Barbara POLSZAKIEWICZ

POLITYKA STABILIZACYJNA W WARUNKACH OTWIERANIA SIĘ POLSKIEJ GOSPODARKI

Problem równowagi ekonomicznej jest centralnym problemem, którym zajmuje się teoria ekonomii. Poglądy na temat „właściwej" polityki stabilizacyjnej podlegały i nadal podlegają znacznym zmianom. Współistnieją, konkurując ze sobą, różne teorie i w związku z tym także różne wyobrażenia o prawidłowej polityce gospodarczej[1]. To, czy dana koncepcja polityki ekonomicznej staje się podstawą jej praktyki, jest przy tym nie tylko sprawą „jakości" teorii, lecz w rozstrzygający sposób zależy od politycznego, ideologicznego itd. stanowiska grup społecznych uczestniczących w działaniach politycznych.

Podjęta w Polsce na przełomie lat 1989/1990 próba szokowej transformacji gospodarki nakazowo-rozdzielczej w gospodarkę rynkową wyeksponowała źródła i formy niestabilności dotychczasowego systemu, zmodyfikowała je oraz uaktywniła nowe[2]. Niestabilność gospodarki centralnie kierowanej wyrażała się przede wszystkim w jednoczesnym występowaniu inflacji jawnej (cenowej) oraz inflacji ukrytej (niecenowej). Oznaczało to, że limitowanemu centralnie wzrostowi cen dóbr i usług (inflacja jawna) towarzyszył permanentny ich niedobór.

W sierpniu 1989 roku została podjęta kolejna próba likwidacji niedoboru na rynku artykułów żywnościowych poprzez liberalizację ich cen detalicznych. Rezultatem tego był wzrost cen w sierpniu w stosunku do lipca 1989 roku o 40%. Jednocześnie, jako wynik negocjacji okrągłego stołu, zapadła decyzja o niemal pełnej indeksacji płac i innych dochodów. Był to początek hiperinflacji. Ceny detaliczne w grudniu 1989 roku były o 640 % wyższe niż w grudniu 1988 roku.

---

[1] Szerzej na temat problemów związanych z realizacją skutecznej polityki stabilizacyjnej zob. np. R. Barczyk, Z. Kowalczyk, *Polityka stabilizacji koniunktury gospodarczej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1994.

[2] Na temat zmian w koniunkturze gospodarczej Polski w początkowym okresie trasformacji systemu społeczno-gospodarczego zob. np. R. Barczyk, *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1997, rozdz. V; S. Gomułka, *Polska reforma gospodarcza w latach 1990-91. Zasady, środki działania i wyniki reformy*, w: *Gospodarka polska 1990-1993. Ocena doświadczeń – postulaty dla polityki gospodarczej*, Studia i Materiały, Polska Akademia Nauk, Instytut Nauk Ekonomicznych, Warszawa 1993, z. 43.

Wśród najważniejszych skutków hiperinflacji z 1989 roku, które miały istotny wpływ na rodzaj zastosowanych środków polityki stabilizacyjnej, należy wymienić:
- zdeprecjonowanie nagromadzonych przez podmioty gospodarcze zasobów pieniężnych;
- upowszechnienie przekonania (równoznacznego ze społeczną akceptacją) o konieczności zastosowania drastycznych środków tłumienia hiperinflacji.

Neoklasyczno-monetarystyczne podstawy Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), z władzami którego podpisany został w grudniu 1989 r. tzw. list intencyjny, zdeterminowały zestaw propozycji zawartych w programie stabilizacyjnym ówczesnego ministra finansów L. Balcerowicza. Składały się bowiem na niego przede wszystkim następujące posunięcia:
- liberalizacja rynku dóbr i usług,
- liberalizacja obrotów handlowych z zagranicą,
- głęboka dewaluacja waluty krajowej,
- restrykcyjna polityka monetarna wyrażająca się w ustalaniu limitów dla kredytu bankowego oraz wzroście stopy procentowej aż do uzyskania przez nią dodatniego realnie poziomu,
- restrykcyjna polityka budżetowa polegająca przede wszystkim na drastycznych cięciach w zakresie wydatków budżetowych,
- restrykcyjna polityka dochodowa polegająca na wprowadzeniu silnie progresywnego podatku od ponadnormatywnego wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach państwowych, tj. od wzrostu wynagrodzeń, który przekraczał ustalany centralnie, na dość niskim poziomie, wskaźnik miesięcznej indeksacji.

Faktyczne skutki zastosowania powyższych środków polityki stabilizacyjnej różniły się znacznie od skutków oczekiwanych. Przede wszystkim w końcu roku 1990 stopa inflacji została zredukowana nie do 2%, jak tego oczekiwano, lecz do 5,5% w skali miesięcznej. Dynamika spadku dochodu narodowego była natomiast w roku 1990 aż czterokrotnie wyższa od przewidywanej. Stopa bezrobocia osiągnęła sześcioprocentowy poziom, zamiast oczekiwanego dwuprocentowego. Lepsze od oczekiwanych były w 1990 roku jedynie wyniki w zakresie salda bilansu handlowego oraz salda budżetu państwa. Jednak już w następnym roku również one uległy zdecydowanemu pogorszeniu.

Uzyskane zostały zatem gorsze wyniki w zakresie tłumienia inflacji kosztem głębszej, niż się tego spodziewano, recesji[3]. Wchodzenie w przybierające na sile ożywienie gospodarcze rozpoczęło się w 1992 roku, kiedy wolumen produktu kra-

[3] Problemem otwartym pozostaje to, czy tych samych efektów w zakresie tłumienia inflacji nie można było osiągnąć przy mniej głębokiej recesji. A zatem, czy zastosowana polityka antyinflacyjna musiała być aż tak restrykcyjna. Odpowiedzi na tak sformułowane pytanie, udzielane przez różnych ekonomistów bywają krańcowo rozbieżne. (Por. w tym zakresie na przykład L. Balcerowicz, *Socjalizm, kapitalizm, transformacja*, WN PWN, Warszawa 1997, przede wszystkim rozdział 14, oraz G. Kołodko, *Transformacja polskiej gospodarki. Sukces czy porażka?*, Polska Oficyna Wydawnicza „BGW", Warszawa 1992).

jowego wzrósł o 2,6 %. Odbywało się to jednak z towarzyszeniem wzrostu stopy bezrobocia aż do lipca 1994 roku, kiedy osiągnęła ona poziom 16,9 %. Zestaw najważniejszych wskaźników obrazujących zmiany w makroekonomicznej sytuacji w Polsce w pierwszym okresie transformacji systemu społeczno-gospodarczego, zawiera tabela 1.

Tabela 1. Gospodarka Polski w latach 1989-1994

Wskaźnik	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Wolumen PKB (roczna zmiana w %)	0,2	-11,6	-7,0	2,6	3,8	5,0
Produkcja przemysłowa (roczna zmiana w %)	0,5	-24,2	-11,9	3,9	6,2	11,9
Stopa bezrobocia (w końcu roku)	0,0	6,5	12,3	14,3	16,4	16,0
Przeciętna roczna stopa inflacji (ceny detal.)	251,1	585,8	70,3	43,0	35,3	32,2
Płace realne netto (zmiana roczna w %)	9,0	-24,4	-0,3	-2,7	-2,9	0,5
Saldo budżetu państwa (w % PKB)*	-3,0	0,4	-3,8	-6,1	-3,0	-3,3
Roczne tempo wzrostu wolumenu eksportu	0,2	13,7	-2,4	-1,6	-1,1	18,3
Roczne tempo wzrostu wolumenu importu	1,5	-17,9	37,8	13,9	18,5	13,4

*Według formuły 1998: wpływy z prywatyzacji traktowane są jako źródło finansowania deficytu.
Źródło: Obliczono i zestawiono na podstawie danych z *Roczników statystycznych GUS*.

Z danych zawartych w tabeli 1 wynika, że stopa inflacji będąca podstawowym celem polityki stabilizacyjnej w analizowanym okresie, została zredukowana do około 32% w 1994 roku. Nastąpiło przejście od popytu, jako głównego czynnika pobudzającego inflację, do czynników powodujących wzrost jednostkowych kosztów produkcji. Należały do nich przede wszystkim:

- spadek stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw,
- opóźnione zmiany wielkości zatrudnienia w reakcji na spadek produkcji,
- wysokie oprocentowanie kredytów,
- kolejne dewaluacje złotego,
- sterowane administracyjnie, znaczne podwyżki cen, szczególnie w zakresie węgla i energii.

Realizowana przez państwo polityka antyinflacyjna zarówno w swojej wersji neokeynesowskiej, jak i monetarystycznej jest w zasadzie równoznaczna z polityką tłumienia efektywnego popytu. W sytuacji gdy źródłem inflacji nie jest nadwyżkowy popyt, a przy tym gospodarka jest w wysokim stopniu zmonopolizowana, skuteczność tłumienia inflacji musiała ulegać stopniowej redukcji. Wyrazem tego były coraz mniej spektakularne sukcesy w zakresie obniżania stopy inflacji.

Przed **polityką budżetową** zostały postawione dwa zadania[4]. Jednym z nich była zmiana struktury dochodów i wydatków budżetowych, a drugim ich zrównoważenie. Likwidacja deficytu wymagała skokowego ograniczenia wydatków budżetowych. Skala tego ograniczenia była zdeterminowana nie tylko wielkością zastanego deficytu, ale też spodziewaną recesją po zastosowaniu antyinflacyjnej wersji polityki stabilizacyjnej. W czasie głębokiej recesji występuje spadek dochodów budżetowych nie tylko z powodu zmniejszenia podstawy opodatkowania, ale także z powodu osłabienia skuteczności w egzekwowaniu należności podatkowych oraz opóźnień w ich regulacji. Jest to konsekwencja trudności płatniczych podmiotów ekonomicznych, nasilających się w przebiegu recesji.

W roku 1990 na skutek wolniejszego spadku wolumenu dochodów niż wolumenu wydatków, budżet zamknął się niewielką nadwyżką. Jednak po roku poprawy problem ujemnego salda budżetu państwa uległ zaostrzeniu. W roku 1992 deficyt ten przekroczył sześcioprocentowy udział w PKB. Przeprowadzona w latach 1992-1993 reforma systemu podatkowego spowodowała wzrost znaczenia podatków pośrednich oraz skokowy wzrost udziału podatków od dochodów osób fizycznych. W ten sposób dochody budżetowe z tytułu podatków nabrały cech większej stabilności i przewidywalności. Wzrost obciążeń podatkami dochodów osób fizycznych nastąpił w 1993 roku w wyniku „zamrożenia" progów podatkowych, a w 1994 roku w wyniku podniesienia stóp podatkowych. Po stronie wydatków budżetowych redukcji uległy przede wszystkim wszelkiego typu subsydia. Dokonano także znaczących cięć w zakresie wydatków na infrastrukturę. Dla racjonalizacji finansów publicznych istotne znaczenie miało wyodrębnienie w 1991 roku jednej piątej budżetu państwa w postaci finansów gmin. Z punktu widzenia celów polityki stabilizacyjnej ważne było to, że gminy wykazywały wysoką zdolność równoważenia swoich budżetów, przy dość wysokiej skłonności do inwestowania[5]. W rezultacie powyższych posunięć, udział deficytu budżetu państwa w PKB już w 1993 roku został obniżony z około 6% w 1992 roku do około 3% w latach 1993-1994[6].

---

[4] Wyniki szczegółowych badań budżetu i polityki fiskalnej w pierwszym okresie transformacji można znaleźć na przykład w: K. Łaski, L. Podkaminer, *Problemy polityki fiskalnej, inflacji i długu publicznego*, Studia i Prace, Zakład Badań Statystyczno-Ekonomicznych Głównego Urzędu Statystycznego i Polskiej Akademii Nauk, Wiedeński Instytut Porównawczych Badań Ekonomicznych, Warszawa 1995, z. 231.

[5] Szerzej na ten temat zob. m.in. Z. Gilowska, *Jak dokończyć reformę samorządową*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk – Lublin 1996; *System finansów publicznych w procesie transformacji gospodarki polskiej*, red. S. Owsiak, WN PWN, Warszawa 1995; B. Polszakiewicz, *Finanse lokalne w Polsce*, w: *Społeczna gospodarka rynkowa. Aspekty regionalne*, red. E. Okoń-Horodyńska, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 1997, Materiały konferencyjne.

[6] Dla porównania, saldo budżetów gmin w analizowanym okresie zmieniało się następująco (procent ogółu wydatków gmin): 1991 – nadwyżka 11,8%, 1992 – deficyt 0,7%, 1993 – nadwyżka 0,7%, 1994 – deficyt 0,6%. (Obliczono na podstawie: *Rocznik statystyczny 1996*, GUS, s. 505).

Ocena wpływu deficytu budżetowego na inflację wymaga uwzględnienia sposobów jego finansowania. W latach 1991-1993 deficyty w 70% finansowane były kredytem zaciąganym w NBP. Od roku 1994 udział sektora pozabankowego w finansowaniu deficytu wzrósł do 35,1%. Wzrost zadłużenia budżetowego w NBP był główną przyczyną przyrostów bazy monetarnej. Sytuacja w sektorze budżetowym do połowy lat dziewięćdziesiątych działała zatem silnie proinflacyjnie, „wymuszając" zwielokrotniony, w stosunku do wzrostu bazy monetarnej, przyrost podaży pieniądza. Od roku 1995 następowało eliminowanie finansowania deficytów budżetowych przez NBP[7]. Dochody z prywatyzacji, jako źródło pokrycia części (podanego w tabeli 1) ujemnego salda budżetu państwa, miały początkowo niewielkie znaczenie[8].

Zadłużenie budżetu państwa w relacji do PKB rosło aż do 1993 roku, kiedy osiągnęło prawie 89%. W roku następnym wskaźnik ten uległ redukcji do 72,3%. Było to konsekwencją korzystnych zmian w zadłużeniu zagranicznym. Zadłużenie krajowe w relacji do PKB rosło aż do 1994 roku, osiągając poziom 26,5%. Oprócz deficytów budżetowych, wzrost długu związany był z działaniami zmierzającymi do usprawnienia systemu instytucjonalno-finansowego Polski[9]. Należy tu odnotować, że od 1993 roku w budżecie państwa zaczęły systematycznie występować pierwotne nadwyżki.

Niezwykle restrykcyjna **polityka dochodowa** w połączeniu z wysoką inflacją sprawiły, że płace realne netto obniżyły się w 1990 roku o prawie jedną czwartą i zaczęły znów rosnąć dopiero od 1994 roku[10]. Przestał też wówczas odgrywać rolę podatek od ponadnormatywnego wzrostu wynagrodzeń[11].

W zakresie **polityki monetarnej** przystąpiono do kontrowania hiperinflacji za pomocą ustalania limitów dla akcji kredytowej banków komercyjnych, a ponadto przyjęto zasadę dodatniego realnego oprocentowania wkładów i kredytów bankowych. Stopy procentowe ustalane przez NBP miały być zmieniane, odpowiednio do postępów w tłumieniu inflacji. Rezultatem tych posunięć był w pierwszej kolejności spadek płynności finansowej przedsiębiorstw państwowych, uprzednio systemowo uzależnionych od kredytów bankowych. W szczególnie trudnej sytuacji

---

[7] W roku 1995 zostało ograniczone zadłużenie budżetu państwa w NBP o 7,2 mld zł, na rzecz zwiększenia zobowiązań wobec banków komercyjnych.

[8] Udział dochodów z prywatyzacji w dochodach budżetu państwa wynosił w 1991 roku jedynie 0,8%, natomiast w 1994 roku 2,5% (*Rocznik statystyczny 1995*, GUS, s. 497).

[9] Szerzej na ten temat zob. A. Wernik, *Niektóre problemy budżetu państwa i długu publicznego*, w: *Polityka finansowa, wzrost, dług publiczny*, Instytut Finansów, Warszawa 1994.

[10] Por. dane z tabeli 1. Wzrost płac pracowników przedsiębiorstw państwowych został ograniczony przez zastosowanie wysokich i niezwykle progresywnych podatków od wzrostu płac, przekraczających dopuszczalny wskaźnik indeksacji. Wskaźnik ten ustalono na poziomie 0,3 wzrostu cen detalicznych dla stycznia 1990 roku, 0,2 dla następnych trzech miesięcy oraz 0,6 dla następnego okresu.

[11] W roku 1991 udział tego podatku w dochodach budżetu państwa wynosił 12,8%, natomiast w 1994 roku już tylko 0,7% (źródło: *Rocznik statystyczny 1995*, GUS, s. 497).

znalazły się przedsiębiorstwa zaskoczone przez zmiany systemu, w trakcie realizacji większych przedsięwzięć inwestycyjnych. W rozliczeniach między przedsiębiorstwami powszechne stały się zatory płatnicze i narastanie przeterminowanych zobowiązań. W bankach rosły sumy kredytów, których spłata była zagrożona, lub wręcz nieściągalnych. Przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności ograniczyły działalność inwestycyjną, z nieuchronnymi efektami mnożnikowymi dla całej gospodarki. Banki komercyjne przestały wykorzystywać przyznawane im limity wzrostu kredytów. Względny nadmiar środków był przez nie lokowany w papiery wartościowe, głównie w bony skarbowe. Kredyt dla gospodarki narodowej był więc wypierany przez kredyt dla sfinansowania deficytu budżetu państwa.

Za ważny środek polityki stabilizacyjnej uznano **kurs walutowy**. Do końca 1989 roku w Polsce nie istniał legalny rynek walutowy. Nielegalny, czarnorynkowy kurs dolara był przeciętnie cztery – pięć razy wyższy od oficjalnego, stosowanego w systemie centralnego rozdzielnictwa. Przełomem było wprowadzenie z dniem 1 stycznia 1990 roku wewnętrznej wymienialności złotego z kursem, który oznaczał silne niedowartościowanie złotego. Skokowa dewaluacja złotego spowodowała przede wszystkim wzrost cen dóbr i usług importowanych i eksportowanych, wyrażonych w walucie krajowej. Produkcja na eksport stała się bardziej opłacalna, natomiast w przedsiębiorstwach importujących nastąpił proinflacyjny wzrost kosztów. Pobudzanie eksportu i hamowanie importu miało wpłynąć korzystnie na stan równowagi zewnętrznej[12]. Istotnie, bilans handlowy zamknął się w 1990 roku nadwyżką wynoszącą około 2,2 mld dol., co sprawiło, że bieżący bilans płatniczy wykazał nadwyżkę wynoszącą ponad 700 mln dol. Przyjęto system sztywnego kursu walutowego. Niezmieniany przez prawie siedemnaście miesięcy kurs walutowy był wykorzystywany jako nominalna kotwica antyinflacyjna.

Znacznie wyższa niż za granicą stopa inflacji spowodowała jednak dynamiczną realną aprecjację złotego, równie dynamiczny spadek konkurencyjności cenowej polskiego eksportu oraz względne potanienie importu[13]. Aby zmniejszyć skalę realnej aprecjacji, przeprowadzono skokowe dewaluacje złotego w maju 1991, w lutym 1992 oraz w sierpniu 1993 roku. Ponadto w październiku 1991 roku dokonano zmiany w systemie kursu walutowego. Polegała ona na wprowadzeniu systemu pełzającej, tj. codziennej, dewaluacji, zgodnie z ogłaszanym wcześniej miesięcznym wskaźnikiem. Wynosił on początkowo 1,8 % i miał być systematycznie obniżany, w miarę postępów w tłumieniu inflacji. Po trwającym trzy lata spadku wolumenu eksportu, w 1994 roku zaczął on ponownie rosnąć. Realny kurs walutowy

---

[12] Silna dewaluacja polskiej waluty oceniana była nawet jako działanie sprzeczne z oficjalnie deklarowanym celem otwierania gospodarki. Wynikające stąd podrożenie importu stało się bowiem nie mniej skuteczną barierą dla importerów niż zniesiona właśnie administracyjna reglamentacja.

[13] Wykres ilustrujący zmiany w realnym kursie złotego można znaleźć w artykule Z. Polański, *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*, Ekonomista 1999, nr 1-2, s. 139.

osiągnął najniższy od roku 1990 poziom. W rezultacie, dynamika wzrostu eksportu, podobnie jak w roku 1990, była wyższa od dynamiki wzrostu wolumenu importu (por. dane z tabeli 1).

Dla kształtu i skuteczności wewnętrznej, antyinflacyjnej polityki stabilizacyjnej w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych istotne było to, że realizowana była ona w warunkach, średnioterminowo biorąc, wysokiego stopnia zrównoważenia zewnętrznego. Wprawdzie saldo płatności towarowych zaczęło być trwale ujemne już od 1993 roku, jednak bieżący bilans płatniczy wykazywał wysokie nadwyżki jeszcze w latach 1994-1995. Ich źródłem były znaczne dodatnie salda handlu w ruchu turystycznym, nierejestrowane przez statystykę celną. Ponadto aż do 1994 roku nie miały istotnego znaczenia przepływy w ramach bilansu obrotów kapitałowych i finansowych. W rezultacie pomimo utrzymania cech systemu stałego kursu walutowego, dysparytetu stóp procentowych oraz dominacji tendencji do realnej aprecjacji złotego, w latach 1990-1993 nie wystąpiły istotniejsze wahania w stanie oficjalnych rezerw walutowych. Zasilanie polskiej gospodarki w płynność ze źródeł zewnętrznych nabrało istotnego znaczenia od 1994 roku. Tabela 2 prezentuje zmiany stanu oficjalnych rezerw walutowych dla całego okresu lat dziewięćdziesiątych.

Tabela 2. Oficjalne rezerwy brutto Polski w latach 1990-2000 (w mln USD)

Rok	Rezerwy – stan na 31XII
1990	4 680
1991	3 814
1992	4 287
1993	4 281
1994	6 029
1995	14 963
1996	18 033
1997	20 670
1998	27 382
1999	25 494

Źródło: dane NBP.

Pierwszy znaczniejszy wzrost rezerw, który wystąpił w 1994 roku był konsekwencją ponad trzymiliardowej nadwyżki w handlu przygranicznym. W roku następnym nadwyżka ta powiększyła się do 7,7 mld USD i zmieniła prawie dwumiliardowy deficyt bilansu handlowego, w ponad pięciomiliardową nadwyżkę na

rachunku bieżącym. Wzrost rezerw walutowych w 1995 roku był ponadto spowodowany napływem znaczniejszych porcji kapitału zagranicznego zarówno w formie inwestycji bezpośrednich, jak i kapitału portfelowego, krótkoteminowego o wyraźnie spekulacyjnym charakterze. W ten sposób dały o sobie znać skutki postępującej liberalizacji w zakresie rachunku obrotów kapitałowych i finansowych. Zostały nią objęte najwcześniej inwestycje bezpośrednie. W znacznym stopniu zliberalizowane zostały także inwestycje portfelowe. Do dnia dzisiejszego utrzymano jednak instrumenty kontroli krótkoterminowych przepływów finansowych[14]. Zmiany w poszczególnych pozycjach ogólnego bilansu płatniczego Polski w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych ilustruje tabela 3.

Tabela 3. Bilans płatniczy Polski w latach 1995-1999 (w mld USD)

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Saldo obrotów bieżących	**5,46**	**–1,35**	**–4,27**	**–6,86**	**–11,57**	**–9,06**
Płatności towarowe (saldo)	–1,83	–8,15	–11,30	–13,72	–14,38	–12,09
Usługi (saldo)	0,15	0,21	0,31	–0,51	–1,62	–1,47
Saldo dochodów**	–0,63	–0,37	–0,47	–0,57	–0,80	–0,65
Saldo transferów	0,01	0,22	1,10	1,94	1,60	1,51
Niesklasyfikowane obroty bieżące (saldo)***	7,75	7,15	6,06	6,00	3,63	3,65
Saldo obrotów kapitałowych i finansowych	**2,76**	**4,78**	**5,41**	**10,80**	**7,87**	
Inwestycje bezpośrednie (saldo)	1,13	2,74	3,04	4,97	6,35	
Inwestycje portfelowe (saldo)	1,17	0,24	2,10	1,33	1,45	
Pozostałe inwestycje (saldo)	0,45	1,71	0,86	4,43	0,02	

*Do listopada 2000.
**Obejmują dochody majątkowe i odsetki.
***Z uwzględnieniem salda obrotów gotówkowych dotyczących rachunków walutowych „A" ludności.
Źródło: Dane NBP.

To, że rosnący stopień otwarcia polskiego rachunku obrotów kapitałowych i finansowych wygenerował symptomy skokowego wzrostu zainteresowania inwestowaniem w polską gospodarkę, ze strony inwestorów zagranicznych w początkach 1995 roku, było konsekwencją podpisania umów o restrukturyzacji polskiego

[14] Szerzej na temat procesów otwierania się polskiej gospodarki zob. m.in. E. Pietrzak, *Wymienialność złotego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996; B. Polszakiewicz, *Otwieranie się polskiej gospodarki w latach 90.*, Ekonomista 2000, nr 2; O. Szczepańska, D. Tymoczko, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w Polsce i jej konsekwencje*, Bank i Kredyt 1999, nr 4.

zadłużenia w ramach Klubów Paryskiego i Londyńskiego, korzystnego układu wskaźników charakteryzujących makroekonomiczną sytuację Polski oraz wysokiego poziomu stóp procentowych[15]. Aż do 1998 roku napływ kapitału zagranicznego przekraczał potrzeby finansowania deficytu na rachunku bieżącym, stając się źródłem szybkiego wzrostu rezerw walutowych i rynkowej presji na aprecjację złotego. Od roku 1996 do pierwszego kwartału 2000 roku nasilał się problem braku równowagi zewnętrznej. Udział deficytu rachunku bieżącego w PKB na koniec odpowiednich okresów powiększał się bowiem w następująco: 1996 – 1%; 1997 – 3,2%; 1998 – 4,3%; 1999 – 7,6%; pierwszy kwartał 2000 – 8,3%.

Dylematy polityki stabilizacyjnej małej otwartej gospodarki, realizowanej w warunkach pogłębiającej się nierównowagi zewnętrznej i kształtowania wadliwej struktury bilansu płatniczego, należy analizować ze świadomością układu parametrów makroekonomicznych, charakteryzujących polską gospodarkę w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych. Najważniejsze z nich zawiera tabela 4.

Przybierające na sile, a następnie utrzymujące się przez trzy lata (1995-1997) na wysokim poziomie, ożywienie zdynamizowało import. W tym samym kierunku

Tabela 4. Gospodarka Polski w latach 1995-1999

Wskaźnik	1995	1996	1997	1998	1999
Wolumen PKB (roczna zmiana w %)	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1
Produkcja przemysłowa (roczna zmiana w %)	9,7	8,3	11,5	4,6	4,3
Stopa bezrobocia (w końcu roku)	14,9	13,2	10,3	10,4	13,0
Przeciętna roczna stopa inflacji (ceny detal.)	27,8	19,9	14,9	11,8	7,3
Płace realne brutto (zmiana roczna w %)	2,8	5,5	5,9	3,3	4,7
Saldo budżetu państwa (w % PKB)*	–3,3	–2,3	–2,7	–2,4	–2,0
Roczne tempo wzrostu wolumenu eksportu	16,7	9,7	13,7	9,4	2,0
Roczne tempo wzrostu wolumenu importu	20,5	28,0	22,0	14,6	4,4

*Według formuły 1998: wpływy z prywatyzacji traktowane są jako źródło finansowania deficytu.
Źródło: *Roczniki statystyczne GUS* – różne lata.

[15] Redukcja zadłużenia Polski wobec Klubu Paryskiego odbyła się w dwóch etapach: w 1991 i 1994 roku, a wobec Klubu Londyńskiego – w 1994 roku. Wzajemną redukcję zadłużeń z Rosją przeprowadzono w 1995 roku.

działało umacnianie się złotego na międzybankowym rynku walutowym. Równocześnie wysoka chłonność rynku wewnętrznego zmniejszała presję na poszukiwanie zewnętrznych rynków zbytu, tym bardziej że silny złoty obniżał opłacalność eksportu.

Działo się tak, mimo że w maju 1995 roku dokonano zmian w systemie kursu walutowego, które miały osłabić zainteresowanie międzynarodowego kapitału spekulacyjnego polskim rynkiem walutowym. Zmiany te miały bowiem zwiększyć rolę mechanizmu rynkowego w ustalaniu kursu złotego, a tym samym ryzyko kursowe dla inwestorów. Polegały one na wprowadzeniu do systemu pełzającej dewaluacji złotego, pasma dopuszczalnych odchyleń kursu rynkowego od kursu ustalanego centralnie. Kurs rynkowy ustalany był na podstawie techniki *fixingu.* Polegała ona na tym, że codziennie we wczesnych godzinach popołudniowych NBP przyjmował od banków komercyjnych oferty kupna i sprzedaży walut, a następnie ustalał kurs przeciętny. Początkowo pasmo dopuszczalnych rynkowych odchyleń kursu złotego ustalono na poziomie +/–7%. NBP zachował sobie jednak prawo do interwencji na rynku walutowym, nawet gdyby kurs nie zbliżył się do górnej, bądź dolnej granicy dopuszczalnego pasma. Płytkość polskiego rynku walutowego oraz wielkość rezerw walutowych w NBP sprawiały, że NBP mógł, poprzez interwencje w trakcie ustalania *fixingu,* decydować o dowolnym poziomie kursu.

Istotnie, w praktyce na skutek tych interwencji ryzyko kursowe okazało się niewielkie. Napór kapitału zagranicznego na polski rynek walutowy utrzymywał się zatem nadal, wobec wysokiego poziomu stóp procentowych, zdeterminowanego potrzebami wewnętrznej polityki stabilizacyjnej. Rynkowa presja na aprecjację złotego była tak silna, że w końcu 1995 roku podjęta została decyzja o przeprowadzeniu rewaluacji złotego. Podrożenie importu oraz obniżenie opłacalności i konkurencyjności cenowej eksportu w wyniku tego posunięcia, dały o sobie znać w postaci spadku dynamiki eksportu, przyspieszenia importu i w konsekwencji także wysokiego deficytu w bilansie handlowym (por. dane z tabel 3 i 4). Jak wspomniano, sprzyjało temu także utrzymujące się ożywienie.

Można zatem stwierdzić, że od połowy lat dziewięćdziesiątych zaczęły narastać przesłanki dla ataku spekulacyjnego na polską walutę i tym samym wybuchu kryzysu walutowego. Należały do nich: pozostawienie zasadniczych elementów systemu stałego kursu walutowego, wysoki poziom stóp procentowych, wywołujący rynkową presję na aprecjację złotego, rosnące zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw oraz powiększająca się od 1996 roku nierównowaga zewnętrzna, mierzona relacją deficytu rachunku bieżącego do PKB. Czynnikiem, który do pewnego stopnia chronił rynek walutowy złotego przed gwałtownym napływem międzynarodowego kapitału spekulacyjnego, było utrzymanie kontroli krótkoterminowych transakcji kapitałowo-finansowych.

Niepożądanym, ubocznym skutkiem częstych interwencji NBP na rynku walutowym był, równoległy do wzrostu oficjalnych rezerw walutowych, wzrost płyn-

ności w sektorze banków komercyjnych. Powodowało to zagrożenie dla realizacji antyinflacyjnego celu polityki stabilizacyjnej, wymuszając kosztowne operacje sterylizacyjne. Polegały one głównie na sprzedaży krótkoterminowych bonów pieniężnych NBP. Niezależnie od wysokiego kosztu tego rodzaju operacji (szacowanego na 0,7-0,8% PKB, w latach 1997-1998), powodowały one przekształcanie polskiego banku centralnego z wierzyciela banków komercyjnych, w ich dłużnika[16]. Było to równoznaczne z osłabieniem znaczenia stóp procentowych, ustalanych przez NBP, jako krańcowego kosztu uzyskiwania płynności przez banki komercyjne. Oznaczało to zatem pasywizację jednego z najważniejszych, pieniężnych instrumentów polityki ekonomicznej.

W tych warunkach uznano konieczność ograniczania interwencji NBP na międzybankowym rynku walutowym oraz poszerzania pasma dopuszczalnych odchyleń kursu rynkowego od kursu ustalanego centralnie. W lutym 1998 roku pasmo to poszerzono do +/–10%, w październiku tego samego roku do +/–12,5%, a w marcu 1999 roku do +/–15%. Wskaźnik miesięcznej dewaluacji był systematycznie obniżany i wynosił 0,3 od marca 1999 roku. Kolejnym posunięciem podnoszącym ryzyko kursowe, było odejście, w czerwcu 1999 roku, od *fixingowego* ustalania kursu rynkowego przez NBP. Równocześnie NBP zaprzestał interwencji na rynku walutowym. Rynkowy kurs złotego zaczął wykazywać spore wahania wokół kursu centralnego, w górę i w dół, jednak amplituda tych wahań pozostawała daleko od granic dolnej i górnej dopuszczalnego pasma. Ułatwiło to podjęcie decyzji o upłynnieniu kursu złotego z dniem 12 kwietnia 2000 roku. Uznano bowiem, że ryzyko kursowe nie będzie stanowiło nadmiernego zagrożenia dla eksporterów.

Zagrożenia dla makrostabilizacji wynikające z rosnącego deficytu na rachunku bieżącym w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych były, i nadal są jeszcze, neutralizowane dopływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich[17]. Są one w znacznym stopniu związane z prywatyzacją. Miała ona pewien wpływ na ustabilizowanie długu publicznego. Relacja zadłużenia budżetu państwa do PKB zmniejszyła się z 54,3% w 1995 do 42,9% w 1999 roku[18]. Z tego zadłużenie zagraniczne obniżyło się z 32,8% do 21,0%[19]. Na tak korzystną ewolucję relacji długu publicznego do PKB, oprócz prywatyzacji, złożyło się kilka przyczyn. Najważniejszymi z nich były:

- stosunkowo wysokie tempo wzrostu gospodarczego,
- znaczna realna aprecjacja kursu złotego,
- umiarkowany poziom średnich stóp procentowych w obsłudze długu publicznego,
- systematyczne występowanie nadwyżki pierwotnej w budżecie państwa.

---

[16] Szerzej na ten temat zob. D. Rosati, *Dylematy polityki pieniężnej w warunkach swobody przepływu kapitału*, Bank i Kredyt 1999, nr 7-8.

[17] Szerzej A. Sławiński, *Finansowanie deficytu w obrotach bieżących*, Ekonomista 1999, nr 1-2.

[18] Dług budżetu państwa stanowi podstawową część długu publicznego. W roku 1999 było to 96,5% (obliczono na podstawie: *Rocznik statystyczny 2000*, GUS, s. 484).

[19] Ibidem. W kolejnych latach następowała zamiana części długu zagranicznego na krajowy.

Następowały także korzystne zmiany w strukturze długu krajowego, według wierzycieli. W latach 1995 oraz 1999 kształtowała się ona następująco (w %)[20]:

	1995	1999
NBP	16,9	14,4
Pozostałe banki krajowe	60,5	39,4
Krajowy system pozabankowy	18,0	36,2
Inwestorzy zagraniczni	4,6	10,0
Razem	100,0	100,0

Wyraźnie zmniejszyły się udziały banku centralnego oraz pozostałych banków krajowych, jako wierzycieli skarbu państwa, na korzyść krajowych inwestorów poza systemem bankowym oraz inwestorów zagranicznych.

Przychody z prywatyzacji stworzyły stosunkowo duże możliwości finansowania wydatków publicznych także w roku 2000. Przewiduje się, że jeszcze w roku 2001 przychody te pokryją prawie w całości przypuszczalny deficyt, łącznie z rekompensatami.

Stan finansów publicznych w końcu lat dziewięćdziesiątych, analizowany od strony statystyczno-formalnej, pod kątem realizacji dyscypliny finansowej oraz celu antyinflacyjnego, nie przedstawiał się zatem najgorzej[21]. Zmniejszyła się także relacja deficytu obrotów bieżących do PKB do 6,2% w końcu 2000 roku, wobec 7,5% w 1999 roku. Oddalone zostało zatem, przynajmniej na pewien czas, ryzyko wybuchu kryzysu walutowo-finansowego w Polsce.

Do najważniejszych zagrożeń dla stabilności makroekonomicznej kraju na początku nowego dziesięciolecia należą przede wszystkim:

- Coraz trudniejsza sytuacja na rynku pracy. Stopa bezrobocia w końcu stycznia 2001 roku wzrosła do 15,7% i szacuje się, że w końcu roku może osiągnąć 17%. W latach 2001-2010 liczba ludności w wieku produkcyjnym wzrośnie o prawie 2 mln. Tymczasem procesy racjonalizacyjne dokonujące się w polskim przemyśle oraz likwidacja protekcji celnej mogą sprawić, że zmniejszy się jeszcze zatrudnienie.
- Zanikające, po 2001 roku, wpływy z prywatyzacji. Nastąpi zatem wzrost presji deficytów budżetowych na rynek kapitałowy. Od roku 2003 dołączą się do tego

---

[20] Ibidem.

[21] Szczegółowe analizy problemów polityki fiskalnej oraz jej związków z polityką pieniężną zawierają opracowania: M. Markiewicz, *Wpływ polityki fiskalnej na proces dezinflacji w gospodarkach przechodzących transformację*, Bank i Kredyt 1998, nr 10; D. Gotz-Kozierkiewicz, *Polityka pieniężna a polityka fiskalna*, Bank i Kredyt 2000, nr 7-8; A. Wernik, *Cele polityki fiskalnej a rozwój gospodarczy Polski*, Materiały na VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, styczeń 2001, z. 15.

wzmożone spłaty zadłużenia zagranicznego. Skala przewidzianych do spłaty rat kapitałowych będzie rosła aż do 2008 roku.

- Struktura finansów publicznych, która jest mało przejrzysta i nie odpowiada długofalowym potrzebom rozwojowym. Rzeczywisty stan finansów publicznych został zamazany między innymi przekazaniem w 1999 roku wielu zadań do samorządów, w ślad za czym nie poszła dostateczna ilość środków finansowych. Ciągle niepewna pozostaje sytuacja finansowa Zakładu Ubezpieczeń Społecznych, a ponadto szacuje się, że prawie połowa publicznych środków praktycznie jest poza kontrolą parlamentu. Środkami tymi dysponują różnego typu fundusze celowe, agencje i fundacje, takie jak przykładowo Agencja Rozwoju Przemysłu, Agencja Rynku Rolnego czy Państwowy Fundusz Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych.
- Słaba konkurencyjność pozacenowa polskiego eksportu, która jest silnym zagrożeniem dla równowagi zewnętrznej. Wobec konieczności zachowania restrykcyjnego kierunku w polityce monetarnej, która wywołuje nadwartościowość polskiej waluty, oraz zaniechania przez NBP interwencji na rynku walutowym, nie ma możliwości rekompensowania tego, poprzez wpływanie na poprawę konkurencyjności cenowej polskich wyrobów na rynkach światowych. Oczywiście należy przy tym pamiętać, że z kolei wyraźniejszy spadek kursu złotego mógłby stać się zagrożeniem dla realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego. Oddziaływanie na poprawę salda bilansu obrotów bieżących pozostanie zatem słabym ogniwem makroekonomicznej polityki stabilizacyjnej. Nabiera to szczególnego znaczenia w warunkach spodziewanego osłabienia koniunktury światowej. Osłabienie to może dość szybko stłumić boom eksportowy, który w 2000 roku zmniejszył nieco nierównowagę zewnętrzną polskiej gospodarki.

Podsumowując, trzeba stwierdzić, że przy ciągle wysokim deficycie na rachunku bieżącym i niewielkim polu manewru w zakresie finansów publicznych, brak możliwości bezpiecznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Z jednej strony, reguły właściwie prowadzonej polityki stabilizacyjnej wymagałyby zredukowania wydatków budżetowych w relacji do PKB, dla zmniejszenia spodziewanego ogromnego zwiększenia w bliskiej przyszłości, nacisku sektora finansów publicznych na rynek kapitałowy. Z drugiej jednak strony, państwu trudno wycofać się, bez drastycznych następstw zarówno dla długofalowego wzrostu gospodarczego, jak i w sferach bezpieczeństwa socjalnego i publicznego, z wielu sztywnych wydatków, takich jak dofinansowanie ubezpieczeń społecznych, obrona narodowa, sądownictwo, oświata, nauka, infrastruktura czy spłata zadłużenia[22]. Rosnący

[22] Rozwiązaniem łagodzącym wynikające z wstrząsów na rynku walutowym problemy, byłoby włączenie Polski do systemu ochrony kredytowej stosowanego w ramach Europejskiego Systemu Walutowego (por. na ten temat J. Bilski, *Polski system walutowy. Ocena skuteczności działania*, Bank i Kredyt 1999, nr 12, s. 31 i n.).

stopień otwarcia polskiej gospodarki, przejawiający się w znoszeniu ograniczeń w zakresie transakcji zawieranych w ramach poszczególnych pozycji ogólnego bilansu płatniczego, oznacza przy tym jej coraz większy stopień włączenia w globalizację procesów gospodarczych. Oprócz niewątpliwych korzyści z tego wynikających, jest to już teraz czynnik utrudniający prowadzenie polityki pieniężnej, wobec częstych zaburzeń na rynkach walutowo-finansowych. Sprzeczności między celami stabilizacji wewnętrznej i zewnętrznej, z konsekwencjami dla dynamiki wzrostu gospodarczego i stopy bezrobocia, wyznaczać będą rodzaj dylematów polskiej polityki gospodarczej, w co najmniej średnioterminowej perspektywie.

Bibliografia

Balcerowicz L., *Socjalizm, kapitalizm, transformacja*, WN PWN, Warszawa 1997

Barczyk R., *Główne teorie współczesnych wahań koniunkturalnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1997

Barczyk R., Kowalczyk Z., *Polityka stabilizacji koniunktury gospodarczej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1994

Bilski J., *Polski system walutowy. Ocena skuteczności działania*, Bank i Kredyt 1999, nr 12

Gilowska Z., *Jak dokończyć reformę samorządową*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk-Lublin 1996

Gomułka S., *Polska reforma gospodarcza w latach 1990-91. Zasady, środki działania i wyniki reformy*, w: *Gospodarka polska 1990-1993. Ocena doświadczeń – postulaty dla polityki gospodarczej*, Studia i Materiały, Polska Akademia Nauk, Instytut Nauk Ekonomicznych, Warszawa 1993

Gotz-Kozierkiewicz D., *Polityka pieniężna a polityka fiskalna*, Bank i Kredyt 2000, nr 7-8

Kołodko G., *Transformacja polskiej gospodarki. Sukces czy porażka?*, Polska Oficyna Wydawnicza „BGW", Warszawa 1992

Łaski K., Podkaminer L., *Problemy polityki fiskalnej, inflacji i długu publicznego*, Studia i Prace, Zakład Badań Statystyczno-Ekonomicznych Głównego Urzędu Statystycznego i Polskiej Akademii Nauk, Wiedeński Instytut Porównawczych Badań Ekonomicznych, Warszawa 1995, z. 231

Markiewicz M., *Wpływ polityki fiskalnej na proces dezinflacji w gospodarkach przechodzących transformację*, Bank i Kredyt 1998, nr 10

Pietrzak E., *Wymienialność złotego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996

Polański Z., *Polityka kursu walutowego w Polsce w latach 90. Stabilizacja, konkurencyjność i przepływy kapitałowe*, Ekonomista 1999, nr 1-2

Polszakiewicz B., *Finanse lokalne w Polsce*, w: *Społeczna gospodarka rynkowa. Aspekty regionalne*, red. E. Okoń-Horodyńska, Materiały konferencyjne, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 1997

Polszakiewicz B., *Otwieranie się polskiej gospodarki w latach 90.*, Ekonomista 2000, nr 2

Rosati D., *Dylematy polityki pieniężnej w warunkach swobody przepływu kapitału*, Bank i Kredyt 1999, nr 7-8

Sławiński A., *Finansowanie deficytu w obrotach bieżących*, Ekonomista 1999, nr 1-2
System finansów publicznych w procesie transformacji gospodarki polskiej, red. S. Owsiak, WN PWN, Warszawa 1995
Szczepańska O., Tymoczko D., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w Polsce i jej konsekwencje*, Bank i Kredyt 1999, nr 4
Wernik A., *Cele polityki fiskalnej a rozwój gospodarczy Polski*, Materiały na VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, styczeń 2001, z. 15
Wernik A., *Niektóre problemy budżetu państwa i długu publicznego*, w: *Polityka finansowa, wzrost, dług publiczny*, Instytut Finansów, Warszawa 1994