

OCENA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA 1997

1. Niniejsza ocena opiera się na następujących dokumentach :
 - a) Założenia polityki pieniężnej na 1997 r., Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik 1996 r. (powoływane w tekście jako „założenia”);
 - b) Raport o stanie pieniądza, Narodowy Bank Polski, Warszawa 1996 r.;
 - c) Uzasadnienie do projektu ustawy budżetowej na 1997 r., Rada Ministrów, Warszawa, październik 1996 .
2. Generalne kierunki polityki gospodarczej państwa i wynikające z nich cele w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych Narodowy Bank Polski określa następująco „utrzymywanie trwałego i szybkiego wzrostu gospodarczego oraz ograniczanie inflacji. Ich konkretyzacją dla roku 1997 stały się przyjęte przez rząd w pracach nad projektem ustawy budżetowej wielkości : wzrost realnego produktu krajowego brutto o 5,5 % oraz ograniczenie wzrostu średniorocznego poziomu cen konsumpcyjnych do 15 % (wskaźnik liczony metodą grudzień do grudnia ma zmaleć do 13 %)”¹
3. Kierownictwo Narodowego Banku Polskiego, uznając, że „skoordynowanie polityki pieniężnej i fiskalnej jest dla gospodarki wartością samą w sobie” ustaliło, że „**celem zasadniczym polityki pieniężnej w 1997 r. jest ograniczenie średniego rocznego wskaźnika wzrostu cen konsumpcyjnych do 15 %**”²

To podejście NBP do określenia zasadniczego (czy finalnego) celu polityki pieniężnej w 1997 r. warte jest odnotowania, gdyż w przeszłości (np. w założeniach polityki pieniężnej na 1996 r.) finalny cel polityki pieniężnej był formułowany wyłącznie w ujęciu jakościowym (umocnienie polskiego pieniądza czy zwalczanie inflacji), a w ilościowym jego wymiarze występowały rozbieżności między prognozą rządową i prognozą NBP co do przewidywanego wskaźnika inflacji. Na tym tle mogły powstawać wątpliwości, czy NBP w realizacji polityki pieniężnej będzie zmierzać do utrzymania inflacji na przewidywanym przez siebie wyższym poziomie, czy też na niższym poziomie prognozowanym przez rząd.

W ujęciu założeń polityki pieniężnej na 1997 r. takich wątpliwości już nie ma.
4. W „założeniach” wskazuje się, że istnieje szereg warunków formułowania celów polityki pieniężnej, jak też i skutecznej ich realizacji. Do tych warunków zaliczono koniunkturę zewnętrzną, inercję procesów gospodarczych oraz pozostałe rodzaje polityki gospodarczej, a w pierwszym rzędzie politykę strukturalną i politykę fiskalną³. Takie postawienie sprawy nie wydaje się zasadne. W istocie rzeczy powodzenie w zwalczaniu inflacji zależy i od koniunktury zewnętrznej, i od skoordynowanego wykorzystywania instrumentów polityki fiskalnej (należałoby dodać również dochodowej) i pieniężnej, a tymczasem w założeniach polityki pieniężnej stawia się sprawę w ten sposób, jak gdyby polityka pieniężna była jedynym instrumentem zwalczania inflacji (co wynika z upartego traktowania inflacji jako zjawiska wyłącznie monetarnej natury), a koniunktura zewnętrzna, polityka fiskalna i inercja procesów gospodarczych tworzyły tylko warunki dla określania celów i realizacji polityki pieniężnej jako jedynego sprawczego czynnika ograniczania inflacji. Przesadne traktowanie roli polityki pieniężnej w ograniczaniu inflacji nie byłoby jeszcze niczym groźnym, gdyby z niego nie wypływały wnioski co do konieczności prowadzenia bardzo

¹ Założenia s. 3.

² Jak wyżej, s. 4.

³ Jak wyżej, s. 3.

- restrykcyjnej polityki pieniężnej wobec tego że „pozostałe rodzaje polityki gospodarczej w roku 1997 nie sprzyjają ograniczaniu inflacji, a w niektórych przypadkach są nawet czynnikiem oddziaływającym generalnie proinflacyjnie”⁴
5. Teza o swego rodzaju osamotnieniu banku centralnego i jego polityki pieniężnej w walce z procesami inflacyjnymi zostaje jeszcze udratyzowaną przez stwierdzenie, że niekorzystne uwarunkowania zewnętrzne dla polityki pieniężnej, dotyczą gospodarki, w której nominalny popyt rośnie szybciej od realnego wzrostu podaży ze źródeł krajowych, a co więcej, w której istotna część tego popytu jest finansowana kredytem”⁵. W warunkach trwającego - choć w słabnącym tempie procesu inflacyjnego nie jest niczym nadzwyczajnym, że nominalny popyt rośnie szybciej od realnego wzrostu podaży. Taka relacja tych dwóch wielkości będzie występowała, i wtedy gdy stopa inflacji w Polsce obniży się do poziomu 2 do 3 % rocznie. Z punktu widzenia powstawania inflacyjnego nacisku popytowego groźna byłaby nadwyżka tempa wzrostu nominalnego popytu nad tempem wzrostu podaży wartościowanej w *cenach rosnących z przyczyn pozamonetarnych*, jak podwyższanie cen administracyjnych, wzrost kosztów produkcji itp. Podobnie jest zjawiskiem zwykłym, że część popytu jest finansowana kredytem bankowym. Dla zachowania równowagi rynkowej ubytek popytu pieniężnego, wywołany gromadzeniem pieniężnych rezerw i oszczędności powinien być wyrównywany przez wzrost popytu oparty o kredyt, oczywiście pod warunkiem, że kredytowa kreacja popytu *nie przekroczy jego ubytku, wywołanego procesem oszczędzania*, przy innych warunkach niezmiennych. Niestety w opiniowanych założeniach polityki pieniężnej na 1997 r. nie znajdujemy wyliczeń dowodzących występowania nadwyżki popytu ponad wzrost podaży liczonej w cenach rosnących z przyczyn pozamonetarnych, ani też wyliczeń wskazujących na wzrost kredytowego finansowania ponad granice wyznaczone przyrostem pieniężnych rezerw i , oszczędności (z uwzględnieniem pewnych dalszych ograniczeń).
6. Gdyby przyjąć założenie, że część inflacyjnego wzrostu cen jest obecnie - i będzie w 1997 r. wywołwana przez działanie czynników pozamonetarnych, a część jest i może być wywołwana przez nadmiar popytu pochodzący, z kreacji pieniądza, byłoby łatwiej i określić zadania banku centralnego w zwalczaniu inflacji, i nadać im wymiar liczbowy. Tymczasem jednak Narodowy Bank Polski formułuje pogląd, że w pracach rządu nad polityką gospodarczą na rok przyszły nie możemy znaleźć ani instrumentów ograniczania tempa wzrostu (...) popytu, ani nowych instrumentów stymulujących. Wzrost efektywności - Stąd wniosek, iż ograniczanie tempa inflacji musi być dokonane przez ograniczanie wzrostu popytu krajowego narzędziami polityki pieniężnej i przez wzrost podaży z importu.⁶ Można oczywiście wyrażać pogląd, że np. działania rządu w dziedzinie polityki dochodowej (kształtowanie płac, rent, emerytur- itp.) są nie dość radykalne i że bank centralny chętnie widziałby silniejsze ograniczenie popytu konsumpcyjnego w nadziei, że wywoła to ograniczenie wzrostu cen a nie np. ograniczenie wzrostu produkcji i podaży, ale nie można w ogóle nie dostrzegać tych działań i twierdzić, że ograniczenie tempa inflacji do zgodnie przyjętego przez rząd i bank centralny wskaźnika 15 % w skali rocznej zależy wyłącznie od ograniczenia wzrostu popytu krajowego narzędziami polityki pieniężnej i wzrostu podaży z importu. Takie postawienie sprawy grozi zastosowaniem nadmiernie restrykcyjnej polityki pieniężnej, której efektem będzie nie hamowanie inflacji (najbardziej nawet restrykcyjna polityka pieniężna nie zahamuje wzrostu cen wywołanego przez

⁴ Jak wyżej, s. 4.

⁵ Jak wyżej, s. 4.

⁶ Jak wyżej, s. 4-5.-5.

pozamonetarne czynniki), ale hamowanie wzrostu gospodarczego, który jest przecież uznanym przez NBP priorytetowym celem polityki gospodarczej państwa.

7. Pomijanie wspomnianej poprzednio relacji oszczędności/kredyt w mechanizmie powstania popytowej presji inflacyjnej prowadzi do przesadnego i abstrakcyjnego traktowania deficytu budżetowego (a słuszniej byłoby rozważać wzrost kredytu publicznego) jako źródła inflacji. Z punktu widzenia globalnej równowagi między zmniejszeniem popytu przez oszczędzanie a zwiększeniem popytu przez kredytowanie jest obojętne, czy kredyt jest udzielony na konsumpcję indywidualną, czy zbiorową (via deficyt budżetowy), czy też na inwestycje. Może to mieć znaczenie z punktu widzenia równowag odcinkowych (może to mają na myśli autorzy założeń, stwierdzając, że „istotna część popytu krajowego to popyt inwestycyjny, natomiast przeważająca część wydatków budżetowych ma charakter konsumpcyjny”, zresztą bezzasadnie, gdyż popyt prywatny, który należy przeciwstawiać publicznemu czy budżetowemu, jest przede wszystkim popytem konsumpcyjnym), ale tylko wtedy, gdyby się uprzednio stwierdziło, że np. na rynku towarów i usług konsumpcyjnych występuje nadmiar, a na rynku inwestycyjnym niedobór popytu. Takiej analizy w omawianych założeniach polityki pieniężnej na 1997 r. nie ma, natomiast występuje tendencja do traktowania deficytu budżetowego (kredytowania sektora publicznego) jako samodzielnego źródła inflacji, z pomijaniem źródeł kredytowania i ich wykorzystywania na wszystkie formy kredytu, publicznego i prywatnego. Powyższe uwagi nie oznaczają bynajmniej lekceważenia tzw. efektu wypierania, kiedy to z możliwości kredytowania korzystają przede wszystkim organy publiczne ze szkodą dla kredytowania przedsięwzięć gospodarczych, ale to jest inne zagadnienie, związane z efektywnością wykorzystywania zasobów kredytowych, a nie z naciskiem inflacyjnym.
8. Wybór zasadniczego celu polityki pieniężnej, jakim jest ograniczenie średniego wzrostu rocznego wskaźnika inflacji wzrostu cen konsumpcyjnych do 15 %, łączy się z wyborem celu pośredniego, którym ma być przyrost podaży pieniądza ogółem, i celu operacyjnego, którym ma być przyrost zasobów pieniądza rezerwowego. Jak stwierdzono w założeniach polityki pieniężnej, „**ograniczenie inflacji w roku 1997 do 15 % średnio rocznie wymaga ograniczenia przyrostu podaży pieniądza ogółem do 27,4-28,6 mld zł, a pieniądza rezerwowego - do ok. 5,2-7,5 mld zł.**”⁸ Cel pośredni i cel operacyjny polityki pieniężnej zostały zdefiniowane identycznie jak w 1996 r., ale w metodzie ustalania ilościowych wyrażań dla tych celów zaszła bardzo istotna zmiana. Jak stwierdzono w założeniach polityki pieniężnej na 1997 r., „podstawową kategorią prognozy monetarnej jest popyt na pieniądz ogółem”⁹. Należy to rozumieć w ten sposób, że cel pośredni polityki pieniężnej w postaci wzrostu podaży pieniądza zostaje ustalony w wyrażeniu ilościowym odpowiednio do obliczonego w odpowiedni sposób popytu na pieniądz. *Ta zasada metodyczna, zastosowana po raz pierwszy przy ustalaniu celów polityki pieniężnej, zasługuje na podkreślenie i uznanie.* Oznacza ona odejście od pojmowania podaży pieniądza jako wielkości egzogenicznej, do której musi dostosować się gospodarka, na rzecz podejścia od strony równowagi monetarnej, w myśl którego podaż pieniądza ogółem powinna być dostosowana do egzogenicznie kształtującego się popytu na pieniądz. Gdyby ta zasada była konsekwentnie stosowana nie tylko przy ustalaniu założeń polityki pieniężnej, ale i w trakcie jej realizacji, przez bieżące monitorowanie kształtowania się popytu na pieniądz i dostosowywanie do niego podaży pieniądza, nie groziłoby ani wywoływanie inflacji popytowej przez nadmierną podaż pieniądza, ani też powodowanie

⁷Jak wyżej, s. 5.

⁸ Jak wyżej, s. 5 .

⁹ Jak wyżej, s. 10 .

presji deflacyjnej, hamującej wzrost gospodarczy i powstawanie zatorów w rozliczeniach przy niedostatecznej podaży pieniądza.

9. Warunkiem zachowywania równowagi monetarnej w sensie dostosowywania podaży pieniądza do egzogenicznie (w stosunku do systemu bankowego) kształtującego się popytu na pieniądź jest po pierwsze prawidłowe obliczenie tego popytu i możliwość śledzenia jego zmian w trakcie realizacji polityki pieniężnej, po drugie dysponowanie instrumentami pozwalającymi na możliwie dokładne dostosowanie podaży pieniądza do popytu na pieniądź. Dla potrzeb ustalenia założeń polityki pieniężnej na 1997 r. w Narodowym Banku Polskim posłużono się modelami, szeroko omówionymi w założeniach.¹⁰ Na dyskusję z przedstawionymi tam wywodami nie ma miejsca w opinii o założeniach polityki pieniężnej. Można przyjąć, że ustalona prognoza popytu na pieniądź jest *grosso modo* prawidłowa. W oparciu o analizę modelową „otrzymano przyrost pieniądza w ujęciu realnym o 7,3%-8% (grudzień 1997/grudzień 1996)”¹¹. Jest jednak zastanawiające, że w prognozie wybranych elementów skonsolidowanego bilansu systemu bankowego¹² wprowadzono dynamikę podaży pieniądza w ujęciu realnym w wysokości 6,8%-7,6%, z czego wynika nominalny przyrost podaży pieniądza w ujęciu kwotowym 27,4-28,6 mld zł., określony jako pośredni cel polityki pieniężnej¹³. Na tym tle powstaje wątpliwość :

- a) czy - wobec zastrzeżenia, że „wyniki prognoz powinny być traktowane jako wstępne i orientacyjne”¹⁴ - dokonano jakiejś korekty popytu na pieniądź, ustalonego w analizie modelowej i uzyskano wynik bardziej wiarygodny w oparciu o jakieś inne przesłanki ?
- b) czy, przyjmując, że popyt na pieniądź ukształtuje się zgodnie z modelową prognozą, świadomie ustala się podaż pieniądza na poziomie niższym od popytu, dla osiągnięcia jakichś efektów nie sprecyzowanych w opiniowanym dokumencie.¹⁵

Ta wątpliwość powinna być wyjaśniona dla uzyskania pełnej jasności co do sposobu ustalenia przez NBP pośredniego celu polityki pieniężnej na 1997 r. w wyrażeniu liczbowym.

10. Za cel operacyjny polityki pieniężnej w 1997 r. Narodowy Bank Polski przyjmuje ograniczenie przyrostu podaży pieniądza rezerwowego do ok. 5,2-7,5 mld zł.

Jak wiadomo, dla ustalenia przyrostu bazy monetarnej (tzn. sumy pieniądza rezerwowego i gotówki w obiegu) w oparciu o ustalony przyrost podaży pieniądza ogółem, trzeba posłużyć się mnożnikiem pieniężnym. Zakładamy, że NBP konsekwentnie ustalił popyt na pieniądź w oparciu o analizę modelową, do tego popytu dostosował podaż pieniądza ogółem dla zachowania równowagi monetarnej (choć w tym miejscu powstaje wyżej omówiona wątpliwość), i w oparciu o przyrost podaży pieniądza ogółem, stosując mnożnik pieniężny, ustalił wzrost bazy monetarnej, podzielony następnie na wzrost gotówki w obiegu i wzrost podaży pieniądza rezerwowego, przyjęty jako cel operacyjny polityki pieniężnej. W tym łańcuchu postępowania w założeniach polityki pieniężnej na 1997 r. brakuje jednak ogniwa w postaci omówienia mnożnika pieniężnego. Uwagi wyjaśniające stosunkowo niski przyrost pieniądza rezerwowego¹⁶ są niekompletne.

¹⁰ Założenia s. 20-29.

¹¹ Jak wyżej, s. 27.

¹² J. w. s. 18.

¹³ J. w. s. 5.

¹⁴ Chodzi o prognozę popytu na pieniądź, założenia s. 29.

¹⁵ na s. 10 podane są jeszcze inne wskaźniki wzrostu popytu na pieniądź (6,6-7,65%)

¹⁶ Założenia, s. 20.

11. Przyrost podaży pieniądza ogółem w kwocie 27,4 - 28,6 mld zł ma rozłożyć się zgodnie z prognozą wybranych elementów skonsolidowanego bilansu systemu bankowego na następujące czynniki, kreujące podaż pieniądza:¹⁷

- | | |
|---|-----------------|
| • należności zagraniczne netto | 8,8 mld zł |
| • kredyt netto dla sektora rządowego | 8,3-10,2 „ |
| • kredyt netto dla pozostałych sektorów | 17,1-19,0 „ |
| • pozostałe pozycje netto, : | (6,8)-(9,4) „ , |

Wzrost należności zagranicznych netto o 209 mln USD, podany w tym samym zestawieniu, nie koresponduje z ich wzrostem w wyrażeniu złotowym - 8,8 mld zł, gdyż daje jakiś zupełnie nieprawdopodobny kurs walutowy PLN/USD = 42,1053. Dla stanu należności zagranicznych na koniec 1996 r. przyjęto kurs walutowy PLN/USD = 2,9006 a dla stanu na koniec 1997 r. kurs walutowy PLN/USD - 3,2618, co oznacza dewaluację złotego o 11,25 % w stosunku do USD, a więc w wyższym stopniu, niż prognozowana jego dewaluacja w stosunku do koszyka walut o ok. 9 %¹⁸. Jeżeli przyjąć, że obliczenie wzrostu zagranicznych rezerw netto w USD jest prawidłowe¹⁹, to należałoby skorygować jego wyrażenie złotowe w skonsolidowanym bilansie systemu bankowego, korygując jednocześnie inne pozycje, przede wszystkim wzrost kredytów netto dla sektora nie-finansowego, gdyż należy przyjąć, że zapotrzebowanie na wzrost kredytu dla sektora publicznego oraz zmiany pozostałych pozycji netto (o których decyduje przede wszystkim wzrost funduszy własnych systemu bankowego) zostały obliczone prawidłowo.

12. Zasadnicze znaczenie dla oceny założeń polityki pieniężnej na 1997 r. ma jednak nie korekta obliczenia wielkości kreacji pieniądza ogółem, powodowanej przez różne czynniki, ale podejście Narodowego Banku Polskiego do kontroli realizacji celu pośredniego polityki pieniężnej przez oddziaływanie na te czynniki przy pomocy instrumentów polityki pieniężnej. W tej sprawie w opiniowanym dokumencie NBP nie zajmuje jasnego stanowiska. I tak, w odniesieniu do należności zagranicznych netto stwierdza się, że ich zmiana w 1997 r. „może zawierać się w granicach od półtoramiliardowego spadku do półtoramiliardowego wzrostu”²⁰ (zapewne chodzi o dolary USA, ale autorzy opracowania nie podali w tym miejscu jednostki monetarnej). Dalej podano wzrost najbardziej prawdopodobny (o 209 mln USD), ale w żadnym miejscu dokumentu nie określono, czy NBP uważa taki wzrost nie tylko za prawdopodobny, ale i za *pożądany* i czy zamierza dążyć do jego uzyskania w praktyce przy pomocy instrumentów leżących w jego dyspozycji, przede wszystkim przy pomocy polityki kursu walutowego.

13.: W sprawie polityki kursu walutowego stwierdza się, że będzie ona nadal kształtowana w ramach systemu tzw. pelzającego pasma, dla kształtowania realnego efektywnego kursu walutowego m.in., zgodnie ze zmianami jednostkowych kosztów pracy, co wymagałoby w 1997 r. dewaluacji kursu złotego wobec koszyka o ok. 9%.²¹ Taka dewaluacja zachowywałaby rolę kursu centralnego jako „czynnika hamującego inflację i wywierającego presję proefektywnościową na krajowych producentów”. I dalej, że w przypadku rynkowej presji na deprecjację złotego szybszą od tej, jaka wynika z dewaluacji kursu centralnego, „realizacją celu dezinflacyjnego wymagać może interwencji rynkowych ograniczających dodatkową dewaluację złotego”²². Z tego wywodu wynika jasno, że NBP zamierza

¹⁷J. w. s. 18.

¹⁸J. w. s. 7.

¹⁹Tak zostało ono podane na s. 15 założeń, bez przeliczenia na złote.

²⁰Złożenia s. 14.

²¹J. w. s. 6 - 7.

²²J. w. s. 7.

podporządkować politykę kursu walutowego działaniom dezinflacyjnym, choćby w efekcie miało dojść do pogłębienia deficytu bilansu handlowego. Zmiana rezerw zagranicznych netto ma być w tym ujęciu efektem wynikowym tych działań, a nie wielkością składową pośredniego celu polityki pieniężnej, tj. wzrostu podaży pieniądza ogółem o określoną kwotę.

14. Jeżeli tak, to w ramach kwoty wzrostu podaży pieniądza ogółem (zakładając, że przyrost kredytu dla sektora publicznego i zmiany „pozostałych pozycji” nie będą zmieniać się) przyrost kredytów dla sektora nie-finansowego będzie zależał od niepewnych zmian należności zagranicznych netto i powinien wzrastać przy ich spadku i maleć przy ich wzroście w stosunku do „najbardziej prawdopodobnej” kwoty 209 mln USD (którą należałoby przeliczyć na złote w sposób nie budzący wątpliwości). Powstaje pytanie czy przewidziano w założeniach polityki pieniężnej możliwości oddziaływania na utrzymanie się przyrostu kredytów dla sektora niefinansowego w granicach wynikających z pośredniego celu polityki pieniężnej.

15. Wzrost zadłużenia kredytowego przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zależy i od ich popytu na kredyty bankowe, i od podaży tych kredytów ze strony¹ banków komercyjnych. Można przyjąć, w świetle analizy przedstawionej w założeniach polityki pieniężnej na 1997 r.²³, że brak popytu na kredyty bankowe nie będzie czynnikiem hamującym ich wzrost. Podaż kredytów ze strony banków komercyjnych będzie zależała :

- od ich ogólnych możliwości kredytowania, wynikających z poziomu płynności i (kształtowanego przez wzrost depozytów, normy obowiązkowych rezerw płynności, kredyty refinansowe i saldo operacji otwartego rynku),
- od konkurencji o kredyt między sektorem publicznym a sektorem prywatnym, wyrażającej się w dochodowości kredytów (czy lokat w papierach wartościowych) i poziomie ryzyka, które dla sektora publicznego jest właściwie zerowe. Z założeń polityki pieniężnej na 1997 r. wynika, że płynność banków komercyjnych w porównaniu do 1996 r. wzrośnie w wyniku wzrostu depozytów pierwotnych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, zmniejszenia norm procentowych rezerw obowiązkowych²⁴ oraz wzrostu kredytu refinansowego, przede wszystkim na inwestycje centralne, a zmniejszy się w wyniku operacji otwartego rynku²⁵. Nie jest jednak wyjaśnione, jakie to walory NBP może sprzedać bankom komercyjnym w trybie operacji otwartego rynku na kwotę ponad 9,5 mld zł²⁶, skoro z wybranych elementów bilansu NBP²⁷ wynika, że kredyt dla budżetu netto (realizowany poprzez zakup bonów skarbowych na rynku pierwotnym) zostanie z nadwyżką zrekompensowany przez wykup bonów pieniężnych NBP, pozostających w posiadaniu banków komercyjnych. Z tego rachunku wynika więc, że Narodowy Bank Polski nie będzie dysponował papierami wartościowymi dla ich lokowania w bankach komercyjnych celem zmniejszenia ich płynności i ograniczania ich możliwości kredytowania dla utrzymania podaży pieniądza w granicach określonych przy formułowaniu pośredniego celu polityki pieniężnej.

16. Nie można podzielić poglądu NBP, że „wraz ze zmianami w bilansie płatniczym i malejącą skalą operacji otwartego rynku podstawowa stopa NBP będzie coraz ważniejszym parametrem kształtowania się stóp procentowych w bankach komercyjnych”²⁸. W warunkach rosnącej płynności banków komercyjnych, której NBP nie będzie w stanie

²³ s. 11-12 i 42-50.

²⁴ J. w. s. 7.

²⁵ J. w. s. 20.

²⁶ J. w. s. 20.

²⁷ J. w. s. 19.

²⁸ J. w. s. 6.

ograniczać, stopa oprocentowania kredytu lombardowego (podstawowa stopa procentowa NBP) nie będzie miała znaczenia operatywnego, gdyż banki komercyjne przy nadmiarze płynności tylko wyjątkowo będą poszukiwały płynnych środków przez zaciąganie kredytu lombardowego w NBP. Oznacza to, że i polityka stóp procentowych w 1997 r. nie może być skutecznym instrumentem regulowania przez NBP podaży pieniądza ogółem. 17. W podsumowaniu sformułowanych wyżej uwag należy stwierdzić, że w formułowaniu założeń polityki pieniężnej na 1997 r. Narodowy Bank Polski dokonał istotnego postępu, wyrażającego się przede wszystkim :

- w formalnym przynajmniej uznaniu konieczności koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej dla realizacji zadania ograniczania inflacji;
- w prognozowaniu wzrostu podaży pieniądza ogółem na tle prognozy popytu na pieniądź, co prowadzi do uwzględniania równowagi monetarnej w polityce pieniężnej.

Mimo tego postępu założenia polityki pieniężnej na 1997 r, budzą pewne istotne wątpliwości, z których za najważniejsze należy uznać :

- traktowanie inflacji jako zjawiska czysto monetarnej natury, z czego wynika przesadna ocena roli polityki pieniężnej w zwalczaniu inflacji i niedocenianie (a nawet negowanie) wszelkich antyinflacyjnych działań w polityce dochodowej i fiskalnej rządu i co nie pozwala na określenie skali i zakresu odpowiedzialności różnych organów państwowych za działania antyinflacyjne;
- brak ilościowej zgodności prognozy popytu na pieniądź z ustaleniem wzrostu podaży pieniądza jako celu pośredniego polityki pieniężnej, bez wytłumaczenia rozbieżności;
- brak wyjaśnienia algorytmu przeliczenia celu pośredniego (wzrost podaży pieniądza ogółem) na cel operacyjny (wzrost podaży pieniądza rezerwowego), tzn. elementów kształtujących mnożnik pieniężny;
- niezgodności w bilansie czynników kreacji wzrostu podaży pieniądza (przeliczenie wzrostu należności zagranicznych netto z USD na złote z konsekwencjami dla innych wielkości)
- brak konsekwentnego wskazania na instrumenty polityki pieniężnej, które będą wykorzystywane dla realizacji jej celu pośredniego; w szczególności dotyczy to powiązania z tym celem polityki kursów walutowych, polityki stopy procentowej i operacji otwartego rynku.

Sądzę, że wymienione wątpliwości powinny być wyjaśnione przez przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego w trakcie dyskusji nad założeniami polityki pieniężnej na 1997 r.