

Robert Drewnowski

Deficyt budżetowy na tle polityki pieniężnej systemu bankowego

Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce nr 2,
113-118

2005

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Deficyt budżetowy na tle polityki pieniężnej systemu bankowego

Wzrost deficytu budżetowego w Polsce powoduje zwiększoną podaż skarbowych papierów dłużnych. W 1999r. wartość skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelu całego sektora bankowego wyniosła 59,93 mld zł. Dominująca ich część znajdowała się w posiadaniu banków komercyjnych, dlatego w dalszych rozważaniach będziemy uwzględniać tylko te grupę instytucji finansowych. W 2001r. banki komercyjne finansowały 20% zadłużenia Skarbu Państwa, a rok później udział wzrósł do 22%; w 2003r - 26%. Należy dodać, że alternatywne, bezpośrednie finansowanie wydatków budżetowych nie zmieniło się istotnie. Wielkość kredytów bezpośrednich udzielonych przez banki sektorowi rządowemu i samorządowemu wzrosła zaledwie o 450 mln zł. Wzrost całego długu Skarbu Państwa w 2003r. wyniósł 21,5%, w 2002r. - 15,5% i był ponad dwukrotnie wyższy niż w 2001r. (6,4%)¹. A jak wygląda deficyt na początku 2005r.? Co do wyniku budżetu państwa - zdradziła już nam wszystko wiceminister finansów E. Suchocka - Rogulska. Deficyt budżetu na koniec grudnia był na poziomie 40,8 mld zł. Obecnie rząd w Ustawie Budżetowej dąży do zmniejszania ujemnej różnicy między przychodami a wydatkami. Budżet na rok 2005 przewiduje, iż w ramach finansowania krajowego wyemitowane zostanie ok. 75,00 mld zł obligacji.

Powiększająca się luka między wydatkami a dochodami sektora finansów publicznych ma różnoraki wpływ na realny sektor gospodarki - co niżej rozważam. Problem ekonomicznych konsekwencji deficytu budżetowego nie jest teoretycznie rozstrzygnięty. Nadal trwa dyskusja, czy wywołuje on pozytywne, czy negatywne skutki ekonomiczne. Zwolennicy interwencjonizmu państwowego podkreślają, że deficyt budżetowy powoduje przyrost popytu globalnego w gospodarce, co w sytuacji słabej koniunktury, wysokiego bezrobocia i niskiej inflacji sprzyja ożywieniu gospodarki, lepszemu wykorzystaniu zdolności produkcyjnych i przyspieszeniu tempa wzrostu. Obecna sytuacja naszej gospodarki odpowiada bowiem powyższemu warunkom. Pokusa Skarbu Państwa by zwiększać emisję bonów i obligacji jest obecnie duża, ponieważ nie słabnie popyt banków komercyjnych i zagranicznych instytucji finansowych na tego rodzaju walory. Przejściowy wzrost deficytu budżetowego i jego pomyślna absorpcja nie muszą więc zagrażać równowadze finansowej kraju. Nie chodzi zresztą o trwałe powiększanie nadwyżki między wydatkami a dochodami budżetowymi, ale o przejściowy impuls popytowy.

Dlaczego zatem Unia Europejska, której jesteśmy członkiem od maja 2004r. przywiązuje tak dużą wagę do ograniczania deficytu budżetowego? Przekroczenie rocznego deficytu ponad 3% PKB przez kraj członkowski Unii Europejskiej grozi nawet sankcjami finansowymi. Podobnie jest w przypadku Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Jednym z głównych zaleceń zawartych w programach naprawczych MFW jest potrzeba ograniczenia właśnie deficytu budżetowego. Zalecenia równowagi budżetowej są następstwem dominacji poglądów szkoły liberalnej na temat skutków deficytu budżetowego dla gospodarki. Według liberalnej myśli ekonomicznej, równowaga budżetowa jest warunkiem trwałego, bezinflacyjnego i wysokiego wzrostu gospodarczego w długim okresie. Deficyt budżetowy może wprawdzie ożywić gospodarkę w krótkim okresie, ale w okresie długim prowadzi do nasilenia oczekiwań inflacyjnych, do rzeczywistego wzrostu cen i spadku produkcji.

Głównym argumentem jest jednak występowanie tzw. zjawiska wypychania. Można także na marginesie czytelnikom wspomnieć o niesprawiedliwym społecznie efekcie redystrybucyjnym, gdzie obligacje Skarbu Państwa kupują „wybrani” a odsetki płacą wszyscy. Potrzeba sfinansowania deficytu budżetowego wymaga absorpcji części krajowych oszczędności od sektora prywatnego przez sektor publiczny. Oznacza to mniej funduszy na rozwój sektora prywatnego. Banki komercyjne finansując deficyt budżetowy ograniczają kredyty dla przedsiębiorstw i ludności (w tym zmniejszają podaż prorozwojowych kredytów inwestycyjnych). W okresie 2000-2003 nastąpił spadek udziału kredytów dla sektora niefinansowego oraz wzrost udziału papierów wartościowych w sumie bilansowej banków komercyjnych. Jeżeli chodzi o kredyty, to ich udział w 2003r. spadł o 2,5% w stosunku do 2000r. Udział papierów wartościowych (głównie bonów skarbowych), wzrósł w analizowanym okresie o 1,6%. Powyższe dane mogą rzeczywiście sygnalizować zjawisko wypychania kredytów dla przedsiębiorstw i ludności przez kredyty dla sektora publicznego. Według liberalnej myśli ekonomicznej, wydatki sektora prywatnego są bardziej efektywne od wydatków sektora publicznego - nie powinny więc ich zastępować. Jest i inna ujemna konsekwencja braku równowagi budżetowej. Zwiększona podaż skarbowych papierów dłużnych musi znaleźć nabywców. Przy danym popycie niezbędne jest obniżenie ceny rynkowej walorów, czyli zwiększenie ich dochodowości. Wzrost oprocentowania bonów i obligacji skarbowych wymusza wzrost innych rynkowych stóp procentowych. Stopa oprocentowania skarbowych papierów dłużnych jest bowiem ważnym parametrem finansowym oddziałującym na cenę kapitału pożyczkowego w całej gospodarce. Można argumentować, że przecież w Polsce systematycznie spada nominalne oprocentowanie bonów i obligacji skarbowych mimo nieustannego wzrostu ich podaży. Problem wpływu deficytu budżetowego na stopy procentowe można przedstawić nieco łagodniej. W łagodniejszym ujęciu tej tezy wzrost deficytu budżetowego hamuje spadek ceny kapitału pożyczkowego. Gdyby deficyt budżetowy nie istniał, to spadek rynkowych stóp procentowych mógłby być większy, z korzyścią dla finansowania przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Ekspansywna polityka fiskalna stwarza ograniczenia dla polityki pieniężnej. Hamuje też jej skuteczność. Wzrost deficytu budżetowego oznacza zwiększone zakupy bonów i obligacji skarbowych przez banki komercyjne. Przy ograniczonych zasobach kapitałowych banków przyrost należności kredytowych musi być siłą rzecz powolniejszy. Walory skarbowe są bowiem atrakcyjną formą lokaty dla banków. Wprawdzie przynoszą niższy dochód od aktywów kredytowych, ale cechuje je niższe ryzyko niewypłacalności dłużnika w stosunku do tych ostatnich. Mają też cenną cechę - wysoką płynność. W razie trudności płatniczych łatwo je upłynnić na „gotówkę” na rynku finansowym. Tych zalet nie mają wierzycelności kredytowe, gdyż są trudno zbywalne. W Polsce coraz większa część kredytobiorców ma trudności ze spłatą zobowiązań. Wzrasta udział złych kredytów w portfelach banków. Na koniec III kwartału 2004r. stanowił 21,8% całości wierzycelności kredytowych. W sytuacji niskiej aktywności gospodarczej banki ograniczają podaż kredytów. Pożyczki udzielają przede wszystkim dużym przedsiębiorstwom o najlepszym zabezpieczeniu (np. kaucja, gwarancja itp.). Utrudniony dostęp mają z kolei małe i średnie przedsiębiorstwa oraz osoby fizyczne. Banki nie są ponadto skłonne obniżyć oprocentowanie kredytów nawet w sytuacji spadku globalnego popytu na kapitał pożyczkowy. Występuje niebezpieczne zjawisko ograniczania podaży kredytów i powstrzymywania spadku ich ceny. Taka sytuacja występuje obecnie w Polsce. Przyrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych jest niedostateczny. Tej zachowawczej z punktu widzenia po-

trzeb gospodarki polityce kredytowej sprzyja właśnie wzrastająca podaż skarbowych papierów dłużnych. Banki są bardziej zainteresowane ich pomnażaniem aniżeli powiększaniem wierzytelności kredytowych, mimo wyższej dochodowości tych ostatnich. Problem negatywnego wpływu deficytu budżetowego na aktywność kredytową banków mógłby być zminimalizowany, gdyby nabywcami skarbowych papierów dłużnych były podmioty niebankowe (ludność, przedsiębiorstwa, instytucje ubezpieczeniowe, towarzystwa inwestycyjne czy towarzystwa emerytalne). Eliminacja banków z rynku papierów skarbowych nie sprzyjałaby rozwojowi rynku finansowego w Polsce.

Znaczny deficyt budżetowy ogranicza skuteczność obniżek podstawowych stóp procentowych banku centralnego. Coraz niższy poziom stopy lombardowej, redyskontowej i referencyjnej nie przekłada się na proporcjonalny spadek stóp kredytowych. Banki komercyjne obniżają je znacznie wolniej niż czyni to bank centralny. Nie działa kanał stopy procentowej w mechanizmie transmisji impulsów pieniężnych. W rezultacie, bank centralny nie jest w stanie kształtować rozmiarów akcji kredytowej w gospodarce. Dodatkowo, banki komercyjne są bardziej skłonne obniżać oprocentowanie wkładów klientów aniżeli oprocentowania kredytów. Tym samym rezygnują z części zewnętrznych źródeł finansowania akcji kredytowej. Banki komercyjne skłonne są do bardziej odczuwalnych cięć stóp kredytowych tylko wówczas, gdy odczuwają nadmiar płynności, gdy dysponują nadwyżką niepracujących funduszy. Nie mając innej możliwości, muszą obniżyć cenę kapitału pożyczkowego, aby zwiększyć popyt na kredyt. Polityka ograniczania deficytu budżetowego i podaży skarbowych papierów wartościowych może uwolnić, a następnie skierować część funduszy banków na kredyty dla przedsiębiorstw i ludności. Przeciwdziała też wzrostowej tendencji stóp procentowych. Stopy procentowe w Polsce są jeszcze wysokie. Sprzyjając napływowi kapitału portfelowego z zagranicy, wywołują aprecjację kursu waluty krajowej. Wartość papierów skarbowych sprzedanych cudzoziemcom na rynku krajowym podniosła się w 2003r. aż do 53,1% w stosunku do 2002r. Nadwartościowość kursu złotego występowała wyraźnie od drugiej połowy lat 90. Pogarszała cenową konkurencyjność polskiego sektora eksportowego i hamowała wzrost produkcji krajowej. Tym samym zmniejszała wpływy państwa z podatków, tworząc podwaliny dalszego wzrostu deficytu budżetowego. Powstało błędne koło związków przyczynowo-skutkowych między deficytem budżetowym, stopami procentowymi, aprecjacją kursu walutowego, spadkiem tempa wzrostu PKB i ponownym wzrostem deficytu budżetowego. Nadwartościowość kursu waluty krajowej jest więc ceną, jaką państwo musi zapłacić za korzystanie z oszczędności zagranicznych. Wydaje się, że w świetle powyższych uwarunkowań bank centralny niepotrzebnie zamraża płynność banków komercyjnych poprzez sprzedaż własnych bonów pieniężnych. W obecnej sytuacji stagnacji gospodarczej może bez negatywnych skutków zaprzestać ich emisji, zwłaszcza że są one kosztownym instrumentem regulowania płynności. Niższa podaż bonów pieniężnych w portfelach banków zmusiłaby je do rozszerzenia akcji kredytowej. Polityka zamrażania nadpłynności sektora bankowego była słuszną w sytuacji wysokiej inflacji i nadmiernego przyrostu kredytów powodującego brak równowagi finansowej w kraju. Obecnie sytuacja jest odmienna. Zastój w gospodarce i rekordowo niska inflacja wymagają wręcz zwiększenia popytu globalnego w drodze rozwoju akcji kredytowej. Wykreowana w ten sposób dodatkowa podaż pieniądza zwiększy stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych przedsiębiorstw bez obawy przed wzrostem cen. Sytuacja gospodarcza wymaga bardziej zdecydowanego włączenia instrumentów polityki pieniężnej do walki ze stagnacją i bezrobociem. Szytywne trzymanie się celu infla-

cyjnego, który przecież został już osiągnięty, jest utratą cennych możliwości działania banku centralnego.

Wylania się ważna kwestia optymalnej wysokości stóp procentowych rynku międzybankowego. Mają one podstawowe znaczenie, ponieważ wyznaczają wysokość stóp oferowanych klientom przez banki komercyjne. Są istotnym wyznacznikiem równowagi rynku finansowego. W teorii finansów nie ma na razie rozwiniętej, spójnej koncepcji optymalnej wysokości ceny kapitału pożyczkowego w gospodarce. Optymalne stopy międzybankowe, a w ślad za nimi stopy w bankach komercyjnych, powinny odpowiadać poziomom zapewniającym niską inflację i taką aktywność gospodarczą, która gwarantuje pełne zatrudnienie. Stopy te kształtuje bank centralny poprzez wyznaczanie poziomu własnych stóp procentowych i rentowności operacji otwartego rynku. Zadaniem banku centralnego powinno być zatem jednoczesne oddziaływanie na stabilność finansową kraju i ograniczanie wahań cyklicznych w sferze realnej. Biorąc pod uwagę koncepcję J. B. Taylora², który uwzględni warunki pełnego zatrudnienia w polityce stopy procentowej, należy odnieść się do banku centralnego, który dąży nie tylko do stabilności cen, ale również powinien wpływać na aktywność gospodarczą i działać na rzecz minimalizacji wahań cykli koniunkturalnych. Potrzeba takiej polityki istnieje obecnie w Polsce. Celem polityki pieniężnej NBP jest obecnie wyłącznie stabilizacja cen. Nasz bank centralny stronił dotąd od działań mających na celu aktywizację produkcji. W obecnej sytuacji - niskiego wzrostu gospodarczego, bardzo niskiej inflacji (ok. 3,5% w skali ubiegłego roku) i wysokiego bezrobocia - istnieje potrzeba takiego kształtowania stop procentowych na rynku międzybankowym, aby ich poziom sprzyjał rozwojowi akcji kredytowej banku centralnego.

Z powyższych rozważań wynika, że wskazane byłoby odwrócenie relacji między polityką fiskalną a polityką pieniężną. Z punktu widzenia długofalowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego celowa byłaby polityka ograniczania deficytu budżetowego - z czym mamy do czynienia obecnie oraz ekspansywna polityka pieniężna. Problem jest jednak bardziej złożony. Okres niskiego wzrostu gospodarczego i wysokiego bezrobocia niebezpiecznie się wydłuża, powodując nieodwracalne straty gospodarczo-społeczne. Niezbędne jest podjęcie bardziej odważnej polityki dynamizacji gospodarki. Ekspansywna polityka pieniężna nie jest już wystarczającym sposobem osiągnięcia tego celu. Nie jest możliwy rozwój akcji kredytowej banków jedynie poprzez obniżkę stóp procentowych. Popyt na kredyt jest w małym stopniu zależny od ceny kapitału pożyczkowego. Ważniejszym czynnikiem, który decyduje o skłonności przedsiębiorstw do zaciągania kredytów jest trwała perspektywa zbytu wytworzonych produktów i usług oraz generowania przyszłych dochodów. To przyszłe dochody przedsiębiorstw będą przecież źródłem spłaty kredytów. Jeżeli perspektywy osiągania przyszłych dochodów nie są optymistyczne, to niska cena kredytu nie jest w stanie zachęcić do rozszerzenia produkcji. Bierne czekanie na działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury jest ryzykowne. Wydaje się, że nie jest możliwe ożywienie gospodarki bez zwiększenia deficytu budżetowego. Tylko w ten sposób można zwiększyć w odczuwalnym stopniu popyt globalny i produkcję przedsiębiorstw. Niewątpliwie, trzeba mieć świadomość występowania wszystkich ujemnych tego konsekwencji wcześniej opisanych. Potencjalne korzyści aktywnego działania mogą jednak skompensować koszty początkowego braku równowagi finansów publicznych. Wzrost produkcji zwiększy bowiem dochody państwa i w efekcie będzie sprzyjał zmniejszeniu deficytu budżetowego. Aby przeciwdziałać wzrostowi stóp procentowych w efekcie powiększenia deficytu budżetowego, to bank centralny, a nie banki komercyjne powinien nabywać skarbowe papiery

dłużne. Bank centralny może bowiem finansować dług publiczny nawet po niższej niż rynkowa stopie procentowej, jeżeli wymaga tego interes gospodarki. Niekorzystny wzrost ceny kapitału pożyczkowego nie musi zatem mieć miejsca. Bezpośrednie finansowanie potrzeb państwa przez centralną instytucję monetarną dodatkowo powiększyłoby z korzyścią dla gospodarki bazę monetarną, podaż pieniądza i popyt globalny. Kupno walorów skarbowych przez bank centralny jest po prostu jednym z kanałów uzupełniania niedoboru pieniądza w gospodarce. W obecnej sytuacji gospodarczej w Polsce należałoby wykorzystać ten sposób zwiększenia obiegu pieniężnego. Najbardziej groźnym następstwem zwiększonego deficytu budżetowego może być nawrót inflacji lub spadek zaufania do naszej waluty. Wydaje się jednak, że obawa przed groźnym w swych rozmiarach wzrostem cen jest przesadna w sytuacji wysokiego bezrobocia i niskiego wykorzystania zdolności produkcyjnych gospodarki polskiej. W nadziei na prawdopodobne korzyści wiążące się z ożywieniem gospodarczym warto podjąć ryzyko nieco wyższej inflacji. Wzrost cen do 5% jest zjawiskiem dopuszczalnym. Co więcej, niewielki wzrost cen zwiększający zyski przedsiębiorstw może pozytywnie wpłynąć na ich decyzje inwestycyjne. Najnowsze badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego nad związkiem między deficytem budżetowym a inflacją nie potwierdzają zależności między nimi w krajach cechujących się stabilnością cen³. Badania MFW uwzględniają sytuację ogólnogospodarczą 107 krajów w okresie 1960-2000. Obejmują więc okres wystarczająco długi dla wiarygodnej prezentacji prawidłowości ekonomicznych w świecie. Wyniki badań wydają się zaskakujące w świetle dotychczas obowiązujących poglądów w tej kwestii. Pokazują też jednak, że deficyt budżetowy ma rzeczywiście negatywne konsekwencje dla krajów o już wysokiej inflacji, głównie krajów rozwijających się. Prawidłowością jest, że im wyższa jest inflacja w danym kraju, tym silniejszy jest wpływ deficytu budżetowego na ceny. Zależność ma charakter krzywej rosnącej. Podkreślmy jednak raz jeszcze, że w krajach charakteryzujących się wewnętrzną równowagą finansową, związek między deficytem budżetowym a zmianami cen jest niewidoczny. Teza o negatywnym wpływie deficytu budżetowego na wzrost gospodarczy w długim okresie jest nadal aktualna. Deficyt budżetowy powoduje, zdaniem MFW, wzrost rynkowych stóp procentowych. To wzrost tych ostatnich z kolei zmniejsza popyt na kredyt, hamuje inwestycje i produkcję przedsiębiorstw. Polityka deficytu budżetowego jako sposób na ożywienie gospodarki nie może więc być trwałym panaceum na pokonywanie trudności rozwojowych. Może być przejściowym stymulatorem wzrostu gospodarczego. Dlatego pożądany wzrost wydatków powinien być realizowany tylko do czasu osiągnięcia wzrostu aktywności gospodarczej.

Sytuacja niskiego wzrostu gospodarczego i wysokiego bezrobocia w Polsce wymaga podjęcia działań na rzecz ożywienia gospodarki. Gospodarce rynkowej elementami takiej polityki mogą być polityka pieniężna i polityka deficytu budżetowego. Instrumenty polityki pieniężnej powinny służyć dalszemu obniżaniu stóp procentowych, zwiększaniu podaży pieniądza i rozwojowi akcji kredytowej banków komercyjnych. Takiej polityce może służyć likwidacja referencyjnej stopy procentowej, istotne ograniczenie sprzedaży przez bank centralny bonów pieniężnych bądź alternatywne obniżenie wskaźnika rezerwy obowiązkowej. W celu powiększenia popytu globalnego w gospodarce możliwe jest ponadto przejściowe powiększenie deficytu budżetowego. W obecnej sytuacji - stabilnego poziomu cen i niepełnego wykorzystania zdolności produkcyjnych gospodarki - wzrost deficytu budżetowego nie grozi nawrotem inflacji. Działanie to mogłoby mieć charakter „jednorazowego stymulatora”. Tezę o braku związku między deficytem budżetowym a wzrostem cen w krajach notujących niską inflację potwierdzają naj-

nowsze badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Polityka powiększania deficytu fiskalnego nie może jednak mieć trwałego charakteru - wywołując wzrost stóp procentowych hamuje wzrost gospodarczy w długim okresie.

**THE BUDGET DEFICIT ON BACKGROUND OF THE FINICIAL POLICY
OF THE BANKING SYSTEM
(summary)**

According to the author of his article, low economic growth and low inflation, with worrying un employment, require firm changes in actual financial and credit situation of the country. The author especially recommends to stimulate economic situation by short - term growth of budget deficit and risk of a bit higher inflation. As it is generally known, the danger of running expansive politic is connected with negative effects, eventual inflation tensions and unjust social redistribution effects. Economic steps should be taken to lower further rates, higher intake of money and to take prompt credit actions of commercial banks.

These days, when prices are rather constant and possibilities of production are partly used, the increase of deficit doesn't menace of inflation.

Bibliografia:

1. L. Catao, M. E. Terrones, *Fiscal deficits and inflation IMF Working Paper*, 2003
2. Z. Fedorowicz, *Rynek pieniądza i rynek kapitału*, Poltext, Warszawa 1997
3. M. Gaudemet, J. Molinier, *Finanse publiczne*, PWE, Warszawa 2000
4. A. Kaźmierczak, *Podstawy polityki pieniężnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998
5. F. S. Mishkin, *The economics of Money, banking and financial markets*, Wydawnictwo Addison Wesley 2001
6. D. C. North, *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge 1990
7. S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, wyd. 2 uaktualnione
8. Raport o inflacji, NBP, Warszawa 2004
9. Sytuacja finansowa banków w 2003r. Synteza NBP 2004
10. J. Tobin, *On the efficiency of the financial system*, Lloyds Bnak Review, 2003
11. A. Wernik, *Dylematy średniookresowej strategii finansowej*, Instytut Finansów WSU-iB, Warszawa 2000r.

Przypisy:

- 1 Źródło: „Sytuacja finansowa banków w 2003r.” Synteza NBP 2004, s. 50
- 2 F. S. Mishkin: *The economics of Money, banking and financial markets*. Wyd. Addison Wesley 2001, s. 474
- 3 L. Catao, M. E. Terrones, *Fiscal deficits and inflation. IMF Working Paper*, kwiecień 2003, s. 26