Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 5(43)/2014

Wiesława Ziółkowska

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu

Publiczne potrzeby pożyczkowe a prywatne oszczędności i inwestycje

Streszczenie. Przedmiotem artykułu jest analiza zależności między potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa, emisją skarbowych papierów wartościowych a depozytami przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych i ich zobowiązaniami wobec monetarnych instytucji finansowych oraz nakładami brutto na środki trwałe. W artykule podjęto również próbę weryfikacji hipotezy zakładającej występowanie tzw. efektu wypychania inwestycji w wyniku drenażu oszczędności prywatnych przez sektor publiczny w latach 2001-2012. Wnioskuje się, że nie można nie zauważyć występowania korelacji między badanymi kategoriami ekonomicznymi. Ich siła jest jednak różna, a analizowane zależności wielostronnie uwarunkowane. Korelacje te mają ujemny kierunek, co może uzasadniać ich interpretowanie jako działanie „efektu wypychania" inwestycji, kredytów i oszczędności bankowych przez publiczne potrzeby pożyczkowe. Ponadto rosnące potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa wypierają także nakłady na środki trwałe brutto sektora publicznego, czyniąc strukturę jego wydatków mniej prorozwojową.

Słowa kluczowe: publiczne potrzeby pożyczkowe netto i brutto, sprzedaż skarbowych papierów wartościowych, wykup długu, PKB, depozyty, kredyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, efekt wypychania

Wstęp

Bez odtwarzania zużywającego się majątku trwałego i zastępowania go nowocześniejszymi inwestycjami gospodarce grozi załamanie wzrostu. Szanse

rozwojowe każdej gospodarki są więc zdeterminowane inwestycjami, te zaś między innymi oszczędnościami i dostępnością kredytu[1]. Inwestycje głównie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych generują popyt, determinujący dynamikę produktu krajowego brutto. Szczególne zaś znaczenie mają oszczędności krajowe, które przeciwdziałają nadmiernemu uzależnieniu od zagranicznych źródeł kapitału i stabilizują wzrost polskiej gospodarki w długim okresie. Są one jednak wielostronnie uwarunkowane, w tym m.in. zadłużeniem i wynikającymi z niego potrzebami pożyczkowymi sektora instytucji rządowych i samorządowych[2].

Decydujący wpływ na przyrost długu Skarbu Państwa mają jego bieżące potrzeby pożyczkowe, powiększone o środki konieczne do sfinansowania wykupu zapadającego długu publicznego. Wysokość i struktura tych potrzeb są zdeterminowane różnymi czynnikami i podlegają znaczącym zmianom. Są one pokrywane środkami pochodzącymi tak z rynku krajowego, jak i zagranicznego.W różnym więc stopniu mogą wpływać na decyzje i procesy finansowe, zachodzące poza sektorem publicznym gospodarki, w tym w przedsiębiorstwach oraz gospodarstwach domowych.

W artykule analizowane są zależności między potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa, emisją skarbowych papierów wartościowych a depozytami i zobowiązaniami przedsiębiorstw i gospodarstw domowych oraz inwestycjami. Celem artykułu jest również chociaż częściowa – ze względu na ramy publikacji i wielopłaszczyznowość zagadnienia – próba weryfikacji hipotezy zakładającej występowanie tzw. efektu wypychania inwestycji w wyniku drenażu oszczędności prywatnych przez sektor publiczny[3]. Specyfika tych zależności, podyktowana m.in. występowaniem opóźnień czasowych między akcją a reakcją, powoduje, że właściwą perspektywę analityczną uzyskuje się dopiero uwzględniając dłuższy okres. Analizą objęto więc lata 2001-2012.

1. Ogólna charakterystyka potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa

Dług Skarbu Państwa (DSP) jest głównym czynnikiem sprawczym wzrostu państwowego długu publicznego. Skumulowana zmiana DSP w analizowanym

[1] A. Wildowicz, *Determinanty skłonności do oszczędzania w Polsce w latach 1991-2005*, wydruk komputerowy, 2013.

[2] W systemie rachunków narodowych ESA95 gospodarka jest podzielona na pięć sektorów: instytucje rządowe i samorządowe, przedsiębiorstwa niefinansowe, instytucje finansowe, gospodarstwa domowe oraz instytucje niekomercyjne, działające na rzecz gospodarstw domowych.

[3] Kontrowersje wokół tzw. efektu wypychania omawiają m.in.: S. Miklaszewski, *Deficyt budżetowy w krajach strefy euro*, SGH, Warszawa 2012, s. 61-87; J. Ciach, *Źródła finansowania deficytu budżetu państwa w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 41-50.

okresie była znacząca, a liczona jako różnica jego wysokości na koniec 2012 r. i 2001 r. wyniosła 528 mld zł. DSP stanowił w 2011 r. aż 94,4%, w 2012 r. 91,5% państwowego długu publicznego. Narastanie długu wynikało więc przede wszystkim z potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa (SP).

W polskim ustawodawstwie definicja potrzeb pożyczkowych obejmuje deficyt budżetu państwa, deficyt budżetu środków europejskich oraz rozchody, takie jak: spłaty otrzymanych pożyczek i kredytów, udzielone pożyczki i kredyty, wykup papierów wartościowych, płatności, wynikające z udziału w międzynarodowych instytucjach finansowych, ustawowe płatności finansowane środkami z prywatyzacji majątku SP oraz inne operacje finansowe związane z zarządzaniem długiem publicznym i płynnością[4].

Nie wszystkie wyżej wymienione tytuły rozchodów mają bezpośredni i odwrotny wpływ na wzrost zadłużenia. Część potrzeb pożyczkowych wynika bowiem – wobec braku nadwyżki umożliwiającej spłatę zapadających zobowiązań – z konieczności refinansowania, a więc zastępowania długu wykupowanego nowym długiem. Tak zwane rolowanie długu potraktowano w praktyce jako kategorię rozróżniającą potrzeby pożyczkowe brutto i netto. Przyjmuje się więc, że potrzeby pożyczkowe netto (PPN) w danym roku są wyznaczone przez nowe zobowiązania wynikające z deficytów budżetowych i inne nowe rozchody SP. Potrzeby pożyczkowe brutto natomiast (PPB) to PPN powiększone o koszty wykupu długu zapadającego w danym roku. Dane dotyczące długu publicznego, potrzeb pożyczkowych brutto i netto oraz ich finansowania zawarto w tabeli 1.

Porównanie potrzeb pożyczkowych netto budżetu państwa i środków koniecznych do sfinansowania wykupywanego długu wskazuje na skalę obciążenia budżetu i rynku finansowego bieżącym długiem. Już w 2002 r. wartość ich wynosiła przeszło 100 mld zł, a w latach drugiego w omawianym okresie spowolnienia gospodarczego, 2009-2012, zaczęła gwałtownie wzrastać. W ośmiu z dwunastu analizowanych lat, dynamika potrzeb pożyczkowych brutto przewyższała dynamikę nominalnych zmian produktu krajowego brutto. Ujemną dynamikę PPB odnotowano jedynie w latach 2005-2007 i 2011 r. W ostatnim roku był to jednak efekt głównie zmiany systemu zarządzania płynnością[5]. Udział potrzeb pożyczkowych w PKB był więc w poszczególnych latach zróżnicowany: od 8,9% w 2011 r. do 15,4% w 2004 r. Przy czym najwyższy poziom wskaźnik ten osiągnął w latach

---

[4] Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz.1214 ze zm.

[5] W 2011 r. zmieniono system zarządzania płynnością budżetu państwa, poprzez wprowadzenie obowiązku lokowania wolnych środków państwowych funduszy celowych, agencji wykonawczych i niektórych innych jednostek sektora finansów publicznych na rachunku Ministerstwa Finansów oraz możliwości lokowania, głównie przez jednostki samorządu terytorialnego, wolnych środków w formie depozytu prowadzonego przez Ministerstwo Finansów.

Tabela 1. Dług Skarbu Państwa i potrzeby pożyczkowe oraz ich finansowanie w latach 2001-2012

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006
DSP w mld zł	283,9	327,0	378,9	402,9	440,2	478,5
PPB SP w mld zł	72,0	110,8	123,6	142,4	130,5	129,4
PPN/PPB SP w %	38,3	36,2	30,1	31,1	31,6	33,7
PPB krajowe fin./PKB w %	8,6	12,3	12,9	13,5	11,0	11,1

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
DSP w mld zł	501,5	569,9	631,5	701,9	771,1	793,9
PPB SP w mld zł	107,0	122.5	164,3	179,8	136,1	168,8
PPN/PPB SP w %	30,6	34,9	35,2	36,4	19,8	22,1
PPB krajowe fin./PKB w %	8,1	8,5	9,9	10,4	7,5	8,7

Ź r ó d ł o: *Dług publiczny. Raport roczny 2012*, Ministerstwo Finansów, 2012.

2002-2004, co było nie tylko wynikiem wzrostu wartości rolowanego długu, ale i zwiększonego zapotrzebowania na pożyczki netto. Średnio w latach 2001-2012 pożyczki SP stanowiły około 12% PKB, przy czym prawie 87% tych potrzeb było finansowanych na rynku krajowym.

Ich udział w PKB znacząco przekraczał więc nie tylko udział deficytu budżetu państwa, ale i deficytu całego sektora instytucji rządowych i samorządowych. Ten ostatni w relacji do PKB wynosił od 1,9% w 2007 r. do 7,9% w 2010 r., osiągając w omawianym okresie wartość średnioroczną ok. 5%, czyli przeszło dwukrotnie niższą niż odpowiednia relacja potrzeb pożyczkowych.

Chociaż tylko potrzeby pożyczkowe netto bezpośrednio wpływają na przyrost wysokości długu, to jednak zależność między potrzebami pożyczkowymi, długiem i kosztami budżetowymi jest bardziej złożona. Jeżeli bowiem sektor finansów publicznych nie generuje nadwyżek, to wykup długu zapadalnego w danym roku jest w całości pokrywany emisją nowych papierów wartościowych. Wówczas rolowany dług rodzi ponownie nowe koszty jego obsługi, które podnosząc wydatki zwiększają deficyt w stopniu zależnym od różnic w oprocentowaniu. Rosnący deficyt wpływa na akumulację długu. Ponadto wyższe zapotrzebowanie na finanse, pozwalające na wykup długu, wywiera wpływ na koszt pozyskiwania nowych środków na rynkach finansowych.

Pomimo znacząco niższego poziomu zadłużenia Polski w porównaniu z wieloma krajami, i to nie tylko Unii Europejskiej, koszty jego obsługi w relacji do PKB były stosunkowo wysokie. Średni udział kosztów obsługi długu w PKB w latach 2001--2012 w Polsce wynosił 2,7% i był zaledwie o 0,2 pkt proc. niższy niż w UE-27, przy średniej relacji długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do

PKB w Polsce o prawie 20 pkt proc. niższej. Wynika to z faktu, że zdecydowana większość krajów wysoko rozwiniętych i bardziej zadłużonych zaciągała długi po koszcie niższym niż Polska. Różnice w rentowności obligacji między Polską a większością tych krajów są ciągle znaczące, pomimo wyraźnego ich spadku w 2012 r. Stąd też obsługa przez nasz kraj nawet istotnie niższego zadłużenia kosztuje niewiele mniej niż tamte kraje[6].

2. Potrzeby pożyczkowe a depozyty, kredyty i inwestycje

Znaczący wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa i ich krajowego finansowania od początku nowego stulecia wynikał z kilku czynników[7]. Od 2001 r. nastąpiło wyraźne obniżenie wpływów z prywatyzacji zmniejszających rzeczywiste pożyczki budżetu państwa. Z drugiej strony skokowo wzrosły rozchody, głównie z tytułu refundacji FUS ubytku składki przekazywanej do OFE oraz konieczności wypłaty w latach 2000-2004 rekompensat z tytułu braku podwyżki płac w sferze budżetowej i waloryzacji emerytur i rent na początku lat 90. Pierwszy z wymienionych tytułów skutkował w omawianych latach wzrostem potrzeb pożyczkowych o 161 mld zł, stanowiących przeszło 1/3 skumulowanych potrzeb netto, drugi zaś o 9,7 mld zł[8]. Takie zmiany w absorbcji środków z rynku finansowego przez sektor publiczny nie mogły pozostać bez wpływu na decyzje finansowe dwóch bardzo ważnych dla wzrostu gospodarczego segmentów instytucjonalnych gospodarki: przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Ze względu na charakter opracowania, w badaniu oddziaływania potrzeb pożyczkowych wykorzystano jedynie analizę należności i zobowiązań gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz nakładów brutto na środki trwałe. Dynamikę potrzeb pożyczkowych, kredytów, pożyczek i innych należności monetarnych instytucji finansowych od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz depozytów i innych zobowiązań wobec nich (od 2005 r. również spółdzielczych kas oszczędnościowych) przedstawiono tabeli 2.

Z prezentowanych danych wynika, że w 2002, 2009 i 2012 r. – w latach, w których odnotowano najwyższy przyrost potrzeb pożyczkowych, w pierwszym z nich depozyty gospodarstw domowych uległy wyraźnemu obniżeniu, w kolejnych zwolniły dynamikę. Depozyty przedsiębiorstw natomiast w 2002 i 2009 r. miały niższą dynamikę, a w 2012 r. wyraźnie spadły. Kredyty przedsiębiorstw

---

[6] *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-2016*, Ministerstwo Finansów, 2012.

[7] M. Szczerbak, *Scenariusze możliwego rozwoju sytuacji w zakresie długu publicznego*, „Studia BAS" 2011, nr 4(28).

[8] B. Jajko, *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 132-136.

Tabela 2. Potrzeby pożyczkowe brutto, kredyty i depozyty w latach 2001-2012 gospodarstw domowych (GD) i przedsiębiorstw (P) – dynamika według stanów na koniec roku (w %)

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PPB – krajowe fin. r/r	12,4	48,3	8,8	15,3	–13,3	8,1
Należności od GD r/r	11,9	7,7	13,8	13,3	26,0	33,5
Należności od P r/r	0,5	–1,4	2,4	–3,9	2,5	13,7
Depozyty GD r/r	7,3	–2,3	–1,5	0,6	12,4	8,6
Depozyty P r/r	16,5	1,3	40,2	10,5	18,0	25,6

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PPB – krajowe fin. r/r	–18,2	13,0	23,0	11,5	–25,0	21,1
Należności od GD r/r	37,9	44,6	12,0	13,9	11.9	1,0
Należności od P r/r	24,1	31,6	–3,6	–2,5	18,1	1,4
Depozyty GD r/r	10,1	26,0	15,1	9,9	13,2	7,8
Depozyty P r/r	14,1	4,6	10,3	15,8	6,4	–7,5

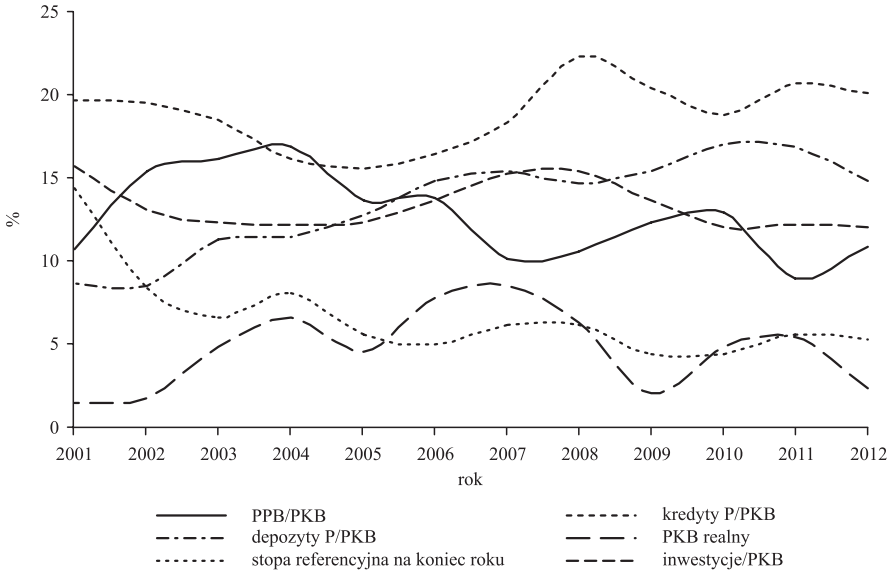
Ź r ó d ł o: „Biuletyn Informacyjny" NBP z lat 2005-2013, *Dług publiczny. Raport roczny 2012*, Ministerstwo Finansów, 2012.

wykazywały ujemną dynamikę w dwóch pierwszych latach, kredyty gospodarstw domowych natomiast charakteryzowało wyraźne spowolnienie. W 2012 r. zadłużenie obu sektorów było tylko nieznacznie wyższe od poziomu z 2011 r. Uwzględnić trzeba jednak fakt, że w tych latach nastąpiło wyraźne obniżenie dynamiki produktu krajowego brutto, co wiąże się zwykle ze zmniejszeniem aktywności kredytowej. Tym bardziej że towarzyszyło mu zbyt późne w stosunku do pogarszającej się sytuacji w sferze realnej obniżenie stopy referencyjnej Narodowego Banku Polskiego, które także może częściowo objaśniać zarówno dynamikę depozytów, jak i kredytów[9].

W latach 2005-2008, w warunkach ujemnej i znacząco niższej dynamiki PPB i ich krajowego finansowania, przeszło dwukrotnie szybciej wzrastały oszczędności gospodarstw domowych w porównaniu ze średnią ich dynamiką w pozostałych latach. Depozyty przedsiębiorstw także rosły, przy czym ich dynamika w tych czterech latach była nieznacznie wyższa w porównaniu ze średnią z pozostałych lat. Szybko zwiększały się także kredyty przedsiębiorstw, a jeszcze szybciej gospodarstw domowych. Na wzrost zarówno kredytów, jak i depozytów niewątpliwie oddziaływała korzystna koniunktura gospodarcza w latach 2006-2008.

[9] W. Ziółkowska, *Fiskalne uwarunkowania polityki pieniężnej w Polsce w latach 1998-2003*, w: *Od złotego do euro*, red. A. Małecki, Wyd. WSB w Poznaniu, Poznań, 2005, s. 93-100.

Zależności między potrzebami pożyczkowymi brutto finansowanymi na krajowym rynku a inwestycjami, depozytami i kredytami przedsiębiorstw, mierzonymi ich relacją do produktu krajowego brutto, przedstawia rysunek 1.



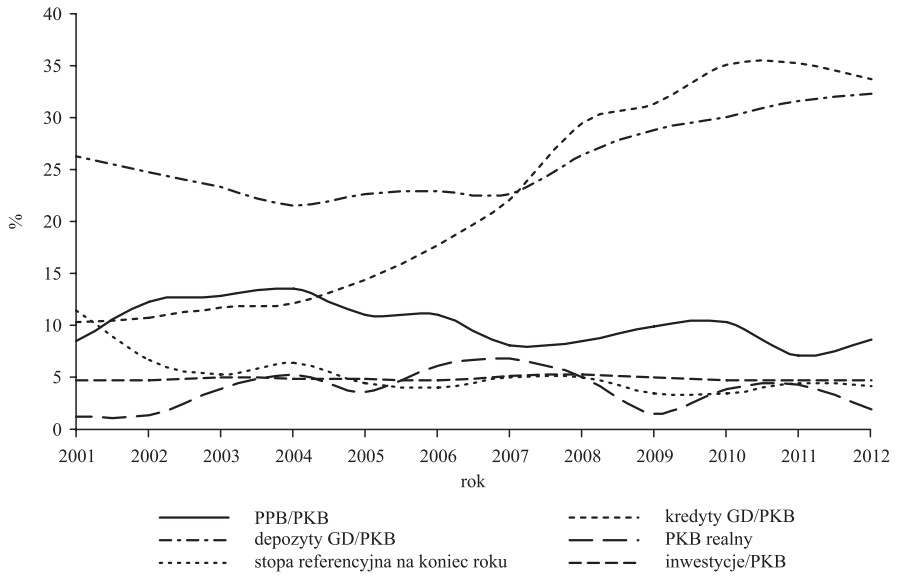
Rys.1. Potrzeby pożyczkowe brutto finansowane na rynku krajowym a kredyty i depozyty oraz inwestycje przedsiębiorstw do produktu krajowego brutto (w %)

Ź r ó d ł o: *Dług publiczny. Raport roczny 2012 r.*, „Biuletyn Informacyjny" NBP z lat 2005-2013, Eurostat – Investment by institutional sectors [13.08.2013].

Przebieg krzywych, prezentujących potrzeby pożyczkowe brutto i należności od przedsiębiorstw z tytułu kredytów i pożyczek oraz nakłady brutto na środki trwałe, wskazuje na występowanie korelacji ujemnej między nimi. Słabszy związek wydaje się występować w przypadku depozytów. Po notowanym do 2005 r. spadku udziału kredytów przedsiębiorstw w PKB, w latach 2006-2008 nastąpił ich wzrost, przy jednoczesnym wzroście inwestycji oraz obniżeniu potrzeb pożyczkowych w latach 2007, 2008 i 2011. Uwzględnić należy jednak, że zależności te zdeterminowane są także wieloma innymi czynnikami, w tym zmianami stóp procentowych oraz koniunktury gospodarczej.

Badanie adekwatnych zależności w odniesieniu do gospodarstw domowych przedstawiono na rysunku 2.

Kształt krzywych wskazuje również na występowanie ujemnej korelacji między krajowym finansowaniem potrzeb pożyczkowych brutto a depozytami, kredytami i inwestycjami gospodarstw domowych.



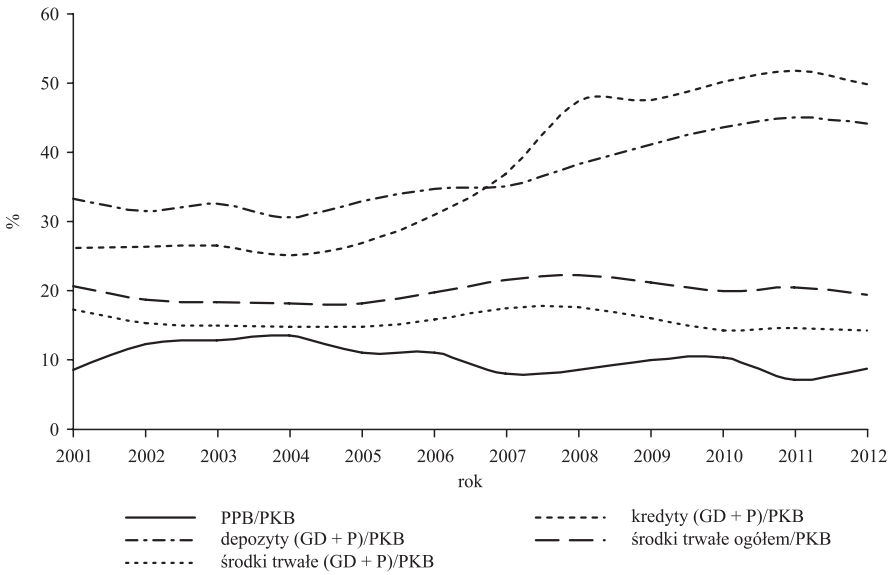
Rys. 2. Potrzeby pożyczkowe brutto finansowane na krajowym rynku a kredyty i depozyty gospodarstw domowych oraz nakłady brutto na środki trwałe do produktu krajowego brutto (w %)

Źródło: jak na rys. 1.

Niższemu udziałowi potrzeb w produkcie krajowym towarzyszy wyższy udział depozytów i odwrotnie. Depozyty gospodarstw domowych są głównym źródłem kreacji kredytów finansujących nakłady brutto na środki trwałe. Chociaż ich dynamika w omawianym okresie była niższa niż oszczędności przedsiębiorstw, to wysokość znacząco przekraczała te drugie. W latach 2001-2012 średni udział depozytów gospodarstw domowych w PKB stanowił przeszło 25%, podczas gdy przedsiębiorstw nieco powyżej 10%, osiągając w 2012 r. odpowiednio prawie 520 mld zł (32,6% PKB) oraz około 200 mld zł (11,9% PKB)[10].

Warto zauważyć, że od 2008 r. kredyty i pożyczki gospodarstw domowych w relacji do PKB przekraczają depozyty. O ile w 2001 r. udział kredytów gospodarstw w PKB wynosił 10,3%, depozytów zaś 26,3%, o tyle w 2012 r. wskaźniki

[10] Należy zauważyć, że są to tylko środki deponowane w monetarnych instytucjach finansowych. Wszystkie oszczędności gospodarstw, a więc powiększone o posiadane przez nie akcje spółek w otwartych funduszach emerytalnych (pochodzące z emitowanych przez SP papierów skarbowych), środki w obligacjach i bonach, funduszach ubezpieczeniowych, funduszach zagranicznych, udziały w krajowych funduszach inwestycyjnych łącznie z gotówką wynosiły na koniec 2011 r. 963 mld zł. Ich dynamika w latach 2009-2011 wynosiła odpowiednio 18%, 13% i 6%. Depozyty w tak wyliczonych oszczędnościach gospodarstw domowych stanowiły nieco powyżej 50%.



Rys. 3. Potrzeby pożyczkowe brutto i netto finansowane na rynku krajowym, depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, nakłady brutto na środki trwałe ogółem oraz ich inwestycje w relacji do produktu krajowego brutto (w %)

Ź r ó d ł o: jak na rys. 1.

te stanowiły odpowiednio 33,7% i 32,6%. Oznacza to praktycznie więcej niż potrojenie w ciągu jedenastu lat zadłużenia gospodarstw domowych, przy jednoczesnym wzroście depozytów zaledwie o jedną piątą. Głównym źródłem tak znaczącego wzrostu należności od gospodarstw domowych są kredyty mieszkaniowe.

Nie bez wpływu na różnice w dynamikach kredytów i depozytów gospodarstw domowych oraz zmiany ich udziału w PKB była również spadkowa tendencja oprocentowania oraz inne czynniki determinujące skłonność do oszczędzania[11].

Na stosunkowo słabszą zależność wydaje się wskazywać porównanie krzywych, obrazujących potrzeby pożyczkowe brutto finansowane na rynku krajowym i inwestycje gospodarstw domowych. Wyraźniejszy nieco związek między tymi kategoriami można odnotować tylko w latach 2007-2008, w których najniższemu udziałowi w PKB potrzeb finansowanych na rynku krajowym towarzyszą najwyższe udziały nakładów brutto na środki trwałe gospodarstw domowych.

Zależności między finansowanymi na rynku krajowym potrzebami pożyczkowymi brutto Skarbu Państwa a kredytami, depozytami i inwestycjami dwóch

[11] B. Liberda, T. Tokarski, P. Kaczorowski, *Wpływ stóp procentowych i stóp podatkowych na oszczędności i inwestycje*, „Gospodarka Narodowa" 2002, nr 2-1.

podstawowych sektorów instytucjonalnych gospodarki: gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw przedstawiono na rysunku 3.

Kształt krzywych na rysunku 3, obrazujących potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa oraz kredyty, inwestycje i oszczędności obu badanych sektorów instytucjonalnych łącznie, wydaje się potwierdzać występowanie zależności wyraźnie zróżnicowanych, co do stopnia ich istotności.

3. Ocena badanych zależności przy wykorzystaniu współczynnika korelacji Pearsona

Stwierdzenie występowania współzależności analizowanych zmiennych na podstawie ich graficznej prezentacji opartej na tablicach i rysunkach nie dostarcza jednak wystarczających informacji przede wszystkim co do ich siły. Do badania związku statystycznego wykorzystano więc współczynnik korelacji liniowej Pearsona, przy czym interpretację stopnia zależności oparto na pięcioszczeblowej skali ocen:

– od 0,00 – do 0,20 korelacja nieistotna,
– od 0,20 – do 0,40 korelacja niewyraźna lub słaba,
– od 0,40 – do 0,70 korelacja średnia,
– od 0,70 – do 0,90 korelacja wyraźna,
– od 0,90 – do 1,00 bardzo mocna zależność.

Zbadano wpływ potrzeb pożyczkowych brutto Skarbu Państwa, finansowanych na rynku krajowym w relacji do PKB, na mierzone również ich udziałem w PKB:

1. Depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, uzyskując współczynnik korelacji mieszczący się w przedziale trzecim ze znakiem ujemnym (–0,59), co oznacza średnią korelację wskazującą, że PPB SP w widoczny sposób oddziałują na depozyty sektora prywatnego; przy czym im niższe są publiczne potrzeby pożyczkowe, tym wyższe oszczędności gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w sektorze bankowym i odwrotnie. Otrzymany wynik badania pozwala więc wnioskować, że jednak w wielu przypadkach finansowanie wysokich pożyczek publicznych poprzez emisję skarbowych papierów wartościowych mogło sprawić, że ich zakup był korzystniejszy, niż deponowanie środków w bankach;

2. Kredyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, uzyskując również współczynnik korelacji w ramach przedziału trzeciego ze znakiem ujemnym (–0,61), co sugeruje widoczny wpływ PPB na zobowiązania obu analizowanych sektorów. Spadkowi pożyczek publicznych towarzyszył wzrost kredytów, i odwrotnie; przy czym szczególnie gwałtowny wzrost kredytów w sektorze

gospodarstw domowych występował w warunkach nawet stosunkowo niewielkich obniżek lub stabilizacji potrzeb pożyczkowych. Ich wysoki poziom bowiem, zwiększając napływ kapitału zagranicznego, umacniał walutę krajową, powodując wzrost atrakcyjności kredytów walutowych – głównie mieszkaniowych. Na koniec 2012 r., w porównaniu z grudniem 2002 r., kredyty walutowe gospodarstw domowych wzrosły przeszło dziewięciokrotnie, złotowe natomiast pięciokrotnie, podczas gdy zadłużenie walutowe przedsiębiorstw zostało prawie podwojone, złotowe zaś więcej niż potrojone;

3. Inwestycje sektorów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, uzyskując współczynnik korelacji w dolnej granicy drugiego przedziału ze znakiem ujemnym (–0,22). Zależność ta jest więc niewyraźna, a inne czynniki oddziałują znacznie silniej na inwestycje przedsiębiorstw i gospodarstw domowych niż publiczne potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa;

4. Nakłady brutto na środki trwałe ogółem, uzyskując współczynnik mieszczący się w czwartym przedziale (–0,79), wskazujący na wyraźną ujemną korelację między badanymi zmiennymi. Przy czym im wyższe są potrzeby pożyczkowe SP, tym mniejsze nakłady na inwestycje ogółem i odwrotnie.

W celu poszerzenia możliwości interpretacji badanych zależności postanowiono przeprowadzić analizę wpływu sprzedaży skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym na nakłady brutto na środki trwałe ogółem oraz nakłady sektorów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, liczone w relacji do PKB. Przyjęta nowa zmienna niezależna jest kategorią szerszą od PPB, ponieważ obok sprzedaży papierów z tytułu potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa, obejmuje emisje wynikające z konieczności pokrycia długu narastającego także z innych tytułów niż potrzeby pożyczkowe, np. z tytułu różnic kursowych czy też zmiany stanu środków na rachunkach budżetu państwa. Skumulowane potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa finansowane na krajowym rynku w latach 2001-2012 wynosiły przeszło 1,2 bln zł, w tym potrzeby netto ok. 0,4 bln zł, natomiast łączna emisja skarbowych papierów wartościowych na tym rynku sięgnęła prawie 1,4 bln zł. Mogą więc one stanowić liczącą się siłę sprawczą zmian na rynku finansowym, w tym skłonności do zaciągania zobowiązań i podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Zbadano wpływ sprzedaży skarbowych papierów wartościowych, mierzonych ich udziałem w PKB, na odnoszone również do wytworzonego produktu krajowego brutto:

a) inwestycje ogółem, uzyskując współczynnik Pearsona ze znakiem ujemnym w trzecim przedziale (–0,62), co wskazuje na dosyć wyraźną zależność informującą, że im większa sprzedaż skarbowych papierów wartościowych, tym niższe nakłady na inwestycje ogółem, i odwrotnie;

b) inwestycje sektorów: gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, uzyskując słabszą zależność (–0,39), osiągającą poziom górnej granicy przedziału

drugiego przyjętej skali. Taki wynik badania może wskazywać, że w wielu przypadkach wyższa stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w skarbowe papiery wartościowe powodowała, że ich zakup był bardziej opłacalny, niż inwestowanie w środki trwałe. Ta wyższa, niż w badaniu wpływu pożyczek, siła korelacji wskazuje także na dodatkowy wpływ emisji skarbowych papierów wartościowych, z przyczyn innych niż potrzeby pożyczkowe, na inwestycje przedsiębiorstw i sektora gospodarstw domowych.

Znacznie bardziej wyraźna zależność między inwestycjami ogółem, niż łącznymi inwestycjami sektorów gospodarstw domowych i przedsiębiorstw oraz zarówno potrzebami pożyczkowymi brutto, jak i sprzedażą skarbowych papierów wartościowych wydaje się uzasadniona. Rosnące potrzeby pożyczkowe i emisja papierów skarbowych są bowiem wynikiem zbyt wysokich wydatków i rozchodów w relacji do pozyskiwanych środków publicznych, aż w końcu te pierwsze trzeba ograniczać. Stosunkowo najmniej politycznie i społecznie wrażliwe jest cięcie rządowych wydatków inwestycyjnych. Stąd im wyższe deficyty oraz potrzeby pożyczkowe i służąca ich sfinansowaniu sprzedaż papierów wartościowych, tym także większa skłonność do ograniczania inwestycji publicznych.

Podsumowanie

Nie ulega wątpliwości, że omawiane kategorie ekonomiczne wzajemnie na siebie oddziałują. Siła tych relacji nie poddaje się łatwemu badaniu, ponieważ są one wielostronnie uwarunkowane. Implikują realne procesy gospodarcze, pozostając jednocześnie pod ich wpływem. Narastające potrzeby pożyczkowe wpływają na dług i koszty jego obsługi. Ich wysokość, trwałość, kierunki zmian, sposoby finansowania determinują procesy stabilizacji fiskalnej, ale i kredyty, depozyty, inwestycje, określając tym samym warunki rozwoju gospodarczego. Przeprowadzona analiza jest zapewne daleka od kompletności, ale wydaje się, że upoważnia do następującego wnioskowania:

1. Korelacja tak między potrzebami pożyczkowymi brutto, jak i sprzedażą skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym jest wyraźnie silniejsza w odniesieniu do inwestycji ogółem, niż nakładów sektorów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Rosnące potrzeby publiczne wypierają bowiem nie tylko inwestycje podmiotów gospodarczych i osób fizycznych, ale także silnie wpływają na nakłady sektora publicznego, czyniąc strukturę wydatków publicznych mniej prorozwojową. Skumulowane w omawianym okresie nakłady brutto na środki trwałe przekroczyły 2,4 bln zł. Na inwestycje średniorocznie przeznaczano więc około 20% wytworzonego produktu, przy średnim udziale inwestycji przedsiębiorstw rzędu 11% PKB i przeszło dwukrotnie niższym gospodarstw domowych

– około 5% PKB. Okresom wzrostu tych nakładów towarzyszył z reguły niższy poziom potrzeb pożyczkowych i emisji skarbowych papierów wartościowych.

2. Siła ujemnej korelacji między depozytami i kredytami a pożyczkami Skarbu Państwa jest bardzo zbliżona i mieści się w górnej części przedziału trzeciego przyjętej skali ocen korelacji mierzonej współczynnikiem Pearsona. Odnotowana w omawianych latach niższa dynamika depozytów lub stabilizacja może oznaczać ich wypychanie przez większą atrakcyjność finansowania pożyczek publicznych. Wzrost kredytów, szczególnie w sektorze gospodarstw domowych, w warunkach stosunkowo wysokich potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa, wydaje się uzasadniony – powodowanym również przez nie – umocnieniem waluty krajowej, prowadzącym do zwiększenia atrakcyjności zadłużenia walutowego. Zmiana udziału depozytów w PKB w dwóch krańcowych latach wynosząca nieco powyżej 11 pkt proc., była przeszło dwukrotnie niższa niż kredytów – prawie 24 pkt proc. – i to głównie kredytów dla gospodarstw domowych. Od 2008 r. kredyty gospodarstw domowych są znacząco wyższe od depozytów.

3. Reasumując: w omawianych latach można zauważać związki między potrzebami pożyczkowymi Skarbu Państwa a depozytami, kredytami i nakładami na środki trwałe ogółem oraz dwoma badanymi sektorami instytucjonalnymi: przedsiębiorstwami i gospodarstwami domowymi. Ujemna korelacja występuje również między emisją skarbowych papierów wartościowych a inwestycjami. Trudno jednak jednoznacznie przesądzać o charakterze analizowanych zależności. Mogą być one interpretowane jako przypadek „wypychania" inwestycji, w tym również publicznych, przez potrzeby pożyczkowe sektora instytucji rządowych i samorządowych. Mogła także zadziałać zależność wynikająca z naturalnej wyższej skłonności do zadłużania się i ponoszenia nakładów inwestycyjnych w okresach lepszej koniunktury, a niższej w warunkach spowalniania gospodarki. Co więcej, istotną rolę w kształtowaniu depozytów i kredytów mogły odegrać również inne czynniki determinujące skłonność do oszczędzania i inwestowania. Argumentacja ta wydaje się nie dawać jednak podstaw do podważenia występowania w analizowanym okresie „efektu wypychania".

Literatura

„Biuletyn Informacyjny" NBP z lat 2005-2013.

Ciach J., *Źródła finansowania deficytu budżetu państwa w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2012.

Dług publiczny. Raport roczny 2012, Ministerstwo Finansów, 2012.

Eurostat, *Investment by institutional sectors* [13.08.2013].

Jajko B., *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu, Warszawa 2008.

Liberda B.,Tokarski T., Kaczorowski P., *Wpływ stóp procentowych i stóp podatkowych na oszczędności i inwestycje*, „Gospodarka Narodowa" 2002, nr 2-1.

Miklaszewski S., *Deficyt budżetowy w krajach strefy euro*, SGH, Warszawa 2012.
Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-2016, Ministerstwo Finansów, 2012.
Szczerbak M., *Scenariusze możliwego rozwoju sytuacji w zakresie długu publicznego*, „Studia BAS" 2011, nr 4(28).
Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. nr 157, poz. 1214 ze zm.
Wildowicz A., *Determinanty skłonności do oszczędzania w Polsce w latach 1991-2005*, wydruk komputerowy, 2013.
Ziółkowska W., *Fiskalne uwarunkowania polityki pieniężnej w Polsce w latach 1998-2003*, w: *Od złotego do euro*, red. A. Małecki, Wyd. WSB w Poznaniu, Poznań 2005.

Public borrowing needs versus private savings and investments

Summary. An analysis of the relationship between borrowing needs of the state treasury, emission of treasury securities versus deposits of enterprises and households and their obligations to monetary financial institutions and gross expenses on fixed assets is a subject of the article. The author also makes an attempt of to verify the hypothesis assuming the appearance of so-called crowding-out effect of investment as a result of drainage of private savings through the public sector within the years 2001-2012. She concludes that it is impossible not to notice the appearance of a correlation among examined economic categories, however their power is different, and analysed relations extensively conditioned. These correlations have a negative direction which can be justified by interpreting them as action of "crowding-out effect" of investment, credit and bank savings through public borrowing needs. Moreover, growing borrowing needs of the state treasury squeeze also expenditure on gross fixed capital formation of the public sector, making the structure of its expenses less developed.

Key words: gross and net public borrowing requirements, sale of treasury securities, GDP, deposits and credits of households and enterprises