

*Andrzej Jędruchniewicz*

Katedra Ekonomii i Polityki Gospodarczej  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

# Struktura kredytów a wahania cykliczne w Polsce

## 1. Wprowadzenie

Przebieg procesów w cyklu koniunkturalnym opisywany jest przez wszystkie ważniejsze szkoły ekonomii. Jedną z nich jest szkoła austriacka. Jej oryginalna teoria wahań cyklicznych, której twórcami byli L. von Mises oraz A.F. von Hayek, opiera się na czasowej strukturze produkcji. Podkreśla ona, że w cyklu, zapoczątkowanym ekspansją monetarną, występują absolutne, a co najważniejsze względne zmiany w produkcji i cenach poszczególnych branż. Pomiędzy produkcją a wartością udzielonych kredytów występuje zależność. Dlatego celem opracowania jest odpowiedź na pytanie, czy struktura kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe była zgodna z tezami szkoły austriackiej mówiącymi, że w fazach cyklu koniunkturalnego występują względne zmiany produkcji dóbr zależne od stopnia technicznego ich przetworzenia, a więc oddalenia od dóbr konsumpcyjnych oraz ich trwałości.

Okres badawczy obejmuje lata 2005–2011. W ciągu tych siedmiu lat wyszczególniono dwie fazy wzrostowe oraz jedną spadkową cyklu koniunkturalnego w Polsce. Jest to wystarczająco długi czas, aby można było wyciągnąć poprawne wnioski z kształtowania się analizowanych kategorii ekonomicznych.

Wszystkie wielkości przedstawione w opracowaniu są danymi na koniec prezentowanych okresów, tzn. na koniec poszczególnych lat i kwartałów. Dane pochodzą z publikacji i stron internetowych, przede wszystkim Narodowego Banku Polskiego i Głównego Urzędu Statystycznego, a także Komisji Nadzoru Finansowego.

## 2. Cykl koniunkturalny w teorii szkoły austriackiej

Według ekonomistów szkoły austriackiej cykl koniunkturalny występuje tylko w systemie bankowości opartej na pieniądzu fiducyjnym i rezerwie cząstkowej, czyli w systemie kreacji pieniądza bezgotówkowego [Mises 2012]. Jest on charakterystyczny dla współczesnych gospodarek. Teoria cyklu szkoły austriackiej oparta jest na czynnikach pieniężnych. Za główną przyczynę wahań cyklicznych uznaje ona politykę pieniężną [Mises 2007, s. 384–497]. Cykl rozpoczyna się w momencie zapoczątkowania łągodzenia polityki przez bank centralny. Najczęściej ekspansywna polityka monetarna utożsamiana jest z obniżkami stóp procentowych. Jednak obniżka oprocentowania banku centralnego nie jest warunkiem koniecznym do rozpoczęcia cyklu. Takim warunkiem jest wzrost podaży pieniądza (zob. [Hayek 1975]). Najczęściej oba te procesy zachodzą jednocześnie. Aktywna polityka banku centralnego oparta na zmianie stóp procentowych sprawia, że najczęściej analizowana jest wersja teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej, w której dominującą rolę odgrywa właśnie stopa procentowa.

Obniżona stopa procentowa wywołuje w gospodarce dwa efekty. Po pierwsze, jest niższym kosztem alternatywnym dla stopy zysku z działalności gospodarczej. Po drugie, zwiększona zostaje liczba udzielonych kredytów. Według Austriaków przedsiębiorcy interpretują niższe oprocentowanie oraz większą ilość pieniędzy oferowanych przez banki komercyjne jako wzrost dobrowolnych oszczędności, czyli wzrost relacji oszczędności (konsumpcja) [Jędruchniewicz 2012]. Dla konsumentów zaś niższa stopa procentowa jest mniejszym kosztem zwiększenia bieżącej konsumpcji. Teoria procentu Böhm-Bawerka, z której po modyfikacji korzysta szkoła austriacka, opiera się na preferencji czasowej, jaką posiadają ludzie odnośnie do dóbr. Równoważą ona podaż dóbr z popytem na te dobra. Jest ceną ustalaną na wolnym rynku przez wszystkich kupujących i sprzedających dobra obecnie dostępną w zamian za dobra w przyszłości [Rothbard 2007, s. 88–89].

E. Böhm-Bawerk jest również twórcą teorii kapitału, na której opiera się teoria cyklu koniunkturalnego. Po pierwsze, inaczej niż w szkołach głównego nurtu i u keynesistów, tutaj kapitał jest zmienny i heterogeniczny. Po drugie, w formowaniu kapitału podstawowe znaczenie ma czas. „To, że okrężne metody produkcji prowadzą do większych efektów od metod bezpośrednich, jest jednym z najważniejszych i najbardziej fundamentalnych twierdzeń w całej teorii produkcji” [Böhm-Bawerk 1891, s. 20]. Zatem efekty w postaci produkcji dóbr konsumpcyjnych zależą od czasowej struktury produkcji, w której wszystkie dobra produkcyjne są dobrami kapitałowymi. Są one jednak w różnym stopniu oddalone od konsumenta. Warunkiem wytwarzania większej ilości dóbr konsumpcyjnych, przy zastosowaniu takiej samej ilości czynników pierwotnych (pracy i ziemi), jest akumulacja kapitału. Umożliwia ona przyjęcie bardziej okrężnych metod

produkcji, czyli zastosowanie większej liczby etapów pośrednich. Wiąże się to jednak z dłuższym czasem oczekiwania na wyższą konsumpcję.

Wzrost liczby kredytów służy wzrostowi produkcji. Według ekonomistów szkoły austriackiej w okresie ekspansji następuje zmiana struktury produkcji oraz cen. Przedsiębiorcy, mając informację o wzroście oszczędności (przymusowe) w stosunku do konsumpcji, interpretują to jako decyzję konsumentów o dłuższym czasie oczekiwania na większą konsumpcję. Zapoczątkowują więc dłuższe okresy produkcji, czyli następuje tzw. wydłużenie lub pogłębienie struktury produkcji [Tempelman 2010]. Proces ten polega na tworzeniu nowych etapów w dotychczasowej strukturze produkcji dobra konsumpcyjnego. Nowe etapy umożliwiają zastosowanie większej ilości kapitału. Firmy zwiększają też inwestycje na obecnych etapach produkcji (tzw. poszerzanie produkcji). Wraz ze wzrostem inwestycji rosną także ceny nabywanych dóbr. Zwyczajka produkcji i cen nie jest jednak taka sama we wszystkich etapach wytwarzania towarów do konsumpcji. Jest ona proporcjonalna do stopnia oddalenia dobra od konsumpcji oraz do jego trwałości [Skousen 2011, s. 321–322]. Największe zmiany absolutne oraz w porównaniu z dobrami konsumpcyjnymi występują w produkcji i cenach dóbr wyższego rzędu najdalszych od konsumpcji oraz o najdłuższym okresie używania. Najmniejsze zmiany zachodzą w wytwarzaniu produktów konsumpcyjnych.

Ekspansja opiera się jednak na fałszywej informacji, jaką była obniżka stopy procentowej banku centralnego (zob. [Mises 2012]). Poziom inwestycji, który nie tworzyłby sztucznej fazy wzrostu, a później prowadził do załamania, musi wynikać z dobrowolnych oszczędności konsumentów i przedsiębiorców, natomiast wykreowany przez banki pieniądz „wbija klin” między oszczędności a inwestycje [Garrison 1986, s. 440]. Dlatego faza wzrostowa trwa do pewnego czasu. Na jej ograniczenie i zakończenie mają wpływ następujące procesy [Huerta de Soto 2009, s. 274–285]:

- wzrost cen środków produkcji,
- wzrost cen dóbr konsumpcyjnych – w okresie boomu wzrost ten charakteryzuje się dynamiką przekraczającą wzrost cen środków produkcji,
- wzrost zysków księgowych przedsiębiorstw z etapów produkcji najbliższych ostatecznej konsumpcji,
- spadek realnych dochodów pracowników, który prowadzi do tzw. efektu Ricardo,
- wzrost stóp procentowych do poziomu nawet wyższego niż przed ekspansją kredytową, który wynika ze wzrostu inflacji i chęci dokończenia rozpoczętych inwestycji przez przedsiębiorców,
- pojawienie się strat księgowych w firmach będących na etapach produkcji najbardziej odległych od ostatecznej konsumpcji.

Powyższe procesy sprawiają, że przedsiębiorcy uświadamiają sobie dużą skalę popełnianych błędów, które wynikają z braku międzyokresowej koordynacji związanej z dobrowolnymi oszczędnościami i inwestycjami. Konieczna staje się likwidacja nierentownych inwestycji i przeniesienie kapitału do etapów produkcji znajdujących się bliżej dóbr nabywanych przez konsumenta. Prowadzi to do załamania się produkcji.

Ostatnią fazą cyklu jest depresja. Okres depresji jest więc koniecznym okresem zdrowienia gospodarki [Rothbard 2008, s. 410–411]. Kumulują się w nim zjawiska niepożądane z gospodarczych i społecznych względów. Przede wszystkim dochodzi do bankructw przedsiębiorstw, w wyniku czego następuje spadek poziomu kapitału. Nie przyjmuje on wartości z początku cyklu [Skousen 2011, s. 350–352]. Główną przyczyną jest istnienie wielu specyficznych dóbr kapitałowych, których nie można przenieść do innego rodzaju produkcji.

Dla ekonomistów szkoły austriackiej głównym problemem cyklu koniunkturalnego nie jest niedostateczny popyt zagregowany i inflacja, ale zakłócona relacja między czasową strukturą produkcji a okresem oczekiwania na wyższy poziom konsumpcji.

### 3. Efekt Cantillona

Dla teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej, oprócz poziomu ekspansji kredytowej, istotna jest struktura udzielanych kredytów. Ważne jest kto pierwszy uzyskał dodatkowy pieniądź [Hayek 1967, s. 11]. Ma to bezpośredni wpływ na zmiany struktury produkcji i cen, a więc na kształtowanie się wielkości charakteryzujących wahania cykliczne w gospodarce.

Ekonomistą, który pierwszy analizował ten problem, był R. Cantillon (ok. 1680–1734). Jego dzieło *Essai sur la nature du commerce en général* wydane w 1755 r. zostało przez M. Blauga [2000, s. 43] określone jako: „najbardziej systematyczna, najbardziej klarowna, a zarazem najbardziej oryginalna prezentacja zasad ekonomii przed *Bogactwem narodów*”. Autor, przedstawiając problem wzrostu ilości pieniądza oraz zwiększenia szybkości jego obiegu, które uważał za procesy równorzędne dla skutków w gospodarce, przeciwstawił się twierdzeniu J. Locke’a, że wzrost podaży pieniądza prowadzi do proporcjonalnego wzrostu wszystkich cen. R. Cantillon ([za Rothbard 2006, s. 355–356]) opisuje w następujący sposób proces zmian cen i dochodów, który zapoczątkowany jest przez pojawienie się nowego pieniądza w określonym miejscu w systemie gospodarczym: „ogólnie rzecz ujmując, zwiększenie ilości rzeczywistych pieniędzy powoduje odpowiedni wzrost konsumpcji w kraju, która stopniowo wpływa na wzrost cen. Jeżeli wzrost ilości pieniędzy pochodzi z kopalni złota i srebra

w kraju, to właściciel tych kopalni, odkrywcy, hutnicy, rafinerzy i wszyscy inni pracownicy zaczynają wydawać więcej, proporcjonalnie do swoich zysków. Skonsumują więcej towarów. Następnie zatrudnionych zostanie kilku mechaników mających z tym wcześniej niewiele wspólnego, a którzy również zwiększą swoje wydatki. Zwiększenie wydatków na mięso, wino, wełnę itd. zmniejszy realny dochód pozostałych mieszkańców nieuczestniczących w wydobywaniu zasobów wcześniej wspomnianych kopalni. Zmienianie się rynku albo popytu na mięso, wino czy wełnę w sposób bardziej intensywny niż normalnie podniesie ich ceny. Zmusi to farmerów do zaangażowania większej ilości ziemi do ich produkcji w następnym roku i to właśnie oni odniosą korzyści z podniesienia cen. Ludźmi, którzy ucierpią z powodu drożyzny i zwiększonej konsumpcji, będą w pierwszej kolejności właściciele ziem podczas ich dzierżawy, następnie służący i wszyscy pracownicy oraz otrzymujący stałe dochody, którzy sami utrzymują swe rodziny. Wszystko to musi zmniejszyć wartość ich wydatków względem nowej konsumpcji [...]. W ten właśnie sposób znaczny wzrost pieniędzy z kopalni zwiększa konsumpcję”.

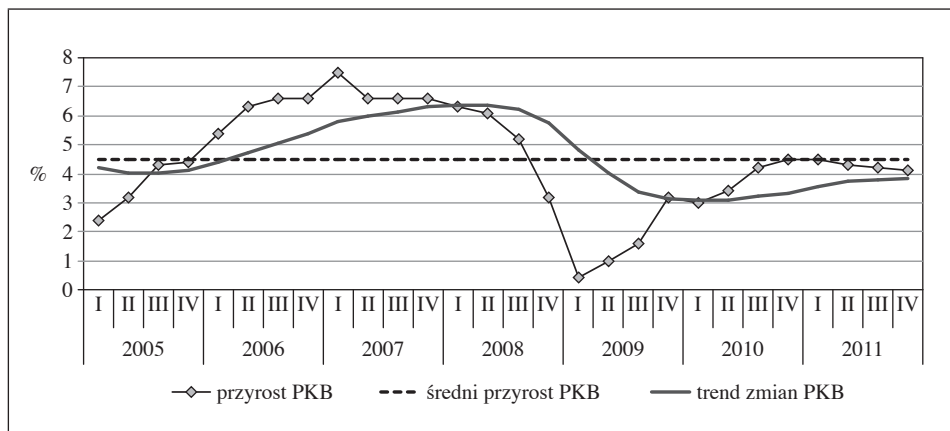
Pojawienie się nowego pieniądza w przemyśle wydobywczym przynosi korzyści wszystkim, którzy nabywają towary konsumpcyjne bez wzrostu ich cen. W miarę przechodzenia dodatkowego pieniądza do kolejnych sektorów i grup społecznych proces wzrostu cen nasila się. W ostatecznym rozrachunku konsumpcja osób, do których pieniądz dociera na końcu lub w ogóle nie dociera, zmniejsza się. Ci, którzy jako pierwsi wydają dodatkowe pieniądze, podnoszą swój dobrobyt kosztem osób znajdujących się na końcowych etapach tego procesu (zob. [Mises 2006]). R. Cantillon wskazuje także, że wzrost ilości pieniądza nie tylko wywołuje inflację, ale również zmienia strukturę cen w gospodarce. Wynika to ze zmiany struktury popytu i produkcji wywołanej ekspansją pieniężną. Jest to kluczowy element współczesnej teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej (zob. [Hayek 1967, Garrison 2001]).

Zróżnicowane oddziaływanie nowego pieniądza, określone przez miejsce pojawienia się w gospodarce, nazywane jest efektem Cantillona [Blaug 2000, s. 43]. Zrozumienie, że pieniądze wchodzi na rynek w kilkufazowym procesie i dlatego nie podnoszą wszystkich cen w tym samym stopniu, było wyśmienitą cechą traktatu Cantillona, pierwszego austriackiego analityka [Rothbard 2006, s. 355].

#### **4. Cykl koniunkturalny w Polsce**

Ekonomiści wyodrębniają dwie koncepcje analizy cyklu gospodarczego. Pierwsza opiera się na absolutnych poziomach kategorii, która dobrze opisuje zmiany w gospodarce. Jest nią najczęściej produkt krajowy brutto. Druga

koncepcja wykorzystuje tempo wzrostu PKB. W obu koncepcjach kluczowe jest wyznaczanie punktów zwrotnych, które są podstawą do identyfikacji faz cyklu. Można tego dokonać, wykorzystując dane pierwotne oraz odchylenia od trendu. Metoda ta pozwala skonstruować cykl odchyłeń poziomów produktu krajowego od trendu albo odchyłeń jego stopy wzrostu od trendu [Barczyk et al. 2006, s. 197].

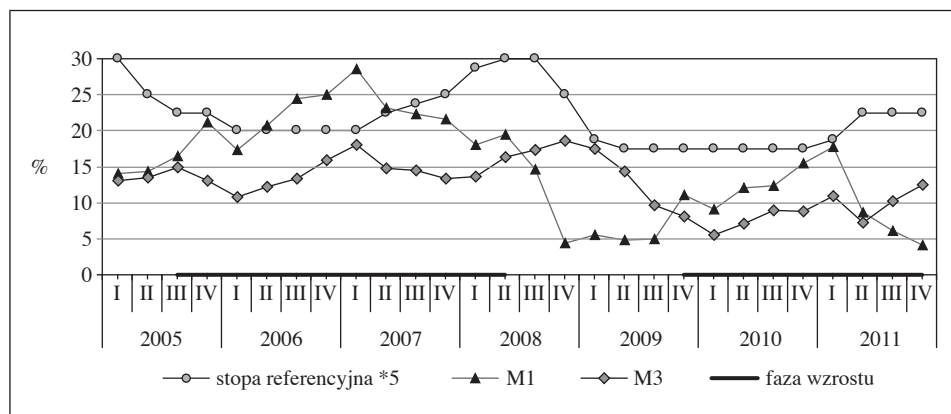


Rys. 1. Roczne zmiany realnego PKB w Polsce (w %) oraz ich trend

Źródło: Biuletyn Statystyczny [2006–2012], GUS, Warszawa oraz obliczenia własne.

Współcześnie często występuje, tzw. cykl wzrostu, na który składają się dwie fazy: relatywnie wysokiej oraz niskiej stopy wzrostu (zob. [Drozdowicz-Bieć 2012]). Pierwsza faza utożsamiana jest z okresem wzrostowym, druga zaś z okresem spadkowym cyklu. Dlatego wyznaczanie faz cyklu koniunkturalnego w Polsce zostanie dokonane na podstawie danych pierwotnych dotyczących tempa wzrostu PKB. Trend zmian PKB określono na podstawie średniej obliczonej z rocznej, 2- oraz 3-letniej średniej ruchomej przyrostów produktu krajowego. Na tej podstawie w Polsce w latach 2005–2011 zostały wyznaczone dwie fazy wzrostowe: III kwartał 2005 r. – II kwartał 2008 r., IV kwartał 2009 r. – IV kwartał 2011 r. oraz jedna faza spadkowa: III kwartał 2008 r. – III kwartał 2009 r. (rys. 1). Koniec pierwszej fazy wzrostowej został arbitralnie opóźniony ze względu na wysoką i podobną do poprzedzających kwartałów dynamikę PKB.

W teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej dla zmian produkcji i cen w poszczególnych branżach w okresach koniunktury i dekoniunktury podstawowe znaczenie ma zmiana podaży pieniądza. Zależy ona w głównej mierze od kształtowania się stóp procentowych banku centralnego.



Rys. 2. Stopa NBP oraz roczne wzrosty podaży pieniądza (w %)

Źródło: www.nbp.pl (dostęp: 11.06.2012) oraz obliczenia własne.

Analizując zmiany stopy referencyjnej NBP oraz podaży pieniądza M1, zaobserwować można ich ścisły związek z fazami cyklu koniunkturalnego w Polsce. Obie fazy wzrostowe poprzedzone były obniżkami stopy banku centralnego. Pierwsza faza została zapoczątkowana obniżkami stopy, które rozpoczęły się w I kw. 2005 r., natomiast przy drugiej fazie spadek oprocentowania operacji NBP zaczął się już w IV kwartale 2008 r. Badając zmiany agregatu M1, należy stwierdzić, że zwiększa się tempo wzrostu tego agregatu w okresie dobrej koniunktury, zaś maleje w okresie dekoniunktury. W pierwszej fazie roczne przyrosty agregatu M1 nigdy nie były niższe niż 15%. Pod koniec drugiej fazy wzrostowej tempo przyrostu pieniądza M1 gwałtownie zmalało do 4% rocznie. Jest to zapowiedź zakończenia w niedługim czasie obecnie trwającego okresu dobrej koniunktury w polskiej gospodarce, gdyż faza spadku charakteryzuje się niskim tempem wzrostu pieniądza M1.

## 5. Podmiotowa struktura kredytów w Polsce

W Polsce w latach 2005–2011 kredyty i pożyczki stanowiły olbrzymią część (ok. 97%) zobowiązań sektora realnego wobec tzw. pozostałych monetarnych instytucji finansowych. W ciągu siedmiu lat, licząc od końca 2004 r. do końca 2011 r., zobowiązania ogółem sektora realnego w cenach bieżących wzrosły o 242,3%, do 794,4 mld zł (tabela 1). Średnio wzrastały więc w tempie 19,2% rocznie. To szybkie tempo wynika z istnienia dwóch faz wzrostowych cyklu w badanym okresie. Bardziej powiększyła się wartość zobowiązań w walutach obcych (o 384,2%), natomiast kredyty, pożyczki i pozostałe zobowiązania zacią-

gnięte w złotych wzrosły o 196%. Tempa wzrostu różnią się znacznie, co wynika ze zróżnicowania wielkości kredytów i pożyczek.

Ogólnie szybkie tempo przyrostu dotyczy niższych poziomów, zaś wolne tempo wielkości wyższych. Kredyty i pożyczki liczone w złotych zdecydowanie przeważały nad nominowanymi w walutach obcych. Najwyższy udział zobowiązań złotych występował w 2007 r. (75,7%), zaś najniższy w 2011 r. Wynosił on wówczas 65,3% (tabela 1).

Tabela 1. Poziom i struktura zobowiązań sektora realnego

Zobowiązania	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Poziom w mld zł (ceny bieżące)							
Złotowe	196,1	239,8	329,1	398,4	432,3	465,5	518,4
Walutowe	68,9	89,4	105,9	203,7	207,9	232,1	276,0
Ogółem	265,0	329,2	435,0	602,1	640,2	697,6	794,4
Struktura w %							
Złotowe	74,0	72,8	75,7	66,2	67,5	66,7	65,3
Walutowe	26,0	27,2	24,3	33,8	32,5	33,3	34,7

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) oraz [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (dostęp: 15.06.2012).

Analizując dane zawarte w tabeli 2, można zauważyć, że w każdym roku poziom zobowiązań ogółem, złotych i walutowych podmiotów sektora realnego wzrastał. Wzrosty te były większe w okresach lepszej koniunktury, zaś mniejsze w czasie dekonunktury. W latach 2005–2008 poziom nowych rocznych zobowiązań wzrastał w 2008 r., osiągając 167,1 mld zł. W mniejszej skali następował wzrost lat 2009–2011, natomiast prawie cały 2009 r. to okres spadkowy. Wówczas nowe roczne zobowiązania radykalnie zmalały do 38,2 mld zł.

Tabela 2. Zobowiązania sektora realnego zaciągnięte w poszczególnych latach

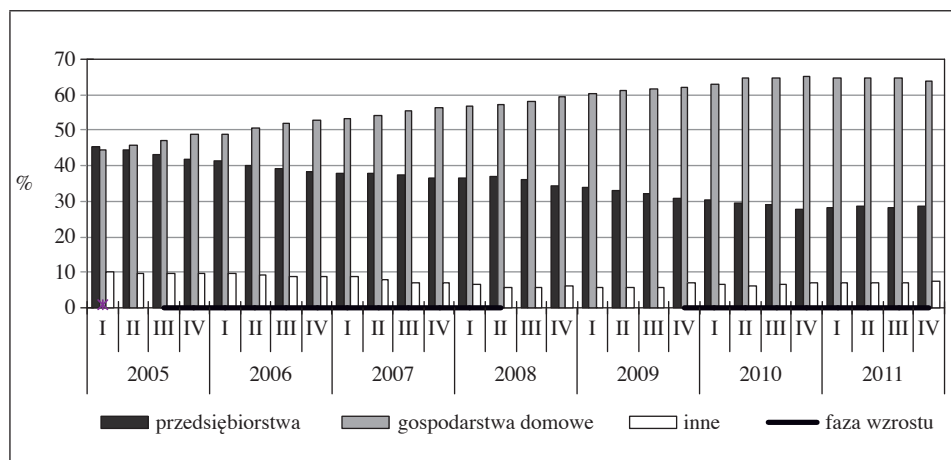
Zobowiązania	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Poziom w mld zł (ceny bieżące)							
Złotowe	21,0	43,7	89,3	69,3	33,9	33,2	52,9
Walutowe	11,5	20,5	16,5	97,8	4,3	24,2	43,9
Ogółem	32,4	64,2	105,8	167,1	38,2	57,4	96,8
Struktura w %							
Złotowe	64,8	68,1	84,4	41,5	88,8	57,8	54,7
Walutowe	35,5	31,9	15,6	58,5	11,2	42,2	45,3

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) oraz [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (dostęp: 15.06.2012).



Zgodnie z austriacką teorią cyklu koniunkturalnego ekspansywna polityka pieniężna prowadzi do wzrostu wydatków inwestycyjnych firm, które skutkują tzw. poszerzeniem oraz wydłużaniem struktury produkcji. Prowadzi to do znacznej rozbudowy mocy produkcyjnych przedsiębiorstw wytwarzających na etapach najbardziej oddalonych od konsumenta. Podkreśla się także, że rynek dóbr produkcyjnych jest znacznie większy od rynku dóbr konsumpcyjnych [Huerta de Soto 2009, s. 316–317]. Można zatem wysunąć wniosek, że wielkość kredytów udzielanych przedsiębiorstwom powinna być większa niż udzielanych gospodarstwom domowym.

W latach 2005–2011 w polskiej gospodarce powyższy wniosek nie znalazł potwierdzenia (rys. 3). Od II kw. 2005 r. udział wszystkich zaciągniętych kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych w całości kredytów i pożyczek dla instytucji niefinansowych był większy niż udział kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw i systematycznie wzrastał. W IV kw. 2010 r. osiągnął maksymalną wartość 65%.

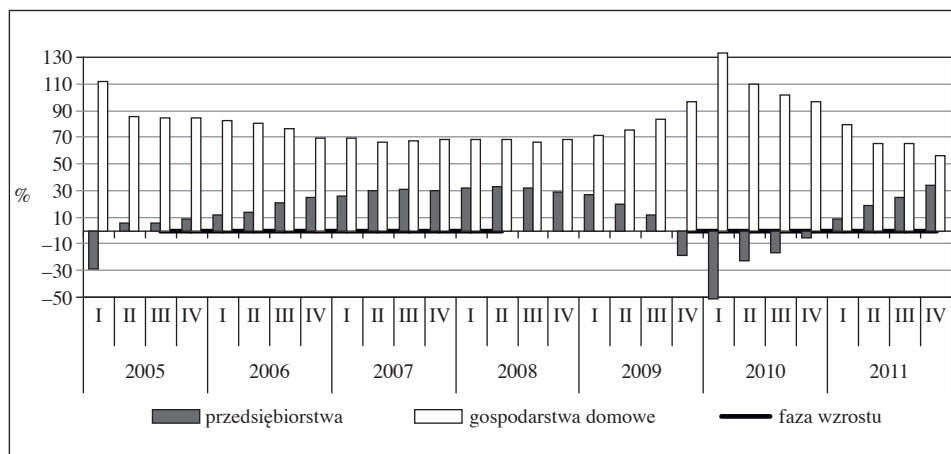


Rys. 3. Struktura kredytów podmiotów gospodarczych (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) (dostęp: 15.06.2012).

Wielkość zaciągniętych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe kredytów w ciągu roku, licząc na koniec poszczególnych kwartałów, pozwala lepiej powiązać je z fazami cyklu gospodarczego. Analiza danych z wykresu 4 pozwala wyciągnąć wniosek, że relacja kredytów przedsiębiorstw do całości kredytów zmienia się w zależności od okresów koniunktury i dekoniunktury. W okresach wzrostowych udział kredytów dla firm wzrastał. W 2010 r. relacja tych kredytów do całości była ujemna, gdyż wartość kredytów spadała przy ich wzro-

ście w całym sektorze realnym. Był to rok po głębokim kryzysie. Przedsiębiorstwa były więc ostrożne w kredytowaniu inwestycji. Ponadto na początku okresu ożywienia często firmy starają się finansować inwestycje z własnych środków. W okresie spadkowym udział kredytów dla firm zmniejszał się. Odwrotnie kształtowała się relacja kredytów dla gospodarstw domowych w całości kredytów.



Rys. 4. Relacja kredytów przedsiębiorstw i gospodarstw domowych zaciągniętych w ciągu roku do całości udzielonych kredytów w tym okresie (w %)

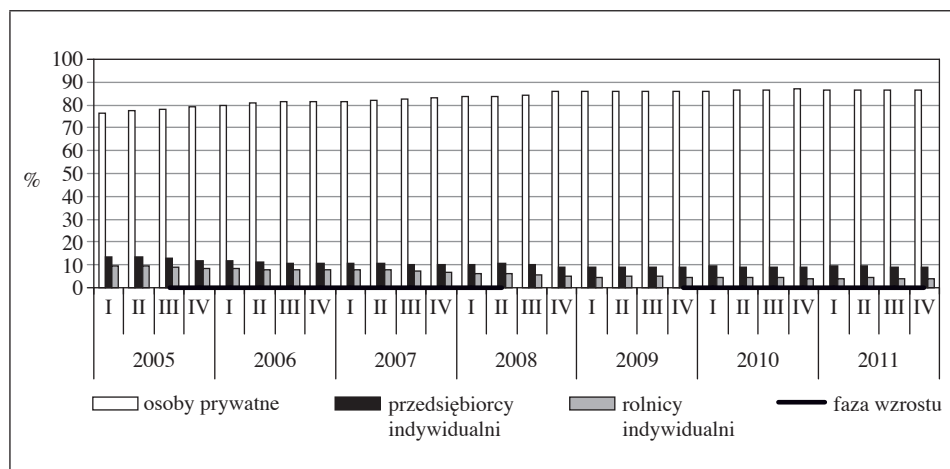
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) (dostęp: 15.06.2012).

W całej fazie wzrostowej lat 2005–2008 udział kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw w całości kredytów wyniósł 28,5%, zaś dla gospodarstw domowych 69,7%. W okresie wzrostu lat 2009–2011 udziały te wynosiły odpowiednio 32,3% oraz 61,8%. Natomiast w całej fazie spadkowej na przedsiębiorstwa przypadało 16,3% zaciągniętych kredytów, a na gospodarstwa domowe 78%. Oznacza to, że w okresie dekoniunktury najdynamiczniej zmieniały się kredyty zaciągane przez firmy.

## 6. Struktura kredytów gospodarstw domowych

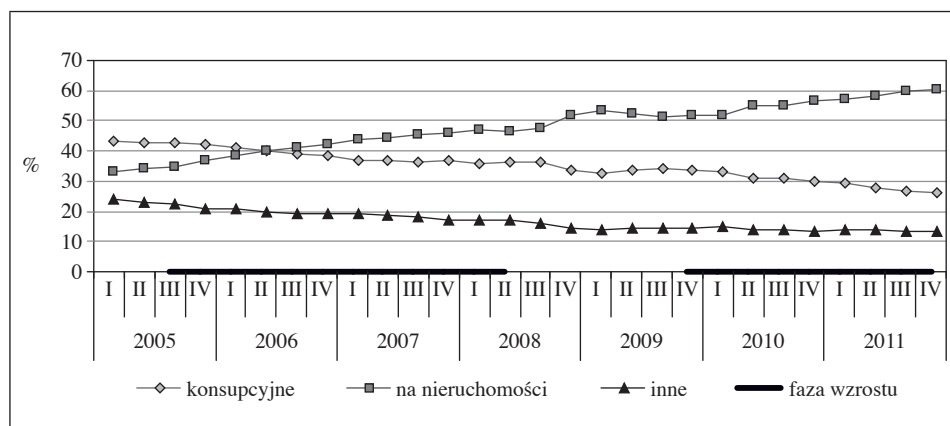
W Polsce w analizowanym okresie kredyty gospodarstw domowych stanowiły zdecydowaną większość wszystkich udzielonych kredytów. Nie jest to struktura zgodna z ogólnym twierdzeniem szkoły austriackiej, ale także nie jest sprzeczna z jej szczegółowym stanowiskiem odnośnie do struktury kredytów w cyklu koniunkturalnym.

Kredyty i pożyczki udzielane były trzem grupom, z których składają się gospodarstwa domowe. Największy udział w całości kredytów dla gospodarstw domowych miały osoby prywatne. Udział ten także wzrósł do ok. 86% w latach 2009–2011 (rys. 5), natomiast udziały kredytów dla przedsiębiorców indywidualnych oraz rolników indywidualnych były niewielkie i zmniejszały się. Udział kredytów dla przedsiębiorców zmalał do ok. 9%, zaś dla rolników – do ok. 4% pod koniec 2011 r.



Rys. 5. Struktura kredytów gospodarstw domowych (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) (dostęp: 19.06.2012).



Rys. 6. Struktura kredytów osób prywatnych (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z [www.npb.pl](http://www.npb.pl) oraz [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl) (dostęp: 19.06.2012).

Ekonomiści szkoły austriackiej uważają, że określenie „dobra konsumpcyjne” jest nieprecyzyjne. Ekonomiści innych szkół traktują je jak dobra jednorodne. Tymczasem są to dobra heterogeniczne. Istotą podziału tych dóbr jest ich trwałość. „Rozwiązaniem problemu trwałości jest traktowanie trwałych dóbr konsumpcyjnych, jakby były inwestycjami wyższego rzędu, które produkują się i zużywają dłużej” [Skousen 2011, s. 204–208]. R.W. Garrison [2001], rozróżniając dobra konsumpcyjne i kapitałowe, zwraca uwagę na problem zbywalności dóbr konsumpcyjnych, a więc istnienia na nie rynku wtórnego.

Rozróżnienie dóbr konsumpcyjnych ze względu na ich trwałość zasadniczo zmienia ocenę struktury kredytów w Polsce. Mimo że zdecydowanie dominowały kredyty zaciągnięte przez gospodarstwa domowe, a w nich przez osoby prywatne, nie oznacza to, że były to kredyty na towary konsumpcyjne w rozumieniu szkoły austriackiej. Według tej szkoły dobra konsumpcyjne to dobra, które mogą być całkowicie skonsumowane w niedalekiej przyszłości w celu zaspokojenia potrzeb. Są to więc dobra nietrwałe. Kredyty gospodarstw domowych podzielono na zakup nieruchomości oraz na cele konsumpcyjne. W polskiej gospodarce w latach 2005–2011 udziały kredytów na te dwa cele w całości kredytów gospodarstw domowych uległy całkowitej zmianie (rys. 6). W ciągu siedmiu lat udział kredytów osób prywatnych na zakup nieruchomości wzrósł z 33% w I kw. 2005 r. do 60,5% w IV kw. 2011 r., natomiast zmalał udział kredytów na cele konsumpcyjne do 26% w IV kw. 2011 r. W obu fazach wzrostowych cyklu udział kredytów na nieruchomości systematycznie wzrastał. W pierwszej części fazy kryzysu boom mieszkaniowy jeszcze trwał. Jednak w drugiej części fazy udział tych kredytów nieco zmalał do 51,8% w I kw. 2010 r.

## 7. Sektorowa struktura kredytów

Według teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej wzrost inwestycji poprzedzony jest ekspansją kredytową systemu bankowego. Należy tutaj podkreślić, że ekspansja ta nie jest finansowana dobrowolnymi oszczędnościami, czyli konsumenci nie podejmują decyzji o zwiększaniu oszczędności poprzez zmniejszenie konsumpcji [Rothbard 2008, s. 404–405]. Po obniżce stóp procentowych przedsiębiorcy dążą do poszerzania i wydłużania pionowej struktury produkcji. Oznacza to, że wzrost inwestycji na danym etapie produkcji jest proporcjonalny do oddalenia tego etapu od konsumenta. Podobnie powinny zachowywać się kredyty finansujące nowe inwestycje.

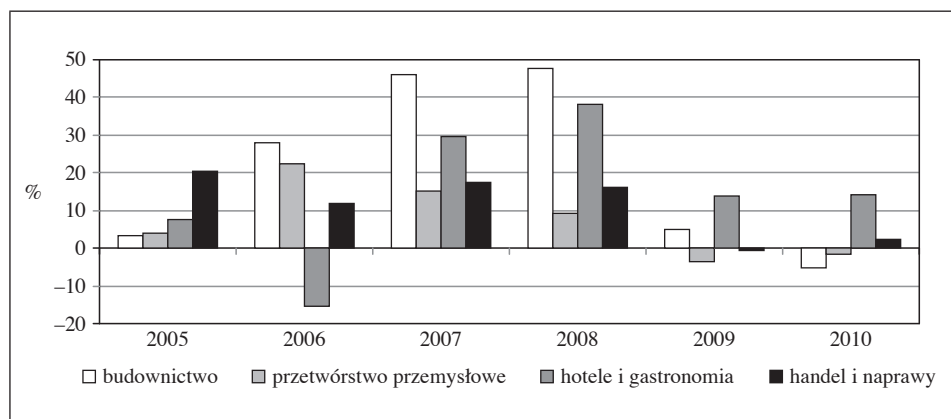
Tabela 3 przedstawia wybrane gałęzie polskiej gospodarki uszeregowane według systemu szkoły austriackiej, czyli według stopnia oddalenia od produktów nabywanych przez konsumentów. Budownictwo należy traktować jak dobra

pośrednie znajdujące się najdalej od dóbr konsumpcyjnych, gdyż produkuje dobra najbardziej trwałe. Udział kredytów firm dla tej gałęzi wobec wszystkich kredytów przedsiębiorstw systematycznie wzrastał do 2009 r., kiedy to wystąpił kryzys na skutek konieczności dokończenia rozpoczętych inwestycji. Bliżej konsumenta znajdują się firmy przetwórstwa przemysłowego. Zmiany kredytowania tych podmiotów nie zachodzą w pełni zgodnie z teorią szkoły austriackiej. Najbliżej finalnej konsumpcji znajduje się gałąź „handel i naprawy” w odniesieniu do których widoczny jest spadek udziału kredytów tych przedsiębiorstw w fazie wzrostu lat 2005–2008 oraz wzrost w okresie dekonjunktury.

Tabela 3. Struktura kredytów przedsiębiorstw w gałęziach gospodarki (w %)

Gałęzie gospodarki	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Budownictwo	5,9	6,6	7,8	9,0	9,8	9,5
Przetwórstwo przemysłowe	58,0	62,2	58,1	49,3	49,5	49,5
Hotele i gastronomia	2,6	1,9	2,0	2,1	2,5	2,9
Handel i naprawy	29,3	28,8	27,4	24,8	25,7	26,7
Pozostałe	4,2	0,5	4,7	14,8	12,5	11,4

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: Rocznik Statystyczny RP [2006–2011], GUS, Warszawa oraz Rocznik Statystyczny Przemysłu [2006–2011], GUS, Warszawa.

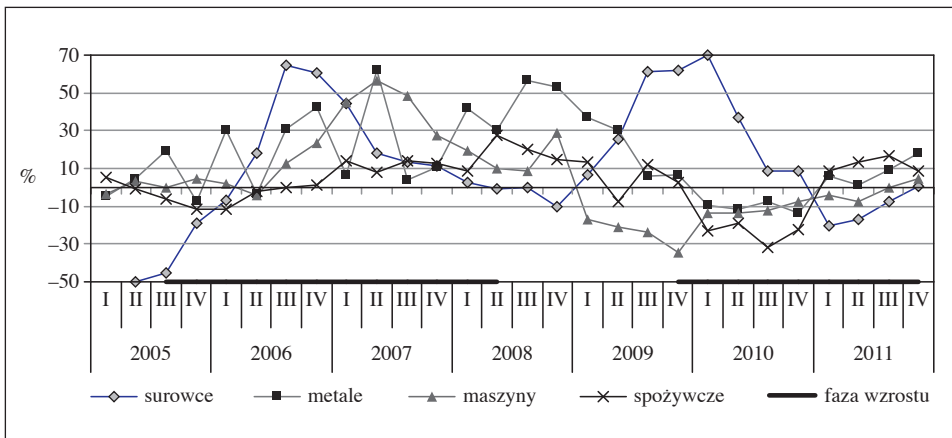


Rys. 7. Roczny wzrost poziomu kredytów przedsiębiorstw gałęzi gospodarki (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: Rocznik Statystyczny RP [2006–2011], GUS, Warszawa oraz Rocznik Statystyczny Przemysłu [2006–2011], GUS, Warszawa.

Ekonomiści szkoły austriackiej oceniają zmiany kategorii w cyklu koniunkturalnym przede wszystkim w ujęciu względnym, podkreślając, że wówczas dochodzi do zmian w strukturze tych kategorii. W fazie wzrostu lat 2005–2008

potwierdzeniem stanowiska szkoły austriackiej były zmiany kredytów zaciągniętych przez firmy budowlane. Od 2006 r. do 2008 r. roczne tempo ich zmian było najwyższe spośród czterech wybranych gałęzi w Polsce (rys. 7). Wysoka dynamika występowała również w gałęzi „hotele i gastronomia”, mniejsza zaś w sektorze „przetwórstwo przemysłowe”. Stanowi to argument przeciwko teorii cyklu szkoły austriackiej. Jednak taki wniosek jest nieuprawniony. Brak danych statystycznych stanowi duży problem w badaniu zmian w sektorach znajdujących w różnym oddaleniu od dóbr nabywanych przez konsumentów.



Rys. 8. Roczny wzrost poziomu kredytów przedsiębiorstw wybranych branż (w %)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych: Nakłady i wyniki przemysłu [2006–2012], GUS, Warszawa oraz [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl) (dostęp: 19.06.2012).

Badaniu poddano także zmiany wartości kredytów i pożyczek bankowych udzielonych przedsiębiorstwom należącym do branż, które tworzą bardziej szczegółową czasową strukturę produkcji. Na początku tej struktury znajdują się surowce. W fazie wzrostu lat 2005–2008 firmy je wydobywające zwiększały poziom kredytowania średniorocznie o 13,4%. Przedsiębiorstwa produkujące metale o 22,2%, maszyny i urządzenia o 20,5%, zaś wytwarzające artykuły spożywcze tylko o 4,5% (rys. 8). W fazie spadku poziom kredytów w górnictwie średniorocznie rósł o 16,5%, w produkcji metali o 36,6%, a dóbr spożywczych o 10,5%, natomiast zmalał w produkcji maszyn o 4,8%. W fazie wzrostu lat 2009–2011 średnie tempo kredytów było następujące: surowce (15,7%), metale (–0,2%), maszyny (–9,8%), artykuły spożywcze (–5,1%). Najlepiej do teorii Austriaków pasują zmiany kredytowania w pierwszej fazie wzrostu. Zmiany w fazie spadkowej i drugiej fazie wzrostu do ich teorii pasują w stopniu niezadowolającym. Przyczyną tego była silna ingerencja banku centralnego i instytucji rządowych

w okresie dekonjunktury. Podejmowały one działania mocno ograniczające możliwość rozwinięcia się kryzysu, który skorygowałby błędy w strukturze produkcji. Taka korekta nieuchronnie wiązałaby się z bankructwami firm i ze zwolnieniami pracowników. Kryzys byłby dynamiczny, dotkliwy dla wielu przedsiębiorców i pracowników, ale trwałby krótko. Interwencja państwa w czasie dekonjunktury wprowadziła chaos, umożliwiając zaciąganie nowych kredytów przez wiele firm. Brak szybkiego powrotu do rynkowej koordynacji między produkcją, wynikającą z dobrowolnych oszczędności, i konsumpcją spowodował, że korygowanie błędów w polskiej gospodarce trwało również w fazie wzrostu, która była słabsza od tej z lat 2005–2008.

## 8. Podsumowanie

Według teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej, ekspansja monetarna prowadzi do tzw. wydłużania i poszerzania struktury produkcji. Oznacza to bardziej dynamiczne zmiany produkcji i cen w branżach, które są najbardziej oddalone od finalnej konsumpcji niż w branżach blisko konsumenta. Wzrost produkcji finansowany jest przede wszystkim kredytami. Dlatego zmiany w strukturze wartości kredytów powinny również zależeć od zmian w strukturze produkcji.

W Polsce w latach 2005–2011 udział kredytów gospodarstw domowych w całości kredytów sektora realnego był znacznie większy niż udział kredytów przedsiębiorstw. Jednak łącznie kredyty dla firm i na nieruchomości gospodarstw domowych stanowiły zdecydowaną większość wszystkich udzielonych kredytów.

Przeprowadzona analiza wykazała, że w fazie wzrostowej lat 2005–2008 struktura kredytów bardziej odpowiadała teorii szkoły austriackiej niż w fazie wzrostu lat 2009–2011, a szczególnie w jej początkowej części. Świadczą o tym zmiany struktury kredytów w ujęciu podmiotowym i sektorowym. W obu okresach dobrej konjunktury zaobserwowano następujące prawidłowości: 1) wzrost poziomu kredytów dla podmiotów sektora realnego zaciągniętych w danym roku, 2) wzrost udziału kredytów dla przedsiębiorstw w całości kredytów w całej fazie wzrostowej; 3) wzrost udziału kredytów na zakup nieruchomości oraz spadek udziału kredytów na cele konsumpcyjne zaciąganych przez osoby prywatne, 4) względny wzrost kredytów przedsiębiorstw wydobywających surowce i produkujących metale w porównaniu z podmiotami wytwarzającymi artykuły spożywcze.

Zgodnie z „efektem Cantillona” miejsce pojawienia się nowego pieniądza w systemie ma znacznie dla efektów gospodarczych. W Polsce w analizowanym

okresie przyrost podaży pieniądza wykorzystywany był przede wszystkim na zakup dóbr trwałego użytku, szczególnie mieszkań przez gospodarstwa domowe oraz na inwestycje przez przedsiębiorstwa. Największe korzyści odniosły więc podmioty, które znajdowały się na początkowych etapach czasowej struktury produkcji.

Wpływ kredytów inwestycyjnych i na zakup nieruchomości na wahania cykliczne w gospodarce jest ważną informacją dla władz prowadzących politykę monetarną i mających wpływ na politykę kredytową. Bank centralny, działając w obecnych warunkach systemowych, czyli pieniądzu fiducjarnym i rezerwie cząstkowej, nie może zapobiegać cyklom koniunkturalnym, ale może podjąć działania mogące te wahania zmniejszyć. Podstawowym sposobem jest ograniczenie przyrostu bazy monetarnej jako podstawy do kreacji kredytów bankowych oraz minimalizowanie zmian stopy procentowej i zbliżenie jej do poziomu naturalnego w polskiej gospodarce. Bank centralny powinien także nadać większą rangę polityce makroostrożnościowej, która wprowadzając różne wymogi w bankach komercyjnych przyczynia się do zmniejszenia ekspansji kredytowej.

## Literatura

- Barczyk R. et al. [2006], *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, PWE, Warszawa.
- Biuletyn Statystyczny [2006–2012], GUS, Warszawa.
- Blaug M. [2000], *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa.
- Böhm-Bawerk E. von [1891], *The Positive Theory of Capital*, London.
- Cantillon R. [1755], *Essai sur la nature du commerce en général*, Holborn-London.
- Drozdowicz-Bieć M. [2012], *Cykle i wskaźniki koniunktury*, Poltext, Warszawa.
- Garrison R.W. [1986], *Hayekian Trade Cycle Theory. A Reappraisal*, „The Cato Journal”, Autumn.
- Garrison R. W. [2001], *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*, Routledge, London–New York.
- Hayek F.A. von [1967], *Prices and Production*, Augustus M. Kelley, New York.
- Hayek F.A. von [1975], „*Profits, Interest and Investment*” and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations, Augustus M. Kelley, Clifton.
- Huerta de Soto J. [2009], *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa.
- Jędruchniewicz A. [2012], *Cykl koniunkturalny w teorii szkoły austriackiej*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Zeszyt Naukowy nr 122.
- Mises L. von [2006], *Ekonomia i polityka*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Mises L. von [2007], *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa.
- Mises L. von [2012], *Teoria pieniądza i kredytu*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Nakłady i wyniki przemysłu* [2006–2012], GUS, Warszawa.
- Rocznik Statystyczny Przemysłu [2006–2011], GUS, Warszawa.
- Rocznik Statystyczny RP [2006–2011], GUS, Warszawa.



- Rothbard M.N. [2006], *Economic Thought before Adam Smith: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought*, Volume I, Ludwig von Mises Institute, Auburn, Alabama.
- Rothbard M.N. [2007–2008], *Ekonomia wolnego rynku*, t. 2 i 3, Fijorr Publishing, Chicago–Warszawa.
- Skousen M. [2011], *Struktura produkcji. Giętda, kapitał, konsumpcja*, Fijorr Publishing, Warszawa.
- Tempelman J.H. [2010], *Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of Mainstream Economist*, „Quarterly Journal of Austrian Economics” vol. 13, nr 1.

## Streszczenie

Celem opracowania była odpowiedź na pytanie, czy struktura kredytów zaciąganych przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe była zgodna z tezami szkoły austriackiej, że w fazach cyklu koniunkturalnego występują względne zmiany produkcji dóbr zależne od stopnia ich oddalenia od dóbr konsumpcyjnych oraz ich trwałości.

W Polsce w latach 2005–2011 udział kredytów gospodarstw domowych w całości kredytów sektora realnego był znacznie większy niż udział kredytów przedsiębiorstw. Jednak łącznie kredyty dla firm i na nieruchomości gospodarstw domowych stanowiły zdecydowaną większość wszystkich udzielonych kredytów.

Przeprowadzona w opracowaniu analiza wykazała, że w fazie wzrostowej lat 2005–2008 struktura kredytów bardziej odpowiadała teorii szkoły austriackiej niż w fazie wzrostu lat 2009–2011, a szczególnie w jej początkowej części. Świadczą o tym zmiany struktury kredytów w ujęciu podmiotowym i sektorowym.

**Słowa kluczowe:** kredyt, cykl koniunkturalny, polityka pieniężna, struktura produkcji.

## Loan Structure and Cyclical Fluctuations in Poland

The study sought to answer the question of whether the structure of loans borrowed by companies and households was consistent with the theses of the Austrian school which states that over the business cycle relative changes in the production of goods occur and depend on the degree of remoteness from the consumer goods and on their durability.

In the years 2005–2011, Polish households contributed a much higher share of total loans to the real sector than did companies. However, business loans and household property loans, taken together, constituted the vast majority of all loans.

The analysis conducted for those years showed that the loan structure in the 2005–2008 growth stage when compared to the 2009–2011 growth stage shows better agreement with the Austrian theory than the 2009–2011 growth stage (especially its initial part). This is evident in the change of the loan structure by entities and sectors.

**Keywords:** credit, business cycle, monetary policy, production structure.