

**Leszek Balcerowicz**

## **POLITYKA MONETARNA A ROZWÓJ GOSPODARCZY<sup>1</sup>**

Od paru miesięcy bank centralny w Polsce jest obiektem gróźb pozbawienia go niezależności (nazywanych przez ich autorów „dialogiem”). Ta niespotykana w dotychczasowej historii III Rzeczypospolitej praktyka ma swoją społeczną cenę. Sposób traktowania przez ciała polityczne banku centralnego jest współcześnie uznawany przez świat cywilizowany za jedną z miar stabilności kraju. Przekłada się to – prędzej czy później – na wielkość premii (marży) za ryzyko, jaką trzeba płacić zagranicznym wierzycielom, a także na skłonność długoterminowego kapitału do inwestowania w danym kraju. Polityczne naciski na bank centralny podsycają też napływy kapitału spekulacyjnego, grającego na wymuszone obniżki stóp procentowych, co z kolei wywołuje szkodliwe dla działalności gospodarczej wahania kursu złotego.

W politycznej wrzawie mogą ginąć podstawowe kwestie. Warto więc przypomnieć, że rozwój gospodarczy należy rozpatrywać w długofalowej perspektywie – jako systematyczny, trwały proces podnoszenia poziomu życia w kraju. Inne podejście jest przejawem krótkowzroczności. Jakże łatwo jest osiągnąć przyspieszenie wzrostu dzięki szybkiemu zwiększeniu przez władze publiczne popytu w gospodarce – kosztem późniejszego załamania.

Polityka pieniężna wnosi wkład do długofalowego rozwoju, utrzymując stabilność cen – jeśli miało się ją na starcie – albo doprowadzając do trwałej stabilności cen, jeśli w punkcie wyjścia rosły one zbyt szybko. Stabilne ceny tworzą bowiem najlepsze warunki dla decyzji skierowanych na rozwój. Dlatego wszystkie kraje Zachodu, w których inflacja w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych wzrosła ponad 5–10% rocznie, podjęły wysiłki na rzecz jej redukcji – i praktycznie wszystkie osiągnęły sukces.

Polityka monetarna nie jest jednak w stanie zastąpić reform strukturalnych, takich jak usuwanie przepisów hamujących wzrost zatrudnienia, uzdrawianie nieefektywnych przedsiębiorstw, sanacja finansów państwa. Gdyby można było przez obniżki stóp procentowych trwale przyspieszać rozwój gospodarki i zatrudnienia, na świecie nie byłoby ani biedy, ani bezrobocia.

Mówiąc o stopach procentowych, trzeba pamiętać, że istnieją ich różne rodzaje. Najistotniejsze są trzy rozróżnienia:

- stopy oficjalne banku centralnego – stopy rynku międzybankowego (w Polsce: WIBOR) – stopy ustalane przez banki dla klientów niebankowych,

---

<sup>1</sup> Przekazany przez prof. L. Balcerowicza, prezesa NBP, tekst do publikacji w „Roczniku Strategicznym” jest zmodyfikowaną wersją jego wystąpienia sejmowego w dniu 1 marca 2002 r.

- stopy krótkoterminowe – stopy długoterminowe,
- stopy od depozytów – stopy od kredytów.

Stopy oficjalne mają głównie wpływ na krótkoterminowe stopy rynkowe. Tak zwana stopa referencyjna oznacza oprocentowanie, przy jakim NBP ściąga środki z banków, sprzedając im w zamian swoje 28-dniowe bony. Stanowi ona dolną granicę oprocentowania, przy jakim banki komercyjne wypożyczają sobie wzajemnie środki pieniężne. Jeśli – tak jak obecnie – stopa referencyjna wynosi 10%, to stopy rynku międzybankowego będą bliskie tej wielkości.

Najważniejsze dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw są stopy długoterminowe; dotyczą one kredytów mieszkaniowych i inwestycyjnych. Otóż te stopy znajdują się pod silnym wpływem bieżącej i oczekiwanej sytuacji budżetowej, związanych z tym częściowo oczekiwań inflacyjnych oraz ogólnej perspektywy stabilności kraju. Zdarza się, że obniżce krótkookresowych stóp oficjalnych towarzyszy podwyżka długoterminowych stóp rynkowych. I odwrotnie: podwyżka tych pierwszych może prowadzić do spadku tych drugich; dzieje się tak, gdy uczestnicy rynku uznają podwyższenie stóp oficjalnych za wyraz determinacji banku centralnego w walce z inflacją.

Dyskutując o stopach procentowych, warto pamiętać o podstawowych faktach.

- Stopa referencyjna NBP została obniżona z 19% w lutym 2001 r. do 10% w styczniu br. Po uwzględnieniu inflacji, czyli realnie, spadła ona z 11,6% do 6,3%, a więc o 5,3 punktu procentowego!
- Realne oprocentowanie depozytów obniżyło się w tym samym czasie z 7,8% do 4,2%. Uwzględnienie skutków styczniowej redukcji stóp NBP oraz podatku od dochodów z oszczędności sprowadza owe stopy do 1,5 punktu procentowego, i to przy założeniu inflacji 3,5%. Przy inflacji 4,5% realne oprocentowanie depozytów obniżyłoby się do 0,5%.
- Oprocentowanie kredytów w bankach komercyjnych obniżyło się dotąd znacznie mniej niż oprocentowanie depozytów, a zatem wzrosły marże banków. W gospodarce rynkowej nie podlegają jednak one bezpośredniej kontroli.

Wstrzeźliwość banków w obniżaniu oprocentowania kredytów wynika w części z ekspansji kredytowej w latach 1998–1999, co przyczyniło się do nagromadzenia złych długów. Trzeba też pamiętać, że dostępność kredytu dla gospodarstw domowych i firm jest tym mniejsza, im większe długi zaciąga budżet. Zarówno w 2000, jak i w 2001 r. masa kredytu wzrosła o 8%. W 2000 r. deficyt finansów publicznych wynosił około 2% PKB i był w dużej mierze finansowany przychodami z prywatyzacji. W efekcie kredyt dla budżetu obniżył się o 10,6%, kredyt dla gospodarstw domowych i firm wzrósł zaś o 17,3%. W 2001 r. gwałtownie wzrosło zaciąganie długów przez budżet – był to efekt deficytu powiększonego do ponad 5,5% PKB oraz nikłych przychodów z prywatyzacji. Kredyt dla budżetu wzrósł o 9,6%, kredyt dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw zaś o 7,6%. Nie da się zjeść ciastka i go mieć. Jeśli budżet się zadłuża, to mniej środków finansowych zostaje dla gospodarki.

Rozumne oceny wymagają sensownych porównań. Dotyczy to także stóp procentowych. Dla nas właściwym punktem odniesienia są kraje Zachodu w okresie,

gdy obniżały inflację, a nie te same kraje teraz, gdy korzystają one z owoców swoich wcześniejszych wysiłków. Zwalczanie wysokiej inflacji i ochrona wcześniej ugruntowanej stabilności cen – to dwie różne sytuacje, wymagające odmiennej polityki stóp procentowych. W tym pierwszym przypadku realne stopy są dużo wyższe (i często rosnące) niż w tym drugim. Tak na przykład w Danii w latach 1989–1993 inflacja spadła z 4,7% do 1,3%, a realne krótkoterminowe stopy wzrosły z 4,3% do 8,8%. W Finlandii inflacja w latach 1989–1992 obniżyła się z 6,6% do 2,9% a stopy skoczyły z 6,1% do 12,3%. W tym samym czasie w Norwegii dynamika cen spadła z 4,5% do 2,3%, a stopy podniosły się z 5,4% do 12,3%. We Francji w latach 1980–1992 obniżono inflację z 13,6% do 2,4%; towarzyszył temu wzrost stóp z 1% do 8,2%.

Wszystkie te kraje mają obecnie niską inflację i dużo niższe realne stopy procentowe. To jest nagroda za wytrwałość.