

**Stanisław Gomulka**  
London School of Economics

**Ekspertyza nr 104**

**OPINIA**  
**NA TEMAT ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ NA 1997 R.**  
**ZAWARTEJ W USTAWIE BUDŻETOWEJ RZĄDU**

Niniejsza ekspertyza została przygotowana na zlecenie Biura Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu z dnia 4-go listopada br. na okoliczność dyskusji w Sejmie nad projektem rządowym nt. "Ustawa Budżetowa na rok 1997". Oba te dokumenty zawierają niemal identyczne prognozy dotyczące m.in. inflacji, wzrostu podaży i popytu na pieniądź oraz wzrostu kredytów przez budżet oraz sektor przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Jak rozumiem, posłowie oczekują od niniejszej ekspertyzy odpowiedzi na trzy pytania sformułowane poniżej.

**Pytanie 1: Jak oceniam realność założeń polityki pieniężnej na 1997 r. z punktu widzenia ograniczenia wzrostu cen do poziomu założonego w projekcie ustawy budżetowej na 1997 r. oraz z punktu widzenia podtrzymania założonego wzrostu gospodarczego?**

Wzrost podaży pieniądza w r.b. wyniesie prawdopodobnie około 28 mld zł, tj. około 26,9% podaży z końca ub. r. Program monetarny NBP na rok 1997 zakłada przyrost podaży o 27.4-28.6 mld zł, czyli o 20.7-21.6% przewidywanej podaży z końca b.r. Można oczekiwać, że spadkowi przyrostu podaży pieniądza o 5.3-6.2% będzie towarzyszył spadek inflacji grudnia do grudnia również o około 5-6%. Tak liczona inflacja w tym roku wyniesie prawdopodobnie około 18%, a w każdym razie nie więcej niż 19%. Wynika stąd, że program monetarny jest mniej więcej zgodny z zamierzonym obniżeniem inflacji do 13%.

Tym niemniej istnieje kilka zagrożeń dotyczących realności celu inflacyjnego.

**Po pierwsze**, rząd przesunął do początku 1997 r. planowaną na jesień tego roku liberalizację cen paliw i energii. To działanie administracyjne przesunie także część inflacji z roku bieżącego na rok przyszły.

**Po drugie**, projekt budżetu zakłada dewaluację złotego w wysokości 9,1%. Ograniczenie dewaluacji do tego lub tylko nieco wyższego tempa jest istotnie potrzebne z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego. Wynika stąd, że rosnący szybko deficyt handlowy wymagałby działań innych niż przyśpieszona dewaluacja. Te działania to albo ograniczenie ekspansji kredytowej dla sektora niefinansowego (Przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), poprzez wzrost realnych stóp procentowych, albo ograniczenie przez budżet bankowego finansowania deficytu. Tymczasem projekt ustawy budżetowej zakłada zwiększenie deficytu budżetowego i niemal podwojenie bankowego finansowania.

**Po trzecie**, silny wzrost rynkowych realnych stóp procentowych może zachęcić przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów w bankach zagranicznych. Taki wzrost kredytów

utrudniłby kontrolę ogólnej podaży, pieniądza przez NBP. Masowy wzrost kredytów tego rodzaju miał miejsce w Czechach w 1995r. i przyczynił się do wzrostu zarówno inflacji jak i deficytu handlowego. Doświadczenie czeskie wskazuje na ograniczenie możliwości banku centralnego w dziedzinie kontroli inflacji, jeżeli bank ten nie ma pełnego wsparcia ze strony rządu w postaci eliminacji bankowego finansowania deficytu budżetowego.

Założenie dotyczące wzrostu PKB wydaje mi się realne. Wynika to po części stąd, że wzrost inwestycji w latach 1995-96 jest bardzo duży. W dalszym ciągu głównym źródłem wzrostu po stronie podaży jest tzw. nowy sektor prywatny. Projekt budżetu nie proponuje nowych działań ze strony Rządu, które byłyby znaczącą przeszkodą w dalszym rozwoju tego sektora.

***Pytanie 2: Jaki będzie wpływ otoczenia zewnętrznego, w szczególności przewidywanego dopływu kapitału zagranicznego?***

Inwestycje zagraniczne wynoszą rocznie równowartość około 2,5% PKB, czyli około 1/8 wszystkich inwestycji w Polsce. Rola tych inwestycji wyraźnie rośnie, szczególnie w sektorze eksportowym. Udział kapitału zagranicznego na warszawskiej giełdzie ocenia się na 25%. Ten wysoki udział może się utrzymać w przyszłym roku, pomimo dużego napływu nowych przedsiębiorstw i w związku z tym dużego wzrostu kapitalizacji giełdy.

Pogorszenie bilansu handlowego zmniejszyło już oczekiwania aprecjacyjne. W związku z tym zainteresowanie tego kapitału zakupem papierów skarbowych MF jest w tej chwili niewielkie. Sytuacja ta może ulec zmianie w trakcie rok 1997. Bowiem duża podaż tych papierów, przy niskiej (i prawdopodobnie malejącej) płynności banków, podniesie prawdopodobnie rynkowe stopy procentowe i realna dochodowość tych papierów.

***Pytanie 3: Jaka jest moja prognoza importu w r. 1997 oraz jakie będą skutki projektowanej polityki pieniężnej dla handlu zagranicznego?***

Odpowiedź na to pytanie zawiera moja opinia na temat prognozy bilansu płatniczego na 1997 r.