

OCENA ZAŁOŻEŃ POLITYKI PIENIĘŻNEJ

1. Polityka pieniężna a inflacja

1.1 Sformułowanie celu antyinflacyjnego

W założeniach przyjęto, że ograniczenie średniorocznej inflacji do 15% jest zasadniczym celem polityki pieniężnej, mimo wskazywanych przez NBP trudności realizacji tego celu.

NBP w prognozie monetarnej, załączonej do założeń, wspomina, że ceny liczone w ujęciu grudzień do grudnia mają wzrosnąć o 13%, uzależniając możliwości realizacji tego celu od inflacji nie wyższej niż 17% w 1996 roku i deficytu budżetowego w granicach 2,3-2,4% w 1997 roku. Tymczasem wkrótce okaże się, że tegoroczna inflacja i przyszłoroczny deficyt budżetowy będą trochę wyższe i NBP może uznać ograniczenie inflacji do 13% jako wskaźnik już nierealny. Natomiast w projekcie ustawy budżetowej równoważnie traktuje się obniżenie inflacji w 1997 roku do 15% w ujęciu średniorocznym i 13% w ujęciu grudzień do grudnia. Należy zauważyć, że łatwiej jest monitorować stopę inflacji w ujęciu miesiąc do miesiąca (np. grudzień do grudnia) niż rok do roku. Przyjęcie przez NBP celu antyinflacyjnego tylko w postaci obniżenia inflacji średniorocznej do 15% może wywołać dyskusje w trakcie roku co do rzeczywistej stopy wzrostu cen. Dylemat zniknie, jeśli ostatecznie w założeniach polityki pieniężnej znajdzie się sformułowanie podobne do zawartego w założeniach na ten rok (vide: M.P. nr 5/96 poz. 42):

„ 2 Podstawowym celem Narodowego Banku Polskiego w roku 1996 będzie ograniczanie wzrostu cen, tak aby zapewnić spójność polityki pieniężnej z antyinflacyjnymi celami uchwalonej przez Sejm ustawy budżetowej na rok 1996”.

1.2. Przyrost podaży pieniądza

Przy przyjęciu ograniczenia inflacji do 15% jako celu zasadniczego, za cel pośredni polityki pieniężnej przyjęto przyrost podaży pieniądza ogółem w kwocie 27,4-28,6 mld zł.

W projekcie budżetu ograniczenie inflacji do 13% związane z przyrostem podaży pieniądza w wysokości 27,8 mld zł.

Pomijając w tym miejscu różnice formuł dotyczących inflacji trzeba zwrócić uwagę, że:

- » przyrost podaży pieniądza w 1997 roku w projektach obu dokumentów jest podobny, a biorąc pod uwagę liczne źródła niepewności towarzyszące kreacji pieniądza (zwłaszcza wielką niewiadomą w postaci przyrostu należności zagranicznych) można uznać, że prognozowany przez NBP przedział (zresztą raczej wąski) jest do przyjęcia.
- » NBP szacuje, że w 1996 roku przyrost podaży pieniądza wyniesie nominalnie 26,8% (28 mld zł), a realnie 7,6% - (przy inflacji 17,8%) - zaś na 1997 rok zakłada przyrost nominalnie 20,7-21,6%, a realnie 6,8-7,6% (przy inflacji 13%), co wydaje się racjonalne z punktu widzenia prognozowanego rozwoju sytuacji monetarnej, a

zwłaszcza wzrostu popytu na pieniądź.

Inna kwestia to zgodność przyszłej rzeczywistości z prognozą. W ostatnich latach inflacja i przyrost podaży pieniądza (w latach 1992 i 1994-1996) w rzeczywistości „uciekały” prognozom.

2. Polityka pieniężna a wzrost gospodarczy

2.1. Wzrost produktu krajowego brutto i przyrost pieniądza

W projektach budżetu i założeń polityki pieniężnej przyjmuje się, że realny wzrost

PKB w 1997 roku ukształtuje się w wysokości ok. 5,5%.

Ocenia się, że w 1996 roku:

» PKB wzrośnie nominalnie o 24,9%, a realnie o 5,5% (przy deflatorze 18,4%); » pieniądź, jak podano wyżej, zwiększy się nominalnie o 26,8%, czyli realnie o 7,1% (przy deflatorze 18,4%). Natomiast w 1997 roku:

» PKB ma wzrosnąć nominalnie o 20,3%, a realnie o 5,5% (przy deflatorze 14%); » pieniądź, jak podano, zwiększy się nominalnie o 20,7-21,6%), czyli realnie o 5,9-6,7% (przy deflatorze 14%).

Aby utrzymać realny wzrost pieniądza na poziomie 7,1% w 1997 roku, nominalny przyrost pieniądza musiałby wynosić 22,1%, czyli być większy o 0,5%-1,4% (0,6-1,8 mld zł) od prognozowanego. Nie można więc wykluczyć, że potrzeby wzrostu gospodarczego mogą wymusić pewne przekroczenie prognozowanego przyrostu podaży pieniądza.

2.2. Wzrost produktu krajowego brutto i przyrost kredytu

W 1996 roku przy realnym wzroście PKB o 5,5% kredyt zwiększy się: » nominalnie o 35,5% (20 mld zł), » realnie o 14,4% (przy deflatorze 18,4%).

Przyszłorocznemu wzrostowi PKB o 5,5% ma towarzyszyć przyrost kredytu: » nominalnie o 22,5-24,9% (17,1 -19 mld zł), » realnie o 7,4-9,6% (przy deflatorze 14%). W związku z tym trzeba wnieść dwie uwagi: » po pierwsze, przewidywany w 1997 roku wzrost zadłużenia sektora rządowego

w bankach może stanowić konkurencję dla kredytu, prowadząc do znanego już z naszej praktyki efektu „wypychania kredytu”. » po drugie, choć założenia co do przyrostu kredytu w przyszłym roku nie

nasuwają zastrzeżeń, to jednak nie można pominąć milczeniem wątpliwości czy mimo konkurencji potrzeb sektora rządowego nie powtórzy się sytuacja tegoroczna i realny przyrost kredytu okaże się większy.

3. Wpływ otoczenia zewnętrznego na politykę pieniężną

Autorzy projektu założeń polityki pieniężnej zwracają uwagę, że największa niepewność wiąże się z przyrostem należności zagranicznych, który - ich zdaniem - może zawierać się w granicach od - 1,5 mld USD do + 1,5 mld USD. Ostatecznie przyjmują jako najbardziej prawdopodobny przyrost + 209 mln USD.

W projekcie budżetu, w oparciu o prognozę bilansu płatniczego, mówi się o przyroście o ok. 337 mln USD. W stosunku do założeń NBP różnica wynosi 128 mln USD, czyli 0,4 mld zł, tj. 1,5% przyrostu podaży pieniądza. Według prognozy NBP przyrost należności zagranicznych w ujęciu złotowym wyniesie 8,8 mld zł. Jak wynika z analizy danych ujętych w prognozie monetarnej:

- » 8,1 mld zł będzie następstwem dewaluacji złotego,
- » 0,7 mld zł wynika z przyrostu należności w 1997 roku.

Pozwala to ocenić udział należności zagranicznych w tworzeniu pieniądza w 1997 roku na około 25% (w 1996 roku wyniesie on 35%, w 1995 roku sięgał 59%). Mimo niepewności związanej z kształtowaniem się poszczególnych pozycji bilansu płatniczego, ostateczny rezultat transakcji bieżących i operacji kapitałowych z zagranicą w postaci przyrostu i stanu należności zagranicznych będzie mieć w 1997 roku *ograniczony wpływ* na kreacje pieniądza, wyraźnie mniejszy niż w latach poprzednich.

4. Instrumenty polityki pieniężnej i jej wpływ na handel zagraniczny

Należy rozważyć trzy kwestie:

- » politykę kursu walutowego,
- » politykę stopy procentowej,
- » refinansowanie banków komercyjnych.

4.1. Polityka kursu walutowego

Kurs centralny ma być dewaluowany - obecnie o ok. 1% miesięcznie do końca roku, a w roku przyszłym o ok. 9% (czyli ok. 0,7% miesięcznie).

Kurs rynkowy będzie odchyłać się od kursu centralnego w ramach pasma wahań - obecnie +/- 7%.

NBP dopuszcza *szybszą deprecjację* złotego niż 9%, a tym samym odchylenia kursu rynkowego in plus (a nie in minus jak dotychczas). Zaznacza się przy tym, że inflacyjny charakter takich zmian kursu wymagać może interwencji rynkowych banku centralnego, aby ograniczać rozmiary odchyleń. W sumie nie wiadomo, czy intencją NBP będzie rzeczywiście taka szybsza deprecjacja pod hasłem hamowania deficytu płatności towarowych, czy raczej jej ograniczenie pod hasłem hamowania inflacji.

Pośrednio odpowiedź co do intencji banku centralnego uzyskujemy z prognozy monetarnej i jest ona następująca:

data	kurs centralny	kurs rynkowy	odchylenia
31X96	2.8633	2.8105	- 1,84%
31 XII 96	dewaluacja, ok. 1% mies. 2.9200	z prognozy monetarnej 2,900	+0,68%
31X1197	dewaluacja ok. 9% rocznie 3.1800	z prognozy monetarnej 3.2600 pasmo wahań 2.9574-3.4026	+2,52% +/-7%

Należy więc przyjąć, że NBP byłby skłonny dopuścić w końcu przyszłego roku odchylenie kursu rynkowego od centralnego o ok. 2,5%. Oznaczałoby to deprecjację o 12,4%.

Podobna ocena zmian kursu wynika z projektu budżetu.

Należy przy tym dodać, że przy przyjętym paśmie wahań i podanych założeniach kurs rynkowy mógłby wynosić nawet ok. 3,40 zł. Oznaczałoby to deprecjację o 17,2%. Innymi słowy, stosowane *mechanizmy umożliwiają* elastyczne dostosowania kursu, w tym relatywnie dużą deprecjację złotego.

4.2. Polityka stopa procentowej

NBP chce wiązać zmiany swych stóp procentowych z:

- » własnymi przewidywaniami inflacji,
- » kształtowaniem się obrotów bieżących bilansu płatniczego,
- » rynkowymi stopami inflacji.

Takie ujęcie mogłoby uspokajać, gdyby nie dotychczasowa praktyka, a mianowicie:

- » od 1992 roku NBP prowadzi bardzo ostrożną politykę, wierząc nie w prognozy inflacji, ale informacje o faktycznym wzroście cen i coraz mniej licząc się ze stopami rynkowymi;
- » w 1995 roku trudno było doszukać się pożądanego skądinąd związków zmian kursu walutowego ze zmianami stóp procentowych NBP;
- » w 1996 roku zmiany stóp procentowych NBP jak się wydaje nie uwzględniały sytuacji w obrotach bieżących.

W 1997 roku najprawdopodobniej deprecjacja złotego *nie będzie sprzyjać obniżkom* stop procentowych dokonywanych przez bank centralny.

4.3. Refinansowanie banków komercyjnych

NBP zapowiada, że wspólnie z rządem będzie pracować nad wprowadzeniem linii redyskontowej na finansowanie eksportu (pod weksle gwarantowane polisą KUKKE).

Stan zaawansowania tej idei nie wskazuje, aby jej urzeczywistnienie miało większy wpływ na eksport w 1997 roku.

5. Wniosek końcowy

- a) Trzeba zapewnić *spójność* polityki pieniężnej *z celami* antyinflacyjnymi - jak wyżej, pkt. 1.1.
- b) Przyrost podaży pieniądza wydaje się być ustalony *racjonalnie* z punktu widzenia hamowania inflacji. Nie można wykluczyć, że potrzeby wzrostu gospodarczego mogą *wymuszać* przekroczenie prognozowanego przyrostu podaży pieniądza i prognozowanego przyrostu kredytu.
- c) Największa *niepewność* dla polityki pieniężnej to wpływ otoczenia wyrażający się wzrostem lub spadkiem należności zagranicznych. Można przyjąć założenia NBP, przy świadomości możliwych odchyżeń i ich skutków w praktyce.

- d) choć intencje NBP co do cen pieniądza nie są do końca jasne i wymagają wyjaśnień to jednak można obecnie przyjąć, że:
- » bank centralny będzie skłonny do większej deprecjacji złotego (rzędu 12%) niż dewaluacja kursu centralnego (ok. 9%),
 - » deprecjacja złotego nie będzie sprzyjać obniżkom stóp procentowych NBP.