

Danuta Zawadzka

Znaczenie ekspansji kredytu handlowego dla polityki monetarnej

Ekonomiczne Problemy Usług nr 39, 349-356

2009

Artykuł został 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.

DANUTA ZAWADZKA

Politechnika Koszalińska

ZNACZENIE EKSPANSJI KREDYTU HANDLOWEGO DLA POLITYKI MONETARNEJ

Wprowadzenie

Problem wpływu kredytu kupieckiego na skuteczność polityki monetarnej jest podejmowany w literaturze dość incydentalnie¹. Wydaje się, iż w obecnych warunkach gospodarczych problem jest bardzo istotny. Reakcja przedsiębiorstw na impulsy monetarne może osłabić ich nasilenie bądź wywołać skutek odwrotny od zamierzonego. Podstawą prowadzenia polityki pieniężnej przez banki centralne jest informacja o wielkości podaży pieniądza. Na podstawie przeprowadzonych badań oraz kwerendy literatury postawiono następującą tezę: *podaż kredytu kupieckiego skorelowana jest z podażą pieniądza mierzoną agregatami pieniężnymi. Przedsiębiorstwa, w następstwie ograniczeń ilości pieniądza w obiegu, reagują zwiększoną ofertą / podażą kredytu kupieckiego mierzoną wartością należności handlowych, a w związku z tym, z jego wykorzystaniem w obrocie gospodarczym. Uzasadnionym jest zatem podejście, iż podaż kredytu kupieckiego zwiększa podaż pieniądza. Przedsiębiorstwa, w następstwie ograniczeń w dostępie do kapitału, samodzielnie kreują pieniądź kredytowy na rynku towarów i usług. Należności handlowe stają się ekwiwalentem depozytów przedsiębiorstw.* Artykuł uzupełnia piśmiennictwo w zakresie omawianego tematu. Prezentuje weryfikację empiryczną opartą na analizie i ocenie zmian poziomu należności handlowych w kontekście zmian wielkości agregatów monetarnych.

Problem pośrednictwa finansowego przedsiębiorstw w warunkach restrykcyjnej polityki monetarnej

Autorzy nawiązujący do ścisłych powiązań ilości kredytu handlowego w gospodarce z polityką monetarną zauważają, iż nasilenie dążeń inflacyjnych, które w konsekwencji powoduje trudności w pozyskaniu kapitału ze źródeł instytucjonalnych, zmusza przedsiębiorstwa do zwiększenia oferty produktowej wraz z propozycją jej finansowania. Liczne

¹ Por. P. Młodkowski: *Kredyt handlowy a polityka pieniężna NBP*. „Gospodarka Narodowa” 2008, nr 3, s. 1–18.

badania empiryczne dowodzą hipotezę pośrednictwa finansowego Meltzera², według której podczas napiętej polityki monetarnej duże przedsiębiorstwa (dostawcy) przekazują środki finansowe za pomocą kredytu handlowego mniej płynnym kontrahentom. Gertler i Gilchrist³ potwierdzili, że małe podmioty narażone są na ograniczenia w kredytowaniu ze strony instytucji finansowych, podczas gdy duże przedsiębiorstwa zwiększają udział finansowania działalności kredytem bankowym i tym samym, poprzez kredyt handlowy stają się pośrednikami finansowymi na rynku towarów i usług. Badania Olinera i Rudebuscha⁴ wskazują, iż redukcja kredytów bankowych udzielanych małym przedsiębiorcom jest spowodowana mniejszym popytem, który z kolei jest następstwem spowolnionej działalności w warunkach recesji, a nie ograniczeń ze strony instytucji bankowych. Zmniejszenie liczby udzielanych kredytów bankowych jest spowodowane ich zastępowaniem emisją papierów wartościowych, dzięki którym koszt pozyskania kapitału jest niższy. Nielsen⁵ w swoich badaniach dochodzi do wniosku, iż wszystkie przedsiębiorstwa, oprócz „wycenionych przez rynek” mają problemy z dostępem do kapitału ze źródeł bankowych w warunkach restrykcyjnej polityki monetarnej. Nie uzależnia dostępności kredytu bankowego od wielkości przedsiębiorstwa. Dyskryminacja kredytowa jest efektem asymetrii informacji i braku możliwości rzetelnej oceny wiarygodności kredytowej. Duże jednostki – dostawcy borykają się ze wzrostem zapasów, stąd niejako naturalnie wzrasta podaż kredytu handlowego. Małe jednostki natomiast, nie mając alternatywnych możliwości pozyskania kapitału ze źródeł zewnętrznych – zgłaszają zapotrzebowanie na kredyt handlowy. W swoich badaniach wykazał, iż duże jednostki, które cechuje niestabilność przepływów pieniężnych i niska wartość aktywów, mogących stanowić zabezpieczenie kredytów bankowych, zachowują się jak małe przedsiębiorstwa – zatem zwiększają ilość wykorzystywanego kredytu handlowego. Gertler i Gilchrist pokazują, że małe przedsiębiorstwa stanowią zasadniczą część podmiotów, które upadają w wyniku wprowadzenia ograniczeń w dostępie do środków pieniężnych. Petersen i Rajan oraz Danielson i Scott⁶ wsparli dowodowo tezę, iż przedsiębiorstwa korzystają z kredytu handlowego, kiedy kredyty udzielane przez instytucje finansowe nie są dla nich dostępne.

Nie ma zatem jednoznaczności w badaniach nad popytem i podażą kredytu handlowego w korelacji z polityką monetarną, jednak każde wnioski wnoszą nowe przesłanki wykorzystania kredytów w finansowaniu działalności.

² A. Meltzer: *Mercantile Credit. Monetary Policy, and the Size of Firms*. „Review of Economics and Statistics” 1960, nr 42, s. 429–436.

³ M. Gertler, S. Gilchrist: *The Role of Credit Market Imperfections in Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence*. „Scandinavian Journal of Economics” 1993, nr 95, s. 43–64.

⁴ S. Oliner, G. Rudebusch: *Monetary Policy and Credit Constraints: Evidence from the Composition of External Finance: Comment*. „American Economic Review” 1996, nr 86, s. 300–309.

⁵ J. Nielsen: *Trade Credit and the Bank Lending Channel*. „Journal of Money, Credit and Banking” 2002, vol. 34, nr 1, s. 227–253.

⁶ M.G. Danielson, J.A. Scott: *Bank Loan Availability And Trade Credit Demand*. „The Financial Review” 2004, nr 39, s. 579–600.

Kredyt kupiecki jako element podaży pieniądza w teoriach ekonomicznych

Przykładem spojrzenia na kredyt handlowy od strony makroekonomicznej są teorie Laffera⁷. Twierdzi on, iż kredyt kupiecki jest częścią podaży pieniądza. Rozważa go w kontekście rynku pieniężnego. W swoich pracach rozróżnia dwie teorie zadłużenia rynkowego⁸: brutto i netto. Kredyt handlowy definiuje jako strumienie pieniężne, które zostały wykorzystane wraz z tymi, które są dostępne na rynku w ramach dotychczasowych warunków. Jest to tożsame z dopuszczalnym limitem kredytu handlowego dla wszystkich jednostek w gospodarce. Teoria zadłużenia rynkowego brutto, rozpatrywana z makroekonomicznego punktu widzenia, zakłada, iż popyt na pieniądz równoznaczny jest z popytem na depozyty i walutę oraz ma następującą postać:

$$M_t^* = kX_t \quad (1)$$

gdzie: M_t^* oznacza zapotrzebowanie na depozyty i walutę w okresie t (pożądany zasób pieniądza zdeterminowany przez X_t), X_t oznacza wszystkie wydatki na jednostkę czasu, k jest pożądanym wskaźnikiem środków pieniężnych do wydatków pieniężnych. X_t jest równoznaczne z wartością wszystkich bieżących transakcji handlowych na rynku towarów i usług wraz z zadłużeniem rynkowym powstałym w poprzednich okresach, które musi być zapłacone z wpływów z bieżących transakcji. Można zatem zapisać, iż:

$$X_t = T_t - \Delta TD_t \quad (2)$$

gdzie T_t oznacza wszystkie transakcje na rynku towarów i usług, ΔTD_t – zmiany w całkowitym zadłużeniu rynkowym brutto. Zatem:

$$M_t^* = kT_t - k\Delta TD_t \quad (3)$$

Stąd wzrost lub spadek zagregowanej wielkości zadłużenia rynkowego brutto jest pojęciowo związany z popytem na pieniądź.

Teoria zadłużenia netto zakłada, iż pierwotnie niektóre przedsiębiorstwa miały wolne środki pieniężne, które zostały wykorzystane przez inne jednostki w drodze kredytu handlowego. W ujęciu makroekonomicznym reprezentowane jest to przez formuły:

$$M_t^* = kX_t \quad (4)$$

$$M_t = M_t^* + M_{it} = kX_t + M_{it} \quad (5)$$

gdzie M_t oznacza całkowity zasób środków pieniężnych, M_{it} utrzymywany zapas środków pieniężnych. Zadłużenie rynkowe – szczególnie netto – jest narzędziem, za pomocą którego

⁷ A.B. Laffer: *Trade Credit and the Money Market*. „Journal of Political Economy” March/April 1970, s. 239–267.

⁸ Zadłużenie rynkowe jest to zadłużenie powstałe z tytułu kredytu handlowego na rynku towarów i usług.

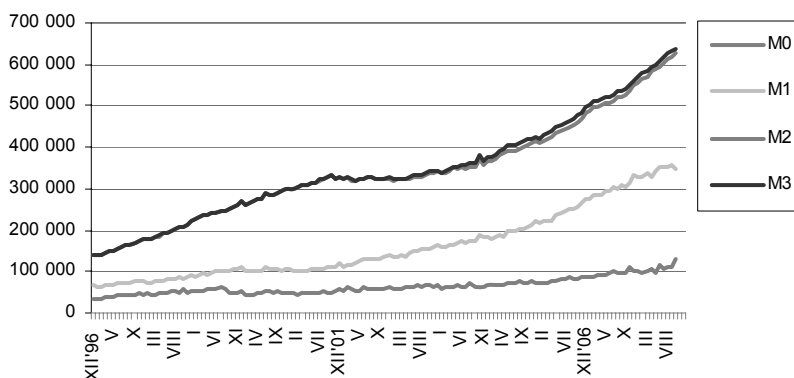
środki pieniężne są transferowane z jednostek, które posiadają wolne środki pieniężne do tych, które zgłaszają na nie zapotrzebowanie.

Powyższe formuły jedynie „dotykają” powiązań i roli kredytu handlowego z rynkiem pieniężnym. Kredyt handlowy jako należności, według Leffera, jest ekwiwalentem popytu na depozyty.

Podaż kredytu kupieckiego a podaż pieniądza mierzona agregatami pieniężnymi

W literaturze podkreśla się, iż rozwój rynków kapitałowych, a w konsekwencji powstawanie nowych instrumentów finansowych, powoduje konieczność zmian w podejściu do definiowania podaży pieniądza⁹. Niewiele natomiast nawiązuje się do możliwości, a w zasadzie ich braku, kontrolowania kreacji pieniądza kredytowego przez podmioty niefinansowe w obrocie gospodarczym.

Z uwagi na przyjęty cel opracowania, na rysunku 1 zaprezentowano zmiany w podaży pieniądza mierzonej agregatami pieniężnymi. M0 oznacza pieniądz gotówkowy w obiegu, M1 powiększony jest o depozyty bieżące, M2 uwzględnia depozyty terminowe i zablokowane. M3 powiększony jest o operacje z przyrzeczeniem odkupu i dłużne papiery wartościowe w obiegu¹⁰.



Rys. 1. Agregaty pieniężne w okresie od XII 1996 roku do IX 2008 roku

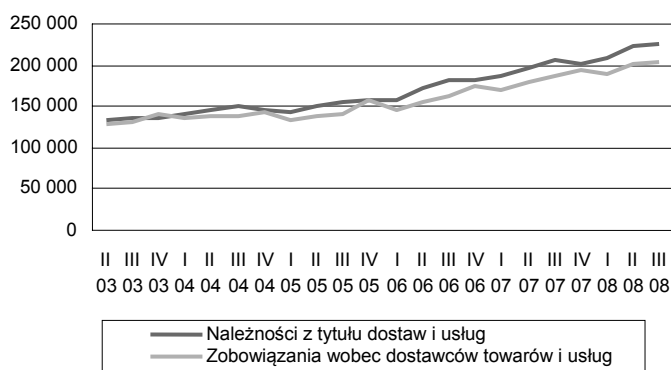
Źródło: NBP.

⁹ Por. T. Gruszecki: *Teoria pieniądza i polityka pieniężna. Rys historyczny i praktyka gospodarcza*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 142.

¹⁰ Szerzej: NBP – Zmiany w definicjach agregatów monetarnych wprowadzone począwszy od informacji na koniec marca 2002 roku (załącznik 3); www.nbp.pl.

Weryfikacja hipotezy głównej opracowania, sformułowanej we wprowadzeniu, została przeprowadzona w oparciu o dane z okresu od II kwartału 2003 roku do III kwartału 2008 roku (stany na koniec okresów kwartalnych).

Na rysunku 2 zaprezentowano relację kredytu kupieckiego udzielonego i wykorzystanego przez przedsiębiorstwa w analizowanym okresie.



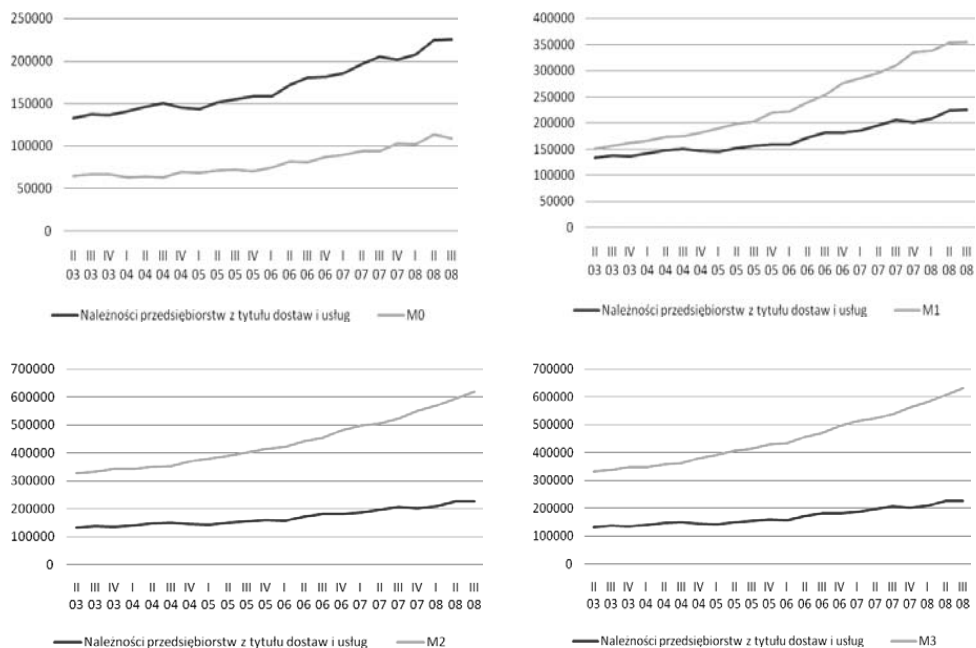
Rys. 2. Kredyt kupiecki udzielony i kredyt kupiecki wykorzystany przez przedsiębiorstwa w ujęciu kwartalnym w okresie III kw. 2003 roku – III kw. 2008 roku

Źródło: Biuletyny Statystyczne GUS.

Współczynnik korelacji pomiędzy wartością należności krótkoterminowych przedsiębiorstw z tytułu dostaw towarów i usług a wartością zobowiązań handlowych wynosi 0,982955. Zobowiązania wobec dostawców towarów i usług wykazują wartości nieco inne niż wartości należności, jednak cechuje je podobna zmienność. Oznacza to, iż część należności finansowana jest, obok zobowiązań handlowych, innymi źródłami kapitału krótkoterminowego.

W celu zbadania istnienia związku pomiędzy należnościami krótkoterminowymi przedsiębiorstw a agregatami pieniężnymi dokonano porównania wartości omawianych charakterystyk (rys. 3).

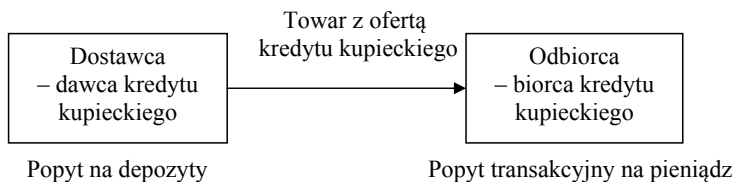
Porównanie wartości należności krótkoterminowych przedsiębiorstw z tytułu dostaw towarów i usług z wartościami agregatów pieniężnych skłania do stwierdzenia, iż najwyższy stopień zależności pomiędzy omawianymi wartościami występuje z agregatem M1 (baza monetarna powiększona o depozyty). W dalszej kolejności z agregatami M2 i M3. Potwierdzają to współczynniki korelacji. Najwyższa wartość współczynnika korelacji cechuje związek należności z agregatem M1 ($r = 0,98864$). Dla agregatu M2 współczynnik przyjmuje wartość 0,98852, dla M3 wartość współczynnika korelacji wynosi 0,98750. Ciekawa obserwacja dotyczy powiązania należności z bazą monetarną (bez depozytów i pozostałych składników wliczanych do M3). Współczynnik korelacji przyjmuje najniższą wartość



Rys. 3. Należności krótkoterminowe przedsiębiorstw z tytułu dostaw i usług a agregaty pieniężne
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji NBP i GUS.

0,9781. Ponadto, wartość należności przedsiębiorstw jest wyższa od wartości agregatu M0. Wielkość pieniądza kredytowego wykreowana przez przedsiębiorstwa jest zatem wyższa niż wartość pieniądza gotówkowego.

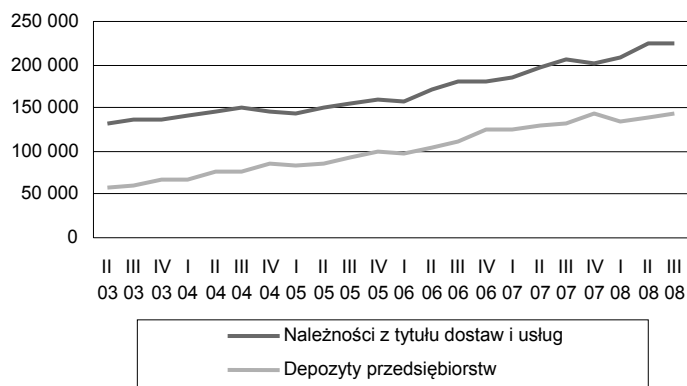
U podstaw sformułowania tezy dotyczącej ekwiwalentności kredytu kupieckiego oferowanego i depozytów przedsiębiorstw stoi założenie, iż dostawcy, oferując kredyt kupiecki, podejmują decyzję inwestycyjną dotyczącą powstania należności w celu osiągnięcia korzyści równych co najmniej korzyściom osiągniętym w konsekwencji podjęcia decyzji



Rys. 4. Źródła ekwiwalentności kredytu kupieckiego i depozytów przedsiębiorstw
Źródło: opracowanie własne.

o złożeniu depozytu w instytucji finansowej. Odbiorcy rozważający wykorzystanie kredytu kupieckiego zgłaszają popyt transakcyjny na pieniądź. Podejmują decyzję finansową dotyczącą powstania zobowiązań wobec dostawców towarów i usług (rys. 4).

Na rysunku 5 zaprezentowano porównanie wartości należności krótkoterminowych przedsiębiorstw z tytułu dostaw towarów i usług z wartościami depozytów przedsiębiorstw w analizowanym okresie.



Rys. 5. Należności krótkoterminowe przedsiębiorstw z tytułu dostaw i usług a depozyty przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Omawiane charakterystyki zachowują podobną zmienność. Współczynnik korelacji wynosi 0,960158. Można zatem wysnuć wniosek, iż należności zachowują się podobnie jak depozyty przedsiębiorstw.

Podsumowanie

Analiza zaprezentowana w opracowaniu pozwala stwierdzić, iż teza określona we wprowadzeniu została zweryfikowana pozytywnie. Niemniej jednak należy również podkreślić, iż dogłębna ocena postawionego problemu powinna być kontynuowana w oparciu o bardziej wnikliwą analizę obejmującą między innymi dłuższy horyzont czasowy i być może inne przedziały czasowe, z wykorzystaniem analizy szeregów czasowych. Wstępne wyniki badań potwierdzają, iż problem uwzględniania decyzji przedsiębiorstw w zakresie kredytu kupieckiego, pomimo iż kontrowersyjny – jest istotny dla polityki pieniężnej. Należności krótkoterminowe przedsiębiorstw z tytułu dostaw towarów i usług wykazują korelację z agregatami pieniężnymi oraz depozytami bieżącymi przedsiębiorstw, będącymi częścią tychże agregatów (poza bazą monetarną określoną w agregacie M0). Założenie dotyczące ekwiwalentności omawianych należności z depozytami wydaje się być słuszne.

Niemniej jednak, jak podkreślono wcześniej, istnieje konieczność kontynuacji badań w tym zakresie.

THE INFLUENCE OF TRADE CREDIT ON MONETARY POLICY

Summary

The paper concentrates on the problem of the trade credit influence on money supply. The aim is to verify the thesis that: *trade credit supply is correlated with money supply measured by monetary aggregates. Enterprises, in a consequence of money amount limitation in circulation, react with increase of trade credit supply which can be measured by amounts due. This is justified that trade credit supply increase money supply. Enterprises create the credit money by themselves on goods and services market. Amounts due are the equivalents of deposits.* The paper consists of three parts, additionally it includes introduction and recapitulation. In the first part, the problem of companies financial intermediation is analyzed. Next, the trade credit supply as a money supply in economic theories is characterized. In the last part of the paper, there is presented the evaluation of trade credit supply influence on money supply, which is measured by monetary aggregates.