

Polityka pieniężna w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej*

Andrzej Kaźmierczak

Deficyt budżetowy a banki komercyjne

Wzrost deficytu budżetowego w Polsce powoduje zwiększoną podaż skarbowych papierów dłużnych. W 1999 r. wartość skarbowych papierów wartościowych znajdujących się w portfelu całego sektora bankowego (banków komercyjnych i banków spółdzielczych) wynosiła 54,93 mld. zł. Dominująca ich część znajdowała się w posiadaniu banków komercyjnych, dlatego w dalszych rozważaniach będziemy uwzględniać tylko

* Niniejszy tekst jest jednym z dwóch artykułów (drugi to: *Od stereotypów do praktycznych aspektów prowadzenia współczesnej polityki pieniężnej*, autorstwa Adama Kota i Marka Rozkruta) naświetlających podjęte zagadnienia w zasadniczo odmienny sposób. Poglądy zawarte w artykule odzwierciedlają wyłącznie stanowisko autorów.

tę grupę instytucji finansowych. W latach 2000-2002 nasiliły się zakupy dłużnych walorów skarbowych przez banki. Ilustruje to tabela 1.

Widoczny jest znaczny wzrost długu sektora publicznego w latach 2001-2002. Przeciwnieństwem był rok 2000, kiedy wystąpił bezwzględny spadek wartości emisji skarbowych papierów dłużnych. Wartościowo dominowały walory instytucji rządowych szczebla centralnego – bony i obligacje skarbowe. Ale w 2002 r. odnotowano też drastyczny (aż o 42,1%) przyrost zadłużenia sektora samorządowego.

W 2001 r. banki komercyjne finansowały 20% zadłużenia Skarbu Państwa, a rok później udział ten

Tabela 1 *Papiery dłużne instytucji rządowych i samorządowych w bankach komercyjnych w latach 2000-2002*

Wyszczególnienie	Wartość netto w mln zł			Przyrost w % (rok poprzedni = 100)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Instytucje rządowe						
i samorządowe	52690,7	62387,5	74405,8	94,6	118,4	119,3
- instytucje rządowe centralne	51892,7	60956,8	72372,9	93,9	117,4	118,7
- bony skarbowe	10862,7	18209,1	22610,7	69,7	167,6	124,2
- obligacje restrukturyzacyjne	7386,1	7077,6	6263,1	102,1	95,8	88,5
- pozostałe obligacje	33643,9	35670,1	43499,1	103,8	106,0	121,9
- instytucje samorządowe	8797,9	1430,8	2032,9	174,9	16,3	142,1

Źródło: *Sytuacja finansowa banków w 2002 roku. Synteza*. NBP 2003, s. 50 oraz obliczenia własne.

Tabela 2 *Udział kredytów i papierów wartościowych w sumie bilansowej banków komercyjnych w latach 200-2002 (w %)*

Lata	Udział kredytów dla sektora niefinansowego	Udział papierów wartościowych
2000	40,6	22,8
2001	39,0	21,1
2002	39,6	23,4

Źródło: *Sytuacja finansowa banków w 2002 roku. Synteza. NBP 2003, s. 50 oraz obliczenia własne.*

wzrósł do 22%. 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 2002 r. wyniósł 15,5% i był ponad dwukrotnie wyższy niż w 2001 r. (6,4%).

Powiększająca się luka między wydatkami a dochodami sektora finansów publicznych ma różnoraki wpływ na realny sektor gospodarki. 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. W obecnej sytuacji Polski polityka zwiększania deficytu budżetowego ma pewną popularność. Sytuacja naszej gospodarki odpowiada bowiem powyższym 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 pomyslna 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 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 wprowadzić ożywić gospodar-

kę 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. 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.). Tezę tę wydaje się potwierdzać analiza przyrostu wartości kredytów w Polsce. Zjawisko to ilustruje tabela 2.

W okresie 2000–2002 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 2002 r. spadł o 1% w stosunku do 2000 r. Udział papierów wartościowych (głównie walorów skarbowych), wzrósł w tym okresie o 0,6%. 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. Czyżby wyżej przedstawiona zależność była już nieaktualna? Problem wpływu deficytu budżetowego na stopy procentowe można postawić nieco łagodniej. W łagodniejszym ujęciu tej tezy wzrost deficytu fiskalnego hamuje spadek ceny kapitału pożyczkowego. Gdyby deficyt budżetowy nie istniał, to spadek rynku-

wych 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 rzeczy 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 zamienić na „gotówkę” na rynku finansowym. Tych zalet nie mają wierzycielskości 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 II kwartału 2003 r. stanowił on 21,9% całości wierzycielskości kredytowych. W sytuacji niskiej aktywności gospodarczej banki ograniczają podaż kredytów. Pożyczki udzielają przede wszystkim dużym przedsiębiorstwom o najlepszych zabezpieczeniach. Utrudniony dostęp mają z kolei małe i średnie przedsiębiorstwa oraz osoby fizyczne. Banki nie są ponadto skłonne obniżać oprocentowania 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 potrzeb gospodarki polityce kredytowej sprzyja właśnie wzrastająca podaż skarbowych papierów dłużnych. Banki są bardziej zainteresowane ich pomnażaniem aniżeli powiększaniem wierzycielskości 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). Udział omawianych walorów w całości aktywów bankowych byłby wówczas po prostu mniejszy z pozytywnym skutkiem dla ich aktywności kredytowej. Jednak w gospodarce rynkowej trudno jest tworzyć sztuczne bariery różnicujące nabywców. Byłoby to sprzeczne z zasadami wolnego rynku. Każde dobro, w tym aktywa finansowe, powinna nabywać ta jednostka, która jest w stanie zaoferować za nie najwyższą cenę. Eliminacja banków z rynku papierów skarbowych

nie sprzyjałaby rozwojowi rynku finansowego w Polsce. Problem ten jest mimo wszystko bardziej złożony, dlatego omawiamy go w dalszych rozważaniach.

Wpływ deficytu budżetowego na politykę pieniężną

Znaczny deficyt budżetowy ogranicza skuteczność obniżek podstawowych stóp procentowych banku centralnego. Coraz niższy poziom stopy lombardowej, re-dyskontowej 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 obniżyć 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. Z wyżej przedstawionych powodów nie mamy jednak pożądanej obecnie sytuacji nadmiaru funduszy banków komercyjnych na ich rachunkach w banku centralnym.

Polityka ograniczenia 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 2002 r. aż o 53,1% w stosunku do 2001 r. Nadwartościowość kursu złotego występowała wyraźnie od drugiej połowy lat 90. ubiegłego wieku. 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.

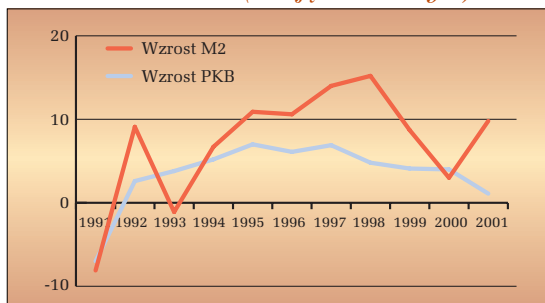
Wydaje się, że w świetle powyższych uwarunkowań bank centralny niepotrzebnie zamraża płynność banków komercyjnych poprzez sprzedaż własnych bonów pieniężnych. W obecnej sytuacji stagnacji gospodarczej może bez negatywnych skutków zaprzestać ich emisji, zwłaszcza że są one kosztownym instrumentem regulowania 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. Warto zauważyć, że w 2002 r. w Polsce po raz pierwszy odnotowano bezwzględny spadek podaży pieniądza (M3).

Stopy procentowe w Polsce są ponad dwukrotnie wyższe w porównaniu z ceną kapitału pożyczkowego na zachodnich rynkach finansowych. Dotyczy to zarówno stóp banku centralnego, jak i stóp procentowych banków komercyjnych, zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym. Uzasadnione są bardziej odczuwalne obniżki stóp banku centralnego, nawet za cenę spadku zainteresowania podmiotów zagranicznych polskimi obligacjami skarbowymi.

Niezrozumiałe jest dalsze funkcjonowanie referencyjnej stopy procentowej. Jej dotychczasowym zadaniem było przeciwdziałanie spadkowi stóp procentowych na międzybankowym rynku pieniężnym. Stopa referencyjna, wyznaczając minimalną dochodowość bonów i obligacji skarbowych, podtrzymywała stopy międzybankowe nieco powyżej swojego poziomu. Była dla stóp rynku międzybankowego swego rodzaju podłoga. Jej istnienie przeciwdziało również znacznijszym obniżkom stóp procentowych od kredytów w bankach komercyjnych. Stopa oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw i osób fizycznych jest bowiem funkcją stopy kredytowej rynku międzybankowego. Banki komercyjne traktują tę ostatnią jako koszt, po jakim same pozyskują kapitał w celu dalszej jego rentownej realokacji. Doliczają do stopy kredytu międzybankowego własną marżę (ewentualne prowizje) i w ten sposób wyznaczają oprocentowanie kredytów dla klientów.

Przeciwdziałanie spadkowi ceny kapitału pożyczkowego w okresie wysokiej inflacji było rzeczywiście uzasadnione. Obecnie jednak sytuacja jest zupełnie odmienna. Stagnacja produkcji i wysokie bezrobocie w warunkach stabilności cen wymagają istotnego przyrostu wartości kredytów bankowych. Warunkiem takiego impulsu popytowego jest dalszy spadek poziomu oprocentowania kredytów w bankach

Wykres 1 Przyrost M2 i PKB w Polsce w latach 1991-2001 (w ujęciu realnym)



Źródło: dane NBP

komercyjnych. Bez zniesienia bariery, jaką jest stopa referencyjna, jest to trudne do zrealizowania. Drugim warunkiem obniżenia stóp procentowych jest, jak wcześniej zaznaczono, potrzeba stworzenia nadpłynności sektora bankowego.

Polityka banku centralnego jest wciąż restrykcyjna mimo licznych obniżek stóp podstawowych w ostatnich dwóch latach. Wyrazem nadmiernej ostrożności banku centralnego jest niskie tempo przyrostu podaży pieniądza w Polsce. W 2002 r. nasza gospodarka odnotowała nawet bezwzględny spadek masy pieniądza. Tymczasem w Polsce występuje zależność między zmianami podaży pieniądza a zmianami produkcji. Zjawiska pieniężne mają wpływ na realne procesy gospodarcze. Bank centralny wpływa zatem na stan aktywności gospodarczej. Wpływ ten ilustruje wykres 1

Jak pokazują dane liczbowe na wykresie 1, trudno jest o precyzyjną ocenę związku między realnymi zmianami podaży pieniądza w Polsce w latach 90. a zmianami aktywności gospodarczej, wyrażonymi realnymi zmianami produktu krajowego brutto. Można jednak zaryzykować tezę, że taka zależność rzeczywiście istniała. W większości lat badanego okresu wzrostowi podaży pieniądza towarzyszył wzrost produktu krajowego brutto. I na odwrót, spadkowi tempa przyrostu podaży pieniądza towarzyszył spadek tempa wzrostu PKB. Wyjątkiem były lata 1993, 1998 i 2001. W 1993 r., mimo że miał miejsce bezwzględny spadek ilości krążącego pieniądza, jednak odnotowano wzrost aktywności gospodarczej. Z kolei w latach 1998 i 2001 wysokiemu realnemu przyrostowi ilości pieniądza towarzyszyło spowolnienie tempa rozwoju gospodarczego Polski. Interesująca nas zależność istniała jednak w pozostałych latach. Warto zauważyć, że w latach 1999-2000 realnemu spadkowi podaży pieniądza towarzyszył spadek tempa wzrostu gospodarczego. Osłabienie aktywności gospodarczej trwa do chwili obecnej mimo niewielkiego złagodzenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w 2001 r.

Sytuacja gospodarcza wymaga bardziej zdecydowanego włączenia instrumentów polityki pieniężnej do

walki ze stagnacją i bezrobociem. Szttywne trzymanie się celu inflacyjnego, który przecież został już osiągnięty, jest utratą cennych możliwości działania banku centralnego.

Poziom stopy procentowej rynku pieniężnego

Wyłania 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 podstawowych i rentowności operacji otwartego rynku. Zadaniem banku centralnego powinno być zatem jednoczesne oddziaływanie na stabilność finansową kraju i ograniczanie wahań cyklicznych w sferze realnej.

Interesującą próbę wyznaczenia optymalnego poziomu stopy rynku międzybankowego podjął J. B. Taylor, profesor Uniwersytetu w Stanford, w 1993 r.³ Zgodnie z regułą Taylora, jednodniowa stopa kredytu międzybankowego powinna być równa sumie wskaźnika inflacji, plus 2%, plus 1/2 odchylenia inflacyjnego, plus 1/2 odchylenia produkcji⁴:

Jeżeli np. inflacja wynosi 3%, to luka inflacyjna wynosi 1% (3% - 2%). Jeśli realny przyrost PKB wynosi 1% ponad poziom potencjalny, docelowy, gwarantujący pełne zatrudnienie (co oznacza przegrzanie koniunktury), to dodatnia luka produkcyjna też wynosi 1%.

W powyższej sytuacji, zgodnie z regułą Taylora, 1-dniowa stopa kredytowa rynku międzybankowego powinna wynosić:

3% inflacji + 2% (realna stopa międzybankowa) + 0,5% (1/2 luki inflacyjnej) + 0,5% (1/2 luki produkcyjnej) = 6%.

To, co wydaje się cenne w koncepcji J. B. Taylora, to uwzględnienie warunków pełnego zatrudnienia w polityce stopy procentowej. Wg. tej propozycji, zada-

niem banku centralnego jest dążenie nie tylko do stabilności cen, ale również wpływanie na aktywność gospodarczą i działanie 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 i wysokiego bezrobocia – istnieje potrzeba takiego kształtowania stóp procentowych na rynku międzybankowym, aby ich poziom sprzyjał rozwojowi akcji kredytowej banków komercyjnych.

Reguła Taylora w znanej nam formule uwzględnia jedynie sytuację przegrzania koniunktury, wysokiej inflacji i presji płacowej w gospodarce. Nie uwzględnia sytuacji odwrotnej, to znaczy takiej, w której występują niska inflacja i wysokie bezrobocie. Przy próbie jej adaptacji do polskich warunków, piętrzą się trudności z obliczaniem „taylorowskiej” luki inflacyjnej i luki produkcyjnej. W przypadku luki inflacyjnej dyskusyjne jest, czy pożądany wskaźnik inflacji powinien wynosić 2% tak jak J. B. Taylor przyjął dla Stanów Zjednoczonych, czy należałoby przyjąć jakiś inny wskaźnik? W przypadku luki produkcyjnej w Polsce nie obliczono dotąd optymalnego tempa wzrostu PKB gwarantującego pełne zatrudnienie. Istnieje oczywiście potrzeba dokonania takich obliczeń. Zbyt wiele jest jeszcze niewiadomych, aby precyzyjnie obliczyć optymalny poziom stopy międzybankowej za pomocą reguły Taylora. W omawianej regule cenna jest miara realnej stopy międzybankowej w wysokości 2%. Bez popełnienia większego błędu można przyjąć, że dodatni wskaźnik inflacji można zniwelować z ujemnym wskaźnikiem inflacji (inflacja nieco niższa od dopuszczalnej) i z ujemnym wskaźnikiem produkcyjnym (produkcja niższa od stanu pełnego zatrudnienia). Można więc przyjąć, że nominalny poziom stopy oprocentowania 1-dniowych kredytów międzybankowych powinien wynosić w Polsce 2%. Poziom ten jest jednak ponad dwukrotnie wyższy. Różnica między aktualną stopą procentową a tak wyznaczonym poziomem optymalnym może być miarą stopnia restrykcyjności polityki banku centralnego co do ceny kapitału pożyczkowego.

Rozważania J. B. Taylora wskazują na celowość modyfikacji celów polityki pieniężnej banku centralnego oraz potrzebę dokonania wyliczeń odnośnie optymalnego tempa wzrostu PKB gwarantującego pełne zatrudnienie w gospodarce.

Znaczenie deficytu budżetowego ponownie

Z dotychczasowych rozważań wynika, że wskazane byłoby odwrócenie relacji między polityką fiskalną a po-

³ F. S. Mishkin: *The economics of money, banking and financial markets*. Wyd. Addison Wesley 2001, s. 474.

⁴ 2% jest to realna stopa 1-dniowych kredytów na rynku międzybankowym. Odchylenie inflacyjne jest to różnica między bieżącą inflacją a pożądanym, czy też dopuszczalnym dla władzy gospodarczej wskaźnikiem wzrostu cen. J. B. Taylor przyjął, że docelowy wskaźnik inflacji powinien wynosić również 2%. Odchylenie produkcji jest to procentowe odchylenie rzeczywistego, bieżącego GDP od tego, który wystąpiłby w warunkach pełnego zatrudnienia siły roboczej w gospodarce.

lityką pieniężną. Z punktu widzenia długofalowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego celowa byłaby polityka ograniczania deficytu budżetowego i 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 rozszerzania 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 sprzyjać zmniejszeniu deficytu budżetowego.

Aby przeciwdziałać wzrostowi stóp procentowych w efekcie powiększenia deficytu budżetowego, to bank centralny, a nie banki komercyjne powinny 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 powiększyłyoby z korzyścią dla gospodarki bazę monetarną, podaż pieniądza i popyt globalny. Problem jednak w tym, że Konstytucja RP w artykule 220, paragraf 2 zabrania prowadzenia powyższych transakcji. Artykuł ten jednoznacznie bowiem stwierdza, że „Ustawa budżetowa nie może przewidywać pokrywania deficytu budżetowego przez zaciąganie zobowiązań w centralnym banku Państwa”. Ten artykuł Konstytucji RP wprowadzono w związku z istnieniem wysokiej inflacji w Polsce w momencie tworzenia ustawy zasadniczej. Obecna sytuacja jest jednak przeciwieństwem sytuacji z 1997 r. Powyższy artykuł

nie odpowiada aktualnym potrzebom gospodarki i należy go po prostu znieść. Interesujące jest na przykład, że w USA, mimo że System Rezerwy Federalne nabywa skarbowe papiery dłużne, nie występują zjawiska inflacyjne. Jest to sytuacja zupełnie prawidłowa. Kupno walorów skarbowych przez bank centralny jest po prostu jednym z kanałów uzupełniania niedoboru pieniądza w gospodarce. W obecnej sytuacji gospodarczej Polski należy wykorzystać ten sposób zwiększenia obiegu pieniężnego.

Najbardziej groźnym następstwem zwiększonego deficytu budżetowego może być nawrót inflacji. 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 cen⁵. 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 aksjomatów 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; nie jest to zależność liniowa. 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.

⁵ L. Catao, M. E. Terrones, *Fiscal deficits and inflation*. IMF Working Paper, kwiecień 2003, s. 26.

Podsumowanie

Sytuacja niskiego wzrostu gospodarczego i wysokiego bezrobocia w Polsce wymaga podjęcia działań na rzecz ożywienia gospodarki. W 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 – stabilnych 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 najnowsze badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Polityka powiększania deficytu fiskalnego nie może jednak mieć trwałego charakteru. Wywołując wzrost stóp procentowych hamuje wzrost gospodarczy w długim okresie.