszczędności i rezerw pieniężnych. W tej ostatniej kwestii w "Założeniach polityki pieniężnej na 1996 r." na s. 16 przewiduje się tylko zwolnienie tempa wzrostu oszczędności i depozytów (a nie ich zmniejszenie), co może mieć tylko minimalny wpływ na przyspieszenie obiegu pieniądza. Stąd dysproporcja między wskaźnikiem wzrostu PKB w ujęciu nominalnym a wskaźnikiem wzrostu podaży pieniądza jest trudna do wytłumaczenia. Próby doprowadzenia do ukształtowania się takiej dysproporcji w realnym przebiegu zjawisk gospodarczych w 1996 r. mogą doprowadzić do zaburzeń gospodarczych, przede wszystkim do wzrostu zatorów płatniczych na skutek niedoboru pieniądza transakcyjnego. Warto w tym miejscu przypomnieć, że w latach 1988 - 1990 NBP stawiał sobie za cel kształtowanie wskaźnika wzrostu podaży pieniądza poniżej wskaźnika wzrostu dochodu narodowego w cenach bieżących w nadziei na zaabsorbowanie w ten sposób "nawisu inflacyjnego", co jednak przyniosło bardzo poważny wzrost zatorów w rozliczeniach. Powrót do restrykcyjnej polityki w dziedzinie podaży pieniądza ogółem grozi powtórzeniem się tych następstw.

5. Operacyjny cel polityki pieniężnej został określony jako kształtowanie podaży pieniądza rezerwowego, a ilościowy jego wymiar został ustalony na 28-32% w skali 1996 r. ("Założenia" s. 25). W tym wypadku NBP nie podał dwóch wersji celu operacyjnego, co jest przyczyną niejasności: czy dolną granicę przyrostu pieniądza rezerwowego (28%) należy traktować jako cel operacyjny zmierzający do realizacji pierwszego wariantu przewidywań inflacyjnych, a górną (32%) jako cel operacyjny zmierzający do realizacji drugiego wariantu infla-

cji i podaży pieniądza, czy też związek między celem operacyjnym a dwoma wariantami celu pośredniego jest inny, ale NBP nie chce go sformułować. W każdym razie trzeba zauważyć, że w zasadzie w założeniach NBP wzrost podaży pieniądza rezerwowego ma być wyższy, niż wzrost podaży pieniądza ogółem (tylko w wypadku wzrostu pieniądza rezerwowego na dolnej granicy 28% przy jednoczesnym wzroście podaży pieniądza ogółem na górnej granicy 28,5% między tymi wskaźnikami występuje zależność odwrotna, ale wystąpienie takiej sytuacji trudno byłoby uzasadnić). Takie ukształtowanie tych wskaźników oznacza, że w 1996 r. musiałby zmniejszyć się mnożnik pieniężny. Na zmniejszenie mnożnika może wpływać podwyższenie procentowych norm obowiązkowych rezerw płynności (co chyba jest zamierzeniem w odniesieniu do depozytów walutowych - por. "Założenia" s. 32) i wzrost rezerw nadwyżkowych, utrzymywanych przez banki komercyjne na rachunkach bieżących w NBP. Taki proces zachodził w 1995 r. w następstwie starań NBP o "sterylizację" nadwyżek płynności w bankach komercyjnych w drodze sprzedaży papierów wartościowych z portfela i z emisji NBP w operacjach reverse-repo i outright. Powstaje jednak pytanie, czy w 1996 r. bank centralny będzie miał dość bonów skarbowych na dalsze prowadzenie tych operacji, jako że w ciągu pierwszych 7 miesięcy 1995 r. jego portfel bonów skarbowych zmniejszył się z 8 584,6 mln zł do 3 289,9 mln zł, to jest o 61,7 % (Biuletyn Informacyjny NBP nr 7/1995, tabela 3), a do końca roku zmniejszy się zapewne jeszcze bardziej. W 1996 r. NBP chce zrezygnować z zakupu skarbowych papierów wartościowych ("Założenia" s. 18), a więc i z powiększania tego portfela. Substytutem skarbowych papierów wartościowych w operacjach otwartego rynku, absorbujących nadpłynność banków komercyjnych, są bony pieniężne NBP, ale ich emisja i sprzedaż jest dla NBP kosztownym kredytem, którego bank centralny nie potrzebuje. W efekcie sprzedaży bonów pieniężnych następuje przepływ zysków z banku centralnego do banków komercyjnych, co powoduje także zmniejszenie dochodów budżetowych z wpłat z zysku NBP, nie kompensowane przez zwiększenie podatku dochodowego, płaconego przez banki komercyjne.

Trzeba zauważyć, że w "Założeniach polityki pieniężnej na 1996 r." brak jakiegokolwiek wzmianki o uwarunkowaniach operacji otwartego rynku w przyszłym roku.

6. Biorąc pod uwagę to, że głównymi źródłami wzrostu podaży pieniądza są: skup zagranicznych środków płatniczych (wzrost rezerw dewizowych) i kredytowanie (sektora budżetowego i sektora nie-finansowego, tj. przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), bank centralny może wpływać na podaż pieniądza przy pomocy dwóch podstawowych instrumentów: kursu walutowego i stopy procentowej. Polityka kursów walutowych, prowadząca do względnej aprecjacji złotego, hamuje eksport i pobudza import, a więc może przyczynić się do zmniejszania przyrostu rezerw przez powiększanie deficytu oficjalnego handlu zagranicznego. Może też, ale w małym stopniu, hamować napływ walut z handlu przygranicznego. Wysoki poziom stóp procentowych może hamować popyt na kredyt w sektorze nie-finansowym. Popyt sektora publicznego na kredyty finansujące deficyt budżetowy jest nieela-

styczny w stosunku do stopy procentowej: wyższy jej poziom powoduje tylko wyższe koszty obsługi długu publicznego, ale nie wpływa na jego rozmiary.

Trzeba jednak pamiętać, że kombinacja polityki względnej aprecjacji złotego i wysokich stóp procentowych powoduje napływ do kraju spekulacyjnego, krótkoterminowego kapitału zagranicznego. Mnożnik parytetu stóp procentowych dla złotego i dolara USA wg prognozy na 1996 r. wynosi $1,25/1,06 = 117,92$. W takiej relacji w ciągu 1996 r. powinien wzrosnąć kurs dolara w stosunku do poziomu z końca 1995 r., gdyby parytet stóp procentowych miał być zachowany. Przy przewidywanym poziomie centralnego kursu dolara USA w końcu 1995 r. w wysokości 275,50 zł/100 USD, kurs centralny w końcu 1996 r. powinien wynieść $275,50 \times 117,92 = 324,87$ zł/100 USD. Tymczasem kurs centralny dolara na koniec 1996 r. przewidziano w wysokości 307,80 zł/100 USD (dane o kursach centralnych pochodzą z uzasadnienia do ustawy budżetowej na 1996 r., s. 33-34). Przy takim jego poziomie mnożnik parytetu stóp procentowych wynosi 111,72, co odpowiada relacji stóp procentowych 1,250/1,112. Inaczej mówiąc, relacje kursów walutowych przy przewidywanym poziomie dyskonta od bonów skarbowych zapewniają inwestorom amerykańskim oprocentowanie funduszy dolarowych zaangażowanych w polskie bony w wysokości 11,2% rocznie, a więc na poziomie blisko dwukrotnie wyższym od oprocentowania krótkoterminowych lokat w USA. Może to wywoływać nadal wysoki napływ krótkoterminowych kapitałów z zagranicy i zwiększać rezerwy dewizowe wbrew intencjom banku centralnego. Z tego punktu widzenia między polityką względnej aprecjacji złotego i polityką wysokich stóp procentowych występuje sprzeczność, której następstwem będzie nieoczekiwany przez NBP wzrost podaży pieniądza.

7. Narodowy Bank Polski w "Założeniach polityki pieniężnej na 1996 r." (s. 30) stwierdza, że "konsekwencją przyjęcia pieniądza rezerwowego jako celu operacyjnego, a zatem większej zmienności stóp procentowych, jest wzrost roli stopy lombardowej". Ta teza nie znajduje potwierdzenia w danych ilustrujących sytuację sektora bankowego (finansowego) w końcu lipca br. Według danych Biuletynu Informacyjnego NBP (nr 7/1995, tabela 2) zobowiązania NBP wobec sektora finansowego (banki komercyjne) przekraczały należności od niego o 2 726,7 mln zł, tj. o 37,92% tych należności. Jeżeli do zobowiązań NBP dodać gotówkę w kasach banków, nadwyżka zobowiązań NBP nad należnościami wzrasta do 5 142,2 mln zł, to jest do 71,5% należności. Tak więc NBP w ujęciu netto jest nie wierzycielem, ale dłużnikiem banków komercyjnych, i to w dużej skali. Nie pozwala to oczekiwać, że w 1996 r. banki komercyjne (jako cały sektor, a nie pojedyncze banki) będą poszukiwały refinansowania w banku centralnym w formie kredytu lombardowego i że wobec tego jego oprocentowanie będzie wpływało na rynek pieniężny. Już obecnie wykorzystanie kredytu lombardowego jest znikomo małe (w końcu lipca br. 67,9 mln zł, 1,18% kredytów refinansowych ogółem). Należy przewidywać, że w 1996 r. główną troską NBP - podobnie jak obecnie - będzie zmniejszanie płynności banków komercyjnych przez sprzedaż bonów skarbowych (reverse-repo i outright) i bonów pieniężnych, a niej jej zwiększanie przez kredyt lombardowy. Stąd

dla kształtowania stóp procentowych na rynku pieniężnym decydujące znaczenie będą miały stopy dyskonta od tych walorów, a nie stopa kredytu lombardowego. Te stopy dyskontowe będą wyznaczały dolną granicę stóp procentowych na rynku pieniężnym. Stopa kredytu lombardowego może wyznaczać górną granicę stóp rynkowych pod warunkiem, że kredyt lombardowy będzie łatwo dostępny, bez limitowania kwot i terminów.

8. Trzeba zauważyć, że Narodowy Bank Polski w "Założeniach polityki pieniężnej na 1996 r." nie podaje żadnej ilościowej charakterystyki ani kursów walutowych, ani stóp procentowych, które zamierza stosować. Narodowy Bank Polski akcentuje "konieczność rozszerzenia autonomii, a tym samym wiarygodności polityki stopy procentowej NBP" (s. 33). Można stąd wnosić, że Narodowy Bank Polski widzi rozszerzenie autonomii i wzmocnienie wiarygodności polityki stopy procentowej w nadawaniu jej dyskrecjonalnego charakteru, zależnego od uznania a nie od jakichkolwiek reguł. Jest to sprzeczne z panującymi w świecie tendencjami do unikania dyskrecjonalnej i nieprzewidywalnej polityki pieniężnej i zastępowania jej przez politykę opartą o długoterminowe reguły działania. Dyskrecjonalny charakter polityki pieniężnej NBP, dodatkowo zaakcentowany w jej założeniach na 1996 r., uniemożliwi koordynację działań banku centralnego z całością polityki gospodarczej państwa i może zagrażać realizacji jej priorytetów.

Warszawa, 17 listopada 1995 r.