

*Joanna Stawska\**

## **DECYZJE WŁADZ GOSPODARCZYCH (*POLICY MIX*) A STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO W POLSCE**

**Streszczenie.** Brak stabilności finansowej to czynnik sprzyjający kryzysom finansowym rozumianym jako zaburzenia w funkcjonowaniu rynków finansowych. Ponadto sam kryzys finansowy może również przyczynić się do niestabilności finansowej. Kryzysy finansowe uwidaczniają istotność stabilności finansowej w gospodarce. W tym kontekście koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej staje się niezwykle ważna w okresach stabilności na rynkach finansowych, jednak w warunkach nadzwyczajnych, np. kryzysowych nabiera szczególnego znaczenia. Celem artykułu jest analiza decyzji podejmowanych przez władze gospodarcze w Polsce i ich konsekwencji dla stabilności systemu finansowego, szczególnie w wyjątkowych warunkach kryzysu finansowego. W opracowaniu wykorzystano następujące metody badawcze: przegląd literatury, statystyczne metody badawcze oraz metody graficznej prezentacji zjawisk. Z pewnością polityka pieniężna i fiskalna wspólnie oddziałują na kształtowanie się równowagi w gospodarce danego państwa. Stąd temat ten jest istotny chociażby ze względu na to, że wybór optymalnej kombinacji polityki pieniężnej i fiskalnej jest utrudniony z uwagi na odmiennosc celów i preferencji władz gospodarczych. Wydaje się, że kryzys finansowy i jego następstwa mogły przyczynić się do współpracy banku centralnego i rządu, co w rezultacie mogło korzystnie wpłynąć na poziom stabilności finansowej w Polsce.

**Słowa kluczowe:** polityka pieniężna, polityka fiskalna, policy mix, stabilność systemu finansowego, kryzys finansowy.

JEL: E02, E52, E62, E63.

### **1. WPROWADZENIE**

Zjawiska kryzysowe uwidocznily znaczenie stabilności finansowej w wymiarze krajowym i ponadnarodowym. Stabilność systemu finansowego kraju wymaga współpracy pomiędzy władzami fiskalnymi i monetarnymi. Pomiedzy polityką fiskalną a pieniężną występują ścisłe współzależności. P. Marszałek (2009: 42–43) podkreśla, że występujące powiązania, obszary współpracy lub płaszczyzny potencjalnych konfliktów oddziałują na skuteczność polityki pieniężnej i fiskalnej, chociażby w zakresie stabilności poziomu cen. Interakcje te występują na

---

\* Dr Joanna Stawska, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów Zakład Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego.

trzech płaszczyznach: instytucji (decydentów), celów i instrumentów. Płaszczyzna instytucji dotyczy relacji pomiędzy bankiem centralnym a rządem i w dużej mierze zależy od tego, czy obaj decydenci są niezależni, czy też występuje między nimi stosunek podległości, co uzależnione jest od przyjętych w danym kraju rozwiązań instytucjonalnych, prawnych i zwyczajowych. Płaszczyzna celów ma związek z tym, że władze monetarne i fiskalne mają zazwyczaj różne cele, co często przyczynia się do konfliktów pomiędzy decydentami. Również istotne znaczenie dla skuteczności działań władz gospodarczych ma płaszczyzna instrumentów, ponieważ każda z tych władz dysponuje odmiennym instrumentarium, wpływając na gospodarkę w różny sposób i z innym opóźnieniem. Tak więc najważniejszy instrument polityki pieniężnej, który ma wpływ na politykę fiskalną to stopa procentowa. Z kolei bank centralny, aby ustalić poziom stopy procentowej, musi uwzględnić sytuację finansów publicznych, przede wszystkim deficyt budżetowy i dług publiczny.

Celem artykułu jest analiza decyzji podejmowanych przez władze gospodarcze w Polsce i ich konsekwencji dla stabilności systemu finansowego, szczególnie w wyjątkowych warunkach kryzysu finansowego. Do osiągnięcia postawionego celu zastosowano następujące metody badawcze: przegląd literatury, statystyczne metody badawcze oraz metody graficznej prezentacji zjawisk. Temat ten jest istotny, ponieważ polityka pieniężna i fiskalna wspólnie wpływają na kształtowanie się równowagi w gospodarce danego kraju, a wybór optymalnej ich kombinacji nie jest prosty ze względu na odmiennie cele stojące przed każdą z tych polityk. Wyniki analizy wskazują, że zwiększenie – szczególnie w wyniku kryzysu finansowego i jego następstw – współpracy na linii bank centralny – rząd (*policy mix*) mogło korzystnie wpłynąć na poziom stabilności finansowej w Polsce.

## 2. KOORDYNACJA ORAZ REALIZACJA POLITYKI PIENIĘŻNEJ I FISKALNEJ W GOSPODARCE

W literaturze przedmiotu pojawia się sposób rozumienia koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej jako zapewnienie optymalnego *policy mix*. W rzeczywistości wariant złożony z dwóch polityk restrykcyjnych powinien być stosowany w okresach konieczności schładzania gospodarki, natomiast wariant obu polityk ekspansywnych – w przypadku wychodzenia gospodarki z recesji. Wśród wariantów pośrednich najkorzystniejsze wydaje się połączenie ekspansywnej polityki pieniężnej i restrykcyjnej polityki fiskalnej. A. Blinder (1982: 6–9) podkreśla, że taki wariant nie zagraża równowadze budżetu i nie przyczynia się do osłabienia potencjału inwestycyjnego sektora prywatnego.

W odniesieniu do polityki gospodarczej koordynacja wiąże się ze spójnym stosowaniem instrumentów polityki monetarnej i fiskalnej, by w najwięk-

szym stopniu osiągnąć założone cele. Według tego podejścia pojęcie koordynacji sformułował W. Nordhaus (2009: 194), który uważał, że skoordynowana polityka makroekonomiczna ma miejsce wtedy, gdy stopy procentowe banku centralnego dostosowują się w taki sposób, by zneutralizować skutki polityki fiskalnej.

Opisane podejście do skoordynowanej polityki gospodarczej uwzględnia końcowy efekt interakcji pomiędzy bankiem centralnym a rządem, opierając się poniekąd na przekonaniu, że skoordynowaną politykę makroekonomiczną można osiągnąć tylko wtedy, gdy odpowiedzialny za nią jest tylko jeden decydent. Tak też uważali T. Sargent i N. Wallace (1981: 2), utożsamiając koordynację polityki gospodarczej z sytuacją, gdy jeden decydent podlega drugiemu. Należy jednak podkreślić, że prezentowane stanowisko rozumienia skoordynowanej polityki gospodarczej było aktualne w latach 80. XX wieku. Wraz ze zmianą warunków w rzeczywistości gospodarczej pojawia się zjawisko decentralizacji polityki gospodarczej. Wiąże się ono z niezależnością banków centralnych, co stwarza sytuację niezależności obu decydentów. W takim układzie koordynacja to proces, w którym niezależne władze gospodarcze w taki sposób uzgadniają swoje działania, aby zrealizować własne cele, jak i osiągnąć największe korzyści dla całej gospodarki (Marszałek 2009: 71).

Jedną z głównych kwestii, które powinno wziąć się pod uwagę podczas realizacji polityki gospodarczej są opóźnienia (*time lags*), które cechują politykę pieniężną i fiskalną (Goodhart 2001: 165). Opóźnienia stanowią źródło komplikacji w funkcjonowaniu kanałów transmisji polityki pieniężnej i fiskalnej, jak również utrudniają dobór narzędzi przez decydentów (Kowalski 2001: 82). J. Hagen i I. Harden (1994: 332–325) podają, że faza prac rządowych wynosi około 6 do 13 miesięcy, natomiast faza prac parlamentarnych trwa przeciętnie od 2 do 3 miesięcy. To daje łącznie ponad rok opóźnienia w podejmowaniu decyzji w ramach polityki fiskalnej. W przypadku polityki pieniężnej opóźnienie wewnętrzne trwa relatywnie krócej, tzn. szacuje się je od 3 do 4 miesięcy (Kowalski 2001: 98). Zatem koordynacja polityki pieniężnej i fiskalnej jest sposobem ograniczenia ujemnych następstw opóźnień w procesie decyzyjnym obu polityk gospodarczych (Marszałek 2009: 93).

Ponadto należy wspomnieć o problemie decyzyjnym władz gospodarczych, który wiąże się z niedoskonałością prognozowania zmiennych istotnych w procesie podejmowania kluczowych decyzji przez władze monetarne i fiskalne. A. Lipowski (2014, 795–818) argumentuje, że np. PKB potencjalnie jest niemierzalne i wiąże z występowaniem podwójnej nierzeczywistości. Pierwsza nierzeczywistość odnosi się do samej natury produkcji potencjalnej, a druga nierzeczywistość wynika z istoty przyszłości, która jeszcze nie istnieje i nie mamy pewności, czy zaistnieje dokładnie w takim kształcie, w jakim ją prognozujemy. Takie problemy decyzyjne wynikające z niedoskonałości prognozowania utrudniają prowadzenie efektywnej polityki-mix.

W tabeli 1 przedstawiono zmienne charakteryzujące politykę gospodarczą państwa. Wykorzystano następujące zmienne: PKB w cenach bieżących w mln zł [PKB\_nom]; dynamika PKB [D\_PKB]; podaż pieniądza M3 ogółem – stan w końcu roku, w mln zł [M3\_nom]; nominalna stopa referencyjna NBP – koniec okresu, w % [REF\_nom]; inflacja CPI – miesiąc kończący okres – grudzień roku poprzedniego = 100 [CPI]; stopa rejestrowanego bezrobocia ogółem – stan w końcu roku, w % [BEZ\_S]; wydatki sektora finansów publicznych ogółem, w mln zł [WYD\_nom]; deficyt/ nadwyżka sektora instytucji rządowych i samorządowych w % PKB [DEF/PKB]; dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w % PKB [DŁUG/PKB].

W tabeli 2 przedstawiono zmienne charakteryzujące obie polityki finansowe państwa w postaci macierzy korelacji tych zmiennych (wykorzystując współczynnik korelacji Pearsona). Dane statystyczne zaprezentowane w tabeli dotyczą okresu 2000–2014. Wśród zmiennych wykorzystanych w macierzy korelacji należy wyjaśnić kilka zmiennych oprócz wyżej wymienionych: bezrobotni zarejestrowani ogółem – stan w końcu roku [BEZ]; realny deficyt instytucji rządowych i samorządowych w mln zł [DEF\_real]; realny dług sektora instytucji rządowych i samorządowych w mln zł [DŁUG\_real]. Zmienne zostały urealnione wskaźnikiem CPI2000 ( $I_1 = 2000$  rok=100). Zinterpretowane zostały tylko korelacje wybranych zmiennych, dla których sprawdzono istotność korelacji ( $p$ -value) oraz zależności pomiędzy tymi zmiennymi, które są badane w literaturze przedmiotu i wiążą się z problemem poruszonym w artykule.

Podaż pieniądza M3 jest w wysokim stopniu skorelowana z realnym PKB [0,99], co jest związane z tym, że podaż pieniądza powinna odpowiadać wielkości produkcji w państwie. W wysokim stopniu skorelowane są realne wydatki sektora finansów publicznych z realnym PKB [0,99]. Wysoka jest również korelacja [0,98] pomiędzy realnym długiem sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz realnym PKB. Wyniki wskazują na to, że decyzje władz fiskalnych poprzez bezpośredni wpływ na wydatki sektora finansów publicznych i pośrednio na dług publiczny są istotnie skorelowane ze wzrostem gospodarczym kraju. Z macierzy korelacji wynika również, że z realnym PKB w wysokim stopniu skorelowana jest wielkość bezrobocia [-0,85], co potwierdza znaczne współzależności pomiędzy jednym z celów władz fiskalnych (jakim jest jak najniższa stopa bezrobocia), a wzrostem gospodarczym. Korelacja pomiędzy bezrobociem a wydatkami sektora finansów publicznych jest wysoka [-0,81], co wskazuje na znaczny poziom zależności pomiędzy wydatkami budżetowymi a bezrobociem.

Tabela 1

Dane statystyczne charakteryzujące politykę gospodarczą państwa – wybrane zmienne

Rok	PKB_nom	D_PKB	M3_nom	REF_nom	CPI	BEZ_S	WYD_nom	DEF/PKB	DŁUG/PKB
2000	747032,00	4,30	300757,30	19,00	8,50	15,10	293115,80	-3,0	-36,5
2001	779975,00	1,20	329704,70	11,50	3,60	17,50	329682,60	-5,0	-37,3
2002	810617,00	1,40	326124,90	6,75	0,80	18,00	351064,80	-5,0	-41,8
2003	845930,00	3,90	345144,80	5,25	1,70	20,00	365252,80	-6,0	-46,6
2004	927306,00	5,30	377534,50	6,50	4,40	19,00	387834,60	-5,0	-45,3
2005	984919,00	3,60	427125,40	4,50	0,70	17,60	412130,70	-4,0	-46,7
2006	1065209,00	6,20	495309,50	4,00	1,40	14,80	442609,50	-4,0	-47,1
2007	1186773,00	6,80	561623,80	5,00	4,00	11,20	483182,40	-2,0	-44,2
2008	1277322,00	5,10	666231,30	5,00	3,30	9,50	535837,60	-4,0	-46,6
2009	1361850,00	1,60	720232,50	3,50	3,50	12,10	590019,80	-7,0	-49,8
2010	1437357,00	3,90	783648,50	3,50	3,10	12,40	635774,30	-7,6	-53,6
2011	1553582,00	4,50	881496,30	4,50	4,60	12,50	660082,10	-4,9	-54,8
2012	1615894,00	2,00	921412,50	4,25	2,40	13,40	689280,60	-3,7	-54,4
2013	1662052,00	1,60	978908,20	2,50	0,70	13,40	699177,50	-4,0	-55,7
2014	1724723,00	3,30	1059185,60	2,00	-1,00	11,50	716857,50	-3,2	-50,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GUS.

Tabela 2

## Macierz korelacji zmiennych

	PKB_real	D_PKB	M3_nom	REF_nom	CPI	BEZ	WYD_real	DEF_real	DŁUG_real
PKB_real	1,00								
D_PKB	-0,02	1,00							
M3_nom	0,99 (p=0,000)	-0,11	1,00						
REF_nom	-0,68 (p=0,0056)	-0,01	-0,63	1,00					
CPI	-0,31	0,28	-0,35	0,75 (p=0,0014)	1,00				
BEZ	-0,85 (p=0,0001)	-0,29	-0,75	0,46	0,02	1,00			
WYD_real	0,99	-0,08	0,97 (p=0,000)	-0,72	-0,34	-0,81 (p=0,003)	1,00		
DEF_real	-0,42	0,33	-0,40	0,43	0,09	0,24	-0,53	1,00	
DŁUG_real	-0,98 (p=0,000)	0,08	-0,97 (p=0,000)	0,72 (p=0,0024)	0,35	0,74	-0,98	0,51	1,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GUS.

Istotnie zauważalna jest także zależność pomiędzy nominalną stopą referencyjną NBP a wskaźnikiem inflacji CPI [0,75]. Wskazuje ona na to, że poziom inflacji wpływa na stopę referencyjną NBP i odwrotnie. Nominalna stopa referencyjna NBP jest również w istotnym stopniu skorelowana z realnym PKB [-0,68]. Chociaż współczynnik korelacji nie jest miarą doskonałą wskazującą zmienne zależne i niezależne, to można przypuszczać (na podstawie teorii ekonomii), że niższa stopa procentowa NBP korzystnie oddziałuje na wzrost wielkości PKB w gospodarce. Z kolei nominalna stopa referencyjna NBP jest skorelowana z realną wielkością długu publicznego [0,72]. Podaż pieniądza M3 jest w wysokim stopniu skorelowana z realnymi wydatkami sektora finansów publicznych [0,97] oraz z realnym długiem publicznym [-0,97]. Ponadto świadczy to o znacznym skorelowaniu zmiennych związanych z prowadzeniem polityki pieniężnej z kluczowymi dla wzrostu gospodarczego zmiennymi makroekonomicznymi.

Biorąc pod uwagę zależności występujące pomiędzy polityką pieniężną i polityką fiskalną wydaje się, że odpowiednim rozwiązaniem jest restrykcyjna polityka fiskalna umożliwiająca prowadzenie dość ekspansywnej polityki monetarnej. W okresie kryzysu gospodarczego zaistniało istotne uzasadnienie prowadzenia ekspansywnej, dyskrecjonalnej polityki fiskalnej o działaniu antycyklicznym ograniczającym negatywne skutki recesji. Odpowiednie impulsy fiskalne mogą w znaczny sposób wesprzeć gospodarkę, zapobiegając fali bankructw przedsiębiorstw i wzrostowi bezrobocia. W takim przypadku należy jednak podkreślić, że działania takie mają swoje konsekwencje w postaci rosnących deficytów budżetowych i zadłużenia, co jest przyczyną presji inflacyjnej i w związku z tym wymuszeniem zaostrzenia polityki monetarnej (Działo 2012: 36).

W dalszej części artykułu skupiono uwagę na kształtowaniu się w latach 2000–2014 wybranych zmiennych gospodarczych, które pozwalają zaobserwować, jak czynniki zewnętrzne i wewnętrzne oraz polityka władz gospodarczych wpłynęły na stabilność systemu finansowego w Polsce.

### 3. POLICY MIX A STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO W POLSCE

W literaturze istnieje wiele pozycji, w których na stabilności systemu finansowego opiera się prawidłowe funkcjonowanie gospodarki, a bank centralny pełni kluczową rolę w tym zakresie (Kałużyńska, 2009: 123). Ponadto w badaniach teoretycznych jak i empirycznych znajdują się pozycje, które wskazują, że stabilny i prawidłowo funkcjonujący system finansowy jest podstawą wzrostu gospodarczego i poprawy dobrobytu społecznego. Ma to między innymi związek z występującą w warunkach stabilności koordynacją działalności ekonomicznej opartej na fundamentach społecznego podziału pracy, który stanowi podstawę długookresowego wzrostu ogólnospołecznej wydajności pracy (*System finansowy...*, 2008: 22). O. Issing (2003: 1) definiuje stabilność finansową jako stan,

w którym system finansowy w trwały sposób wypełnia swoje funkcje, tzn. efektywnie alokowane są fundusze od oszczędzających do najbardziej produktywnych inwestorów. Z kolei T. Padoa-Schioppa (2002: 20) stwierdza, że stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy jest w stanie wytrzymać szoki bez konieczności tworzenia warunków do kumulowania się procesów zakłócających alokację kapitału i przebieg płatności w gospodarce. J. Fidrmuc oraz F. Schar-dax (2000: 92) uważają, że stabilność finansowa to brak kryzysów finansowych. Dodatkowo warto przytoczyć w tym miejscu pojęcie kryzysu finansowego, które definiuje F.S. Mishkin (2002: 276) jako znaczne zaburzenie w systemie finansowym, prowadzące do poważnego nasilenia problemów negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia na rynkach finansowych. Problemy te są tak znaczne, że rynki nie są w stanie efektywnie przekazywać funduszy od osób oszczędzających do osób znajdujących produktywnie możliwości inwestycyjne, w rezultacie czego dochodzi do gwałtownego ograniczenia aktywności gospodarczej. Dodatkowo warto podkreślić, że brak stabilności finansowej zwiększa ryzyko wybuchu kryzysu finansowego (Kiedrowska, Marszałek 2002: 21).

Władze gospodarcze dążą do stabilności systemu finansowego. Z perspektywy banku centralnego system finansowy odgrywa istotną rolę w transmisji impulsów monetarnych do sfery realnej gospodarki, a stabilność finansowa jest istotnie związana ze stabilnością cen, co jest podstawowym zadaniem banku centralnego. Tak też z jednej strony zakłócenia w systemie finansowym znacznie utrudniają utrzymanie stabilnego poziomu cen, a z drugiej strony stabilność cen korzystnie oddziałuje na stabilność finansową<sup>1</sup>. Nie należy jednak zapominać, że o ile inflacja, jak i deflacja są niekorzystne z punktu widzenia stabilności finansowej, to sama stabilność cen nie jest warunkiem wystarczającym do osiągnięcia stabilności systemu finansowego, chociaż uznaje się ją za warunek konieczny (Padoa-Schioppa 2003). Odpowiedzialność za utrzymanie stabilności finansowej bank dzieli między innymi z rządem – jako dysponentem publicznych funduszy w sytuacji konieczności nadzwyczajnego wsparcia finansowego. Poza bankiem centralnym i rządem siatkę bezpieczeństwa (*safety net*) tworzą instytucje odpowiedzialne za stabilność systemu finansowego, takie jak: instytucje nadzoru nad systemem finansowym oraz system gwarantowania depozytów (Szczepańska i in., 2004: 6).

Stabilność makroekonomiczna oznaczająca zdrowe podstawy ogólnogospodarcze to podstawa stabilności systemu finansowego. W celu osiągnięcia stabilnych podstaw ogólnogospodarczych wymagana jest taka polityka makroekonomiczna państwa, która dąży do osiągnięcia zrównoważonej stopy wzrostu gospodarczego, zbliżonej do potencjalnej. Stąd istotna jest konsekwencja w re-

---

<sup>1</sup> W długim okresie stabilność systemu finansowego i stabilność cen pozostają celami uzupełniającymi się, natomiast w krótkim okresie cele te mogą być konkurencyjne [Kiedrowska, Marszałek, 2002, s. 22].



alizacji celów polityki zarówno monetarnej (stabilny poziom cen) jak i fiskalnej (zdrowe finanse publiczne i odpowiednia polityka zarządzania długiem publicznym), a ponadto prowadzenie racjonalnej polityki strukturalnej państwa i dbanie o równowagę bilansu płatniczego. Działania władz powinny doprowadzić do sytuacji stabilnych i przewidywalnych wskaźników gospodarczych, a ponadto do odpowiedniego poziomu oszczędności prywatnych i publicznych, który pozwala na finansowanie większości inwestycji ze źródeł krajowych (Kiedrowska, Marszałek, 2002: 24). Warto podkreślić, że podstawą stabilności rynków finansowych jest sprawnie działający system bankowy (Stawska 2014: 168).

W pracy zaprezentowano wybrane wskaźniki makro i mikroekonomiczne, które dobrano na podstawie mierników stabilności najczęściej spotykanych w praktyce gospodarczej i literaturze przedmiotu. Analiza danych przedstawionych w tabeli 1 dotyczących dynamiki PKB, wskazuje na istotny spadek PKB w okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2001–2002 (odpowiednio 1,2% PKB i 1,4% PKB) oraz ostatniego kryzysu finansowego, szczególnie w 2009 r. (1,6% PKB). Wydaje się, że w wyniku konsekwencji, jakie wywołały zaburzenia w gospodarce i kryzys finansowy, a następnie związany z nim kryzys w finansach publicznych, dynamika PKB utrzymywała się na niskim poziomie (w latach 2012–2013 odpowiednio 2% PKB i 1,6% PKB).

W omawianym okresie inflacja CPI pozostawała na poziomach zbliżonych do celu inflacyjnego. W rezultacie, w latach 2008 – 2010 średnioroczna inflacja znajdowała się w granicach celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Po okresie kryzysu finansowego inflacja CPI wzrosła jeszcze raz w 2011 r. (4,6%), by w 2014 r. osiągnąć poziom -1% (tab. 1). Niższe stopy procentowe (stopa referencyjna) wpłynęły na spadek oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych a tym samym (w ustępującej fazie kryzysu) na wzrost należności od przedsiębiorstw dla sektora MIF (Monetarnych Instytucji Finansowych). W okresach niższych stóp procentowych i bardziej stabilnej sytuacji makroekonomicznej zazwyczaj wzrasta poziom inwestycji w gospodarce (rys. 1) – w Polsce poziom inwestycji w konsekwencji kryzysu uległ obniżeniu. W analizowanym okresie 2000–2014 wyższe poziomy bezrobocia notowano w latach 2001–2004. Pomimo niewielkich spadków (9,5% w 2008 r.) stopa bezrobocia wzrosła ponownie w 2009 r. i nadal bezrobocie pozostaje wyrażone liczbą dwucyfrową, co nie jest zjawiskiem korzystnym dla stabilności systemu gospodarczego (tab. 1).

W wyniku zawirowań na rynkach finansowych i związanym z tym wzrostem poziomu wydatków budżetowych w okresie kryzysu finansowego, pogorszeniu uległa również sytuacja finansów publicznych. W latach 2009–2010 deficyt budżetowy znacznie wzrósł i wynosił odpowiednio (-7,0% PKB i -7,6% PKB). W okresie wysokiego deficytu budżetowego oraz rosnącego długu publicznego (tab. 1) rząd kontynuował założenia „Planu Rozwoju i Konsolidacji Finansów 2010–2011” oraz „Programu Konwergencji – Aktualizacja 2009”.

Istotnym wskaźnikiem nierównowagi zewnętrznej i konkurencyjności jest saldo rachunku obrotów bieżących. Rachunek obrotów bieżących to część bilansu płatniczego, na który składają się wszystkie transakcje pomiędzy rezydentami i nierezydentami danego kraju, złożonego z salda obrotów towarowych, usług, dochodów oraz transferów bieżących. Saldo rachunku obrotów bieżących to miara rozliczeń danego kraju z gospodarką światową. Gdy saldo jest ujemne (deficyt obrotów bieżących) oznacza to, że część towarów lub usług jest zakupiona na kredyt, a zatem jest miarą zapożyczenia się gospodarki za granicą w danym okresie i określa tempo wzrostu długu zagranicznego (*Scoreboard...*: 2). W Polsce w omawianym okresie najwyższe ujemne saldo rachunku obrotów bieżących zanotowano w 2000 r. oraz w latach 2007–2008, czyli w czasie zawirowań na światowych rynkach finansowych (tab. 3).

Tabela 3

Saldo rachunku obrotów bieżących do PKB w % [BP/PKB] w Polsce w latach 2004–2014

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BP/ PKB	-6,0	-3,1	-2,8	-2,5	-5,4	-2,5	-3,9	-6,2	-6,5	-3,8	-5,5	-5,0	-3,4	-1,3	-1,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GUS.

W związku z tym, że wszelkie zakłócenia w systemie finansowym, a szczególnie w systemie bankowym, wiążą się ze spadkiem efektywności usług pośrednictwa finansowego, co utrudnia realizację polityki pieniężnej bankom centralnym, bank centralny prowadzi na bieżąco analizy stabilności systemu bankowego, jak i innych segmentów systemu finansowego. Jest to element działania prewencyjnego prowadzonego przez NBP i inne instytucje, jak KNF czy BFG w celu uniknięcia lub złagodzenia skutków ewentualnie zaistniałych sytuacji kryzysowych i doprowadzenia do nieefektywności transmisji impulsów polityki pieniężnej do sfery realnej gospodarki. Ze względu na skalę oddziaływania sektora bankowego na pozostałe ogniwa systemu finansowego, sektor bankowy jest poddawany szczegółowej analizie (Gradoń 2014: 255). Stąd istotny jest wskaźnik wypłacalności banków, czyli współczynnik adekwatności kapitałowej, który informuje o relacji funduszy własnych banków do sumy aktywów i pozycji pozabilansowych ważonych ryzykiem. W Polsce banki komercyjne posiadają kapitały wystarczające do absorpcji skutków silnego spowolnienia gospodarczego i utrzymania adekwatności kapitałowej na wysokim poziomie (tab. 4) (*Raport o stabilności...*, 2013: 11).

Tabela 4

## Współczynnik wypłacalności banków w latach 2005–2013

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Współczynnik wypłacalności	14,5	13,2	12,1	10,8	13,3	13,8	13,1	14,7	15,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raportów o sytuacji banków...*, KNF Warszawa 2012, 2015.

Istotna dla stabilności sektora finansowego jest również informacja o stanie kredytów zagrożonych (tab. 5) w gospodarce. W 2009 r. można zaobserwować znaczny wzrost wartości zagrożonych kredytów konsumpcyjnych, który dopiero w 2013 r. uległ niewielkiemu spadkowi, kontynuując ten kierunek w 2014 r. Ponadto zauważalny jest przyrost kredytów zagrożonych dla przedsiębiorstw, który sukcesywnie wzrasta, co jest sygnałem niepokojącym dla stabilności systemu finansowego.

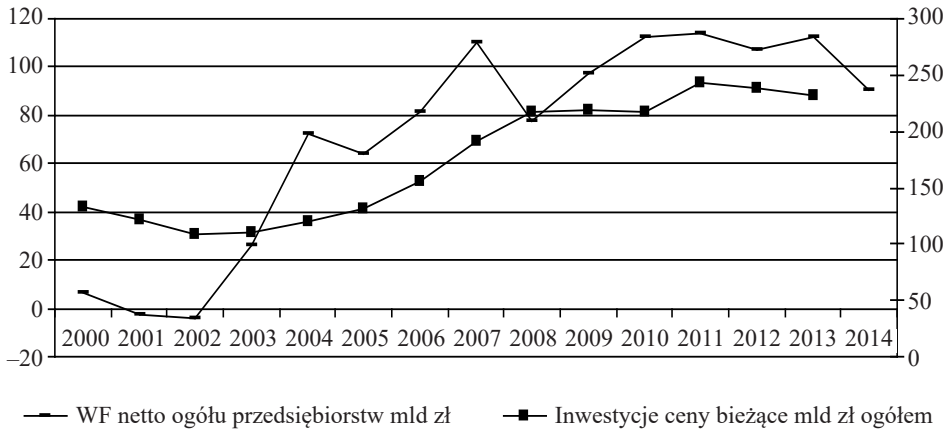
Tabela 5

## Kredyty zagrożone gospodarstw domowych i przedsiębiorstw – ich udział w portfelu (%) w latach 2008–2014

	2008 (w %)	2009 (w %)	2010 (w %)	2011 (w %)	2012 (w %)	2013 (w %)	2014 (w %)
Kredyty zagrożone ogółem	4,7	7,1	7,8	7,3	7,7	7,4	7,0
A. Kredyty zagrożone gospodarstw domowych	4,0	6,0	7,2	7,2	7,4	7,0	6,5
B. Kredyty zagrożone przedsiębiorstw	6,5	11,6	12,4	10,4	11,8	11,5	11,2
MSP	7,5	13,4	14,5	12,3	13,1	13,0	12,7
Duże przedsiębiorstwa	5,4	9,2	9,5	7,4	9,8	9,3	9,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raportu o sytuacji banków...*, KNF, Warszawa 2012 i 2015.

Obserwując dane dotyczące wyników finansowych netto ogółu przedsiębiorstw zauważamy, że największe spadki zanotowano w latach spowolnienia gospodarczego 2001–2002 (odpowiednio –2,5 mld zł i –4,1 mld zł) oraz w okresie ostatniego kryzysu 2008–2009 (odpowiednio 77,9 mld zł i 97,5 mld zł), co jest jednym z mierników wskazujących na zaburzenia w gospodarce (rys. 1).



Rys. 1. Wyniki finansowe netto ogółu przedsiębiorstw (lewa oś), inwestycje ogółem (prawa oś) w Polsce w latach 2000–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie GUS [za:] <http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne> (25.04.2015).

Wielkość rezerw walutowych ma istotne znaczenie dla stabilnego funkcjonowania gospodarki, szczególnie krajów rozwijających się uzależnionych od zagranicznego kapitału inwestycyjnego i od importu. Aktywa rezerwowe stanowią tarczę ochronną przed zjawiskami kryzysowymi i świadczą o wypłacalności kraju w skali międzynarodowej, czyli stabilności zewnętrznej państwa (Redo 2013: 195). W Polsce poziom rezerw walutowych jest relatywnie wysoki, a malejące saldo obrotów towarowych handlu zagranicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych świadczy o stabilności zewnętrznej gospodarki.

Poziom oszczędności w gospodarce jest mierzony stopą oszczędności, która opisuje procentowy udział oszczędności w dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych. Zmienna ta jest powiązana z wieloma czynnikami, które mają na nią znaczny wpływ, jak: dochód, stopa procentowa, polityka fiskalna (rozwiązania podatkowe), sytuacja gospodarcza (etap koniunktury) i inne (Frączek 2012: 88–97). Stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych znacznie spadła w 2008 r., a następnie od 2011 r. do końca badanego okresu – 2014 r. – oscylowała na niskim poziomie (tab. 6). Stopa ta informuje, w jakim stopniu gospodarstwa domowe są odporne na kryzysy gospodarcze. Ostatni kryzys finansowy przyczynił się również do spadku napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski, co było spowodowane między innymi zaostrzeniem warunków kredytowych, niższymi zyskami przedsiębiorstw jak również zachowawczą polityką międzynarodowych koncernów w okresie kryzysu.

Tabela 6

## Wybrane wskaźniki opisujące stabilność finansową w latach 2000–2014

Rok	Oficjalne aktywa rezerwowe (mln EUR)	Saldo obrotów towarowych handlu zagranicznego do oficjalnych aktywów rezerwowych w %	Stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych	Napływ BIZ do Polski w mld euro	Należności od przedsiębiorstw dla MIF w mld zł (kredyty dla przedsiębiorstw)
2000	29 524	-66,1	12,27	10,3	119,9
2001	30 067	-54,9	14,11	6,4	123,6
2002	28 450	-50,3	10,55	4,4	124,7
2003	27 095	-44,0	10,12	4,1	127,1
2004	26 966	-48,6	8,01	10,2	122,0
2005	35 970	-28,4	8,32	8,3	125,0
2006	36 833	-35,6	8,53	15,6	142,9
2007	44 693	-43,9	7,15	17,2	177,7
2008	44 139	-49,8	2,38	10,1	228,2
2009	55 221	-17,7	9,01	9,4	219,9
2010	69 991	-19,9	8,46	10,5	219,4
2011	75 722	-19,3	1,7	13,6	261,4
2012	82 577	-13,2	4,8	4,7	270,2
2013	77 144	-2,6	4,9	2,2	274,6
2014	82 600	-2,9	2,0	b.d.	298,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych GUS i NBP.

Wziąwszy pod uwagę powyższe mierniki równowagi w gospodarce, należy zauważyć, że działania władz gospodarczych, szczególnie w okresie ostatniego kryzysu finansowego, koncentrowały się na skoordynowanych działaniach antykryzysowych. W wyniku zawirowań na rynkach finansowych bank centralny postanowił obniżyć znacznie stopy procentowe oraz zastosował dodatkowe instrumenty umożliwiające utrzymanie płynności finansowej na rynku (w 2008 r. uruchomiono „Pakiet zaufania” mający ograniczyć napięcia na rynku międzybankowym, a następnie we wrześniu 2009 r. ogłoszono „Pakt na rzecz rozwoju akcji kredytowej” zapowiadający działania mające na celu ożywienie akcji kredytowej). W związku z tym NBP wprowadził uchwały dotyczące wprowadzenia „Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym przez Narodowy Bank Polski” (Uchwała z dnia 1 lutego 2008 r., 2008); uchwały Rady Polityki Pieniężnej dotyczące zasad przeprowadzania operacji otwartego rynku (Uchwała

z dnia 23 grudnia 2008 r., 2008); uchwały Zarządu NBP odnoszące się do ogólnych warunków transakcji walutowych typu swap (Uchwała z dnia 16 października 2008 r., 2008); uchwały RPP odnoszące się do zasad stosowania przez NBP transakcji walutowych typu swap (Uchwała z dnia 13 października 2008 r., 2008). Ponadto NBP opracowywał raporty dotyczące stabilności systemu finansowego. W 2008 r. przyjęto również ustawę o Komitecie Stabilności Finansowej, który powstał na mocy porozumienia organów NBP, Ministerstwa Finansów oraz KNF. Rząd w 2008 r. przedstawił „Plan stabilności i rozwoju”, którego założenia zmierzały do wzmocnienia polskiej gospodarki w obliczu kryzysu finansowego (*Polski rynek finansowy...*, 2010: 33–37). Rząd działał na rzecz ograniczania barier administracyjnych, ułatwień w pozyskiwaniu środków unijnych oraz w ułatwień w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. Z kolei w 2009 r. wprowadzono *Ustawę o łagodzeniu skutków kryzysu ekonomicznego dla pracowników i przedsiębiorców* w celu utrzymania miejsc pracy w przedsiębiorstwach (*Koniunktura...*, 2001: 42–43). Również KNF i jej Urząd jako instytucja państwowa podejmował działania na rzecz ograniczenia skutków kryzysu finansowego, między innymi: ograniczenie dynamiki portfela kredytów indeksowanych w walutach obcych, zaostrzenie limitów koncentracji dla banków, zatrzymanie zysków w bankach, zaostrzenie rekomendacji dla banków, które wykorzystywały instrumenty pochodne i inne inicjatywy (*Polski rynek finansowy...*, 2010: 15–16). Zapewne kryzys finansowy doprowadził do uwypuklenia znaczenia współdziałania władz monetarnych i fiskalnych, a jak wskazuje m.in. S. Owsiak (2012: 60), brak współdziałania banków centralnych z rządami w istotnym stopniu przyczynił się do ostatniego kryzysu finansowego.

Analizując przedstawione w niniejszym opracowaniu mierniki gospodarcze zauważamy, że szczególnie w okresie kryzysu finansowego wiele z tych wskaźników uległo pogorszeniu, co niekorzystnie wpłynęło na stabilność systemu finansowego. Biorąc jednak pod uwagę decyzje władz gospodarczych, których celem było przeciwdziałanie skutkom kryzysu finansowego, można wnioskować, że zarówno bank centralny jak i rząd starały się współdziałać na rzecz stabilności systemu finansowego.

#### 4. PODSUMOWANIE

Niestabilność makroekonomiczna najczęściej ma swoje podłoże w nieodpowiednim doborze instrumentów polityki władz gospodarczych. W wyniku niewłaściwie prowadzonej polityki fiskalnej w gospodarce chronicznie występują deficyty budżetowe. Dodatkowo nieprzystosowany system podatkowy ogranicza rozwój pośrednictwa finansowego i osłabia system finansowy. Z kolei polityka monetarna może być przyczyną niestabilności w przypadku zbyt nadmiernego rozluźnienia polityki lub zbyt późnego jej zaostrzenia. Ponadto brak koordynacji polityki pie-

nieżnej i fiskalnej stanowi istotny problem nieodpowiedniego kształtu *policy mix* i jego konsekwencji dla stabilności systemu finansowego [Kiedrowska, Marszałek, 2002, s. 30]. Na podstawie przeprowadzonej w artykule analizy danych makro- i mikroekonomicznych oraz korelacji pomiędzy zmiennymi zauważamy, że władze gospodarcze oddziałują w znacznym stopniu na zmienne ekonomiczne, które określają stabilność systemu finansowego. Z pewnością okres kryzysu finansowego negatywnie wpłynął na wiele zmiennych makro i mikroekonomicznych, jednak skoordynowane działania władz gospodarczych oraz silne podstawy polskiej gospodarki pozwoliły na uchronienie jej przed recesją, która miała miejsce chociażby w wielu krajach UE. Zatem stabilność systemu finansowego kraju wymaga współpracy pomiędzy władzami fiskalnymi i monetarnymi. Podsumowując, zrealizowano cel artykułu, jakim była analiza decyzji podejmowanych przez władze gospodarcze w Polsce i ich konsekwencji dla stabilności systemu finansowego, szczególnie w wyjątkowych warunkach kryzysu finansowego.

## BIBLIOGRAFIA

- Blinder A. (1982), *Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy*, [w:] *Monetary Policy Issues in the 1980s*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole.
- Działo J., (2012), *Dlaczego trudno jest prowadzić „dobrą” politykę fiskalną*, „Gospodarka Narodowa” nr 1–2 rok LXXX/XXI.
- Fidrmuc J., Schardax F., *Increasing Integration of Applicant Countries into International Financial Markets: Implications for Financial and Monetary Stability*, “BIC Conference Papers”, No. 8, Basle 2000.
- Frączek B., (2012), *Analiza czynników wpływających na oszczędzanie i inwestowanie gospodarstw domowych*, „Studia Ekonomiczne” Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, nr 122.
- Goodhart Ch., *Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on the Interest Rates*, “Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 2001, July/August.
- Gradoń W., (2014), *Metody oceny stabilności system bankowego w Polsce*, „Studia Ekonomiczne” Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, nr 186.
- Hagen J., Harden I., (1994), *National budget processes and fiscal performance*, “European Economy”, no. 3.
- Issing O., *Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?*, BIS, “Conference on Monetary Stability, Financial Stability and Business Cycle”, 28–29 marca 2003.
- Kałużnińska V., *Bank centralny wobec kwestii stabilności systemu finansowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, rok LXXI – zeszyt 1 – 2009.
- Kiedrowska M., Marszałek P., (2002), *Stabilność finansowa – pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, „Bank i Kredyt” no 3.
- Koniunktura gospodarcza w wybranych krajach w okresie kryzysu finansowego* (2011), Ministerstwo Gospodarki nr 1, Warszawa.
- Kowalski T., (2001), *Proces formułowania oczekiwań a teoria cyklu wyborczego. Implikacje dla polityki gospodarczej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Lipowski A., (2014), *Czy jest możliwa w gospodarce usługowej nieuznaniowa Aktywna Polityka Makroekonomiczna?*, „Ekonomista” nr 6

- Marszałek P. (2009), *Koordinacja polityki pieniężnej i fiskalnej jako przesłanka stabilności poziomu cen*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Mishkin F. S., (2002), *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Nordhaus W. (2009), *Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies*, "Brooking Paper on Economic Activity" 1994, no. 2.
- Owsiak S., (2012), *O instytucjonalnych przesłankach trudności w koordynacji polityki monetarnej z polityką fiskalną*, „Zeszyty Naukowe – Polskie Towarzystwo Naukowe” nr 12.
- Padoa-Schioppa T., (2003), *Central Banks and Financial Stability*, European Central Bank, Speech in Jakarta, July 2003 [za:] <http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030707.en.html> (05.07.2015).
- Padoa-Schioppa T., (2002), *Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in between*, "The Second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System", 24–25 października.
- Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, (2010), UKNF, Warszawa.
- Redo M., (2013), *Istota i znaczenie oficjalnych aktywów rezerwowych w gospodarkach rozwijających się*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu”, Nr 5 (37).
- Sargent T., Wallace N., *Some unpleasant monetarist arithmetic*, "Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review", 1981, Fall.
- Scoreboard – wskaźniki procedury nierównowag makroekonomicznych* [za:] [stat.gov.pl/.../default-taktualnosci/.../wskazn\\_scoreboard\\_pl\\_xi\\_2014.pdf](http://stat.gov.pl/.../default-taktualnosci/.../wskazn_scoreboard_pl_xi_2014.pdf)
- Stawska J. (2014), *Wpływ polityki banków komercyjnych na stabilność rynków finansowych*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin–Polonia Sectio H”, Vol. XLVIII, 1.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., (2004), *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej na przykładzie wybranych krajów*, „Materiały i Studia”, nr 173.
- System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Raport o stabilności systemu finansowego, grudzień 2013*, (2013), NBP Warszawa.
- Raport o sytuacji banków w 2011 r.*, (2012), KNF, Warszawa.
- Raport o sytuacji banków w 2014 r.*, (2015), KNF, Warszawa.
- Uchwała nr 4/2008 Zarządu. NBP z dnia 1 lutego w sprawie wprowadzenia „Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym przez Narodowy Bank Polski”, Dz.Urz. NBP z 2008 r., nr 3, poz. 3 z późn. zm.
- Uchwała nr 20/2008 RPP z dnia 23 grudnia 2008 roku dotycząca zasad przeprowadzania operacji otwartego rynku, Dz.Urz. NBP z 2008 r., nr 25, poz. 32.
- Uchwała nr 46/2008 Zarządu NBP z dnia 16 października 2008 roku dotycząca ogólnych warunków transakcji walutowych typu swap, Dz.Urz. NBP z 2008 r., nr 17, poz. 21.
- Uchwała RPP nr 13/2008 z dnia 13 października 2008 roku dotycząca zasad stosowania przez NBP transakcji walutowych typu swap, Dz.Urz. NBP z 2008 r., nr 16, poz. 20.
- Ustawa z dnia 7 listopada 2008 r. o Komitecie Stabilności Finansowej, Dz.U. z 2008 r., nr 209, poz. 1317.
- Zasoby witryny internetowej oficjalnej strony GUS [za:] <http://stat.gov.pl/wskazniki-makroekonomiczne/>



*Joanna Stawska*

**THE DECISIONS OF ECONOMIC AUTHORITIES (*POLICY MIX*)  
AND THE FINANCIAL SYSTEM STABILITY IN POLAND**

**Abstract.** The lack of financial stability is a factor that favors the financial crises understood as a disturbance in the functioning of financial markets. In addition, the financial crisis may lead to financial instability. Financial crises highlight the importance of financial stability in the economy. In this context, coordination of monetary and fiscal policy becomes important in periods of stability in the financial markets, however, in exceptional circumstances, eg. crisis, takes on special significance. This article aims to analyze the decisions made by economic authorities in Poland and their consequences for the stability of the financial system, especially in the exceptional circumstances of the financial crisis. To achieve this objective, the following methods were used: a literature review, statistical research methods and graphical presentation of phenomena. Certainly, monetary and fiscal policies together influence the shaping of balance in the economy of the country concerned. Hence, this topic is important at least because of fact that the choice of the optimal combination of monetary and fiscal policy is difficult because of the diversity of the objectives and preferences of economic authorities. It seems that the financial crisis and its aftermath may have contributed to the cooperation of the central bank and the government, which in turn could have a positive impact on the level of financial stability in Poland.

**Keywords:** monetary policy, fiscal policy, policy mix, financial system stability, financial crisis