

Zuzanna Wośko, Wojciech Zatoń***

POPYT BANKÓW KOMERCYJNYCH NA OBLIGACJE A WZROST GOSPODARCZY

Streszczenie. W prezentowanym artykule podjęto próbę analizy wpływu struktury popytu na obligacje Skarbu Państwa na wzrost gospodarczy. Badania empiryczne wykonano na podstawie obserwacji rynku finansowego w Polsce w latach 1997–2003. Szczególnie zwrócono uwagę na zależność między stopami procentowymi NBP i stopami oprocentowania kredytów i depozytów w bankach komercyjnych a popytem na obligacje ze strony banków, osób fizycznych i podmiotów gospodarczych. Duża rozpiętość między stopami oprocentowania depozytów i kredytów w bankach komercyjnych, przy szybko malejącej inflacji, wpłynęła na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Konsekwencją zaistniałej sytuacji był spadek wielkości udzielanych kredytów przez banki, które uznały za atrakcyjne inwestowanie w relatywnie wysoko oprocentowane papiery skarbowe, zwłaszcza obligacje.

Słowa kluczowe: obligacje, stopy procentowe, kredyty, wzrost gospodarczy.

1. WSTĘP

Obligacje to papiery wartościowe, dające ich posiadaczom (pożyczkodawcom) prawo do uzyskiwania od emitenta (pożyczkobiorcy) określonego, w dokumencie umowy obligacji, strumienia płatności i w okresie wykupu odzyskania kwoty pożyczki. Zatem wyłożony na zakup obligacji kapitał jest podstawą stałych lub zmiennych dochodów dla posiadaczy obligacji. Z punktu widzenia ekonomii jest to kapitał pożyczkowy. Jest on niezbędny emitentowi do, m. in., pokrycia deficytów budżetów administracji centralnej lub lokalnej (w warunkach Polski – gmin) albo też do sfinansowania inwestycji (por. Milo 2000).

W niniejszej opracowaniu została podjęta próba analizy wpływu struktury popytu na obligacje (głównie Skarbu Państwa) na wzrost gospodarczy. Badania empiryczne oparto na danych z rynku finansowego w Polsce w latach 1997–2003. Szczególną uwagę zwrócono na zależność między

* Mgr, doktorantka w Katedrze Ekonometrii Uniwersytetu Łódzkiego.

** Dr, adiunkt w Katedrze Ekonometrii Uniwersytetu Łódzkiego.

stopami procentowymi Narodowego Banku Polskiego (NBP) oraz stopami oprocentowania kredytów i depozytów w bankach komercyjnych a popytem na obligacje ze strony banków komercyjnych. Postawiono tezę, że duża rozpiętość stóp procentowych depozytów i kredytów w bankach komercyjnych, przy szybko malejącej inflacji, wpłynęła na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Taka sytuacja powodowała bowiem spadek wielkości udzielanych kredytów przez banki, które uznały za atrakcyjne inwestowanie w relatywnie wysoko oprocentowane papiery skarbowe, głównie obligacje.

W kolejnej części artykułu przedstawiono wyniki badań empirycznych i analiz ekonometrycznych, dotyczących inwestowania w obligacje oraz wpływu sytuacji na rynku finansowym na wzrost gospodarczy. Badania te zostały przeprowadzone na podstawie danych miesięcznych z rynku finansowego w Polsce za okres od stycznia 1997 r. do maja 2003 r. (77 obserwacji). Wyniki wszystkich przedstawionych w opracowaniu estymacji są obliczeniami własnymi, natomiast oszacowania parametrów uzyskano klasyczną metodą najmniejszych kwadratów w programie *Eviews*.

2. WPLYW STÓP PROCENTOWYCH NA POPYT NA OBLIGACJE I WZROST GOSPODARCZY

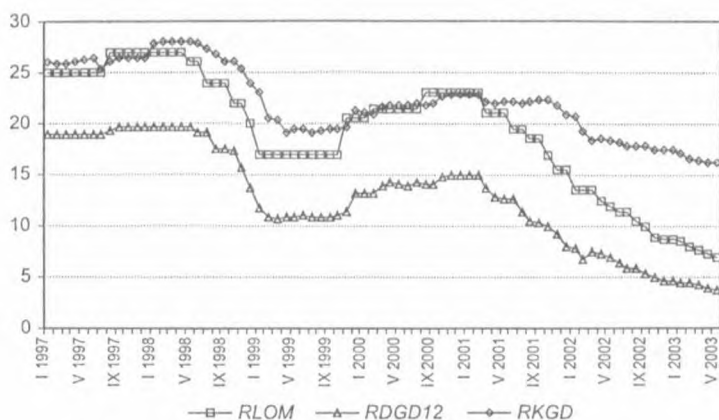
Analizie poddano wpływ stóp procentowych NBP na stopy oprocentowania kredytów i depozytów w bankach komercyjnych. Następnie przedstawiono konsekwencje zmian stóp procentowych dla skłonności do zadłużania się podmiotów gospodarczych i osób prywatnych w bankach komercyjnych, a pośrednio dla wzrostu gospodarczego.

2.1. Polityka stóp procentowych NBP i banków komercyjnych a wzrost gospodarczy

Zmiany stóp procentowych mają zasadnicze znaczenie dla sfery realnej gospodarki (por. np. Hall i Taylor 1995). Wysokie stopy procentowe w systemie bankowym, podnosząc koszty kredytu bankowego, nie sprzyjają inwestycjom w gospodarce (por. Blinder i Stiglitz 1983; Friedman 1981). Z drugiej strony obniżanie stóp procentowych przez bank centralny powinno skutkować obniżkami stóp (kredytów i depozytów) w bankach komercyjnych, co z kolei powinno sprzyjać rozwojowi gospodarczemu (por. Mishkin 2002; King i Plosser 1982). W badanym okresie (1997–2003) można zaobserwować

postępującą obniżkę stóp procentowych NBP, z wyjątkiem krótkiego okresu na przełomie lat 1998 i 1999 oraz nieco dłuższego w roku 2000.

Zmiany stóp procentowych NBP są dobrym instrumentem polityki gospodarczej, jednak pod warunkiem, że krajowe banki komercyjne będą do nich dostosowywały również swoje stopy procentowe. Dane z ostatnich kilku lat, zwłaszcza od roku 2001, wskazują na słabą elastyczność banków komercyjnych w tychże dostosowaniach. Na rysunku 1 przedstawiono kształtowanie się trzech stóp procentowych w Polsce: stopy lombardowej NBP – *RLOM*, stopy oprocentowania kredytów dla osób prywatnych w bankach komercyjnych – *RKGD*, stopy oprocentowania depozytów 12-miesięcznych w bankach komercyjnych dla osób prywatnych – *RDGD12*.



Rys. 1. Wybrane stopy procentowe w Polsce w okresie 1997.01–2003.05.

Źródło: Biuletyny NBP

Wyraźnie zauważalna jest asymetria między tempem obniżania stóp depozytów w bankach komercyjnych (w reakcji na malejące stopy referencyjne NBP) a tempem dostosowywania stóp kredytów. Oprocentowanie depozytów reaguje znacznie szybciej niż oprocentowanie kredytów. Mechanizm ten jest widoczny zwłaszcza poczynając od roku 2001. W tabelach 1 i 2 przedstawiono wyniki estymacji dla przeciętnych poziomów oprocentowania kredytów i depozytów dla osób prywatnych i podmiotów gospodarczych.

Wyniki estymacji potwierdzają, że elastyczność oprocentowania depozytów w bankach komercyjnych wobec zmian stopy lombardowej NBP jest większa niż analogiczna elastyczność oprocentowania kredytów. Oszacowany parametr przy stopie lombardowej NBP jest wyraźnie wyższy dla stopy procentowej depozytów niż kredytów. Ponadto zmienne zerojedynkowe *U9903_0106*

Tabela 1. Średnia stopa procentowa kredytów w bankach komercyjnych dla osób prywatnych (RKGD) i podmiotów gospodarczych (RKPG36 – dla kredytów na okres 36 miesięcy) – wyniki estymacji

Zmienna objaśniająca	Oszacowany parametr	Wartość statystyki <i>t</i> -Studenta	Wartość <i>p</i>
(wyraz wolny)	8,1210	40,4	< 0,0001
<i>RLOM</i>	0,6815	62,4	< 0,0001
<i>U9802_9812*RLOM</i>	0,0386	5,0	< 0,0001
<i>U9903_0106*RLOM</i>	-0,0941	-14,9	< 0,0001
Próba: 1997.01–2003.05 J-B = 5,43 D-W = 1,88 R ² = 0,986 SE = 0,496			

Uwagi: zmienna objaśniana: (RKGD + RKPG36)/2; U9802_9812 – zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w okresie 1998.02–1998.12 (w tym czasie nastąpił ponadprzeciętny wzrost oprocentowania kredytów w bankach po podniesieniu stóp przez NBP); U9903_0106 – zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w okresie 1999.03–2001.06; objaśnienia statystyk: J-B – statystyka Jarque-Bera, D-W – statystyka Durbina-Watsona, SE – błąd standardowy regresji, wartość *p* – graniczny poziom istotności dla testu *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Średnia stopa procentowa depozytów na okres 12 miesięcy w bankach komercyjnych dla osób prywatnych (RDGD12) i podmiotów gospodarczych – wyniki estymacji

Zmienna objaśniająca	Oszacowany parametr	Wartość statystyki <i>t</i> -Studenta	Wartość <i>p</i>
(wyraz wolny)	-2,5656	-11,2	< 0,0001
<i>RLOM</i>	0,8461	77,3	< 0,0001
<i>U9903_0206*RLOM</i>	-0,0821	-12,4	< 0,0001
Próba: 1997.01–2003.05 J-B = 0,56 D-W = 1,63 R ² = 0,988 SE = 0,563			

Uwaga: zmienna objaśniana: (RDGD12 + RDPG12)/2; U9903_0206 – zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w okresie 1999.03–2002.06; objaśnienia statystyk: J-B – statystyka Jarque-Bera, D-W – statystyka Durbina-Watsona, SE – błąd standardowy regresji, wartość *p* – graniczny poziom istotności dla testu *t*-Studenta.

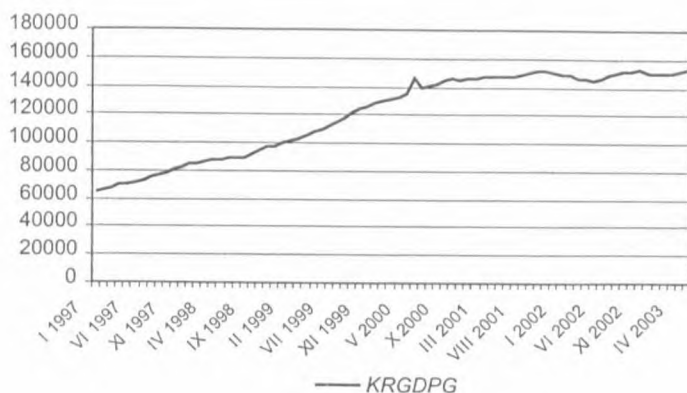
Źródło: opracowanie własne.

i U9903_0206, uzmienniające ocenę parametru przy stopie lombardowej pokazują, że od roku 1999 reakcja banków komercyjnych na zmianę stopy procentowej NBP była słabsza niż przeciętnie w próbie.

Banki komercyjne niechętnie obniżały oprocentowanie udzielanych kredytów, zwłaszcza po roku 2000. Z ankiet sporządzonych wśród przedsiębiorców, na zlecenie NBP, wynika, że w roku 2002 przedsiębiorcy nie odczuli efektów mniej restrykcyjnej polityki pieniężnej NBP, korzystając

z usług oferowanych przez banki komercyjne. 39% ankietowanych nie odczuło efektów redukcji stóp procentowych. Bardzo sztywne były również marże związane z udzieleniem kredytów. Zadaniem 93% przedsiębiorców, banki komercyjne nie obniżyły marż po obniżkach stóp procentowych. Natomiast według 76% badanych, banki nie były skłonne do poważnych ustępstw w kwestii wysokości oprocentowania kredytu (*Mało elastyczne banki* 2003).

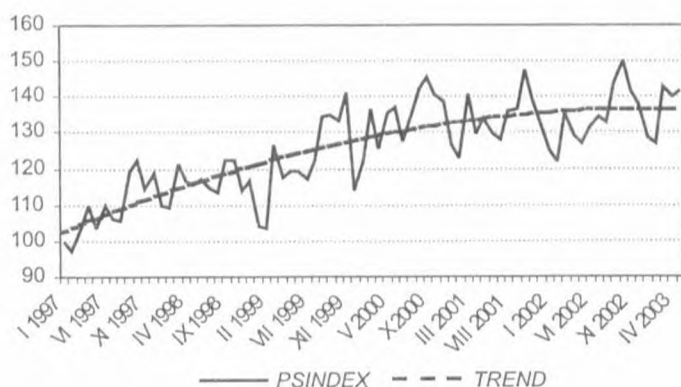
Warto zauważyć (por. rysunek 1), że w roku 2000 stopa procentowa kredytów dla osób prywatnych w bankach komercyjnych była praktycznie na poziomie stopy kredytu lombardowego NBP. Od pierwszych miesięcy roku 2001 wraz z gwałtownym spadkiem stóp NBP, banki zaczęły również szybko obniżać oprocentowanie depozytów, w znacznie mniejszym zaś stopniu oprocentowanie kredytów. Zahamowany w ten sposób został przyrost kwot kredytów, a co za tym idzie tempo wzrostu gospodarczego (por. rysunki 2 i 3).



Rys. 2. Wartość kredytów i pożyczek złotych, udzielonych gospodarstwom domowym i podmiotom gospodarczym przez instytucje finansowe w okresie 1997.01–2003.05 (KRGDPG), w mln zł

Źródło: Biuletyny NBP

Zasadniczymi czynnikami wzrostu gospodarczego są inwestycje i konsumpcja. Obie te wielkości są w znacznej części finansowane kredytami, zatem można oczekiwać, że spadek wartości kredytów będzie miał negatywny wpływ na gospodarkę. W tabeli 3 przedstawiamy wyniki oszacowania wpływu wielkości udzielonych kredytów na produkcję przemysłową w Polsce.



Rys. 3. Produkcja przemysłowa (*PSINDEX*) i jej oszacowana funkcja trendu w okresie 1997.01–2003.05 (1997.01 = 100)

Źródło: Biuletyny NBP i obliczenia własne

Tabela 3. Produkcja przemysłowa (*PSINDEX*, indeks; 1997.01 = 100) – wyniki estymacji

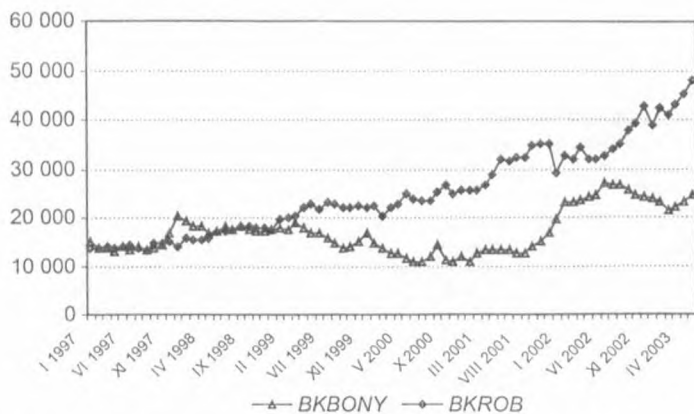
Zmienna objaśniająca	Oszacowany parametr	Wartość statystyki <i>t</i> -Studenta	Wartość <i>p</i>
(wyraz wolny)	0,9548	4,7	< 0,0001
$\text{LOG}(\text{PSINDEX}(-1))$	0,3030	3,2	0,0024
$\text{LOG}(\text{KRGDPG}(-2))$	0,2068	6,4	< 0,0001
Z1	-0,0844	-5,9	< 0,0001
Z2	-0,0535	-3,2	0,0020
Z3	0,0626	3,9	0,0002
Z9	0,0659	4,6	< 0,0001
Z10	0,0687	4,6	< 0,0001
Próba: 1997.03–2003.05 J-B = 0,517 D-W = 2,12 $R^2 = 0,897$ SE = 0,0326			

Uwaga: zmienna objaśniana: $\text{LOG}(\text{PSINDEX})$; Z1, Z2, Z3, Z9, Z10 – zmienne 0-1, dla uwzględnienia efektów sezonowych odpowiednio w pierwszym, drugim, trzecim, dziewiątym, i dziesiątym miesiącu roku; objaśnienia statystyk: J-B – statystyka Jarque-Bera, D-W – statystyka Durбина-Watsona, SE – błąd standardowy regresji, wartość *p* – graniczny poziom istotności dla testu *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

Opóźniona zmienna objaśniana reprezentuje czynniki nieobecne w równaniu, a mające wpływ na produkcję przemysłową (korzystając z danych miesięcznych trudno jest bezpośrednio uwzględnić wpływ tych zmiennych). Zgodnie z przewidywaniami, wielkość udzielonych kredytów w istotny sposób wpływa z opóźnieniem (dwumiesięcznym) na produkcję przemysłową.

Od roku 2001 akcja kredytowa banków komercyjnych zaczęła wyraźnie zwalniać, co wynikało ze wspomnianej już niechęci banków do szybkiego obniżania stóp oprocentowania kredytów. Jaką zatem alternatywę znalazły banki dla utraconych dochodów odsetkowych? Okazuje się, że banki postanowiły, w większym niż dotychczas stopniu, inwestować w obligacje, zwłaszcza obligacje skarbowe (por. rysunek 4). Ich wartość w portfelach banków zwiększyła się od stycznia 2001 r. do maja 2003 r. o 90%. Warto zwrócić uwagę, że w analizowanym okresie (od początku 1997 r.) inwestycje banków komercyjnych w obligacje cechowały się znacznie większą dynamiką niż inwestycje w bony skarbowe. Niewątpliwie przyczyniła się do tego duża podaż obligacji skarbowych i ich atrakcyjna, zwłaszcza w długim terminie, rentowność w stosunku do szybko malejącej inflacji. Poza tym Skarb Państwa był z pewnością znacznie bardziej wiarygodnym kredytobiorcą niż podmioty gospodarcze lub osoby prywatne. Było to dodatkową zachętą dla banków komercyjnych do inwestowania w obligacje w sytuacji powiększających się portfeli tzw. złych długów.



Rys. 4. Portfel skarbowych papierów wartościowych krajowych banków komercyjnych w okresie 1997.01–2003.05 (w mln zł)

Uwaga: BKBONY – wartość bonów skarbowych w posiadaniu banków komercyjnych,

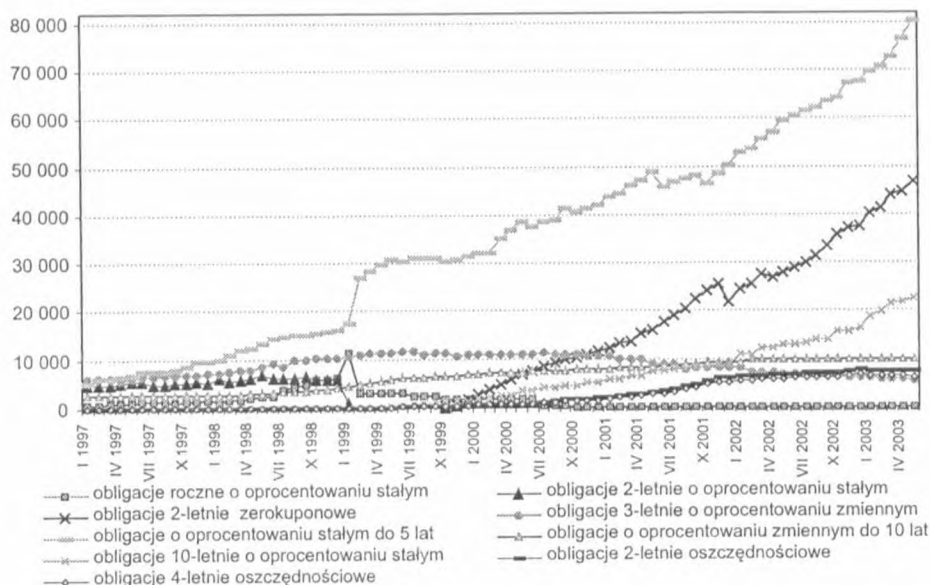
BKROB – wartość rynkowych obligacji skarbowych w posiadaniu banków komercyjnych

Źródło: Ministerstwo Finansów

2.2. Popyt na obligacje

Rozpatrując udziały poszczególnych typów obligacji w całym rynku tych papierów, warto zwrócić uwagę, że w okresie od stycznia 1997 r. do maja 2003 r. szczególnie wyraźnie wzrosła emisja obligacji o oprocentowaniu stałym do pięciu lat (por. rysunek 5). Stało się to głównie za sprawą

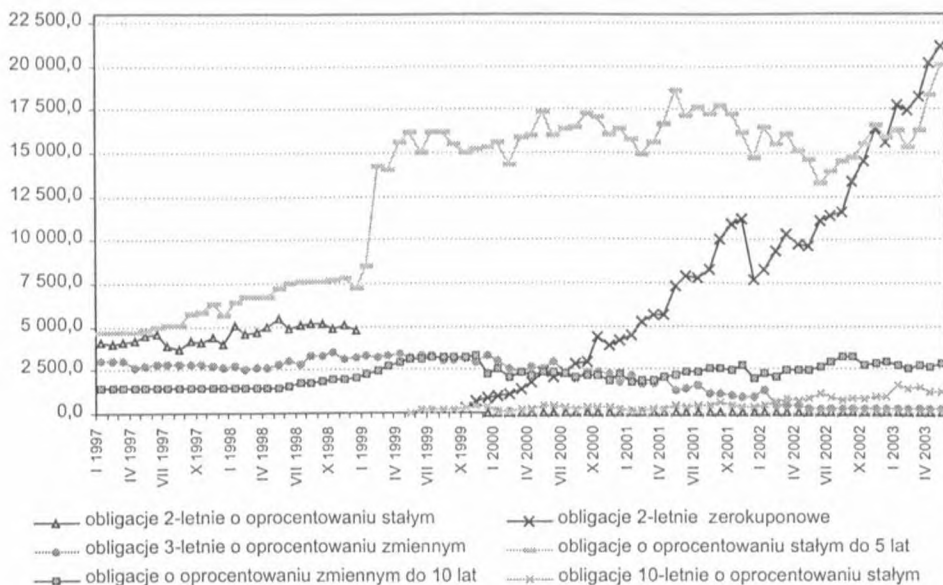
zwiększonego popytu ze strony krajowego sektora pozabankowego oraz inwestorów zagranicznych. Również zainteresowanie obligacjami dwuletnimi zerokuponowymi oraz dziesięcioletnimi o stałym oprocentowaniu dynamicznie wzrastało, głównymi zaś nabywcami były banki komercyjne (por. rysunek 6). Wzmożony popyt na obligacje o stałym oprocentowaniu w badanym okresie wynikał przede wszystkim z malejącej inflacji w Polsce i chęci zabezpieczenia sobie przez inwestorów wysokich stóp zwrotu w horyzoncie kilkuletnim.



Rys. 5. Struktura rynku obligacji w zależności od typu obligacji w okresie 1997.01–2003.05 (w mln zł)

Źródło: Ministerstwo Finansów

Popyt na dobra finansowe jest kategorią, którą trudno modelować. Wynika to głównie z dużej zmienności rynku finansowego, zależności między różnymi jego segmentami (np. rynku walutowego i rynku papierów wartościowych), istotnej roli przewidywań, opinii analityków oraz czynników politycznych i psychologicznych. Dla obligacji skarbowych dobrym miejscem pomiaru popytu są przetargi organizowane przez Ministerstwo Finansów. Uczestnicy przetargów (duże instytucje finansowe) zgłaszają swoje oferty określając ilość obligacji i cenę, po jakiej są skłonni je kupić. Ministerstwo Finansów może oferty przyjąć lub odrzucić.



Rys. 6. Struktura portfela obligacji skarbowych krajowych banków komercyjnych w okresie 1997.01–2003.05 (w mln zł)

Źródło: Ministerstwo Finansów

W tabeli 4 przedstawione zostały wyniki estymacji równania opisującego kształtowanie się na przetargach łącznego popytu na obligacje dwuletnie i pięcioletnie o stałym oprocentowaniu (*DEMOS25*). Skoncentrowano się na badaniu tego typu obligacji, ze względu na ich reprezentatywność i znaczący udział w rynku obligacji.

Pierwsza ze zmiennych objaśniających – zmienność popytu na obligacje – obrazuje ich realną rentowność¹. Warto zwrócić uwagę, że rentowność nominalna obligacji jest wielkością odnoszącą się do przyszłości, a jest porównana ze wskaźnikiem rocznej inflacji, dotyczącym przeszłości. Oczekiwania malejącej inflacji w badanym okresie powodowały, iż tak liczona realna rentowność obligacji miała silny wpływ na chęć ich zakupu. Inwestowanie w obligacje jest też dla instytucji finansowych alternatywą wobec udzielania kredytów (co obrazuje druga zmienna objaśniająca). Jeśli banki przeznaczają mniej środków z depozytów na udzielanie kredytów, to ich popyt na obligacje rośnie. Te dwa czynniki (rentowność obligacji i polityka kredytowa banków) w zasadniczy sposób determinują popyt na obligacje. Dodatkowym czynnikiem determinującym popyt na obligacje jest niezaspokojony popyt na nie. Część popytu, która z powodu

¹ Obszerne wyniki badań nad rentownością polskich obligacji zawarto w pracy Zatoń (1997).

ograniczeń podaŝowych nie mogła być zrealizowana na danym przetargu, zostaje przeniesiona na przetarg następný.

Tabela 4. Łączny popyt na przetargach na obligacje dwuletnie i pięcioletnie o oprocentowaniu stałym w mln zł (*DEMOS25*) – wyniki estymacji

Zmienna objaśniająca	Oszacowany parametr	Wartość statystyki <i>t</i> -Studenta	Wartość <i>p</i>
(wyraz wolny)	18452,3	4,7	< 0,0001
$((ZOS5 + ZOS2)/2) \times 100 / (CPIY - 100)$	759,1	4,9	< 0,0001
<i>KRGDPG</i> / <i>DTGDPG</i>	-15780,4	-4,2	0,0001
<i>U0304</i>	15170,5	4,4	< 0,0001
<i>DEMOS25</i> (-1)- <i>SALOS25</i> (-1)	0,19019	1,9	0,0693
Próba: 1997.02–2003.05 J-B = 7,39 D-W = 1,56 R ² = 0,803 SE = 2521			

Uwaga: zmienna objaśniana: *DEMOS25*; *U0304* – zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w kwiecień 2003 r. (na przetargu w tym miesiącu zanotowano niezwykle wysoki popyt przekraczający 36 mld zł! – w całym badanym okresie druga co do wielkości wartość popytu to 17 mld zł, a średnia to niecałe 6 mld zł); *ZOS5*, *ZOS2* – średnia rentowność obligacji pięcio- i dwuletnich sprzedanych na przetargach; *CPIY* – indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (analogiczny miesiąc roku poprzedniego = 100); *KRGDPG* – kredyty i pożyczki złotowe udzielone gospodarstwom domowym i podmiotom gospodarczym przez instytucje finansowe w mln zł; *DTGDPG* – depozyty terminowe złotowe gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych w instytucjach finansowych w mln zł; *SALOS25* – sprzedaż obligacji dwu- i pięcioletnich na przetargach w mln zł; objaśnienia statystyk: J-B – statystyka Jarque-Bera, D-W – statystyka Durбина-Watsona, SE – błąd standardowy regresji, wartość *p* – graniczny poziom istotności dla testu *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

2.3. Inwestycje banków komercyjnych w obligacje

Jak już wspomniano w paragrafie 2.1, w sytuacji malejących stóp NBP, banki komercyjne niechętnie obniżały oprocentowanie kredytów, powodując spadek tempa udzielania kredytów. Alternatywnym dochodem dla banków stały się dochody z zakupywanych obligacji. W tabeli 5 przedstawiono wyniki estymacji równania opisującego zasoby obligacji skarbowych znajdujących się w posiadaniu banków komercyjnych (por. rysunek 4).

Specyfikacja powyższego równania jest zbliżona do specyfikacji poprzedniego, opisującego popyt na obligacje. Banki komercyjne, inwestując w obligacje, kierują się ich realną rentownością oraz wielkością środków zdeponowanych przez klientów, a niewykorzystanych na udzielenie kredytów. Potwierdza to tezę o ścisłym związku między wielkością udzielanych kredytów a inwestycjami banków w obligacje (por. też rysunek 2 i 4).

Tabela 5. Zadłużenie Skarbu Państwa w bankach komercyjnych z tytułu rynkowych obligacji skarbowych w mln zł (*BKROB*) – wyniki estymacji

Zmienna objaśniająca	Oszacowany parametr	Wartość statystyki <i>t</i> -Studenta	Wartość <i>p</i>
(wyraz wolny)	9,9948	556,9	< 0,0001
$\text{LOG}(((ZOS5 + ZOS2)/2) \times 100) / ((CPIY-100))$	0,2497	16,6	< 0,0001
$\text{LOG}(KRGDPG/DTGDPG)$	-1,2288	-10,4	< 0,0001
U9701_9904	-0,3244	-15,9	< 0,0001
Próba: 1997.01–2003.05 J-B = 0,18 D-W = 1,54 R ² = 0,962 SE = 0,0706			

Uwaga: zmienna objaśniana: $\text{LOG}(BKROB)$; U9701_9904 – zmienna 0-1 przyjmująca wartość 1 w okresie 1997.01–1999.04 (średnia wartość obligacji w posiadaniu banków komercyjnych była w tym czasie wyraźnie niższa niż w pozostałym okresie, por. rysunek 4); objaśnienia statystyk: J-B – statystyka Jarque-Bera, D-W – statystyka Durбина-Watsona, SE – błąd standardowy regresji, wartość *p* – graniczny poziom istotności dla testu *t*-Studenta.

Źródło: opracowanie własne.

3. ZAKOŃCZENIE

Przedstawione w pracy wyniki potwierdzają tezę, że duża rozbieżność między stopami procentowymi depozytów i kredytów w bankach komercyjnych, przy szybko malejącej inflacji (zwłaszcza w ostatnich dwóch latach), wpłynęła na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Utrzymujące się wysokie oprocentowanie kredytów spowodowało spadek wartości udzielanych kredytów. Banki, zwiększając znacznie w tym okresie swoje inwestycje w obligacje, kierowały się rachunkiem ekonomicznym. Trudno jednak nie zauważyć drastycznej zmiany, jaka dokonała się w procedurach udzielania kredytów przez banki komercyjne: od bardzo liberalnego podejścia w latach dziewięćdziesiątych do bardzo restrykcyjnego po roku 2000. Według ostatnich danych Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego (*NBP. Podsumowanie pierwszego półrocza*), banki, starając się ograniczyć ryzyko, wprowadziły procedury powodujące mniejszą dostępność kredytów. W pierwszym półroczu 2003 r. kredyty dla przedsiębiorstw na finansowanie inwestycji charakteryzowała stagnacja, a tempo zadłużenia gospodarstw domowych było ujemne. Zakupy dokonywane na warunkach ratalnych zmniejszyły się średnio o 5,6%. Jednocześnie w portfelach banków wzrósł o 9,6% udział skarbowych papierów wartościowych (głównie obligacji).

Warto też w tym miejscu zgłosić postulat dotyczący efektywności polityki stóp procentowych, prowadzonej przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP). Niewykluczone, że większe i szybsze obniżki stóp procentowych dokonywane

przez RPP, połączone z obniżką stopy rezerw obowiązkowych w większym stopniu stymulowałyby obniżki oprocentowania kredytów w bankach komercyjnych.

W ostatnim okresie nastąpił dynamiczny wzrost rynku obligacji skarbowych w Polsce. W latach następnych podaż obligacji skarbowych będzie zapewniona przez Ministerstwo Finansów w związku z planowanym deficytem budżetowym i wzrostem długu Skarbu Państwa, w najbliższych latach do niemal 60% produktu krajowego brutto. Podaż ta powinna spotkać się z popytem ze strony dotychczasowych nabywców (głównie funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, banków i inwestorów zagranicznych), choć nie można wykluczyć, że zwiększająca się podaż obligacji może wymuszać wzrost ich rentowności (spadek cen). Istnieją też niebezpieczeństwa związane właśnie z rosnącym deficytem budżetowym i zadłużeniem państwa. W sytuacji realnego zagrożenia kryzysem finansów państwa może dojść do gwałtownych ruchów na rynku finansowym.

LITERATURA

- Blinder A., Stiglitz J. (1983), *Money, Credit Constraints, and Economic Activity*, „NBER Working Paper”, 1084.
- Friedman B. (1981), *The Roles of Money and Credit in Macroeconomic Analysis*, „NBER Working Paper”, 831.
- Hall R. E., Taylor J. B. (1995), *Makroekonomia. Teoria, funkcjonowanie i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- King R., Plosser C. (1982), *The Behavior of Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle*, „NBER Working Paper”, 853.
- Mało elastyczne banki* (2003), „Gazeta Bankowa”, 33(773).
- Milo W. (2000), *Finansowe rynki kapitałowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mishkin F. S. (2002), *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- NBP. *Podsumowanie pierwszego półrocza* (2003), „Rzeczpospolita”, 242.
- Rynek finansowy w Polsce 1998–2001* (2002), NBP, Warszawa, sierpień.
- Zatoń W. (1997), *Analiza rentowności i ryzyka finansowego polskich obligacji*, rozprawa doktorska, Uniwersytet Łódzki, Łódź.

*Zuzanna Wośko, Wojciech Zatoń***THE DEMAND OF COMMERCIAL BANKS FOR BONDS AND ECONOMIC GROWTH****Summary**

This paper presents the results of research on the influence of the structure of demand for government bonds on economic growth. Empirical studies were carried out for the Polish financial market from 1997 to 2003.

The main focus of our attention is the relation between interest rates of National Bank of Poland (NBP) on loans as well as deposit rates in commercial banks and demand for bonds claimed by banks, individuals and firms. Large spreads between deposit and loan rates in commercial banks together with sharp decrease of inflation resulted in economic slowdown in Poland. Such discrepancy caused a fall in amount of credits in banking industry because financial institutions shifted their investments to more profitable, higher-rate government securities – mainly bonds.