

BARBARA POLSZAKIEWICZ

16. NIESPÓJNY CZWOROKĄT ROZWIĄZAŃ SYSTEMOWYCH W POLSKIEJ POLITYCE STABILIZACYJNEJ *

WSTĘP

Polityka stabilizacyjna jest polityką równoważenia wewnętrznego i zewnętrznego gospodarki. Oba rodzaje równowag oddziałują na siebie, przy czym przyjęte rozwiązania w zakresie stopnia zewnętrznego otwarcia gospodarki oraz systemu kursu walutowego, determinują skuteczność instrumentów polityki pieniężnej i fiskalnej. Celem opracowania jest analiza wyborów, jakich dokonywano, realizując politykę tłumienia inflacji w Polsce w warunkach dylematów, jakie wynikają z czworokąta niespójnych rozwiązań systemowych.

Występowanie czworokąta niespójnych rozwiązań systemowych oznacza, że w małej gospodarce w długim okresie nie mogą współistnieć cztery rozwiązania: pełna swoboda wymiany handlowej, pełna swoboda przepływów kapitałowych, system stałych kursów walutowych oraz autonomiczna polityka pieniężna. Liberalizacja transakcji zawieranych w ramach poszczególnych pozycji ogólnego bilansu płatniczego wymusza zatem wybór: zachować kontrolę nad kursem walutowym jako instrumentem polityki gospodarczej, czy też kontrolować podaż pieniądza.

Liberalizacja zewnętrzna, która w Polsce najwcześniej objęła pozycje bieżącego bilansu płatniczego, miała służyć uaktywnieniu mechanizmów konkurencji, skorodowanych dominacją własności państwowej w gospodarce. Formalnie zapoczątkowało ją wejście w życie Ustawy o działalności gospodarczej w początkach 1989 roku. Jej rezultatem było zniesienie państwowego

* W wersji anglojęzycznej referat pod takim samym tytułem został wygłoszony przez autorkę na międzynarodowej konferencji zorganizowanej przez Congress of Political Economists w Berlinie, w dniach 14–21 lipca 2007 r. Ukaże się on także w pokonferencyjnym opracowaniu monograficznym.

monopolu w zakresie handlu zagranicznego. Praktycznego znaczenia nabrało to jednak dopiero po wprowadzeniu wewnętrznej wymienialności złotego 1 stycznia 1990 roku.

ZNOSZENIE KONTROLI W ZAKRESIE BILANSU OBROTÓW KAPITAŁOWYCH

Z punktu widzenia dylematów generowanych przez czworokąt niespójnych rozwiązań systemowych podstawowe znaczenie posiadało znoszenie ograniczeń w przepływach kapitałowych między Polską i zagranicą. W 1991 roku wejście w życie Ustawy o spółkach z udziałem kapitału zagranicznego spowodowało zliberalizowanie obrotów w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W 1993 roku zagraniczni inwestorzy uzyskali dostęp do polskiego rynku papierów wartościowych. W lipcu 1995 roku zadeklarowana została zewnętrzna wymienialność złotego. Wprowadzone w 1998 roku zmiany w Prawie dewizowym otworzyły dla inwestorów zagranicznych polskie rynki transakcji terminowych. Jednak dopiero Prawo dewizowe, które weszło w życie 1 stycznia 1999 roku, dało uprawnienia do fakturowania w złotych transakcji zawieranych z podmiotami zagranicznymi. Było to równoznaczne z wprowadzeniem faktycznej zewnętrznej wymienialności złotego. Prawo to utrzymało jednak ciągłą kontrolę w zakresie krótkoterminowych ruchów kapitału w postaci obowiązku otrzymania zezwolenia dewizowego. Dotyczyło to transakcji krótkoterminowymi papierami wartościowymi, kredytów krótkoterminowych o charakterze nie kupieckim, krótkoterminowych depozytów nie rezydentów w bankach krajowych, a także depozytów rezydentów za granicą. Rozwój rynku kapitałowego w zakresie instrumentów pochodnych sprawił jednak, że istniejące jeszcze ograniczenia były coraz skuteczniej obchodzone przez zainteresowane podmioty. Pewną skuteczność wykazywała jedynie kontrola w zakresie krótkoterminowego zadłużania się za granicą polskich przedsiębiorstw¹.

RÓWNOWAŻENIE POLSKIEJ GOSPODARKI W PIERWSZEJ POŁOWIE LAT 90.

W pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych polityka stabilizacyjna w Polsce realizowana była w warunkach, średnioterminowo biorąc, wysokiego stop-

¹ Szerzej na temat przebiegu i skutków zewnętrznego otwierania się polskiej gospodarki zob. m.in.: E. Pietrzak [1996]; D. Rosati [1999]; O. Szczepańska, D. Tymoczko [1999]; B. Polszakiewicz [2000]; A. Sławiński [2003].

nia zrównoważenia zewnętrznego². Przy tym, o ile przywrócenie równowagi zewnętrznej w 1990 r. (mimo wysokich kosztów obsługi zagranicznego długu) spowodowane było silnym początkowym niedowartościowaniem złotego, to w latach 1992–1994 było to zasługą rosnącego dodatniego salda w handlu przygranicznym³. W 1993 roku pojawił się jednak deficyt w bilansie handlowym, który stał się zapowiedzią kształtowania wadliwej struktury ogólnego bilansu płatniczego oraz rosnących trudności z utrzymaniem równowagi zewnętrznej.

Polityka równoważenia wewnętrznego była w Polsce tożsama z polityką tłumienia inflacji. Realizacji tego celu podporządkowane były zarówno bardzo restrykcyjne polityki pieniężna, dochodowa⁴ oraz budżetowa, jak i polityka kursu walutowego.

Wśród podstawowych instrumentów polityki ograniczania podaży pieniądza należy wymienić przede wszystkim: podniesienie poziomu stóp procentowych, ustalenie limitów dla akcji kredytowej banków komercyjnych oraz podniesienie poziomu obowiązkowej rezerwy bankowej do maksymalnego, przewidzianego prawem bankowym poziomu 30%. Duże znaczenie tego ostatniego instrumentu w antyinflacyjnej polityce stabilizacyjnej w Polsce wynikało z powolnego początkowo rozwoju rynku krótkoterminowych papierów wartościowych i w związku z tym z ograniczonej możliwości oddziaływania na podaż pieniądza za pośrednictwem operacji otwartego rynku.

Próba zrównoważenia finansów publicznych powiodła się jedynie w stopniu ograniczonym. Możliwości znacznych cięć wydatków budżetowych uległy dość szybko wyczerpaniu, natomiast utrzymujące się przez pierwsze dwa lata kryzysowe załamanie produkcji redukowało postawę opodatkowania. W 1992 roku deficyt budżetu państwa w relacji do PKB przekroczył 6%. Zareagowano na to w 1993 r. „zamrożeniem” progów podatkowych, natomiast w 1994 r. podniesiono stopy podatkowe. W wyniku powyższych posunięć, ale także w rezultacie przybierającego na sile ożywienia gospodarczego, deficyt budżetu państwa obniżył się w latach 1993–1994 do około 3% w relacji do PKB.

Polityka kursu walutowego podporządkowana została polityce tłumienia inflacji w szczególny sposób. Początkowa głęboka dewaluacja złotego,

² Przez równowagę zewnętrzną rozumiemy tu oczywiście sytuację, w której saldo bieżącego bilansu płatniczego kraju jest, średnioterminowo biorąc, dość bliskie zeru.

³ W latach 1990–1991 saldo handlu w ruchu turystycznym było nawet ujemne. W 1992 r. pojawiła się tu nadwyżka, która w 1994 r. przekroczyła 3 mld USD.

⁴ Głównym instrumentem polityki dochodowej był silnie progresywny podatek od ponadnormatywnego wzrostu wynagrodzeń w przedsiębiorstwach państwowych.

w trakcie przygotowywania a następnie wprowadzenia wewnętrznej wymiennalności złotego, wyemitowała silny bodziec inflacyjny w postaci podrożenia importu. Nastąpiło zdynamizowanie eksportu i obniżenie o prawie 40% wolumenu importu. Jednak przez następnych 16 miesięcy kurs złotego nie był zmieniany, mimo utrzymującej się bardzo wysokiej inflacji. W okresie tym bardzo wyraźnie wykorzystywano zatem kurs złotego w charakterze kotwicy antyinflacyjnej. W połowie maja 1991 roku przeprowadzono pierwszą, od wprowadzenia wymiennalności, dewaluację złotego, a w październiku tego samego roku system pełzającej, to jest codziennej dewaluacji. Nie zrezygnowano jednak z wykorzystywania kursu walutowego w polityce tłumienia inflacji, gdyż ustalano wskaźniki miesięcznej dewaluacji na poziomie niższym niż wynosił wskaźnik oczekiwanej inflacji.

Stopa inflacji została zredukowana z 585,8% w 1990 r. do 32,2% w roku 1994⁵. Nastąpiło przy tym przejście od popytu, jako głównego czynnika pobudzającego inflację, do czynników powodujących wzrost jednostkowych kosztów produkcji. Należały do nich przede wszystkim:

- spadek stopnia wykorzystania zdolności produkcyjnej przedsiębiorstw,
- wysokie oprocentowanie kredytów,
- sterowane administracyjnie znaczne podwyżki cen, szczególnie w zakresie węgla i energii,
- opóźnione zmiany wielkości zatrudnienia w reakcji na spadek produkcji w latach 1990–1991,
- kolejne dewaluacje złotego⁶.

Dla problemów, które pojawiły się przed polityką stabilizacyjną w następnym okresie, istotne było to, że od 1994 roku polska gospodarka zaczęła być w znacznym stopniu zasilana w płynność ze źródeł zewnętrznych. W 1994 roku nastąpił bowiem prawie dwumiliardowy wzrost stanu oficjalnych rezerw walutowych. Przyczyną tego była wspomniana już wyżej nadwyżka w handlu przygranicznym. Sytuacja w zakresie bilansu obrotów kapitałowych i finansowych nie miała tu jeszcze znaczenia. Nie wielkie ujemne saldo w pozycji inwestycje portfelowe było kompensowane przez nadwyżkę, o zbliżonych rozmiarach, w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Podsumowując, główny antyinflacyjny cel polityki stabilizacyjnej w pierwszej połowie lat 90. realizowany był w warunkach umiarkowanych sukcesów w zakresie ograniczania deficytu finansów publicznych, głębokiego kryzysu

⁵ Przeciętna roczna zmiana cen detalicznych.

⁶ Przeprowadzono je niezależnie od obowiązującego systemu pełzającej dewaluacji w lutym 1992 r. oraz w sierpniu 1993 r.

gospodarczego w latach 1990–1991, spadających dochodów realnych, osiągnięcia przez stopę bezrobocia dwucyfrowego poziomu oraz dość wysokiego stanu zrównowżenia zewnętrznego. Polityce wysokich stóp procentowych i skutecznej kontroli podaży pieniądza towarzyszył system stałego kursu walutowego. Było to możliwe dzięki utrzymaniu kontroli w zakresie większości transakcji zawieranych w ramach bilansu obrotów kapitałowych i finansowych.

NIESPÓJNY CZWOROKĄT ROZWIĄZAŃ SYSTEMOWYCH W DRUGIEJ POŁOWIE LAT 90.

Problemy z utrzymaniem równowagi zewnętrznej zaczęły być statystycznie widoczne począwszy od 1996 roku. Wówczas to ujemne saldo bilansu obrotów bieżących stało się stałym elementem w strukturze polskiego bilansu płatniczego. Deficyt rachunku bieżącego powiększał się bardzo dynamicznie, zarówno w wielkościach absolutnych, jak i w relacji do produktu krajowego brutto. Wskaźnik ten osiągnął w końcu 1999 roku 7,5%. Zmiany w strukturze ogólnego bilansu płatniczego Polski w drugiej połowie lat 90. oraz narastanie nierównowagi zewnętrznej ilustrują dane w tabeli 1.

Tabela 1. Bilans płatniczy Polski w latach 1995–2000 (saldo w mld USD)*

WYSZCZEGÓLNIENIE	1995	1996	1997	1998	1999	2000
A. Obroty bieżące	5,46	-1,35	-4,32	-6,84	-11,55	-9,95
Płatności towarowe	-1,83	-8,15	-11,30	-13,72	-14,38	-13,17
Usługi	0,15	0,21	0,31	-0,49	-1,63	-1,69
Dochody	-0,63	-0,37	-0,46	-0,57	-0,80	-0,76
Transfery	0,01	0,22	1,15	1,94	1,61	1,68
Niesklasyfikowane obroty bieżące	7,75	7,15	6,01	6,00	3,64	3,98
B. Obroty kapitałowe i finansowe	2,76	4,78	4,86	10,99	8,24	7,66
Inwestycje bezpośrednie	1,13	2,74	3,04	4,97	6,35	8,17
Inwestycje portfelowe	1,17	0,24	2,10	1,33	1,45	2,86
Pozostałe inwestycje	0,45	1,71	-0,36	4,62	0,40	-3,38

*Na bazie płatności.

Źródło: dane za „Biuletyn Informacyjny NBP” – różne numery.

Wśród czynników, które wygenerowały obniżenie dynamiki wzrostu eksportu i przyspieszenie importu, należy wymienić przede wszystkim dwa:

wysoki poziom aktywności gospodarczej w latach 1995–1997 oraz umacnianie się złotego na rynku walutowym. Takie zjawiska jak liberalizacja obowiązującego w Polsce prawa dewizowego, korzystny układ parametrów makroekonomicznych w połowie lat 90., odzyskanie wiarygodności inwestycyjnej w wyniku podpisania z wierzycielami umów o restrukturyzacji zagranicznego długu, wysoki poziom stóp procentowych oraz praktycznie brak ryzyka kursowego, przeciągały zainteresowanie międzynarodowego kapitału rynkiem walutowym złotego. W tym samym kierunku działał pobudzony procesami prywatyzacyjnymi napływ kapitału długoterminowego w postaci bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Do 1998 roku napływ kapitału przekraczał potrzeby finansowania deficytu na rachunku bieżącym. Umacniało to polską walutę, petryfikując wadliwą strukturę ogólnego bilansu płatniczego, z rosnącym deficytem handlowym.

Pogarszaniu perspektyw przywrócenia równowagi zewnętrznej towarzyszył wzrost rezerw walutowych, który, wraz z wynikającym stąd wzrostem podaży pieniądza w obiegu, zagrażał realizacji antyinflacyjnego celu w polityce stabilizacyjnej. O stanach rezerw walutowych w analizowanym okresie informują poniższe dane (w mln USD, według stanu na 31 XII)⁷:

1994	6 029
1995	14 963
1996	18 033
1997	20 670
1998	27 382
1999	25 494
2000	27 465

Wzrost rezerw walutowych był szczególnie intensywny w 1995 roku, kiedy ich poziom podniósł się w porównaniu z rokiem poprzednim o prawie 150%. W tym samym kierunku działały bowiem oba salda ogólnego bilansu płatniczego. W ciągu następnych trzech lat wzrost ten był znacznie słabszy, lecz pozostawał wystarczająco silny, aby stać się źródłem istotnych dylematów w polityce stabilizacyjnej, nawet jeśli ograniczała się ona do realizacji tak ograniczonego zestawu celów, jak to było w przypadku Polski. Dylematom tym przyjrzymy się teraz nieco bliżej.

W celu osłabienia zainteresowania międzynarodowego kapitału spekulacyjnego rynkiem walutowym złotego w maju 1995 r. wprowadzone zostały zmiany w systemie kursu walutowego, zmierzające do podniesienia ryzyka kursowego. Miało ono stanowić przeciwwagę dla wysokiego

⁷ Dane za: „Biuletyn Informacyjny NBP” – różne numery.

poziomu stóp procentowych, będących konsekwencją restrykcyjnego kursu w polityce monetarnej. Zmiany te polegały na uzupełnieniu systemu pełzającej dewaluacji o możliwość odchylenia kursu rynkowego od kursu ustalanego centralnie, w paśmie o początkowej szerokości +/-7%. Kurs rynkowy ustalany był techniką *fixingu*, która umożliwiawała częste interwencje NBP na rynku walutowym złotego. W praktyce właśnie na skutek tych interwencji ryzyko kursowe okazało się niewielkie. Zainteresowanie polską walutą zatem nie słabło, a wynikająca stąd rynkowa presja na umacnianie złotego, stała się podstawą przeprowadzenia jego oficjalnej rewaluacji w końcu 1995 roku.

Dzięki niej w następnym okresie stało się możliwe utrzymywanie rynkowego kursu złotego na poziomie bliższym kursu oficjalnego. Zachowany został jednak dotychczasowy kierunek interwencji, prowadzący do wzrostu oficjalnych rezerw walutowych. Było to istotnym czynnikiem kreacji pieniądza. Reakcją banku centralnego były operacje sterylizujące nadpłynność sektora banków komercyjnych za pomocą kilkutygodniowych, korzystnie oprocentowanych bonów pieniężnych. Nastąpił wzrost kosztów prowadzenia polityki pieniężnej oraz spadek wpływów budżetowych z tytułu zysku bilansowego NBP. Równocześnie postępowało przekształcanie NBP z wierzyciela banków komercyjnych w ich dłużnika. Oznaczało to osłabienie skuteczności oddziaływania banku centralnego na banki komercyjne za pomocą dotychczasowego systemu stóp procentowych, jako krańcowego kosztu pozyskiwania przez nie płynności.

Tego rodzaju sytuacja była niemożliwa do utrzymania przez dłuższy czas. Koniecznym stało się wprowadzenie kolejnych zmian w systemie kursu walutowego, prowadzących do wzrostu znaczenia mechanizmu rynkowego w jego ustalaniu. Celowość kontynuowania próby łączenia kontroli podaży pieniądza z kontrolą kursu walutowego stawała się coraz bardziej problematyczna. W lutym 1998 roku rozpoczęto poszerzanie pasma dopuszczalnych rynkowych odchylenia kursu do +/-10%, w październiku do +/-12,5% oraz w marcu 1999 r. do +/-15%. Zmniejszona została także częstotliwość interwencji NBP na rynku walutowym. W czerwcu 1999 roku bank centralny zaprzestał interwencji na rynku walutowym. Rynkowy kurs złotego zaczął wykazywać znaczne wahania wokół kursu ustalanego centralnie. Amplituda tych wahań była jednak znacznie mniejsza niż wynosiła szerokość pasma dopuszczalnych odchylenia. Uznano zatem, że wynikające stąd ryzyko kursowe, nie stanowi nadmiernego zagrożenia dla eksporterów. W kwietniu 2000 roku ostatecznie zrezygnowano z kontroli kursu walutowego. Wprowadzony został system kursu płynnego, z zachowaniem jednak prawa banku centralnego do interwencji na rynku walutowym.

Jako jeden z głównych argumentów przemawiających za rezygnacją z kontroli kursu walutowego wymieniano groźbę ataku spekulacyjnego na polską walutę, w warunkach szybko powiększającej się nierównowagi zewnętrznej. Jak wiadomo, skuteczny atak spekulacyjny na walutę poprzedza wybuch kryzysu walutowo-finansowego. Powstaje pytanie, jak dalece realne były tego rodzaju zagrożenia w polskiej gospodarce.

Wśród przesłanek zwiększających realność ataku spekulacyjnego należy wymienić przede wszystkim:

- pozostawienie aż do 1999 roku zasadniczych elementów systemu stałego kursu walutowego, które ograniczały ryzyko kursowe,
- wysoki poziom stóp procentowych, które wywoływały rynkową presję na aprecjację złotego, mimo rosnącego deficytu na rachunku bieżącym. W 1999 roku doszło do zaostrzenia polityki pieniężnej, z powodu nasilenia się procesów inflacyjnych w drugiej połowie roku. Wyrazem tego było znaczny wzrost poziomu stóp procentowych w okresie między listopadem 1999 roku a sierpniem 2000 roku⁸. Ten wysoki poziom stóp procentowych został utrzymany do marca 2001 roku, stając się czynnikiem przyspieszającym i pogłębiającym zjawiska recesyjne w gospodarce w latach 2001–2002. Zapoczątkowane w marcu 2001 roku obniżanie stóp procentowych przebiegało bardzo powoli, mimo recesji i szybko cofającej się stopy inflacji. Argumentem wysuwany za tego rodzaju ostrożnymi decyzjami Rady Polityki Pieniężnej, była niepewna sytuacja w zakresie przestrzegania dyscypliny finansowej państwa⁹. Trudności zrównoważenia budżetu znalazły wyraz w nowelizacjach Ustawy budżetowej i wzroście deficytu budżetu państwa w relacji do PKB do 4,5% w 2001 roku oraz 5,3% w 2002 roku¹⁰.
- nierównowaga zewnętrzna, której siedmioprocentowy poziom w relacji do PKB zwykle informuje o bardzo silnej i bliskiej groźbie utraty zaufania inwestorów zagranicznych do danej waluty, na skutek wysokiego prawdopodobieństwa jej głębokiej dewaluacji,
- szybko powiększające się zadłużenie zagraniczne polskich przedsiębiorstw. W latach 1996–2000 powiększyło się ono aż 3,5-krotnie¹¹.

⁸ Przykładowo poziom stopy redyskontowej został podniesiony z 15,5% w październiku do 19% w listopadzie 1999 r. W sierpniu 2000 r. było to już 21,5%. Por. Biuletyn Informacyjny NBP 2003, nr 5, s. 7.

⁹ Szczegółowe analizy na temat na temat problemów polityki fiskalnej oraz jej związków z polityką fiskalną zawierają następujące opracowania: M. Markiewicz [1998]; D. Gotz-Kozierkiewicz [2000]; A. Wernik [styczeń 2001].

¹⁰ Na temat problemów związanych z przygotowaniem budżetu państwa na 2002 r. zob. A. Wernik [2001].

¹¹ Zadłużenie polskich firm wzrosło z 8,49 mld USD na koniec 1996 r. do 29,22 mld USD na koniec 2000 r. Por. Biuletyn Informacyjny NBP – różne numery.

Wymienione wyżej przesłanki, powodujące wzrost zagrożenia wybuchem kryzysu walutowo-finansowego w Polsce w drugiej połowie lat 90., były jednak w istotnym stopniu neutralizowane dopływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Za groźną z punktu widzenia równowagi zewnętrznej uważa się dopiero sytuację, w której podstawowego znaczenia w pokrywaniu deficytu na rachunku bieżącym nabiera napływ kapitału krótkoterminowego¹². Przyjrzyjmy się zatem teraz nieco bliżej zmianom tej pozycji w polskim bilansie płatniczym.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne pojawiły się jako istotna pozycja w bilansie obrotów kapitałowych i finansowych Polski dopiero w 1995 roku. W porównaniu z rokiem poprzednim wzrosły o ponad 100%. Wówczas to, łącznie z równymi co do wartości inwestycjami portfelowymi oraz wysokim dodatnim saldem handlu przygranicznego, potęgowały one presję na aprecjację złotego. Wysoka nadwyżka w handlu przygranicznym przestała wystarczać na potrzeby sfinansowania skokowo rosnącego deficytu bilansu handlowego już w roku następnym. Jednak wartość dodatniego salda bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrosła o ponad 140%, dwukrotnie przekraczając deficyt na rachunku bieżącym. W następnych latach udział dodatniego salda bezpośrednich inwestycji zagranicznych w finansowaniu deficytu rachunku bieżącego spadł poniżej 100% i wynosił (w %)¹³:

1997	71,2
1998	72,4
1999	54,9
2000	81,9

Jak wynika z powyższych danych, udział długofalowych bezpośrednich inwestycji zagranicznych w finansowaniu nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki był na tyle znaczący, że nie były podejmowane próby ataku spekulacyjnego na polską walutę. Wyczerpywanie się prywatyzacji, jako czynnika przyciągającego długoterminowy, zagraniczny kapitał i oczekiwany spadek wartości tej pozycji w bilansie płatniczym, współokreślało warunki, w jakich podejmowane były decyzje o zmianach w systemie kursu walutowego w latach 1999/2000, w kierunku jego upłynnienia. W systemie kursu płynnego utrudniony jest bowiem atak spekulacyjny na walutę, co oddala znacznie ryzyko wybuchu kryzysu walutowo-finansowego. Zgodnie z oczekiwaniem, od 2004 roku nastąpiło zastąpienie bodźca prywatyzacyjnego dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wzrostem atrakcyjności Polski jako kraju członkowskiego Unii Europejskiej. Równocześnie począwszy od 2000 roku dynamika

¹² Szerzej na ten temat zob. np. A. Sławiński [1999], s. 121 i n.

¹³ Obliczono na podstawie danych z tabeli 1.

wzrostu eksportu zaczęła znacznie przekraczać dynamikę importu. Wzrost eksportu następował pomimo silnego złotego i słabego wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski. Deficyt na rachunku bieżącym systematycznie zmniejszał się, począwszy od II kwartału 2000 roku, aż do poziomu poniżej 2% w relacji do PKB na koniec 2005 roku.

Wśród najważniejszych zagrożeń dla stabilności makroekonomicznej Polski wymienić należy przede wszystkim:

- trudności zrównoważenia finansów publicznych z towarzyszącymi im problemami zarządzania długiem publicznym¹⁴,
- strukturę finansów publicznych, która zaciemnia ich rzeczywisty stan. Nie odpowiada ona ponadto długofalowym potrzebom rozwojowym.
- wzrost presji deficytów budżetowych na rynek kapitałowy spowodowany zanikającymi wpływami z prywatyzacji.

ZAKOŃCZENIE

Polityka stabilizacyjna w Polsce oceniana pod kątem stopnia realizacji jej głównego antyinflacyjnego celu, okazała się polityką w wysokim stopniu skuteczną. Analiza wyborów, jakich dokonywano w związku z dylematami generowanymi przez czworokąt niespójnych rozwiązań systemowych, w warunkach stosunkowo płytkiego rynku walutowego złotego, daje podstawy do ich oceny jako generalnie trafnych.

AN INCONSISTENT QUADRANGLE OF SYSTEM-SOLUTIONS IN THE POLISH STABILISATION POLICY

SUMMARY

The requirements set by the inconsistent quadrangle of system solutions in the Polish stabilization policy were met as follows:

1. In the first half of the nineties, transactions with foreign countries were liberalised, with the exception of the short-term capital circulation. Due to that, it was possible to combine the exchange rate control with the money supply control.
2. In the second half of the nineties, the gradual surrendering of restrictions in short-term capital circulation was accompanied by a growth in the implementation costs of the anti-inflation stabilisation policy and by a deepening external instability.

In 2000, it was decided to surrender the exchange rate control.

¹⁴ Dobre omówienie kwestii z tym związanych zawiera opracowanie W. Małecki [2003], s. 35–50.