

prof. dr hab. Leszek Pawłowicz

Wzrasta zadłużenie zagraniczne krajowych przedsiębiorstw. Nie jest ono jeszcze nadmiernie wysokie (28 mld USD na koniec 2000 r.) i nie stanowi zagrożenia makroekonomicznego, ma jednak istotne znaczenie dla pozycji konkurencyjnej banków krajowych. Otóż w ramach ogólnego zadłużenia zagranicznego (obejmującego kredyty uzyskane przez spółki zależne od zagranicznych inwestorów bezpośrednich, kredyty kupieckie, dłużne papiery wartościowe oraz klasyczne kredyty i pożyczki) grupa klasycznych kredytów i pożyczek bankowych stopniowo zwiększa swój udział, który obecnie wynosi 43% ogólnego zadłużenia zagranicznego.



Oznacza to silną konkurencję na rynku kredytów korporacyjnych (głównie ze strony banków brytyjskich, niemieckich, holenderskich i francuskich). Tylko w roku 2000 zadłużenie krajowych podmiotów gospodarczych w bankach zagranicznych wzrosło o ponad 2 mld USD, co stanowiło ponad 50% przyrostu zadłużenia przedsiębiorstw w bankach krajowych.

Pozycja konkurencyjna banków krajowych na rynku kredytowym jest znacznie słabsza niż banków zagranicznych ze względu na wysokie krajowe stopy procentowe i rezerwy obowiązkowe. Klienci bankowi o wyższym ratingu korzystają z zagranicznych źródeł finansowania. Obok innych czynników proces ten wpływa na pogorszenie jakości portfela kredytowego, ponieważ o finansowanie w bankach krajowych ubiegają się klienci „statystycznie gorsi”. Zmusza to banki krajowe do zwiększania rezerw, co jeszcze bardziej osłabia pozycję konkurencyjną.

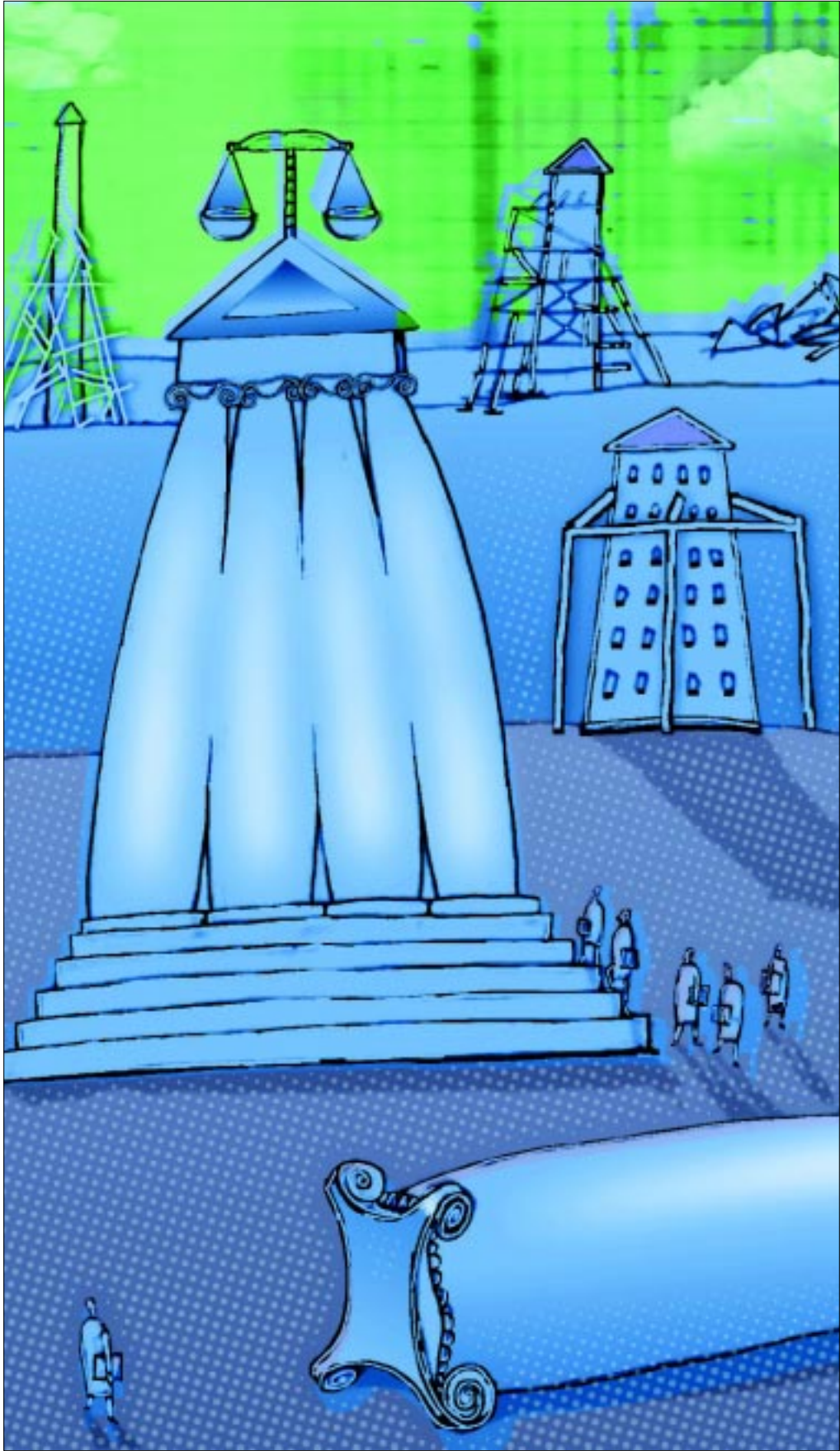
Wzrost stabilności gospodarczej oraz przekonanie przedsiębiorców o spadku ryzyka kursowego będzie stymulować wzrost zadłużenia zagranicznego w 2001 r. W warunkach stagnacji na krajowym rynku kredytowym uprzywilejowana pozycja konkurencyjna banków zagranicznych stanowi zagrożenie dla kontynuacji szybkiego tempa wzrostu aktywów sektora bankowego w Polsce oraz dla jakości portfela kredytowego. Nie należy zatem wiązać nadmiernych nadziei z zaangażowaniem banków krajowych w sferze kredytów korporacyjnych, szczególnie kredytów długoterminowych przeznaczonych na budowę i modernizację przedsiębiorstw, zakup środków transportu, urządzeń przemysłowych i technologii. W tej dziedzinie, mimo słabnącego tempa wzrostu popytu, dominującą pozycję zajmują i zajmować będą kredyty zagraniczne oraz papiery dłużne, szczególnie euroobligacje.

Krajowe banki komercyjne tracą pozycję konkurencyjną na rynku kredytowym już od dwóch lat. Większość z nich ma ograniczony dostęp do taniego finansowania dewizowego i traci najlepszą część rynku kredytowego na rzecz konkurentów zagranicznych. W znacznie lepszej sytuacji byłyby banki krajowe, gdyby cały popyt na kredyty był skierowany na rynek krajowy. Banki zagraniczne bowiem - chcąc konkurować o polskiego kredytobiorcę - ponosiłyby ryzyko kursowe i byłyby zmuszone do korzystania z droższego finansowania złotowego ze względu na brak własnej bazy depozytowej.

W dłuższej perspektywie substytucja kredytów krajowych przez zagraniczne może spowodować spadek znaczenia krajowych pośredników finansowych w alokacji kapitału oraz spadek atrakcyjności inwestycyjnej krajowego sektora bankowego, głównie dla inwestorów portfelowych - ze względu na pogarszającą się opłacalność prowadzonej działalności. Może to ograniczyć dopływ kapitału do banków krajowych i spowodować problemy ze stabilnością systemu bankowego.

Rosnący popyt na kredyt zagraniczny spowoduje, że niektóre banki mające zagranicznych inwestorów będą podejmowały starania, aby ich „banki - matki” w możliwie największym stopniu partycypowały w tym procesie. Nie można wykluczyć, że spadek pasywów zagranicznych w polskim sektorze bankowym (o 2,6% w 2000 r.) stanowi ostrzeżenie i w części jest rezultatem bezpośredniej substytucji kredytów krajowych przez zagraniczne, a także wynika ze spadku atrakcyjności inwestycyjnej zarówno banków krajowych, jak i przedsiębiorstw.

prof. dr hab. Leszek Pawłowicz  
Wiceprezes Zarządu Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową  
Dyrektor Gdańskiej Akademii Bankowej



Wiktor Zajkowski GAD

# BANK I KREDYT

czerwiec  
2001

- 4 Jacek Kulawik Instrumenty interwencjonizmu kredytowego**
- 14 Adam Lipowski Uwarunkowania wzrostu gospodarczego w świetle analizy porównawczej**
- 30 Anna Ząbkowicz Polityka zapobiegania kryzysowi walutowemu. Przypadek Chile**
- 34 Munir Al-Kaber Cechy współczesnego rynku kapitałowego a polski rynek papierów wartościowych**
- 44 Janina Harasim Wewnętrzne uwarunkowania strategii marketingowych banków detalicznych w Polsce - analiza zasobów niematerialnych**
- 55 Grażyna Rytelewska Kierunki rozwoju bankowości detalicznej w Polsce**
- 61 Przemysław Malinowski Zastaw na obligacjach jako prawna forma zabezpieczenia wiarygodności kredytowych**
- 68 Włodzimierz Szpringer: Polskie regulacje bankowe. Perspektywa europejska rec. Cezary Kosikowski**
- 70 Aleksander Pruszek: Znaki pieniężne i ich fałszerstwa - poradnik kasjera rec. Zbigniew J. Marski**
- 72 Summaries**
- ABC bankowe**
- Elżbieta Chrabonszczewska Międzynarodowe organizacje finansowe - część II**

**Wydawca**  
Narodowy Bank Polski,  
00-919 Warszawa,  
ulica Świętokrzyska 11/21,

telefony  
653 20 77 (redaktor naczelny),  
653 23 35  
(zastępca redaktora naczelnego),  
653 25 71 (sekretarz redakcji),  
fax 653 13 21  
<http://www.nbp.pl>

#### Kolegium Redakcyjne

Piotr Boguszewski,  
Elżbieta Czarny  
Ryszard Czerniawski,  
Dariusz Daniluk,  
Ryszard Kokoszczynski,  
Karol Lutkowski  
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),  
Bogusław Pietrzak (redaktor naczelny)  
Danuta Stasiak - Lipowska  
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

#### Projekt i skład

DOCTORAD

#### Druk

Drukarnia NBP

#### Prenumerata

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora

(dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób zamieszkałych za granicą, realizowane są od dowolnego numeru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są przyjmowane na okresy kwartalne w terminie:

do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 - na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na IV kw. br. Informacje o warunkach prenumeraty w „RUCH” SA OKDP, 00-958 Warszawa, ul. Jana Kazimierza 31/33 można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20.

Prenumerata własna i sprzedaż pojedynczych egzemplarzy:  
Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej, 00-919 Warszawa, ulica Świętokrzyska 11/21,

konto:

Centralna NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy nr konta NBP DOR 10100000-13-209-90

I półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł

II półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł

Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania

i opracowywania redakcyjnego tekstów.

Artykułów nie zamówionych nie zwracamy.

# Instrumenty interwencjonizmu kredytowego

*Jacek Kulawik*

## Wprowadzenie

Przez instrumenty interwencjonizmu kredytowego proponuje rozumieć rozmaite środki techniczno-organizacyjne i prawne skonkretyzowane w bardziej sprzyjających formach i warunkach korzystania z kapitału obcego niż powszechnie obowiązujące na rynku finansowym. Ogólnie odczuwa się brak kompletnej i zaakceptowanej klasyfikacji takich form wspierania sfery realnej. Frey (1995), przykładowo, wymienia tu następujące instrumenty:

- dopłaty do stóp procentowych dla jednostek z priorytetowych sektorów,
- preferencyjne linie kredytów redyskontowych,
- bezpośrednie subsydia budżetowe,
- minimalne pułapy udziału kredytów dla priorytetowych sektorów w portfelu kredytowym instytucji finansowych,
- maksymalne pułapy udziału kredytów dla sektorów niepriorytetowych w portfelu kredytowym,
- wspieranie procesu tworzenia specjalistycznych instytucji kredytowych.

Van Horne (1994) uzupełnia powyższą listę następującymi instrumentami:

- wyznaczanie górnych limitów oprocentowania kredytów wraz z ustawodawstwem przeciw lichwie,
- stosowanie gwarancji lub ubezpieczeń rządowych,
- pożyczanie przez rząd na rynkach finansowych, a następnie odpożyczanie uzyskanych w ten sposób funduszy,

- określanie podmiotów uprawnionych do finansowania się za pomocą zwolnień podatkowych.

Gale (1990) z kolei stwierdza, że rządy mogą wpływać na warunki kredytowania lub zmianę kierunku przepływu kredytu za pomocą następujących instrumentów:

- udzielania bezpośrednich kredytów,
- gwarancji kredytowych,
- przyznawania statusu wolnego od opodatkowania,
- sponsorowania pewnych instytucji ze środków budżetowych.

W praktyce interwencjonizmu kredytowego często mieliśmy do czynienia z sytuacją, iż w tym samym kraju i tym samym czasie stosowane były jednocześnie różne z ww. instrumentów [Frey 1995]. Jest to więc równoznaczne z oferowaniem pomocy publicznej w postaci pakietu stymulant. W niektórych krajach (np. w UE) dąży się do unikania takiego kumulowania różnych rodzajów wsparcia, aczkolwiek często brakuje tu konsekwencji (b. NRD jest najlepszą ilustracją takich odstępstw). Prawdopodobnie wynika to głównie z dążenia do przyspieszenia procesów wzrostowych, restrukturyzacyjnych i modernizacyjnych. Wydaje się jednak, że sytuacja ta może być także pochodną problemów, jakie napotyka się przy próbach ewentualnego określenia jakiejś absolutnej przewagi któregoś z dostępnych instrumentów pomocy finansowej. Zagadnienie to bardzo dobrze przedstawia m.in. Pfeffer (2000), poddając analizie dotacje inwestycyjne oraz subsydiowane pożyczki. Autor ten w podsumowaniu stwierdza, iż dla długiego okresu i przy szerokim ujęciu wybór

między innymi tworzy złożony problem decyzyjny. Na dobrą sprawę, w takim ujęciu żadne z nich nie odznacza się bezwzględną i trwałą przewagą. Stąd też każdorazowo potrzebna jest analiza subtelniejsza, uwzględniająca warunki funkcjonowania danego podmiotu. W zależności więc od charakteru otoczenia makroekonomicznego i sytuacji przedsiębiorstwa priorytet trzeba przyznać temu lub innemu instrumentowi wsparcia.

Jak sygnalizowano, operacje na kredytach są tylko jedną z form stymulowania procesów wzrostowo-rozwojowych. Pomoc publiczna może docierać do sektorów gospodarki, grup ludności i konkretnych przedsiębiorstw również w postaci:

- instrumentów podatkowych i paropodatkowych,
- wspierania powstawania specjalistycznych instytucji finansowych (głównie kapitału ryzyka, towarzystw ubezpieczeń wzajemnych),
- udzielania zamówień publicznych na preferencyjnych warunkach,
- stosowania niższych taryf na określone dostawy i niższych cen na niektóre usługi użyteczności publicznej,
- możliwości nabywania nieruchomości poniżej cen rynkowych albo przekazywania ich za darmo (tzw. *land grants*).

Wiele rozmaitych udogodnień dla inwestorów mogą także oferować jednostki samorządu terytorialnego. We wszystkich tych przypadkach, gdzie pomoc publiczna jest bardzo rozbudowana, musimy się jednak liczyć z jej małą przejrzystością, co w konsekwencji zakłóca warunki uczciwej konkurencji i zagraża różnymi formami korupcji. Te okoliczności oraz fakt, iż między instrumentami pomocy publicznej występują rozmaite interakcje, mogą prowadzić do jej niezadowalającej efektywności.

### Koncesjonowane (ulgowe) kredyty

Powyższego określenia używa się w odniesieniu do kredytów oprocentowanych poniżej efektywnych stóp rynkowych. W praktyce wyróżnia się wśród nich dwie grupy: tradycyjne kredyty subsydiowane ze środków budżetowych oraz kredyty preferencyjne, w przypadku których niższe oprocentowanie wynika z działań banku centralnego [Davies, Hare 1997; Heidhues et al. 1998].

Dostęp do koncesjonowanych kredytów może przynieść beneficjentom następujące korzyści:

- a) ich oprocentowanie zazwyczaj kształtuje się wyraźnie poniżej stóp rynkowych i to w stopniu tym wyższym, im dłuższy jest okres kredytowania;
- b) okresy kredytowania są z reguły długie, co w wielu przypadkach powoduje, iż odpowiadają one okresom amortyzowania aktywów finansowanych takimi kredytami;

c) warunki dotyczące oprocentowań są stałe w całym okresie kredytowania albo przynajmniej w przeważającej jego części; kredytobiorca w większym stopniu może więc minimalizować własne ryzyko zmiany stopy procentowej oraz kalkulować obciążenie kosztami odsetek i spłatą należności głównej;

d) często stosowanie karencji łagodzi trudności w początkowych latach eksploatacji majątku współfinansowanego kredytem;

e) zazwyczaj dopuszcza się przedterminową spłatę tych kredytów lub ich części bez ponoszenia dodatkowych kosztów z tego tytułu; w ten sposób można więc wykorzystać okresy spadku stóp procentowych albo dodatkowe, nieoczekiwane wpływy finansowe i nagle poprawę sytuacji w zakresie płynności;

f) ewentualne koszty pozaodsetkowe dla kredytobiorców są z reguły niskie, a czasami w ogóle nie występują; w krajach wysoko rozwiniętych m.in. dzięki temu zwrotność kredytów koncesjonowanych przeważnie sięga 100% [Pfeffer 2000].

Zaangażowanie się banków centralnych w udostępnianie koncesjonowanych kredytów może być bezpośrednie i pośrednie. W pierwszym przypadku udostępniają one bankom komercyjnym lub bankom wyspecjalizowanym w kredytowaniu uprzywilejowanych sektorów niżej oprocentowane linie kredytów redyskontowych albo - rzadziej - pożyczają fundusze na rynku, a następnie odpożyczają je bankom komercyjnym. W zależności od stopnia zróżnicowania stóp procentowych, banki komercyjne lub specjalistyczne mogą otrzymać rekompensatę częściową, pełną, a nawet przekraczającą ponoszone przez nie koszty odsetkowe i pozaodsetkowe [Frey 1995]. Ta metoda selektywnego kredytowania zagraża kontroli bazy monetarnej, kontroli stóp procentowych i alokacji kredytu. Przy jej intensywnym wykorzystaniu bardzo często współwystępowało obciążanie sektora bankowego bardzo wysokimi rezerwami obowiązkowymi. W praktyce oznaczało to ukryte, dodatkowe jego opodatkowanie. Stawianie do dyspozycji beneficjentów tańszych kredytów redyskontowych prowadziło także do spadku zysków banków centralnych, co uszczuplało wpływy budżetowe z tego tytułu. Ogólnie, metodę tę uznaje się za nieprzejrzystą, osłabiającą kondycję i konkurencyjność pośredników finansowych oraz często wspierającą dalsze trwanie podmiotów i branż pozbawionych solidniejszych podstaw rozwojowych, a dysponujących jedynie silnymi wpływami politycznymi [Davies, Hare 1997; Heidhues et al. 1998]. Sztuczne poprawianie sytuacji budżetu państwa odbywa się tu kosztem rozwoju finansowego. Jest to możliwe szczególnie tam, gdzie formalna i rzeczywista autonomia banku centralnego jest niska bądź w ogóle nie istnieje.

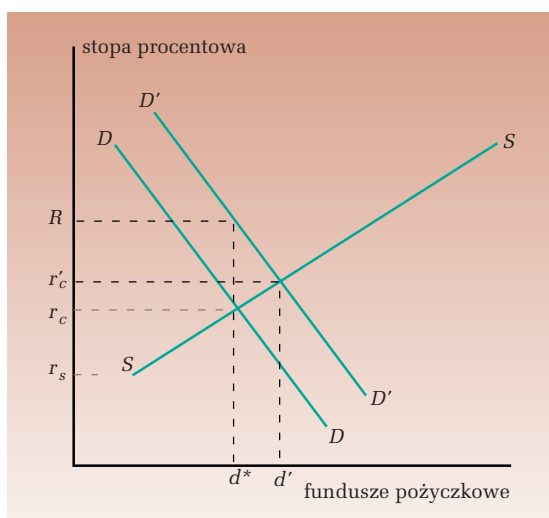
Pośrednie zaangażowanie się banków centralnych w selektywną politykę kredytową może przyjmować

formę określania minimalnych udziałów sektorów priorytetowych w kredytach lub depozytach albo maksymalnych udziałów sektorów niepriorytetowych. Spotkać można także rozwiązania, w których limitowane są stopy oprocentowania kredytów i depozytów. Takie metody administracyjnego przymuszania banków komercyjnych do zachowań oczekiwanych przez władze publiczne z pewnością mają jeszcze większe negatywne następstwa deformacyjne, alokacyjne i motywacyjne niż bezpośrednia ingerencja. Generalnie, spotykano je przede wszystkim w gospodarkach, w których sektor finansowy poddany był silnemu represjonowaniu (np. w „azjatyckich tygrysach”).

Subsydiowane kredyty, a więc bezpośrednio wspierane przez budżet państwa, pomyślane są jako instrument mający zwiększać przejrzystość finansowania wybranych sektorów oraz łagodzić zakłócenia w polityce pieniężnej i zachowaniach banków komercyjnych, wynikające z angażowania się banków centralnych w pomoc kredytową. Przy dobrze zaplanowanej i przeprowadzonej ingerencji powyższe cele dają się w dużym stopniu osiągnąć. Ponadto, w samym sektorze bankowym można zwiększyć w ten sposób poziom konkurencyjności. Z drugiej jednak strony, w bankach kredytujących pojawiają się w tym przypadku dodatkowe koszty administracyjne, związane z koniecznością ustanowienia skomplikowanych procedur selekcyjnych potencjalnych beneficjentów oraz monitorujących ich zachowania [Davies, Hare 1997].

Van Horne (1994) dokonał szerokiego przeglądu instrumentów interwencjonizmu kredytowego i finansowego. W tym miejscu odwołamy się do zaproponowanych przez tego autora interpretacji graficznych, rozpoczynając od kredytów subsydiowanych.

**Wykres 1** Oddziaływanie subsydiów do stopy procentowej w warunkach elastycznej podaży kredytów



Źródło: Van Horne, 1994, s. 319.

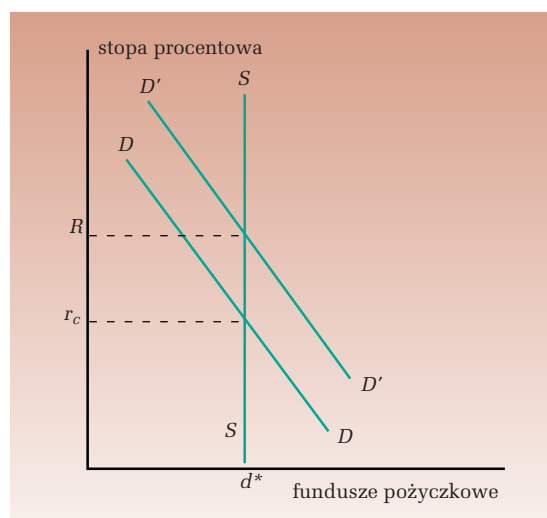
W uproszczonych wersjach zakłada się, że na skutek obniżonego oprocentowania płaconego przez kredytobiorców wzrasta popyt na kredyty i ich podaż. W rzeczywistości mogą wystąpić tu jednak dwa przypadki:

- 1) podaż jest elastyczna,
- 2) podaż jest nieelastyczna.

Zachowanie się rynku kredytowego w sytuacji podaży elastycznej przedstawiono na wykresie 1. Ogólnie, elastyczność ta zależy od charakteru relacji między instrumentami lub rynkami długu. Jeśli jednak założymy, że krzywa podaży funduszy pożyczkowych jest elastyczna, to istnieją szanse na zwiększenie zasobów finansowych będących w dyspozycji sektora uprzywilejowanego dzięki polityce gospodarczej. Odzwierciedla to przesunięcie na wykresie 1 krzywej popytu w prawo (z  $DD$  do  $D'D'$ ) oraz kwoty udostępnionego finansowania z  $d^*$  do  $d'$ . Warto przy tym zauważyć, że w analizowanej sytuacji ostatecznie płacona przez kredytobiorców efektywna stopa procentowa ( $r_c$ ) ma niższy poziom, niż wynika to z prostej różnicy między stopą równowagi rynku kredytowego a wysokością dopłaty budżetowej.

Przypadek nieelastycznej podaży kredytów zaprezentowano na wykresie 2. Tu także kwota dopłaty równa  $R - r_c$  przesuwają krzywą popytu do  $D'D'$ . Jednocześnie jednak nie powiększa się wolumen finansowania uprzywilejowanego sektora. Wzrost popytu całkowicie odzwierciedla się w podwyższeniu stopy oprocentowania, równoważącej rynek kredytowy, z  $r_c$  do  $R$ . Oznacza to, iż efektywna stopa procentowa płacona przez kredytobiorców w ogóle się nie zmienia, a cała wartość dopłat budżetowych trafia do instytucji finansowych, uczestniczących w programie

**Wykres 2** Oddziaływanie subsydiów do stopy procentowej w warunkach nieelastycznej podaży pożyczek



Źródło: Van Horne, 1994, s. 319.

preferencyjnego kredytowania. Obserwacje rzeczywistości funkcjonujących rynków kredytowych wskazują, że założenie o absolutnie nieelastycznej podaży kredytów raczej nie daje się utrzymać. W związku z tym dla dalszych rozważań przyjmujemy, że zarówno popyt, jak i podaż na rynku kredytowym wykazują pewną elastyczność.

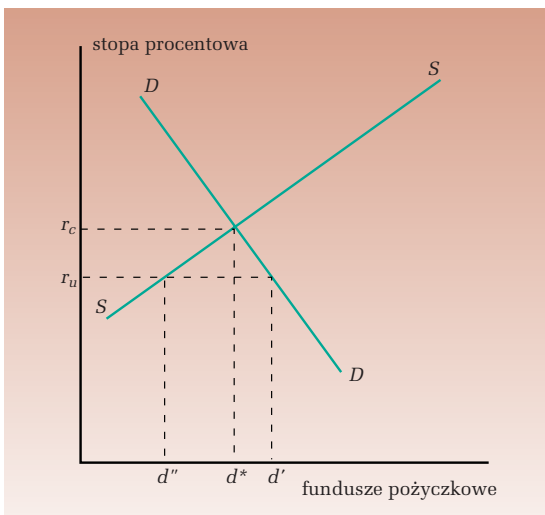
Subsydiowanie oprocentowań kredytów wydaje się, według van Horne, najlepszym instrumentem interwencjonizmu. Ma to wynikać przede wszystkim z braku bezpośredniej ingerencji w rynki kredytowe, gdyż ta - przy założeniu, że rynki te oraz instrumenty finansowe odznaczają się wysokim stopniem substytucyjności - może mieć negatywne następstwa alokacyjne i motywacyjne. Subsidiowanie kredytów ma zatem nie przeszkadzać w podejmowaniu decyzji, w których poszczególne rynki będą równoważone przez stopy procentowe na podstawie ocen rentowności i ryzyka potencjalnych kredytobiorców. W praktyce sytuacja może się skomplikować, jeśli fundusze na subsydia kredytowe będzie się pozyskiwać na rynkach finansowych. Wówczas mogą pojawić się wtórne zakłócenia w ich funkcjonowaniu i efektywności, które czasami mogą przeważać nad potencjalnymi korzyściami z udzielania subsydiowanych kredytów. Żeby uniknąć wspomnianych dysfunkcji na rynkach finansowych, najlepszym rozwiązaniem jest pozyskiwanie funduszy na subsydia w formie klasycznych podatków.

Van Horne bada także wpływ ograniczeń górnego poziomu oprocentowań kredytów w zależności od stopnia elastyczności ich podaży. Jeśli podaż jest elastyczna, to wolumen dostępnych funduszy pożyczkowych jest mniejszy, gdy limitowane oprocentowanie

kształtuje się poniżej tego, przy którym rynek byłby zrównoważony. Z wykresu 3 jasno wynika, że przy oprocentowaniu limitowanym ( $r_u$ ) banki oferują podaż pożyczek równą  $d''$ , a więc niższą od możliwej przy stopie równowagi rynku kredytowego ( $r_c$ ). W takich to warunkach pojawia się nadwyżka popytu na kredyt ( $d' - d''$ ), która zachęca kredytodawców do przekwalifikowania rozpatrywanych pożyczek do wyższej kategorii jakościowej, co ma umożliwić obejście restrykcji w postaci limitowania stóp procentowych. W konsekwencji podaż kredytów przy stopie  $r_u$  może być wyższa niż pierwotnie zakładano ( $d''$ ), co jest równoznaczne z przesunięciem się krzywej podaży w prawo. W szerszym znaczeniu sytuacja powyższa pokazuje, iż w praktyce możliwe jest obchodzenie ograniczeń nakładanych na kredytodawców przez regulatorów i nadzorców.

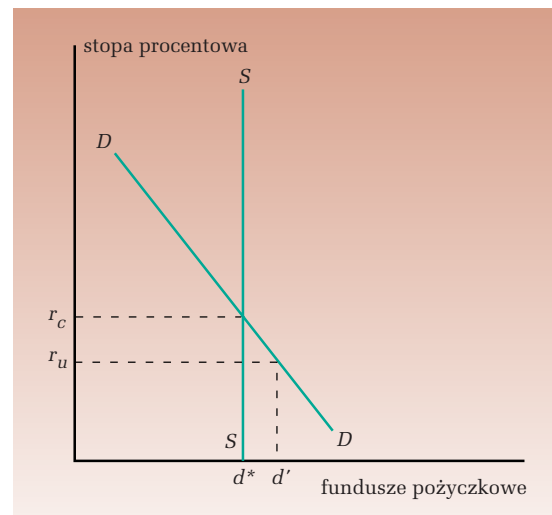
Przypadek, w którym limitowanie oprocentowania kredytów rozpatruje się na tle ich nieelastycznej podaży, wychodzi w istocie z raczej nierealistycznego założenia, iż rynki kredytowe są doskonale od siebie izolowane, a więc, że nie istnieją między nimi stosunki substytucyjne. Mimo tego zastrzeżenia, warto prześledzić zachowanie się takiego rynku kredytowego, korzystając z wykresu 4. Wynika z niego, że podaż funduszy pożyczkowych jest jednakowa zarówno dla oprocentowania równoważącego rynek ( $r_c$ ), jak i dla oprocentowania limitowanego ( $r_u$ ). Podaż ta jest równa  $d^*$ . Z punktu widzenia organów interweniujących w rynek kredytowy przy stopie  $r_u$  pożądana byłaby jednak podaż w wysokości  $d'$ . Pojawiłaby się więc wtedy nadwyżka popytu ( $d' - d^*$ ). Kredytodawcy mogą wobec tego podwyższyć wymagania stawiane potencjalnym klientom albo wprowadzić dodatkowe, pozaodsetkowe

**Wykres 3** Współzależności między ograniczeniem maksymalnego poziomu stopy procentowej a elastyczną podażą pożyczek



Źródło: Van Horne, 1994, s. 313.

**Wykres 4** Współzależności między ograniczeniem maksymalnego poziomu stopy procentowej a nieelastyczną podażą pożyczek



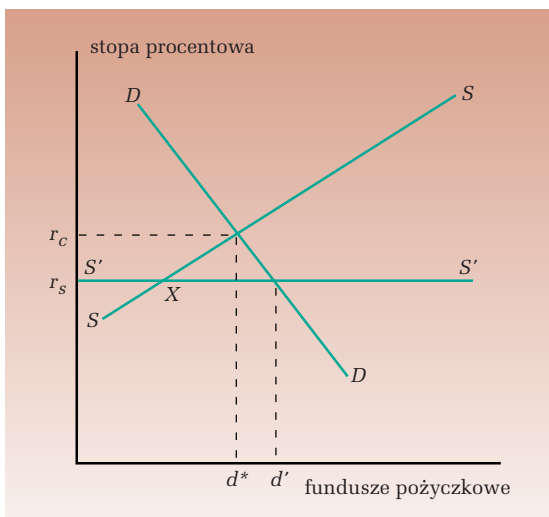
Źródło: Van Horne, 1994, s. 312.

obciążenia i utrudnienia dostępu do kredytu. Tak jak poprzednio, również obecnie kredytodawcy będą się starać obejść ograniczenia nakładane na stopy procentowe.

Van Horne krytycznie odnosi do ingerencji w rynki kredytowe w postaci limitowania oprocentowań kredytów. Po pierwsze, przedstawione powyżej możliwości obchodzenia przez banki tych ograniczeń obniżają efektywność funkcjonowania interesujących nas rynków z punktu widzenia alokacyjnego. Po drugie, każda próba obchodzenia ograniczeń musi być postrzegana jako nakładanie dodatkowych kosztów na kredytobiorców, co czyni cenę kredytu kategorią mniej przejrzystą. Po trzecie, istnienie nadwyżki popytu w obydwu analizowanych przypadkach prowadzi do znanego zjawiska racjonowania kredytów. Jak pamiętamy, odbywa się to poprzez zaostrenie warunków dostępu do kredytu oraz poprzez stosowanie dodatkowych opłat jako formy rekompensowania bankom niższych dochodów odsetkowych. Ponieważ w wyniku racjonowania kredytów z rynku kredytowego znikają w pierwszej kolejności osoby i podmioty z bardziej ryzykownymi wnioskami kredytowymi i z reguły osiągające niższe dochody, bardzo trudno jest w praktyce osiągnąć cel interwencjonizmu w postaci wsparcia sektorów „problemowych” i ludzi ubogich.

Jak już sygnalizowano, władze publiczne mogą czasami pozyskiwać fundusze na rynku, by następnie za pośrednictwem banków komercyjnych i specjalistycznych albo zgoła instytucji niefinansowych odpożyczać je wybranym grupom ludności lub podmiotom gospodarczym. Zachowanie się rynku kredytowego w tym przypadku przedstawiono na wykresie 5. Tak

**Wykres 5** Efekty pożyczania przez Rząd na rynku kapitałowym i następnie odpożyczania tak uzyskanych funduszy uprzywilejowanym beneficjentom



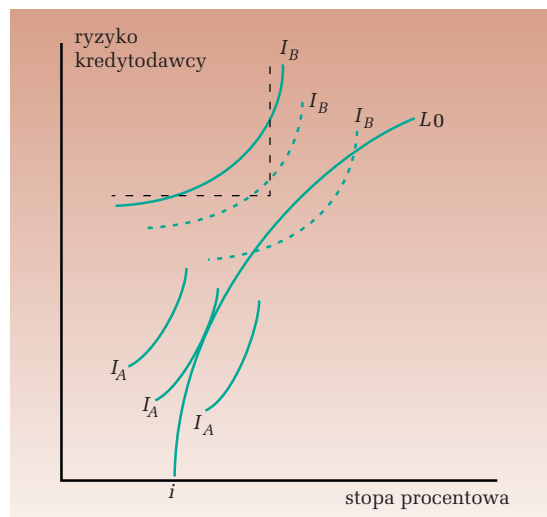
Źródło: Van Horne, 1994, s. 320.

jak na poprzednich wykresach, również tu przez  $r_c$  oznaczono stopę procentową równoważącą rynek kredytowy; odpowiada jej wolumen pożyczek równy  $d^*$ . Jeśli teraz jednym z uczestników rynku stają się władze publiczne, to przy nowej stopie procentowej  $r_s$  podaż kredytów opisywana jest prostą  $S'S'$ . Pojawia się wówczas szansa, iż rozmiary kredytowania mogą wzrosnąć do punktu  $d'$ . W praktyce jednak podaż funduszy pożyczkowych może ukształtować się według linii łamanej  $SXS'$ . Z powyższego wynika zatem, że wprowadzenie obecności państwa może zintensyfikować akcję kredytową, ale równie dobrze może ją też nagle ograniczyć. Gdy różnice między stopami procentowymi  $r_c$  i  $r_s$  są niewielkie, to potencjalni beneficjenci interwencjonizmu mogą nawet zrezygnować z ubiegania się o tańsze fundusze publiczne, gdyż ich uzyskanie wiąże się przecież z określonymi kosztami i niedogodnościami. Przy przyjęciu założenia, że między poszczególnymi segmentami rynku kredytowego i(lub) instrumentami finansowymi w praktyce występują stosunki substytucyjne, obecność władz na tym rynku publicznym może go deformować. W konsekwencji kredytobiorcy, nie mający dostępu do funduszy uprzywilejowanych, mogą płacić wyższe odsetki. Łączne korzyści z takiej ingerencji mogą więc szybko zniknąć.

### Gwarancje (poręczenia) kredytowe

Ten instrument interwencjonizmu kredytowego traktowany jest jako antidotum na niedoskonałości i niekompletności rynków finansowych oraz specyficzne trudności transformacyjne (byłe kraje socjalistyczne prze-

**Wykres 6** Preferencje kredytodawców i kredytobiorców w stosunku do charakterystyk kredytu



Źródło: Herr, 1991, s. 7.



chodzące do rynku) lub rozwojowe (inne kraje słabiej rozwinięte). Ogólnie przyjmuje się, że gwarancje kredytowe powinny spełniać dwie poniższe funkcje:

1) poprawiać dostęp do rynku kredytowego dla grup klientów, które dotychczas podlegały ograniczeniom kredytowym i racjonowaniu kredytu; zwiększenie podaży kredytów ma zostać osiągnięte poprzez obniżenie poziomu ryzyka biznesowego i pozostałego oraz kosztów transakcyjnych; redukcja ryzyka w dalszej kolejności powinna zwiększać płynność rynku kredytowego, a więc ułatwić tworzenie dla niego rynku wtórnego;

2) zachęcać kredytodawców do postrzegania klientów dotychczas uważanych za bardzo ryzykownych jako w istocie mniej ryzykownych. Początkowo ma to łagodzić negatywne nastawienie, spotykane w stosunkach kredytowych (efekt selekcji negatywnej wyboru i hazard moralny), a później ułatwiać przejście takich kredytobiorców do segmentu klientów zyskownych lub trwale powiązanych z pośrednikiem [Herr, 1991; Swinnen, Gow 1999; Yaron et al. 1997].

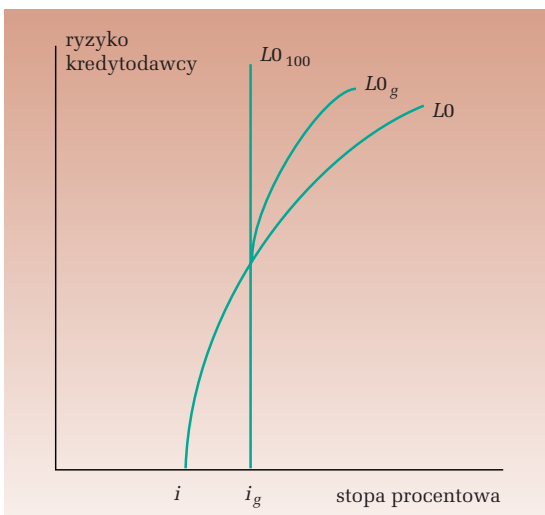
Jak z wyniku powyższego, gwarancje kredytowe pomyślane są jako jeszcze jeden element w mechanizmie podziału ryzyka między uczestników rynku kredytowego. Zagadnienie to bardzo dobrze wyjaśnia Herr (1991). Punktem wyjścia jego rozważań jest proces swobodnego uzgadniania preferencji między kredytodawcą a kredytobiorcą, schematycznie przedstawiony na wykresie 6.

Linia  $LO$  pokazuje, jak wzrasta oprocentowanie kredytu wraz z powiększaniem się poziomu ryzykowności, aby kredytodawca mógł osiągnąć rentowność identyczną z uzyskiwaną dla zaangażowań w aktywa

wolne od ryzyka (np. obligacje skarbowe). Rentowności tych ostatnich odpowiada stopa procentowa równa  $i$ . Linia  $LO$  może się przesuwac w prawo lub lewo - co będzie odzwierciedlało rentowność inwestycji pozbawionych ryzyka - albo może mieć rozmaite nachylenie, co z kolei pokazuje oczekiwania kredytodawców względem wynagrodzeń za ryzyko. Zawsze jednak linia  $LO$  będzie krzywą obojętności kredytodawcy, tj. akceptowane będą przez niego wszystkie kombinacje ryzyka i stopy procentowej dokładnie na niej leżące. Wszystkie pozostałe kombinacje będą natomiast odrzucane.

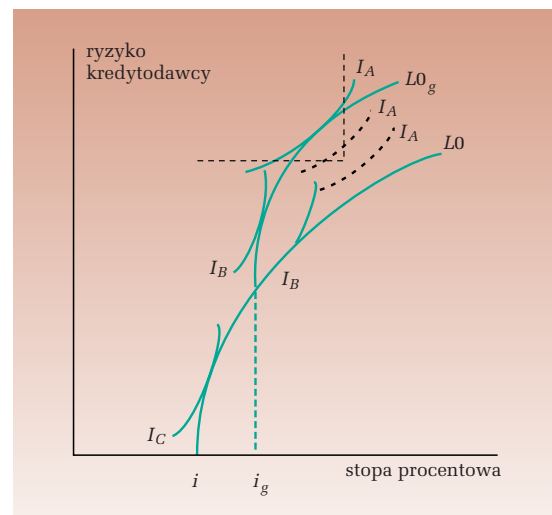
Wykres 6 objaśnia także zachowania kredytobiorców. Dla uproszczenia rozważań zamieszczono na nim jedynie dwóch z populacji, wykreślając odpowiednie fragmenty mapy krzywych obojętności. W tym przypadku krzywe te ilustrują skłonność kredytobiorców do płacenia wyższych stóp procentowych w zamian za złagodzenie warunków kontraktu, co jest równoznaczne z przejmowaniem coraz większej części ryzyka kredytowego przez kredytodawcę. Generalnie, kredytobiorcy preferują krzywe obojętności położone bardziej na lewo od linii  $LO$ . Problem polega jednak na tym, aby znaleźć również rozwiązanie satysfakcjonujące dla kredytodawcy. Graficznie staje się to możliwe w punkcie styczności linii  $LO$  z jedną z krzywych obojętności, reprezentującą klienta  $A$ . Oczywiście, mamy wtedy do czynienia z optymalnym kontraktem kredytowym, ale musimy pamiętać, iż jest to przypadek wielce wyidealizowany, gdyż zakłada się w nim brak asymetrii informacyjnej oraz równą pozycję negocjacyjną obydwu stron, co praktycznie wyklucza istnienie zjawiska racjonowania kredytu.

**Wykres 7** Krzywa oferowanej ceny kredytu dla jego gwarancji zawartej w przedziale od 0 do 100%



Źródło: Herr, 1991, s. 9.

**Wykres 8** Wykorzystanie gwarancji kredytowej przez trzy typy kredytobiorców



Źródło: Herr, 1991, s. 9.

Z kolei klient *B* i fragment jego mapy krzywych obojętności reprezentują przypadek podmiotu o wysokim ryzyku i (lub) niskiej rentowności. Jak to pokazano na wykresie 6, nie jest wtedy możliwe znalezienie punktu styczności między oczekiwaniami kredytobiorcy (krzywe  $I_B$ ) a preferencjami kredytodawcy (linia  $LO$ ). Ta grupa klientów na komercyjnym rynku kredytowym nie ma zatem szans na uzyskanie funduszy zewnętrznych.

W momencie wdrożenia programu gwarancji kredytowych zmienia się krzywa obojętności kredytodawców. Zagadnienie to ilustruje wykres 7. Punktem wyjścia jest w tym przypadku nierealistyczne założenie, iż gwarancja objęta są w 100% kapitał i odsetki kredytu (linia  $LO_{100}$ ). Jest to równoznaczne z otrzymaniem przez kredytodawcę stałego wynagrodzenia równego stopie procentowej  $i_g$ . Zauważmy, że jest ono wyższe niż przed uruchomieniem programu gwarantowania kredytów (stopa procentowa  $i$ ). Dzieje się tak, gdyż do „normalnej” ceny kredytu należy doliczyć koszty uzyskania gwarancji, różnice w płynności na rynku wtórnym między kredytami niegwarantowanymi i gwarantowanymi, możliwy wzrost oprocentowania inwestycji wolnych od ryzyka (rząd musi przecież pozyskać fundusze na gwarancje kredytowe) oraz ewentualne straty kredytów gwarantowanych. Jeśli więc wyceni się te niedogodności i ryzyka, to okaże się, że dla pewnej klasy klientów (poniżej punktu przecięcia się linii  $LO$  i  $LO_{100}$ ) ubieganie się o gwarancje nie ma uzasadnienia ekonomicznego. Stąd efektywną krzywą obojętności dla hipotetycznej sytuacji stuprocentowego gwarantowania kapitału i odsetek kredytu jest linia  $iLO_{100}$ . W praktyce jednak programy gwarancji kredytowych nie obejmują pełnej skali przejęcia ryzyka przez władze publiczne, co odzwierciedla linia  $LO_g$ .

Na wykresie 8 przedstawiono pozycję trzech grup kredytobiorców w warunkach możliwości skorzystania z realistycznego programu gwarancji kredytowych, tj. takiego, w którym kapitał i odsetki gwarantowane są w wysokości mniejszej niż 100%. Program ten ilustruje linia  $LO_g$ , będąca kombinacją ryzyka i stopy procentowej. Punktem odniesienia dla niego jest nadal krzywa obojętności bez możliwości uzyskania gwarancji (linia  $LO$ ). Mapa krzywych obojętności  $I_A$  przedstawia grupę kredytobiorców, którzy poprzednio nie mogli w ogóle uzyskać funduszy z uwagi na ich bardzo wysoki poziom ryzyka. Z kolei krzywe  $I_B$  reprezentują klientów banków, którzy już poprzednio byli w stanie finansować się kredytami, ale teraz mogą to uczynić jeszcze taniej. Oznacza to, iż grupa ta będzie zainteresowana przejściem do tych pośredników kredytowych, którzy mogą zaoferować pożyczki gwarantowane. Będziemy więc mieli tu do czynienia ze zjawiskiem substytucji między segmentami rynku kredytowego oraz wypychaniem z niego pewnych kredytodawców. Należy

przy tym zauważyć, że obydwie te grupy płacą relatywnie wysokie odsetki od kredytów, wyraźnie jednak niższe od płaconych przez grupę *C*. Ta ostatnia, jak już wynikało z komentarza do wykresie 7, nadal będzie się finansować funduszami pozyskiwanymi na warunkach komercyjnych. Jest to zbiorowość o niskim ryzyku i w związku z tym fundusze pożyczkowe może teoretycznie otrzymywać po najniższych kosztach. Powyższe zastrzeżenie jest konieczne, gdyż niski poziom ryzyka jest równoznaczny także z niskim poziomem zyskowności (rentowności). Można ponadto domniemywać, że grupa *C* dysponuje tradycyjnymi zabezpieczeniami kredytów, ale z drugiej strony może generować tylko niewielkie nadwyżki pieniężne oraz brakuje jej dostatecznie atrakcyjnych projektów inwestycyjnych. W tym kontekście uzasadniony staje się wniosek, że wdrożenie programu gwarancji kredytowych może prowadzić do dalszego pozostawania poza formalnym rynkiem kredytowym podmiotów ekonomicznych o relatywnie najsłabszej kondycji i pozbawionych perspektyw rozwoju. Wynikałoby z tego, że programy takie niezbyt nadają się do łagodzenia biedy i ubóstwa.

Twórcy programów gwarancji kredytowych mogą starać się je zmodyfikować, aby objąć nimi szersze kręgi beneficjentów. Herr (1991) proponuje tu trzy kierunki działania:

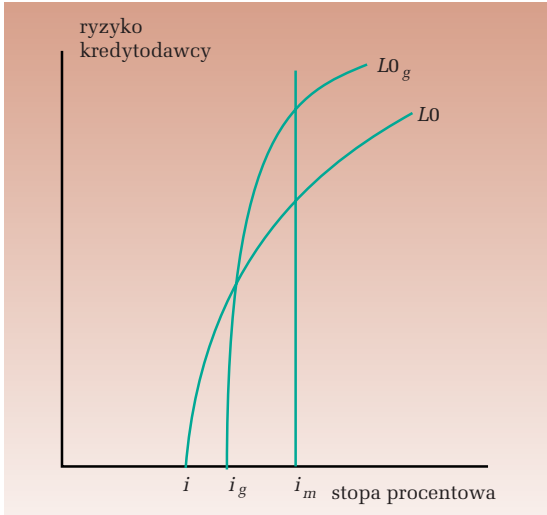
1) obniżenie stopy procentowej inwestycji wolnych od ryzyka, czyli przesunięcie krzywej obojętności  $LO_g$  w lewo na wykresach 7 i 8; trzeba mieć jednak świadomość, iż stanie się to możliwe, gdy uda się stworzyć taką kombinację polityki monetarnej i fiskalnej, dzięki której w danej gospodarce utrzymywać się będzie niska inflacja, a jej efektywność będzie odpowiednio wysoka;

2) zwiększenie skuteczności udzielania gwarancji, co w istocie sprowadza się do obniżenia kosztów takich programów oraz stworzenia wtórnego rynku kredytów gwarantowanych; powinny pojawić się wówczas warunki do autonomicznego (niezależnego od kształtowania się stopy wolnej od ryzyka) przesunięcia stopy  $i_g$  na wykresach 7 i 8;

3) udzielanie pomocy technicznej i kredytowej kredytobiorcom i kredytodawcom, która umożliwiałaby płacenie przez tych pierwszych wyższych stóp procentowych albo zredukowanie ryzyka ponoszonego przez tych drugich.

W programach gwarancji kredytowych interesującym zagadnieniem jest także maksymalne oprocentowanie tak zabezpieczonych kredytów. Herr (1991) analizuje ten problem w ujęciu graficznym. Jeśli to oprocentowanie oznaczy się przez  $i_m$ , to możemy ponownie zidentyfikować grupę kredytobiorców zlokalizowaną na lewo i poniżej krzywej obojętności  $LO_g$  (por. wykres 9). Jak pamiętamy, ich perspektywy rozwojowe i sytuacja ekonomiczno-finansowa są na ogół gorsze niż kre-

Wykres 9 Wpływ ograniczenia wysokości oprocentowania kredytu gwarantowanego na proces selekcji kredytobiorców

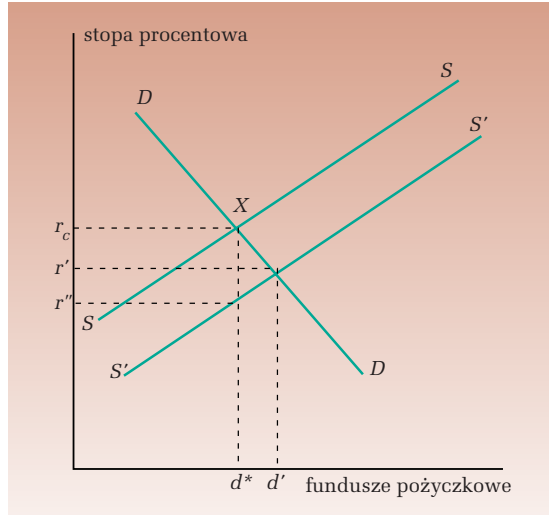


Źródło: Herr, 1991, s. 13.

dytobiorców znajdujących się na prawo od  $i_m$  oraz powyżej linii  $LO$ . Jeśli zatem uchylono by warunek o stosowaniu górnej granicy oprocentowań kredytów gwarantowanych, to więcej klientów o korzystnych perspektywach mogłoby stać się beneficjentami tej formy interwencjonizmu. Z drugiej jednak strony trzeba mieć świadomość, iż działanie takie - w połączeniu z wysokim poziomem gwarantowanej spłaty kapitału i odsetek - jest formą subsydiowania bardziej ryzykownych i zarazem potencjalnie bardziej rentownych podmiotów. Kompromisowym rozwiązaniem powyższego problemu wydaje się zmniejszanie poziomu gwarancji, gdy rośnie ryzyko kredytowania.

Zagadnienie wpływu gwarancji na rynek kredytowy wymaga szerszego rozpatrzenia, gdyż obserwuje się tu pewne kontrowersje. Rozpocznijmy od zaprezentowania poglądów van Hornego (1994). Ich istotę zobrazował wykres 10. Punktem odniesienia jest stan rynku kredytowego, na którym brak jest gwarancji, a więc sytuacja opisana linią popytu  $DD$ , linią podaży  $SS$  oraz miejscem przecięcia się ( $X$ ) tych linii z odpowiadającą im stopą procentową równowagi ( $r_c$ ). Jeśli teraz kredytobiorcy będą mogli korzystać z gwarancji, to linia podaży funduszy pożyczkowych  $S'S'$  przesunie się w prawo. Na skutek redukcji ryzyka kredytowego pojawia się wtedy możliwość wygenerowania większej podaży tych funduszy. Kredytobiorca, który nie jest poddany żadnym ograniczeniom kredytowym, może więc wówczas zaciągnąć kredyt w wysokości  $d'$ , a nie  $d^*$ , i przy niższej stopie procentowej ( $r'$ ). Jeśli jednak wolumen np. subsydiowanych kredytów maleje, to kredytobiorca będzie musiał się zadowolić jedynie pożyczką w wysokości  $d^*$ , a więc taką, jak w warunkach braku gwarancji.

Wykres 10 Efekty gwarancji rządowych

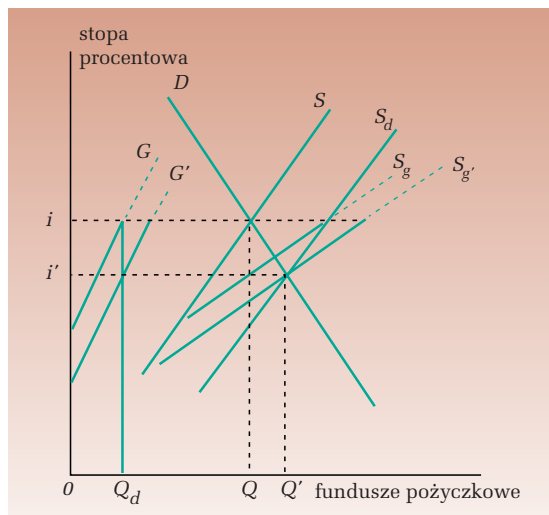


Źródło: Van Horne, 1994, s. 315.

Zauważmy jednak, że oprocentowanie takiej pożyczki byłoby jeszcze niższe ( $r''$ ). Jak widać, przy istnieniu ograniczeń kredytowych krzywa podaży stałaby się łamaną  $S'd^*$ .

Van Horne przy okazji prezentowania wpływu gwarancji rządowych na rynek kredytowy polemizuje także z poglądami, iż instrument ten przynosi wszystkim tylko zyski, a więc jest optymalny w sensie Pareto, bez żadnych ograniczeń. W istocie jednak nadal należy liczyć się ze stratami kredytów gwarantowanych i innymi kosztami stosowania programów gwarancji kredyto-

Wykres 11 Wpływ programów gwarancji kredytowych na rynek kredytowy



Źródło: Herr, 1991, s. 17.

wych. Nadal więc istnieje określone ryzyko kredytowania - z tym tylko, że zostało ono przesunięte na władze publiczne, a w ostateczności na podatnika. Jak przy każdym interwencjonizmie, zyski są więc niejako prywatyzowane, natomiast koszty i ryzyka są często dobrze zamaskowane, rozpraszone wśród wielu obywateli, a przez to uspołeczniane. Ponadto, redukcja ryzyka poprzez stosowanie gwarancji rządowych deformuje mikroekonomiczną wymiennosc w wymiarze ryzyko - rentownosc. Wprawdzie gwarancje te nadaja tej wymiennosci szerszy kontekst (spoleczny), ale nie pojawiaja sie z tego tytulou proste skutki dla osiagania zakladanych celow ingerencji i wzrostu ogolnego dobrobytu.

Analiza na wykresu 10 ograniczala sie do przypadku wystepowania na rynku kredytowym jednego tylko kredytobiorcy. Jak jednak slusznie podkreśla Herr (1991), wnioski wyprowadzane z takiego modelu niekoniecznie sa zgodne z uzyskiwanymi dla calego agregatu, tj. uprzywilejowanego sektora. Zilustrujemy te roznicze, korzystajac z wykresu 11. W warunkach braku jakiegokolwiek ingerencji panstwa rynek kredytowy opisany jest linia popytu  $D$ , linia podaży  $S$  oraz wolumen funduszy pozyczkowych  $Q$ , udostepnianych wedlug stopy  $i$ , rownowazacej podaz i popyt. Jesli pojawi sie teraz rzad ze swoja, doskonale nieelastyczna podaza funduszy  $Q_d$ , ktora moze zaoferowac w postaci kredytow bezposrednich, to sumuje sie ona z poprzednia podaza ( $S$ ) i w konsekwencji otrzymujemy nowa linie podaży  $S_d$  dla calego rynku. Poniewaz czesc podaży kredytow (pochodzaca z funduszy rządowych) moze byc nizzej oprocentowana, łączna stopa procentowa spadnie do poziomu  $i$ , co pobudzi popyt. W konsekwencji calkowity wolumen kredytow moze wtedy wzrosnac z punktu  $Q$  do  $Q'$ . Przyrost ten jest jednak mniejszy niz dodatkowa podaz funduszy rządowych ( $OQ_d$ ). Dzieje sie tak, gdyz spadkowi oprocentowania kredytu towarzyszy efekt wypychania, tj. czesc kredytobiorcow nie chce juz pozyczac przy poprzedniej, wyzszej stopie procentowej ( $i$ ). Teoretycznie efekt wypychania nie musi jednak wystapic. Zalezy to od elastycznosci popytu i podaży na rynku kredytowym. Przy zalozeniu, ze linia popytu opada, zdarzy sie to, gdy podaz bedzie doskonale nieelastyczna. Z kolei przy normalnym ksztaltowaniu sie podaży (wznoszenie sie w gore) efekt wypychania sie nie pojawi, jesli popyt bedzie doskonale elastyczny.

W przypadku realizacji rządowego programu gwarancji kredytowych i przy zalozeniu, ze sa na to przeznaczone takie same fundusze ( $OQ_d$ ), otrzymujemy na rynku kredytowym dodatkowa podaz  $G$ . Polaczenie jej z istniejaca juz podaza  $S$  daje nowa jej wielkosc ( $S_g$ ). Jak wynika z wykresu 11, w tej sytuacji dodatkowy strumien płynności byłby jednak nizszy (punkt przecięcia linii popytu  $D$  i podaży  $S_g$ ) od tego, który mogłyby wygenerowac bezposrednie kredyty z funduszy rządo-

wych. Dzieje sie tak znów na skutek wystepowania efektu wypychania (przesuwanie sie wzdluz linii  $S$ ) oraz w wyniku rosnacej niecheci kredytodawcow do dalszego udostepniania gwarantowanych pozyczek z powodu ich malejacego oprocentowania (ruch wzdluz linii  $G$ ). Jeszcze innym zrodlem wypychania moze byc spadek podaży  $S$  wskutek przesuniecie przez banki czesci funduszy pozyczkowych, pierwotnie przeznaczonych dla normalnych klientow komercyjnych, do podgrupy kredytow gwarantowanych. Wykres 11 pokazuje jednak, ze poprzez uatrakcyjnienie dla bankow ostatnio wymienionych kredytow (wyzszy poziom gwarantowania kapialu i odsetek, redukcja kosztow administracyjnych i pozyskiwanie funduszy pozyczkowych, rozwój wtornego rynku kredytow gwarantowanych) ich wolumen moze wzrosnac takze do punktu  $Q'$ , który odzwierciedla nowa podaz  $G'$  oraz jej pochodna  $S_g'$ . Osiagniecie punktu  $Q'$  rowniez czesciowo zalezy od elastycznosci popytu i podaży na rynku kredytowym.

Spróbujmy obecnie podsumowac role i znaczenie gwarancji kredytowych w systemie interwencjonizmu. Ogolnie, angazowanie sie panstwa w redukowanie ryzyka kredytowego jest reakcja na stan rozwoju finansowego i ekonomicznego, który charakteryzuje sie istnieniem potencjalnie oplacalnych przedsiwziec biznesowych, a jednoczesnie brakiem wystarczajaco atrakcyjnych zabezpieczen dla zewnetrznych kapialodawcow. Zaangazowanie sie rządow uzasadniane jest wtedy koniecznoscia przejecia czesci ryzyka finansowania takich projektow oraz dazeniem do przeciwdzialania zjawisku wypierania z rynku kredytowego klientow postrzeganych przez posrednikow finansowych jako nadmiernie ryzykowni. Ogolnie chodzi wiec o wlaczenie w normalny obieg gospodarczy grup ludnosc i podmiotow ekonomicznych w rozmaity sposob dyskryminowanych. Poza pobudzaniem dzialalnosci gospodarczej, gwarancje i poroczenia kredytowe sluzą wiec jako instrumenty poprawiania sytuacji dochodowej i zmniejszania nierownosci w sferze podzialu. Gdyby w trakcie projektowania systemow gwarantowania kredytow udalo sie rozwiadz znane problemy informacyjne i motywacyjne w postaci hazardu moralnego i selekcji negatywnej, a ponadto kwestie zamiennosci funduszy, substytucji w obrębie poszczegolnych segmentow rynku kredytowego, a takze zredukowac do akceptowalnego poziomu koszty transakcyjne i dodatkowe oplaty zwiazane z zabezpieczeniami oraz uzyskac mozliwie szerokie uczestnictwo spolecznostwa w rynku finansowym - to mogleby byc wyzwolony ciag pozytywnych procesow. Do gospodarki doplywalby szerszy strumien kredytow (czesto koncesjonowanych), co z kolei pozwalaloby realizowac wiecej inwestycji rowniez wzród ubozszej czesci spolecznostwa. Banki nie musialyby w tych warunkach obnizac oprocentowania

depozytów, a to oznaczałoby zwiększanie funduszy i dalsze stymulowanie inwestycji, wzrostu i rozwoju oraz ograniczanie sfery ubóstwa. W rzeczywistości powyższe sprzężenia nie są tak oczywiste.

Z pewnością duża ryzykowność klientów banków może prowadzić do odmawiania im kredytów, ale ważną rolę odgrywają tu także inne czynniki (niedorozwój systemów informacji gospodarczej, ogólna słabość systemu finansowego i związane z tym wysokie koszty transakcyjne obsługi małych przedsiębiorstw; niemożność udokumentowania własnej historii kredytowej). Zbytne szafowanie gwarancjami wspomaganymi przez budżet może w niesprzyjającym otoczeniu doprowadzić nawet do nadmiaru inwestycji w gospodarce. Pewnym ograniczeniem dla tego typu sytuacji może być, co oczywiście zaskakuje, zauważalne zmonopolizowanie rynku kredytowego. Banki mogą wówczas żądać od klientów jeszcze innych zabezpieczeń niż gwarancje i, rzecz jasna, także jego udziału własnego. Z drugiej strony i tak spowoduje to pozostanie na rynku najbardziej ryzykownych spośród nich (to kolejny przykład przejawiania się selekcji negatywnej).

Wprawdzie dotychczasowa praktyka subsydiowania gwarancji rządowych jest słabo udokumentowana, ale z reguły podkreśla się występowanie w tej formie interwencjonizmu wielu problemów i zagrożeń [Chaney, Thakor 1985; Feder et al. 1988; Seibel 1995; Yaron et al. 1997]. Gwarancje te, jak już sygnalizowaliśmy, paradoksalnie mogą prowadzić do preferowania nadmiernej ryzykowności klientów, banków i projektów. Pośrednio również podmioty pierwotnie mniej ryzykowne zachęcane są w tym środowisku do działań mniej rozsądnych. W ten sposób gwarancje tracą swą pierwotną funkcję (redukowania ryzyka). Specjalnie tworzone fundusze gwarancyjne często bardzo szybko się dekapitalizują i nie są w stanie przejść do fazy samofinansowania się. Przy niedostatecznym monitoringu gwarancje udzielane są zazwyczaj bez umiaru i nierozważnie, co prowadzi do wzrostu wydatków budżetowych. Kumulacja zagrożeń związanych z subsydiowanymi gwarancjami kredytowymi jest najbardziej prawdopodobna, gdy są one wkomponowane w szeroko budowany interwencjonizm kredytowy [Seibel 1995].

Mała liczba pozytywnych przykładów zaangażowania się budżetu w tworzenie i podtrzymywanie systemów gwarancji kredytowych bardzo często prowadzi do całkowitego wycofania się państwa z tego typu ingerencji. Mniej radykalne propozycje polegają natomiast na wprowadzaniu rynkowej odpłatności za udzielanie gwarancji, ewentualnym finansowaniu przez budżet kosztów szkolenia personelu instytucji finansowych, zajmującego się świadczeniem usług gwarancyjnych, pomocy inicjalnej grupowym i wzajemnym formom gwarantowania kredytów oraz udzielaniu regwarancji rządowych. Ogólnie chodzi więc znów o minimalizację

zaangażowania budżetowego w redukowaniu ryzyka kredytowego i zarazem o poszerzenie dostępu do rynku kredytowego. W ujęciu bardziej szczegółowym niezbędne jest zatem:

- reformowanie ustawodawstwa w kierunku stworzenia efektywnych mechanizmów ochrony interesów kredytodawców;

- poszukiwanie innowacji finansowych, uelastyczniających procedury kredytowe i obniżających koszty transakcyjne kredytowania drobnych producentów oraz koszty ustanawiania dla nich zabezpieczeń; oba powyższe rodzaje kosztów podlegają bowiem prawu regresji, co z założenia uprzywilejowuje większych klientów banków;

- upraszczanie procedur ustanawiania zabezpieczeń oraz egzekucji praw z tym związanych;

- łagodzenie represyjności systemu finansowego (odchodzenie od nadmiernej jego regulacji i eliminowanie subsydiów rządowych wszędzie tam, gdzie to jest możliwe);

- tworzenie długookresowych związków biznesowych między kredytodawcami i kredytobiorcami, co pozwala zmniejszać asymetrię informacyjną i w konsekwencji łagodzić wymagania co do zabezpieczeń;

- formułowanie realistycznych oczekiwań co do rzeczywistych zakresów oddziaływań gwarancji rządowych. Zgodnie z tym, w najlepszym razie są one tylko częścią mechanizmu zwiększania dostępu do rynku kredytowego i powinny być ukierunkowane przede wszystkim na wspieranie inicjatyw samopomocowych. Uzupelnienie ich instrumentami zachęcającymi do oszczędzania i przestrzegania zdolności kredytowej jest koniecznym warunkiem uzyskania zamierzonej skuteczności. Dla trwałości instytucji gwarancyjnych niezbędna jest natomaist jeszcze rynkowa wycena ich usług.

Rządowe gwarancje kredytowe postrzegane są jako potencjalnie efektywniejszy instrument interwencjonizmu niż kredyty koncesjonowane, gdyż mniej jest tu deformacji mechanizmu rynkowego oraz mogą być tańsze dla budżetu. Jak jednak pokazano, nie jest to instrument idealny. Poza wszelką dyskusję jest przecież wniosek, iż gwarancje takie zmniejszają motywację kredytobiorców i kredytodawców do doskonalenia się w trudnej sztuce korzystania z kredytów i udzielania ich. Zagrożenia tego typu na pewno są znacznie większe np. w krajach transformujących się niż w rozwiniętych gospodarkach rynkowych. Jednak nawet w tych ostatnich gwarancje są trudne do adresowania i utrzymania na rozsądnym poziomie, co najmniej neutralnym dla rozwoju finansowego. Stąd nie dziwi, że także dla tej grupy krajów formułuje się postulaty bardzo wstrzemięźliwego posługiwania się nimi [Swinnen, Gow 1999; Yurugi 1999].

## Bibliografia

1. P.K. Chaney, A.V. Thakor: *Incentive Effects of Benevolent Intervention. The Case of Government Loan Guarantees*. „Journal of Public Economics”, Vol. 29, 1985.
2. R. jr. Davies, P.G. Hare: *Reforming the Systems of Rural Finance Provision in Romania: Some Options for Privatization and Change*. „Quarterly Journal of International Agriculture”, Vol. 36, No 3, 1997.
3. G. Feder, L.J. Lau, J.Y. Lin, X. Lou: *The Relationship between Credit and Productivity in Chinese Agriculture: A Microeconomic Model of Disequilibrium*. „American Journal of Agricultural Economics”, Vol. 72, 1990.
4. M.J. Frey: *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Second Edition Baltimore and London 1995 The Johns Hopkins University Press.
5. W.G. Gale: *Federal Lending and the Market for Credit*. „Journal of Public Economics”, Vol. 42, 1990.
6. F. Heidhues, R. jr. Davies, G. Schrieder: *Agricultural Transformation and Implications for Designing Rural Financial Policies in Romania*. „European Review of Agricultural Economics”, Vol. 25, No 3, 1998.
7. W. Herr: *Toward an Analysis of the Farmers Home Administration's Direct and Guaranteed Loan Programs*. Washington 1991 USDA-ERS.
8. R. Pfeffer: *Investitionsförderung durch Zuschüsse oder Darlehen?* „Der langfristige Kredit”, Nu. 5-6, 2000.
9. H.D. Seibel: *Credit Guarantee Schemes in Small Microenterprise Finance: Do they really do more than harm? - The Case of the Philippines*. „Quarterly Journal of International Agriculture”, Vol. 34, No. 2, 1995.
10. J.F.M. Swinnen, H.R. Gow: *Agricultural Credit Problems and Policies during the Transition to a Market Economy in Central and Eastern Europe*. „Food Policy”, Vol. 24, No. 1, 1999.
11. J.C. Van Horne: *Financial Market Rates and Flows. Fourth Edition*. New Jersey 1994 Prentice Hall International INC.
12. J. Yaron, P.B. jr. McDonald, G.L. Pipek: *Rural Finance. Issues, Design and Best Practices*. Washington 1997 The World Bank.
13. T. Yurugi: *Guarantee System in Japan. W: Agricultural and Credit Infrastructure in Transition Economics*. Proceedings of OECD Expert Meeting, Moscow, February 1999. OECD Paris, 1999.

# Uwarunkowania wzrostu gospodarczego w świetle analizy porównawczej\*

*Adam Lipowski*

## Sformułowanie problemu

W literaturze teoretycznej na ogół istnieje konsensus wokół tego, co sprzyja długofalowemu wzrostowi gospodarczemu, a co hamuje ten wzrost. Jednakże niedostatek badań empirycznych utrudnia w wielu przypadkach sformułowanie jednoznacznych i uzasadnionych doświadczeniem praktycznym postulatów, mających na celu przyspieszenie wzrostu PKB i utrzymanie go w długim okresie na względnie wysokim i stabilnym poziomie.

Mając powyższe na względzie postanowiliśmy spróbować przeprowadzić badanie, opierając się na zagranicznych danych statystycznych. W artykule dokonujemy mianowicie empirycznej weryfikacji poniższych teoretycznych twierdzeń na temat związku między warunkami makroekonomicznymi<sup>1</sup> i zmiennymi polityki makroekonomicznej a długofalowym wzrostem PKB, rozumianym jako wzrost w wyniku powiększenia się potencjału produkcyjnego<sup>2</sup>.

\* W tekście wykorzystano opracowanie: *Charakterystyka polityk wzrostowych w wybranych krajach o wysokiej i niskiej dynamice PKB*, wykonane dla projektu badawczego KBN: *Wzrost gospodarczy w warunkach ustrojowej transformacji w Polsce*, realizowanego w latach 1998-2000.

<sup>1</sup> Uwarunkowania makroekonomiczne są wypadkową działania czynników rynkowych i polityki gospodarczej.

<sup>2</sup> Por. np. A. Alesina, R. Perotti [1994]: *The Political Economy of Growth: A Critical Survey of the Recent Literature*. „The World Bank Economic Review”, nr 3.

### Warunki makroekonomiczne a długofalowy wzrost PKB

1. Wzrost udziału inwestycji (brutto) w PKB (przy danej efektywności inwestycji) sprzyja przyspieszeniu tempa wzrostu PKB.

2. Wzrost udziału oszczędności krajowych (brutto) w PKB sprzyja przyspieszeniu tempa wzrostu PKB.

3. Odpowiednio wysoki wzrost PKB sprzyja powstawaniu miejsc pracy.

4. Niska inflacja jest korzystna dla wzrostu PKB.

5. Wysokie tempo wzrostu PKB sprzyja spadkowi bezrobocia.

6. Deficyt na rachunku obrotów bieżących (o ile nie przekracza niebezpiecznego poziomu) sprzyja wzrostowi PKB.

7. Deficyt bilansu handlowego (o ile nie przekracza pewnego poziomu) sprzyja wzrostowi PKB.

8. Im wyższy jest udział eksportu i importu (patrz zastrzeżenia w pkt. 6 i 7) w PKB tym wyższe może być tempo wzrostu PKB.

9. Relatywnie wysoka dynamika realnych jednostkowych kosztów pracy jest hamulcem wzrostu PKB.

Wymienione zależności odnoszą się do wzrostu PKB w okresie co najmniej 5 - 7 lat. Zależności te przybierają postać związków przyczynowo-skutkowych, w których określone warunki makroekonomiczne występują jako czynnik wzrostu (pkt.: 1, 2, 4, 5, 6, 7, 8) bądź jako jego rezultat (pkt 3).

Warunki te zostały wybrane z uwagi na ich znaczenie dla długofalowego wzrostu oraz - w kontekście ich ilościowej weryfikacji - ze względu na dostępność źródeł statystycznych o charakterze porównawczym, umożliwiających ich kwantyfikację.

Z teoretycznych twierdzeń, mających charakter opisowy, można przejść do twierdzeń normatywnych w odniesieniu do gospodarki wymagającej przyspieszenia dynamiki wzrostu PKB, a następnie utrzymania jej w dłuższym okresie na odpowiednio wysokim poziomie.

1. Należy zwiększać udział inwestycji w PKB.

2. Należy zwiększać stopę oszczędności.

4. Należy dążyć do obniżenia stopy inflacji.

5. Bezrobocie należy zmniejszać poprzez przyspieszenie tempa wzrostu PKB.

6 i 7. Nie należy dopuszczać do poprawy ujemnego salda obrotów bieżących i obrotów handlowych (o ile nie przekracza ono niebezpiecznego poziomu w relacji do PKB).

8. Należy dążyć do zwiększania udziału obrotów międzynarodowych w PKB.

9. Nie należy dopuszczać do relatywnego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w skali międzynarodowej (w wymiarze realnym).

Powyższe twierdzenia mają charakter zaleceń adresowanych do całej gospodarki, a nie wyłącznie polityki makroekonomicznej. Rolą tej ostatniej jest tu stworzenie odpowiednich warunków, sprzyjających realizacji tych zaleceń przez przedsiębiorców.

### Polityka makroekonomiczna a długofalowy wzrost PKB

1. Duży udział wydatków budżetowych w PKB hamuje wzrost PKB.

2. Duży udział wydatków socjalnych w PKB hamuje wzrost PKB.

3. Duże obciążenie PKB podatkami hamuje PKB.

4. Deficyt budżetowy nie sprzyja wzrostowi PKB.

5. Deficyt sektora publicznego nie sprzyja wzrostowi PKB.

6. Wysokie realne stopy procentowe zachęcają do oszczędzania finansującego wzrost PKB.

7. Realna aprecjacja waluty krajowej nie sprzyja wzrostowi PKB;

8. Subsydiowanie przemysłu przetwórczego hamuje wzrost PKB.

Twierdzenia te zostały dobrane, podobnie jak w poprzednim przypadku, pod kątem ich wagi w polityce pro wzrostowej oraz - dla ich weryfikacji - ze względu na dostępność źródeł statystycznych. Z powyższego względu byliśmy zmuszeni zrezygnować z omówienia wielu narzędzi tej polityki, których kwantyfikacja, czyli obliczenie wartości liczbowej na podstawie dostępnej statystyki, okazała się niemożliwa.

Powyższe twierdzenia opisowe można, z punktu widzenia przyspieszenia wzrostu PKB, przekształcić w twierdzenia normatywne:

1. i 2. Należy zmniejszać udział wydatków budżetowych (w tym wydatków socjalnych) w PKB.

3. Należy zmniejszać udział podatków w PKB.

4. i 5. Należy zrównoważyć bilans budżetowy i sektora publicznego.

6. Należy utrzymywać realne stopy procentowe na odpowiednio wysokim poziomie.

7. Należy przeciwdziałać wzrostowi realnej aprecjacji waluty krajowej.

8. Należy redukować subsydia dla przemysłu przetwórczego.

W teorii ekonomii sformułowano ponadto stwierdzenia na temat korelacji między niektórymi wskaźnikami polityki makroekonomicznej a warunkami makroekonomicznymi. Chodzi tu w szczególności o następujące dwa twierdzenia:

1. Udział wydatków budżetowych w PKB (stopa redystrybucji) jest ujemnie skorelowany ze stopą inwestycji.

2. Wysokość deficytu budżetowego jest ujemnie skorelowana ze stopą oszczędności.

Wynikające z tych twierdzeń postulaty pod adresem polityki makroekonomicznej są następujące:

1. Należy zmniejszać stopę redystrybucji PKB.
2. Należy redukować deficyt budżetowy.

Postulaty te sformułowano powyżej (por. pkt 1 i 4), na podstawie twierdzeń teoretycznych na temat korelacji między wskaźnikami polityki makroekonomicznej a długofalowym wzrostem PKB.

### Metodologia badań

Prawdziwość powyższych twierdzeń opisowych i zasadność wynikających z nich zaleceń pod adresem makroekonomicznej polityki pro wzrostowej przetestujemy, odwołując się do doświadczeń trzech par krajów o skrajnie wysokiej i niskiej długookresowej stopie wzrostu PKB. Tymi krajami są:

- a) Irlandia i Grecja,
- b) Korea Płd. i Filipiny,
- c) Chile i Argentyna.

Irlandia, Korea Płd. i Chile są przykładem krajów o wysokim długofalowym wzroście PKB, zaś ich geograficzni partnerzy: Grecja, Filipiny, Argentyna, reprezentują kraje o wzroście mizernym bądź nawet ujemnym.

Podstawą doboru powyższych krajów było - po pierwsze - to, że stosunkowo niedawno kraje te rzeczywiście odpowiadały powyższym cechom pod względem stopy wzrostu PKB. Ponadto, dla uzyskania maksymalnej porównywalności danych dobraliśmy poszczególne pary tak, aby każda wywodziła się z różnego regionu geograficznego, każdy kraj zaś - w ramach danej pary - z tego samego regionu. Wreszcie, co również istotne, żaden kraj z danej pary nie różni się zasadniczo od swego partnera pod względem poziomu rozwoju gospodarczego w początkowych latach badanego okresu<sup>3</sup>.

W badaniu założono, że analiza porównawcza będzie prowadzona według klucza międzyokresowego oraz klucza międzynarodowego<sup>4</sup>. Według klucza międzyokresowego porównamy kształtowanie się w danym kraju wymienionych wyżej wskaźników makroekonomicznych i zmiennych polityki makroekonomicznej w dwóch okresach charakteryzujących się odmiennym tempem wzrostu PKB: przed badanym okresem i po nim. Chodzi o sprawdzenie, czy w okresie objętym analizą wskaźniki i zmienne w tym kraju są różnie niż w okresie poprzednim, zgodnie z twierdzeniami

teoretycznymi. Analiza porównawcza według klucza międzyokresowego będzie miała podstawowe znaczenie przy weryfikacji twierdzeń teoretycznych.

Według klucza międzynarodowego porównamy kształtowanie się powyższych wskaźników i zmiennych makroekonomicznych w tym samym okresie w jednym kraju (o wysokim wzroście PKB) w stosunku do drugiego kraju (o niskim wzroście), w każdej z trzech par krajów. Tutaj również chodzi o sprawdzenie prawidłowości międzynarodowych różnic między wielkościami makroekonomicznymi. Klucz międzynarodowy traktujemy pomocniczo i uzupełniająco w stosunku do klucza międzyokresowego. Jest tak dlatego, iż relatywnie najbardziej obiektywne wyniki osiąga się przy porównywaniu warunków makroekonomicznych wysokiego i niskiego wzrostu PKB w danym kraju. Każde porównanie międzynarodowe może mieć jedynie charakter przybliżony.

Szczególnie interesować nas będą makroekonomiczne warunki wysokiego wzrostu gospodarczego, traktowane jako przykład pozytywny.

W ustaleniu okresu badawczego kierujemy się zasadą, aby był on jednakowy dla obu krajów z danej pary pod względem długości oraz momentu występowania. Dzięki temu wyeliminowaliśmy czynnik koniunkturalny, wpływający na kształtowanie się interesujących nas czynników w sposób omienny dla każdego kraju.

Ponadto, bierzemy pod uwagę okres stosunkowo niedawny, w którym ponadto przy długofalowej tendencji wzrostu PKB (wysokiego lub niskiego) roczne wskaźniki wzrostu były na ogół stabilne, a więc nie odbiegały zbyt od linii trendu. Wybraliśmy okres wyróżniający się pod względem stopy wzrostu PKB: wysokiej lub niskiej, zarówno w układzie między krajami, jak i w układzie czasowym w danym kraju. Innymi słowy, okres badawczy musiał być wybrany tak, aby występująca w nim dynamika PKB była relatywnie wysoka (niska) w jednym kraju w przeciwieństwie do drugiego, zaś w danym kraju - w przeciwieństwie do okresu poprzedniego.

**Grecja i Irlandia.** Okresem badawczym są lata 1989-1995. W ciągu siedmiu lat skumulowany wzrost PKB w Grecji był stagnacyjny, gdyż wyniósł 9%, natomiast w Irlandii wzrost był bardzo dynamiczny i wyniósł 49%. Średnioroczny wzrost wyniósł więc w Grecji 1,3% wobec 7% w Irlandii (tabela 1)<sup>5</sup>.

Zróznicowanie faktycznych rocznych wskaźników wzrostu PKB w każdym z tych krajów było w powyższym okresie stosunkowo niewielkie<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> Np. w 1989 r. PKB na 1 mieszkańca (według PPP) w Grecji wyniósł 8.884 USD, w Irlandii zaś 9.977 USD (OECD, National Accounts [1998]).

<sup>4</sup> Obie te podstawy badań porównawczych można przedstawić formalnie:

Klucz międzyokresowy: kraj  $A_{t_0}$  / kraj  $A_{t_1}$   
gdzie:  $t_0$  - okres poprzedzający okres badawczy  
 $t_1$  - okres badany.

Klucz międzykrajowy: kraj  $A_{t_1}$  / kraj  $B_{t_1}$

<sup>5</sup> Wszystkie dane na temat wskaźników wzrostu PKB w tym przypadku i w przypadku pozostałych krajów zostały wzięte z: *IMF International Financial Statistics Yearbook* [1998] (por. Aneks statystyczny).

<sup>6</sup> W Grecji najwyższa roczna stopa wzrostu PKB wyniosła 3,5% (2 razy), najmniejsza zaś stopa była ujemna (2 razy). W Irlandii roczne stopy wzrostu kształtowały się na ogół w przedziale 6-7% (jednorazowo wystąpiły stopy 2% i 11,1%).



Stagnacyjny (Grecja) i bardzo dynamiczny wzrost PKB (Irlandia) były poprzedzone w latach wcześniejszych, czyli w okresie 1982-1988, wzrostem nieco wyższym (Grecja: 13%) i znacznie niższym (Irlandia: 24%). Uwagę zwraca tu więc dramatyczne przyspieszenie tempa wzrostu PKB w Irlandii w latach 1989-1995 w stosunku do wzrostu dość umiarkowanego w poprzednim okresie.

Ze względu na brak istotnych różnic między stopą wzrostu PKB w Grecji w obu okresach pominiemy ten kraj w porównaniach międzyokresowych.

**Filipiny i Korea Płd.** Różnice w dynamice PKB między tymi krajami były znacznie większe aniżeli w poprzednim przypadku (tabela 2). W okresie badawczym, czyli w latach 1983-1993, a więc w ciągu jedenastu lat, skumulowany wzrost PKB Filipin wyniósł 12,3%, czyli średniorocznie 1,1%. W Korei Płd. wzrost ten wyniósł natomiast aż 155,8%, co dało średnioroczny wzrost 14,2%.

W badanym okresie Filipiny były więc przykładem stagnacyjnej dynamiki gospodarczej, Korea Płd. zaś - wyjątkowo wysokiej dynamiki.

W poszczególnych latach roczne stopy wzrostu PKB tych krajów kształtowały się stosunkowo blisko linii długofalowego trendu<sup>7</sup>.

W poprzednim okresie (1980-1982) skumulowany wzrost PKB na Filipinach wyniósł 12,1% (średniorocznie 4%), w Korei Płd. tempo wzrostu było podobne. Oznacza to, że na Filipinach w badanym okresie nastąpiło znaczne osłabienie tempa wzrostu PKB. Łączny wzrost w ciągu jedenastu lat był niższy od tego w ciągu trzech lat poprzednich. Odwrotne zjawisko wystąpiło w Korei Płd. w latach 1983-1993 - dynamika PKB była wówczas jedną z najwyższych na świecie.

**Argentyna i Chile.** Między tymi krajami wystąpiła największa rozbieżność długofalowych stóp wzrostu PKB (tabela 3). W latach 1984-1990, a więc w ciągu siedmiu lat, skumulowany wzrost PKB w Argentynie był ujemny, gdyż w 1990 r. PKB było niższe niż w 1983 r. o 3,6%, co daje średnioroczny spadek PKB 0,5%. W Chile natomiast wzrost był wysoki i wyniósł 58%, co oznacza średnioroczny wzrost o 8,3%.

Na wyniki gospodarcze w zakresie wzrostu PKB obu krajów w ciągu 7 lat złożyły się dość stabilne roczne stopy wzrostu<sup>8</sup>.

W czterech poprzednich latach zarówno Argentyna, jak i Chile odnotowały ujemny wzrost PKB (odpo-

wiednio: -2% i -2,2%). W Argentynie w badanym okresie nadal trwał zatem kryzys gospodarczy, natomiast Chile przezwyciężyło w tym czasie kryzys i weszło na ścieżkę wysokiego wzrostu.

Podobnie jak w przypadku Grecji, Argentynę pominiemy zatem w analizie międzyokresowej.

### Wyniki empirycznej analizy związku między wskaźnikami makroekonomicznymi a długofalowym wzrostem PKB

Dokonyamy teraz weryfikacji hipotez wyprowadzonych z teoretycznych twierdzeń na powyższy temat.

**Hipoteza 1:** średnioroczny udział inwestycji brutto w PKB powinien być:

- a) wyższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988;
- b) niższy na Filipinach i wyższy w Korei Płd. w latach 1983-1993 aniżeli w latach 1980-1982;
- c) wyższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Weryfikacja empiryczna tej hipotezy dała pozytywne, choć nie w pełni jednoznaczne, gdyż została potwierdzona w przypadku b oraz c, natomiast nie została pozytywnie zweryfikowana w przypadku a (tabela 4). W Irlandii bowiem udział inwestycji brutto w PKB w okresie jego relatywnie szybkiego wzrostu był o 2,7 pkt. proc. niższy niż w latach 1982-1988. Na szczególną uwagę zasługuje tu spadek stopy inwestycji brutto w czasie wysokiego wzrostu gospodarczego - do relatywnie niskiego poziomu 17,1%. Oznacza to, że w kraju tym na różnice tempa wzrostu PKB w badanym okresie, w stosunku do lat poprzednich, zasadniczo musiało wpłynąć polepszenie efektywności inwestycji. Kwestia ta wymaga jednak wyjaśnienia w trakcie odrębnej analizy.

W pozostałych krajach istotną rolę z punktu widzenia zmian dynamiki gospodarczej odegrała natomiast stopa inwestycji, której oddziaływanie na tempo wzrostu gospodarczego było zgodne z twierdzeniami teoretycznymi.

**Hipoteza 2:** średnioroczny udział inwestycji w PKB w badanym okresie powinien być wyższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Dane statystyczne (tabela 4) dowodzą, że hipoteza ta, podobnie jak hipoteza 1., została empirycznie potwierdzona w przypadku b i c, niepotwierdzona zaś w przypadku a. W Irlandii stopa inwestycji brutto w okresie wysokiego wzrostu gospodarczego kształtowała się na relatywnie (i jak wiemy - absolutnie) niskim poziomie: o prawie 4 pkt. proc. niżej aniżeli w Grecji,

<sup>7</sup> Stopy te w przypadku Filipin na ogół kształtowały się w granicach 2-3%, przy dwukrotnie ujemnym wzroście i dwukrotnie stosunkowo wysokim. Jeszcze mniejszą amplitudę mają wahania rocznych stóp wzrostu w Korei Płd., które w siedmiu przypadkach wynosiły 9% i więcej.

<sup>8</sup> W Argentynie przez trzy lata stopy te były ujemne i tylko w jednym roku wzrost był wysoki (7,3%). Z kolei w Chile stopy kształtowały się na ogół w przedziale 6,5-8%.

będącej wówczas w okresie wzrostu bliskiego stagnacji. Potwierdza się tu teza sformułowana przy hipotezie 1. - o kluczowym znaczeniu efektywności inwestycji w dynamice gospodarczej obu tych krajów.

W pozostałych czterech krajach stopa inwestycji była wyższa tam, gdzie wyższy był wzrost PKB. Na uwagę zasługuje tu Korea Płd., gdzie stopa ta wyniosła ponad %, wobec niecałych 21% na Filipinach.

W Chile stopa inwestycji kształtowała się na dość niskim poziomie (19%), choć wyższym aniżeli w Argentynie (16,8%).

**Hipoteza 3:** średnioroczny udział oszczędności krajowych brutto w PKB powinien być:

- a) wyższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988,
- b) niższy na Filipinach i wyższy w Korei Płd. w latach 1983-1993 aniżeli w latach 1980-1982,
- c) wyższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Weryfikacja empiryczna tej hipotezy dała wyniki jednoznacznie pozytywne (tabela 5). W świetle danych statystycznych hipoteza została empirycznie potwierdzona we wszystkich trzech przypadkach. W okresie relatywnie silniejszego wzrostu PKB odpowiednio wyższa była bowiem stopa oszczędności krajowych i *vice versa*. Na szczególną uwagę zasługuje tu Korea Płd., gdzie wzrost stopy oszczędności wyniósł przeszło 10 pkt. proc., oraz Argentyna, w której nastąpił znaczny spadek tej stopy (o przeszło 5 pkt. proc.).

**Hipoteza 4:** średnioroczny udział oszczędności krajowych brutto w PKB powinien być w badanym okresie wyższy:

- a) w Irlandii niż w Grecji,
- b) w Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) w Chile niż w Argentynie.

Podobnie jak w hipotezie 3., dane statystyczne potwierdzają empirycznie hipotezę 4. w trzech rozpatrywanych przypadkach (tabela 5). Gospodarki z relatywnie wyższym tempem wzrostu PKB wykazywały odpowiednio większą skłonność do oszczędzania. Szczególnie wysoka była stopa oszczędzania w Korei Płd. (prawie 34%).

**Hipoteza 5:** średnioroczna stopa bezrobocia powinna być:

- a) niższa w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988;
- b) wyższa na Filipinach i niższa w Korei Płd. w latach 1983-1993 niż w latach 1980-1982;
- c) niższa w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki jednoznacznie pozytywne, gdyż dane statystyczne po-

twierdzają ją we wszystkich przypadkach (tabela 6)<sup>9</sup>. Należy jednak zwrócić uwagę, że średnioroczna stopa bezrobocia w badanym okresie niewiele była niższa (Irlandia, Korea Płd.) niż w okresie poprzednim. Trudno bowiem uznać za istotny spadek stopy bezrobocia z 4,7% do 3,1% w przypadku Korei Płd. oraz z 15,3% do 14,2% w Irlandii. Oznacza to pewną inercyjność (poza Filipinami)<sup>10</sup> nierównowagi na rynku pracy w analizowanych krajach<sup>11</sup> (np. w Irlandii wyraźny spadek bezrobocia rozpoczął się dopiero od 1998 r.). Niemniej, kierunek zależności między wzrostem PKB i bezrobociem okazał się w tych krajach zgodny z założeniami teoretycznymi.

**Hipoteza 6:** średnioroczna stopa bezrobocia powinna być w badanym okresie niższa w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała niejednoznaczne wyniki. W świetle danych statystycznych, hipoteza powyższa została bowiem potwierdzona tylko w przypadku b, natomiast w pozostałych dwóch przypadkach kraje o wysokiej stopie wzrostu (Irlandia i Chile) miały wyższą stopę bezrobocia niż ich geograficzni partnerzy (Grecja i Argentyna) (tabela 6).

Aby wyjaśnić źródła tej niezgodności z teorią ekonomii, trzeba wziąć pod uwagę wysokość stopy bezrobocia w poprzednim okresie. Jeśli stopa ta jest wysoka, to w warunkach stwierdzonej wcześniej inercyjności bezrobocia wobec wzrostu PKB może to tłumaczyć wyższe bezrobocie w dynamicznej Irlandii niż w stagnacyjnej Grecji. Istotnie, w Irlandii w poprzednim okresie stopa bezrobocia była bardzo wysoka i wynosiła 15,3%, natomiast w Grecji tylko 7,4%. Trudno więc oczekiwać, aby proporcje te zasadniczo zmieniły się w badanym okresie, mimo rozbieżnych stóp wzrostu PKB w obu tych krajach. Oznacza to, że dla weryfikacji teoretycznych zależności między bezrobociem a wzrostem PKB w poszczególnych krajach ważne jest uwzględnienie w nich stanu wyjściowego bezrobocia. Niwelacja tradycyjnie wysokiego bezrobocia może trwać dłużej aniżeli siedem lat dynamicznego wzrostu PKB.

**Hipoteza 7:** średnioroczna stopa inflacji powinna być:

- a) niższa w Irlandii w latach 1980-1995 aniżeli w latach 1982-1988,

<sup>9</sup> Poza Chile, dla którego brak jest danych o stopie bezrobocia w latach 1980-1983 (por. przypis 13).

<sup>10</sup> W kraju tym stopa bezrobocia w badanym okresie zwiększyła się z 5,4% do 8,1%.

<sup>11</sup> Podobne uwagi można poczynić w odniesieniu do Chile, w którym stopa bezrobocia w poprzednim okresie musiała być wysoka, skoro w latach 1984-1990 wynosiła średnio 8,6%.

b) wyższa na Filipinach i niższa w Korei Płd. w latach 1983-1993 niż w latach 1980-1982,

c) niższa w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki jednoznacznie pozytywne (tabela 7). Dane statystyczne potwierdzają bowiem hipotezę we wszystkich przypadkach. Stopa inflacji była tam relatywnie niższa (wyższa) w okresie przyspieszenia (osłabienia) dynamiki gospodarczej. Można tu wskazać szczególnie na przykład Korei Płd., która znacznie obniżyła stopę inflacji w okresie przyspieszenia dynamiki wzrostu PKB. To samo dotyczy Irlandii, gdzie wysokiemu wzrostowi PKB towarzyszyła bardzo niska inflacja, w przeciwieństwie do okresu poprzedniego. Z tego punktu widzenia wyjątkiem jest Chile z uporczywie wysoką, dwucyfrową inflacją w obu okresach.

**Hipoteza 8:** średnioroczna stopa inflacji powinna być w badanym okresie niższa w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy również dała wyniki jednoznacznie pozytywne, gdyż okazała się ona prawdziwa we wszystkich przypadkach (tabela 7). Na uwagę zasługuje tu niska inflacja w Irlandii i Korei Płd. na tle swych geograficznych, mało dynamicznych partnerów oraz bardzo wysoka inflacja (wraz z dwoma latami hiperinflacji) w Argentynie w okresie ujemnego wzrostu, wobec której dwucyfrowa inflacja w Chile wygląda na umiarkowaną.

**Hipoteza 9:** średnioroczny deficyt na rachunku obrotów bieżących (w dopuszczalnych granicach) powinien być:

- a) wyższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988,
- b) wyższy w Korei Płd. i niższy na Filipinach w latach 1983-1993 aniżeli w latach 1980-1982,
- c) wyższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki niejednoznaczne, gdyż dane statystyczne tylko częściowo potwierdzają tę hipotezę (tabela 8). W krajach, w których w badanym okresie nastąpiło przyspieszenie tempa wzrostu PKB, odnotowano poprawę salda na rachunku obrotów bieżących. Dotyczy to Irlandii i Korei Płd., gdzie nastąpiło przejście od deficytu do nadwyżki na tym rachunku, oraz Chile, które zanotowało zmniejszenie deficytu. W przypadkach tych analiza dała tu wynik negatywny.

Na Filipinach natomiast w okresie relatywnie niższego wzrostu PKB nastąpiła redukcja deficytu na ra-

chunku obrotów bieżących. Oznacza to, że wynik pozytywny został uzyskany w przypadku osłabienia dynamiki gospodarczej. Przyspieszenie dynamiki wzrostu nie wykazało natomiast korelacji ze spadkiem wyników na rachunku bieżącym.

**Hipoteza 10:** średnioroczny deficyt na rachunku obrotów bieżących (w dopuszczalnych granicach) powinien być w badanym okresie wyższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wynik w zasadzie negatywny (tabela 8). Dane statystyczne dowodzą bowiem, że hipoteza znalazła swe potwierdzenie tylko w przypadku c. W pozostałych dwóch przypadkach (Korea Płd., Irlandia) saldo na rachunkach obrotów bieżących było w badanym okresie dodatnie, zaś u ich geograficznych partnerów - ujemne.

**Hipoteza 11:** średnioroczny deficyt handlowy w okresie badawczym w stosunku do okresu poprzedniego powinien się kształtować zgodnie z hipotezą 9.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki jednoznaczne (tabela 9). Podobnie jak hipoteza 9., również ta hipoteza nie została potwierdzona przez dane statystyczne w przypadku okresu przyspieszenia wzrostu PKB. Wówczas bowiem bilans handlowy Irlandii, Korei Płd. i Chile poprawił się w stosunku do okresu poprzedniego.

W przypadku okresu osłabienia wzrostu PKB hipoteza została zweryfikowana częściowo pozytywnie, gdyż bilans handlowy praktycznie nie zmienił się w porównaniu z poprzednim okresem (Filipiny).

**Hipoteza 12:** średnioroczny bilans handlowy w okresie badawczym w danym kraju w stosunku do jego partnera geograficznego powinien się kształtować zgodnie z hipotezą 10.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki jednoznacznie negatywne (tabela 9). Hipoteza nie została bowiem potwierdzona we wszystkich 3 przypadkach. Według danych statystycznych, w krajach o wysokiej dynamice gospodarczej bilans handlowy (dodatni) z reguły kształtował się na wyższym poziomie aniżeli w krajach z niską dynamiką PKB (gdzie w dwóch przypadkach występował deficyt handlowy).

**Hipoteza 13:** średnioroczny udział handlu zagranicznego (eksport i import) w PKB powinien być:

- a) niższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988;
- b) niższy w Korei Płd. i wyższy na Filipinach w latach 1983-1993 niż w latach 1980-1982,
- c) niższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki niejednoznacznie (tabela 10). Hipoteza została potwierdzona przez dane statystyczne całkowicie w przypadku Irlandii i Chile, częściowo zaś dla Filipin (eksport). W krajach tych wystąpiła prawidłowość, że w okresie relatywnie wyższego (niższego) wzrostu udział handlu zagranicznego w PKB również był relatywnie wyższy (niższy).

Negatywny wynik dała natomiast weryfikacja tej hipotezy w przypadku Korei Płd. oraz Filipin (import). W krajach tych powyższa prawidłowość nie wystąpiła. Np. w Korei, w okresie przyspieszonego wzrostu PKB obniżył się udział eksportu i importu w PKB w stosunku do poprzedniego okresu.

**Hipoteza 14:** średnioroczny udział handlu zagranicznego (eksport i import) w PKB powinien być w okresie badawczym wyższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Argentynie niż w Chile.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki jednoznacznie pozytywne (tabela 10). We wszystkich trzech przypadkach kraj o relatywnie wyższym tempie wzrostu miał wyższy udział handlu zagranicznego w PKB i *vice versa*.

**Hipoteza 15:** dynamika jednostkowych kosztów pracy powinna w okresie badawczym być wyższa:

- a) w Grecji niż w Irlandii,
- b) na Filipinach niż w Korei Płd.,
- c) w Argentynie niż w Chile.

Empiryczna weryfikacja tej hipotezy dała wyniki niejednoznaczne. Hipoteza została potwierdzona przez dane statystyczne w przypadku b, zanegowana zaś w przypadku a oraz c.

Tylko więc Korei Płd. w okresie wysokiego wzrostu PKB spadły jednostkowe koszty pracy, w przeciwieństwie do jej geograficznego partnera, u którego w tym czasie wskaźnik ten wykazał wysoką dynamikę (tabela 11).

Z prawidłowości tej wyłamały się Irlandia i Chile, u których spadek jednostkowych kosztów pracy był niższy niż u ich geograficznych partnerów.

\* \* \*

Podsumowując, można stwierdzić:

1. W okresie wysokiego długofalowego wzrostu PKB w Irlandii, Korei Płd. i Chile zgodnie z twierdzeniami teoretycznymi kształtowały się:

- a) **stopa oszczędności**, gdyż była wówczas wyższa aniżeli w okresie relatywnie niższego wzrostu,
- b) **bezrobocie**, które było niższe aniżeli w okresie relatywnie słabszego tempa wzrostu,

c) **inflacja**, która była niższa niż w okresie słabszej dynamiki gospodarczej.

Zależności a oraz c wystąpiły także przy porównaniach międzynarodowych.

2. W okresie wysokiego długofalowego wzrostu PKB w Korei Płd. i Chile zgodnie z twierdzeniami teoretycznymi kształtowała się **stopa inwestycji brutto**, gdyż była wyższa w tych krajach aniżeli w okresie ich relatywnie niższego wzrostu.

Powyższa zależność wystąpiła także w porównaniach międzynarodowych.

3. Stopa inwestycji brutto kształtowała się natomiast niezgodnie z twierdzeniami teoretycznymi w Irlandii, w okresie jej wysokiego długofalowego wzrostu. Była ona bowiem o prawie 3 pkt. proc. niższa aniżeli w czasie niższego wzrostu (17,1% wobec 19,8%).

4. W okresie wysokiego długofalowego wzrostu PKB w Irlandii, Korei Płd. i Chile niezgodnie z teorią ekonomii kształtowały się deficyty: na rachunku obrotów bieżących i obrotów handlowych. Oba te deficyty były w tych krajach mniejsze niż w okresie relatywnie niższego wzrostu PKB. Poprawa stanu rachunku obrotów bieżących i bilansu handlowego była więc rezultatem przyspieszenia tempa wzrostu, a nie czynnikiem tego przyspieszenia.

5. W czasie wysokiego długofalowego wzrostu w Irlandii i Chile zgodnie z teorią ekonomii kształtował się **udział obrotów handlowych w PKB**. Był on bowiem wyższy aniżeli w okresie relatywnie niższej dynamiki.

6. W czasie wysokiego długofalowego wzrostu w Korei Płd. udział obrotów handlowych w PKB kształtował się natomiast niezgodnie z teorią ekonomii, gdyż był niższy aniżeli w okresie słabszej dynamiki.

7. Brak jest możliwości miarodajnej weryfikacji teoretycznej tezy na temat odwrotnego związku między dynamiką jednostkowych kosztów pracy a tempem wzrostu PKB z powodu niedostatecznej reprezentatywności danych.

### Wyniki analizy empirycznej związku między wskaźnikami polityki makroekonomicznej a długofalowym wzrostem PKB

**Hipoteza 1:** średnioroczny udział wydatków budżetowych w PKB powinien być:

- a) niższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988,
- b) niższy w Korei Płd. i wyższy na Filipinach w latach 1983-1993 aniżeli w latach 1980-1982,
- c) niższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Hipoteza ta została pozytywnie zweryfikowana empirycznie we wszystkich trzech przypadkach (tabela 12). Symptomatyczne jest przy tym to, że w krajach

o wysokim wzroście PKB w badanym okresie wydatki budżetowe były relatywnie niższe niż w poprzednim okresie, a więc w czasie słabszego tempa wzrostu PKB. Ponadto, zwraca uwagę stosunkowo niski poziom (w relacji do PKB) tych wydatków w Korei Płd. i Chile (odpowiednio: 19,6% i 25,1%) - w przeciwieństwie do Irlandii (39,4%).

**Hipoteza 2:** średnioroczny udział wydatków budżetowych w PKB w badanym okresie powinien być wyższy:

- a) w Grecji niż w Irlandii,
- b) na Filipinach niż w Korei Płd.,
- c) w Argentynie niż w Chile.

Hipoteza ta została potwierdzona tylko w przypadku a (tabela 12). W przypadku b oraz c w krajach o wysokim wzroście PKB wydatki budżetowe były - w relacji do PKB - większe aniżeli w krajach o wzroście stagnacyjnym (lub ujemnym).

**Hipoteza 3:** średnioroczny udział podatkowych dochodów budżetowych w PKB powinien być:

- a) niższy w Irlandii w latach 1989-1995 niż w latach 1982-1988,
- b) niższy w Korei Płd. i wyższy na Filipinach w latach 1983-1993 niż w latach 1980-1982,
- c) niższy w Chile w latach 1984-1990 niż w latach 1980-1983.

Hipoteza ta została potwierdzona we wszystkich rozpatrywanych przypadkach (tabela 13). W okresie wysokiego wzrostu PKB był w mniejszym stopniu obciążony podatkami aniżeli w czasie niższego wzrostu.

**Hipoteza 4:** średnioroczny udział podatkowych dochodów budżetowych w PKB powinien być w badanym okresie niższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Hipoteza ta nie została potwierdzona w żadnym z trzech przypadków (tabela 13). We wszystkich trzech krajach o wysokim wzroście obciążenie PKB podatkami było większe niż w krajach o niskiej dynamice gospodarczej. Należy jednak zaznaczyć, że obciążenie to - z wyjątkiem Irlandii (37,3%) - było stosunkowo niewielkie (Korea: 17,5%; Chile: 25%).

**Hipoteza 5:** średnioroczny udział wydatków społecznych w PKB powinien być w badanym okresie niższy w<sup>12</sup>:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Hipoteza ta nie została potwierdzona w żadnym z powyższych trzech przypadków, gdyż w krajach o wysokim wzroście PKB wydatki społeczne były relatywnie wyższe niż

w krajach ze wzrostem stagnacyjnym (lub ujemnym) (tabela 14).

**Hipoteza 6:** średnioroczny udział subsydiów dla przemysłu przetwórczego w PKB powinien być w badanym okresie (1992-1995) niższy w Irlandii niż w Grecji<sup>13</sup>.

Hipoteza ta została w powyższym przypadku potwierdzona, gdyż w Irlandii względna wysokość subsydiów była o połowę niższa niż w Grecji (tabela 15).

**Hipoteza 7:** średnioroczny deficyt budżetowy powinien być:

- a) niższy w Irlandii w latach 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988,
- b) niższy w Korei Płd. i wyższy na Filipinach w latach 1983-1993 aniżeli w latach 1980-1982,
- c) niższy w Chile w latach 1984-1990 aniżeli w latach 1980-1983.

Hipoteza ta została potwierdzona we wszystkich trzech przypadkach (tabela 16). Kraje o relatywnie wyższym tempie wzrostu PKB miały deficyt budżetowy niższy niż kraje ze stagnacyjnym (lub ujemnym) tempem wzrostu.

**Hipoteza 8:** średnioroczny deficyt budżetowy powinien być w okresie badanym niższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) Chile niż w Argentynie.

Hipoteza ta została statystycznie potwierdzona we wszystkich 3 przypadkach (tabl. 16). W krajach o wysokim wzroście PKB albo deficyt budżetowy był mniejszy niż w krajach o niskim (ujemnym) wzroście, albo większa była nadwyżka budżetowa.

**Hipoteza 9:** średnioroczny deficyt sektora publicznego powinien być wyższy na Filipinach w 1983-1993 niż w latach 1980-1982<sup>14</sup>.

Hipoteza ta nie została potwierdzona empirycznie, gdyż na Filipinach deficyt sektora publicznego był niższy w czasie niskiego wzrostu PKB niż w poprzednim okresie - relatywnie wyższego wzrostu (tabela 17).

**Hipoteza 10:** średnioroczny bilans sektora publicznego powinien być w badanym okresie lepszy:

- a) w Irlandii niż w Grecji,
- b) w Korei Płd. niż na Filipinach,
- c) w Chile niż w Argentynie.

We wszystkich trzech przypadkach hipoteza ta została potwierdzona empirycznie, gdyż w okresie wysokiego wzrostu PKB w badanych krajach bilans sektora publicznego okazał się lepszy aniżeli w krajach o niskim

<sup>13</sup> Brak danych dotyczących pozostałych krajów.

<sup>14</sup> Brak danych dotyczących Irlandii, Korei Płd. i Chile za okres poprzedni. W Grecji różnice w tempie wzrostu w dwóch wyróżnionych okresach były zbyt małe z punktu widzenia tego wskaźnika.

<sup>12</sup> Brak danych za poprzedni okres.

wzroście PKB (tabela 17). W Korei Płd. i Chile bilans ten wykazał nadwyżkę, natomiast na Filipinach i w Argentynie - deficyt.

**Hipoteza 11:** wskaźnik dynamiki kursu realnego waluty krajowej powinien być:

- a) niższy w Irlandii w okresie 1989-1995 aniżeli w latach 1982-1988,
- b) niższy w Korei Płd. i wyższy na Filipinach w latach 1983-1993 aniżeli w okresie 1980-1982,
- c) niższy w Chile w latach 1984-1990 niż w okresie 1980-1983.

Powyższa hipoteza została empirycznie potwierdzona w przypadku Irlandii i Filipin, zanegowana zaś w Korei Płd. i Chile (tabela 18). W badanym okresie nastąpił spadek realnej aprecjacji (Irlandia) bądź jej wzrost (Filipiny), natomiast w pozostałych krajach (o wysokim wzroście PKB) realna aprecjacja wzrosła (Korea Płd., Chile). Na uwagę zasługuje tu występowanie realnej aprecjacji we wszystkich badanych krajach w obu okresach.

**Hipoteza 12:** wskaźnik dynamiki kursu realnego waluty krajowej powinien być w badanym okresie niższy w:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż w Argentynie,
- c) Chile niż w Argentynie.

Hipoteza ta została empirycznie potwierdzona we wszystkich trzech przypadkach (tabela 18). Kurs realny waluty krajów o wysokim wzroście PKB wykazywał aprecjację niższą niż w krajach o wzroście stagnacyjnym (ujemnym).

**Hipoteza 13:** średnioroczna realna stopa procentowa banku centralnego powinna być w badanym okresie wyższa w<sup>15</sup>:

- a) Irlandii niż w Grecji,
- b) Korei Płd. niż na Filipinach.

Powyższa hipoteza została potwierdzona empirycznie, gdyż w Irlandii i Korei Płd. stopy te były kształtowane na wyższym poziomie niż w Grecji i na Filipinach<sup>16</sup> (tabela 19). Zwraca tu jednocześnie uwagę wysoka, w wymiarze absolutnym, realna stopa procentowa w Irlandii: powyżej sześciu pkt. proc. średniorocznej stopy inflacji, a z drugiej strony niska stopa w Korei Płd. - tylko powyżej 1,3 pkt. proc. stopy inflacji.

\*\*\*

W podsumowaniu można powiedzieć, że:

1. Podczas wysokiego długofalowego wzrostu PKB w Irlandii, Korei Płd. i Chile zgodnie z twierdzeniami teoretycznymi kształtowały się:

a) **udział podatków w PKB**, gdyż był on niższy niż w okresie relatywnie wolniejszej dynamiki,

b) **udział wydatków w PKB**, z tych samych względów, co powyżej,

c) **deficyt budżetowy**, z tych samych względów, co powyżej.

Zależność c została potwierdzona także w porównaniach międzynarodowych. Porównania te zdają się także potwierdzać teoretyczną tezę o pro wzrostowym charakterze, w dłuższym czasie, odpowiednio wysokiej stopy procentowej banku centralnego. Jednakże brak danych międzykresowych uniemożliwia jednoznaczne rozstrzygnięcie tej kwestii.

2. Na uwagę zasługuje tradycyjnie niski udział podatków i wydatków budżetowych w PKB w Korei Płd. i Chile, zarówno w okresie niskiego, jak i wysokiego wzrostu PKB (Korea Płd. odpowiednio: 18,1% i 21,0% oraz 17,5% i 19,6%; Chile 30,3% i 30,2% oraz 25,0% i 26,1%).

3. W okresie wysokiego wzrostu PKB w Irlandii zgodnie z twierdzeniami teoretycznymi kształtowała się dynamika realnego kursu waluty, gdyż była niższa aniżeli w okresie niższego wzrostu.

4. Dynamika realnego kursu kształtowała się natomiast niezgodnie z twierdzeniami teoretycznymi w Korei Płd. i Chile, gdyż dynamika ta była wyższa niż w okresie niższego wzrostu.

5. Kwestia teoretycznej prawidłowości kształtowania się wydatków socjalnych, subsydiów dla przemysłu przetwórczego oraz realnej stopy procentowej nie mogła zostać wyjaśniona z uwagi na niedostateczną reprezentatywność danych.

## Wnioski

Na podstawie doświadczeń krajów o wysokim długofalowym wzroście PKB (Irlandia, Korea Płd., Chile) można sformułować następujące postulaty pod adresem makroekonomicznej polityki pro wzrostowej. Należy mianowicie stwarzać warunki sprzyjające:

- 1) wzrostowi stopy oszczędzania i inwestowania,
- 2) spadkowi inflacji,
- 3) wzrostowi udziału handlu zagranicznego w PKB.

Z kolei pożądaną politykę pro wzrostową o znaczeniu bezpośrednim, można określić następująco. Należy:

- a) zmniejszyć obciążenie podatkowe PKB,
- b) zmniejszyć wydatki budżetowe,
- c) ograniczyć deficyt budżetowy i sektora publicznego.

Wolno sądzić, iż powyższe postulaty mogą być zalecane polskiej gospodarce, przed którą stoi zadanie zwiększenia tempa wzrostu PKB do co najmniej 5-6% i utrzymania go w długim okresie. Postulaty te mają bowiem oparcie w praktyce w Irlandii, Korei Płd. i Chile w okresie ich wysokiego długofalowego wzrostu. Oczywiście jest, że stwierdzone wyżej postulaty nie są wystarczające dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego

<sup>15</sup> Brak danych o realnej stopie procentowej banku centralnego w badanych krajach w poprzednim okresie.

<sup>16</sup> Brak danych o realnej stopie procentowej banku centralnego w Chile i Argentynie.

w Polsce obecnie. Do tego potrzebne są także inne działania, których omówienie wykracza poza ramy artykułu.

### Uwagi końcowe

Zaprezentowana powyżej jest pierwszą, jak się wydaje, tego typu analizą porównawczą w literaturze ekonomicznej. Ma zatem cechy typowe dla badań pionierskich. Została oparta na skromnym materiale empirycznym, a więc z konieczności jest uproszczona. Nie jest jednak łatwo zebrać dane statystyczne porównywalne ze sobą w okresie wieloletnim i w przestrzeni (kraje), w odniesieniu do wielu wskaźników makroekonomicznych, zwłaszcza tych związanych z postępem technicznym i rozwojem kapitału ludzkiego. Wskaźniki, którymi operowaliśmy, były jedynymi dostępnymi w międzynarodowych źródłach statystycznych. Próbę zaprezentowaną w tej analizie należy zatem traktować jako wstępną, mogącą stanowić podstawę szerszych (obejmujących wiele innych krajów) i bardziej wyrafinowanych badań porównawczych. Dopiero na ich podstawie będzie można w sposób miarodajny określić założenia sprawdzonej empirycznie, racjonalnej polityki makroekonomicznej, sprzyjającej długofalowemu wzrostowi gospodarczemu.

### Dodatek

Poniżej uwagę skupimy na przypadku Irlandii. Jej długofalowy wzrost gospodarczy w latach 90. budzi podziw na całym świecie. W Polsce polityka ekonomiczna tego kraju, zwanego od pewnego czasu „celtyckim tygrysem”, jest stawiana za wzór (w czym zastąpiła politykę ekonomiczną azjatyckich tygrysów).

Nie zawsze jednak wskaźniki makroekonomiczne i zmienne polityki makroekonomicznej Irlandii w okresie jej bardzo wysokiego wzrostu (1989-1995) są dostatecznie znane.

Mamy tu na uwadze następujące wskaźniki makroekonomiczne.

**A. Wzrost stopy oszczędzania**, która w okresie bardzo wysokiego wzrostu podniosła się z 16,3% do 19,1%. Stopa ta pozostała jednak na relatywnie niskim poziomie w porównaniu ze stopą oszczędzania typową dla azjatyckich tygrysów.

**B. Stosunkowo wysokie bezrobocie**, które w badanym okresie zostało jedynie nieznacznie obniżone: (z 15,3% do 14,2%). Wydatny spadek bezrobocia rozpoczął się dopiero po 1995 r. Oznacza to, że 7 lat dynamicznego wzrostu było niewystarczające dla wyczuwalnej poprawy sytuacji na rynku pracy.

**C. Znaczące sukcesy na polu walki z inflacją**, która spadła z 7,2% do 2,9%. Wynika z tego, że przyspiesze-

nie stopy wzrostu PKB można pogodzić z polityką dezinflacji. Jest to bardzo ważna okoliczność, gdyż wskazuje na to, że na dłuższą metę wzrost gospodarczy i dezinflacja wzajemnie się warunkują.

**D. Wzrost i tak już bardzo wysokiej roli handlu zagranicznego** w gospodarce Irlandii. Wskaźnik udziału eksportu i importu w PKB zwiększył się ze 110,2% do 125,3%. Oznacza to, że kluczową rolę w handlu zagranicznym Irlandii musiał odgrywać import inwestycyjno-zaopatrzeniowy (który zazwyczaj stanowi około 80% importu ogółem), będący podstawą ekspansji eksportu, który w 1995 r. osiągnął prawie 80% PKB.

**E. Dzięki ekspansji eksportowej bilans handlowy** miał wysoką nadwyżkę (14% PKB, wobec 3% w okresie poprzednim).

**F. Podobne zjawisko wystąpiło w zakresie bilansu obrotów bieżących**: z deficytu 4,2% PKB do nadwyżki 1,3%.

Najbardziej zastanawiające jest to, że ów bardzo wysoki wzrost PKB Irlandia osiągnęła przy spadku - i tak już relatywnie niskiej - stopy inwestycji brutto: z 19,8% do 17,1%. Musi to oznaczać silny wzrost efektywności inwestycji, osiągnięty zapewne dzięki bezpośrednim inwestycjom zagranicznym (zwłaszcza amerykańskim). Być może ten wzrost efektywności inwestycji został osiągnięty również poprzez redukcję zapasów (do inwestycji brutto, według SNA, zalicza się inwestycje brutto w środkach trwałych oraz zmiany zapasów).

Przechodząc do omówienia niektórych wskaźników charakteryzujących zmienne polityki makroekonomicznej, należy na wstępie odnotować, iż w okresie wysokiego wzrostu PKB nastąpiło generalne „odchudzenie się” państwa w gospodarce Irlandii. Wyrazem tego była redukcja zarówno podatków, jak i wydatków w relacji do PKB. Podatki względnie (i absolutnie) spadły z 40,5% do 37,3%, wydatki zaś obniżyły się silnie: z 50,4% do 39,4%. W rezultacie nastąpiła wydatna redukcja deficytu budżetowego z -9,9% do -2,2%.

Na uwagę zasługują też stosunkowo niskie wydatki socjalne, które w okresie wysokiego wzrostu stanowiły zaledwie 11,4% PKB.

Z powyższych danych wynika, że w czasie wysokiego wzrostu gospodarczego w Irlandii nastąpiło zdecydowane zmniejszenie stopy redystrybucji PKB. Jednocześnie praktyka irlandzka wykazała, że łatwiej tam było zmniejszać inflację aniżeli bezrobocie, które okazało się długotrwałe. Wydaje się, że powyższe aspekty dynamiki gospodarczej Irlandii nie są w naszej publicystyce ekonomicznej dostatecznie wyraźnie dostrzegane.

Na zakończenie należy dodać, że bezpośrednim źródłem sukcesów gospodarczych Irlandii były inwestycje zagraniczne, o czym wyżej była mowa. Temat ten zasługuje na odrębną analizę. Stwierdzimy tylko, że jest on ważny w kontekście polskich doświadczeń, kiedy czasami kwestionuje się wkład kapitału zagranicznego w rozwój gospodarki, posługując się pejoratywnym terminem „obcy” kapitał.

## Aneks statystyczny

Tabela 1 *Dynamika PKB Irlandii i Grecji w cenach stałych w latach 1982-1995 (zmiany w stosunku do roku poprzedniego, w %)*

Kraj	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Irlandia	2,3	-0,2	4,3	3,1	3,7	4,7	4,3	6,1	7,8	2,0	4,2	3,1	7,3	11,1
Grecja	0,4	0,4	2,7	3,1	1,6	-0,5	4,5	3,5	-0,6	3,5	0,4	-0,9	1,5	2,0

Źródło: *International Financial Statistic Yearbook [1998]*.Tabela 2 *Dynamika PKB w Korei Płd i na Filipinach w cenach stałych w latach 1980-1993 (zmiany w stosunku do roku poprzedniego, w %)*

Kraj	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Korea Płd.	-2,2	6,7	7,3	11,8	10,1	6,2	11,6	11,5	11,3	6,4	9,5	9,1	5,1	5,8
Filipiny	5,2	2,9	3,6	1,9	-7,3	-7,3	3,4	4,3	6,8	6,2	3,0	-0,6	0,3	2,1

Źródło: jak w tabeli 1.

Tabela 3 *Dynamika PKB w Chile i Argentynie w cenach stałych w latach 1980-1990 (zmiany w stosunku do roku poprzedniego, w %)*

Kraj	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Chile	8,2	4,8	-10,4	-3,7	8,0	7,0	5,6	6,5	7,3	9,9	3,2
Argentyna	3,7	-5,9	-3,1	3,8	1,8	-6,6	7,3	2,5	-1,8	-6,3	0,2

Źródło: jak w tabeli 1.

Tabela 4 *Udział inwestycji brutto w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne w %, ceny bieżące)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	19,8	17,1
Grecja	–	20,9
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	29,5	32,2
Filipiny	27,5	20,8
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	15,5	19,0 <sup>a</sup>
Argentyna	–	16,8 <sup>a</sup>

<sup>a</sup> 1985-1990.Uwaga: dane dotyczące inwestycji brutto podane są według metodyki Systemu Rachunków Narodowych (SNA). Inwestycje brutto obejmują inwestycje brutto w środkach trwałych (*grossfixed capital formation*) oraz zmiany zapasów (*net increase/decrease in stocks*).Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF: *International financial statistics yearbook 1998, vol. LI, Washington, D.C., „The Economist Intelligence Unit” [1999] Country Data August 1999 Database 1999, November.*



**Tabela 5** *Udział oszczędności krajowych brutto w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne w %, ceny bieżące)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	16,3	19,1
Grecja	–	11,3
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	23,8	33,9
Filipiny	21,3	17,8
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	...	24,1
Argentyna	–	18,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank, World tables, Washington, D.C. 1995; „The Economist Intelligence...” [1999].*

**Tabela 6** *Stopa bezrobocia w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	15,3	14,2
Grecja	–	8,6
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	4,7	3,1
Filipiny	5,4	8,1
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	...	8,6
Argentyna	–	5,9

Uwaga: stopa bezrobocia mierzona jest jako iloraz liczby bezrobotnych ogółem do liczby ludności cywilnej, aktywnej zawodowo i dotyczy osób w wieku 15 lat i więcej (w Grecji - 14 lat). Dane dla Grecji i Irlandii dotyczą bezrobocia rejestrowanego.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *International Labour Organization. Yearbook of labour statistics, Geneva 1986, 1991, 1998; „The Economist Intelligence...” [1999].*

**Tabela 7** *Stopa inflacji (CPI) w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	7,2	2,9
Grecja	–	14,8
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	19,1	5,1
Filipiny	13,5	13,5
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	23,9	20,7
Argentyna	–	1044,7 <sup>a</sup>

<sup>a</sup> w 1989 r. i 1990 r. hiperinflacja.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *IMF, International financial [1998]; „The Economist Intelligence...” [1999].*

**Tabela 8** Bilans rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i w Argentynie (dane średnioroczne w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	-4,2	1,3
Grecja	-	-2,2
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	-6,2	1,2
Filipiny	-6,8	-2,8
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	-6,0	-5,0 <sup>a</sup>
Argentyna	-	-1,4

<sup>a</sup> W 1984 r. deficyt (-)11%; w 1985 r.(-)8,6%.

Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF: *International financial...* [1998]; „*The Economist Intelligence...*” [1999].

**Tabela 9** Bilans handlowy w relacji do PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i w Argentynie (dane średnioroczne, w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	3,0	14,2
Grecja	-	-11,6
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	-5,6	1,1
Filipiny	-6,4	-6,2
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	-3,8	9,5
Argentyna	-	4,2

Źródło: obliczenia własne na podstawie „*The Economist Intelligence...*” [1998].

**Tabela 10** Udział handlu zagranicznego w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	110,2	125,3
Grecja	-	42,8
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	75,0	65,3
Filipiny	53,2	56,0
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	44,8	58,8
Argentyna	-	16,5

Źródło: obliczenia własne na podstawie: IMF *International financial...* [1998]; „*The Economist Intelligence...*” [1999].

**Tabela 11** Dynamika jednostkowych kosztów pracy w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i w Argentynie (skumulowany wzrost w %, przemysł przetwórczy)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	...	-2,6
Grecja	-	-12,7
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	...	-0,2
Filipiny	...	35,1
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	...	-19,3
Argentyna	-	-33,8

Źródło: obliczenia własne na podstawie: European Commission: *European Economy. Broad Economic Policy Guidelines, No 60, 1995*, The International Bank for Reconstruction and Development; *The World Bank World Tables*, Washington, D.C. 1995.

**Tabela 12** *Udział wydatków budżetowych<sup>a</sup> w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i w Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	50,4	39,4
Grecja	–	46,5
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	21,0	19,6
Filipiny	16,3	17,3
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	30,2	26,1
Argentyna	–	13,0

<sup>a</sup> skonsolidowany budżet centralny.

Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF: *Government finance statistics yearbook*, [1991], [1998], vol. XV, XXII Washington, D.C.; IMF *International financial...* [1998]; „*The Economist Intelligence...*” [1999].

**Tabela 13** *Udział dochodów podatkowych państwa<sup>a</sup> w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	40,5	37,3
Grecja	–	33,8
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	18,1	17,5
Filipiny	12,9	14,9
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	30,3	25,0
Argentyna	–	7,2

<sup>a</sup> skonsolidowany budżet centralny.

Uwaga: dochody podatkowe obejmują wpływ z tytułu podatków, opłat skarbowych i cel. Dane dla Grecji i Irlandii nie obejmują podatków odprowadzanych do budżetu unijnego. Dane dla Korei i Filipin dotyczą budżetu państwa. Dochody podatkowe budżetu państwa w przypadku Korei stanowią od 97% do 100% dochodów skonsolidowanego budżetu państwa.

Źródło: jak w tabeli 12.

**Tabela 14** *Udział wydatków socjalnych<sup>a</sup> w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	...	11,4
Grecja	–	5,5
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	...	1,2
Filipiny	...	0,3
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	...	7,7
Argentyna	–	4,7

<sup>a</sup> ubezpieczenia społeczne i pomoc społeczna (skonsolidowany budżet centralny).

Źródło: jak w tabeli 12.

**Tabela 15** *Udział subsydiów dla przemysłu przetwórczego w PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)*

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	...	4,5
Grecja	–	8,8
Kraj	1980-1982	1983-1993
Korea Płd.	...	...
Filipiny	...	...
Kraj	1980-1983	1984-1990
Chile	...	...
Argentyna	–	...

Źródło: European Commission: *Sixth survey on state aid in the European Union in the manufacturing and certain other sectors*. COM (98) 417.

**Tabela 16** Bilans budżetowy<sup>a</sup> w relacji do PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	-9,9	-2,2
Grecja	-	12,7
<b>Kraj</b>	<b>1980-1982</b>	<b>1983-1993</b>
Korea Płd.	-2,8	-0,3
Filipiny	-3,4	-2,4
<b>Kraj</b>	<b>1980-1983</b>	<b>1984-1990</b>
Chile	...	0,7
Argentyna	-	0,4

<sup>a</sup> skonsolidowany budżet centralny.

Źródło: jak w tabeli 12.

**Tabela 17** Bilans sektora publicznego w relacji do PKB w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (dane średnioroczne, w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	...	2,2
Grecja	-	-12,7
<b>Kraj</b>	<b>1980-1982</b>	<b>1983-1993</b>
Korea Płd.	...	2,4
Filipiny	-4,3	-2,4
<b>Kraj</b>	<b>1980-1983</b>	<b>1984-1990</b>
Chile	...	1,3
Argentyna	-	-8,9

Uwaga: dane dla Grecji, Irlandii i Korei Płd. pochodzą od OECD i mogą być nieporównywalne z danymi dla pozostałych krajów. Dane dla Argentyny, Chile i Filipin dotyczą sumy sald bilansów skonsolidowanego budżetu centralnego i budżetów jednostek samorządowych. Dane dla Filipin dotyczą budżetu państwa i budżetów lokalnych (*local units*). Dane dla Chile od 1989 r. dotyczą bilansu skonsolidowanego budżetu centralnego.

Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF: *Government finance ...* [1991], [1998]; *Organization for Economic Cooperation and Development Economic outlook*, nr 65, Paris 1999, „*The Economist Intelligence...*” [1999].

**Tabela 18** Dynamika realnego kursu waluty krajowej<sup>a</sup> w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i Argentynie (skumulowany wzrost w %)

Kraj	1982-1988	1989-1995
Irlandia	67,9	33,3
Grecja	-	119,1
<b>Kraj</b>	<b>1980-1982</b>	<b>1983-1993</b>
Korea Płd.	22,7	68,2
Filipiny	32,4	136,0
<b>Kraj</b>	<b>1980-1983</b>	<b>1984-1990</b>
Chile	31,3	61,1
Argentyna	-	21.129,7

<sup>a</sup> względem USD.

Źródło: obliczenia własne na podstawie European Commission: *European economy. Broad Economic Policy Guidelines*, No 60, 1995; IMF *International financial...* [1998]; „*The Economist Intelligence...*” [1999].

*Tabela 19 Realna stopa procentowa banku centralnego<sup>a</sup> w Irlandii, Grecji, Korei Płd., na Filipinach, w Chile i w Argentynie (dane średnioroczne)*

<b>Kraj</b>	<b>1982-1988</b>	<b>1989-1995</b>
Irlandia	...	6,1
Grecja	–	4,6
<b>Kraj</b>	<b>1980-1982</b>	<b>1983-1993</b>
Korea Płd.	...	1,3
Filipiny	-6,5	-1,7
<b>Kraj</b>	<b>1980-1983</b>	<b>1984-1990</b>
Chile	...	...
Argentyna	–	...

<sup>a</sup> stopa redyskontowa.

Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF: *International financial...* [1998]; „*The Economist Intelligence...*” [1999].

# Polityka zapobiegania kryzysowi walutowemu. Przypadek Chile

*Anna Ząbkowicz*

Czy podporządkowanie polityki makroekonomicznej celowi rozwoju bardziej niezależnego od wahań międzynarodowych rynków surowcowych i kapitałowych jest sprzeczne z porzuceniem strategii integracji z rynkiem światowym? Współczesny przykład jednej z najbardziej otwartych gospodarek świata - gospodarki chilijskiej - pokazuje, jak można godzić jedno z drugim. Strategia, stosowana w obliczu szybko rosnącego napływu zagranicznego kapitału w pierwszej połowie lat 90., zmniejszyła wrażliwość gospodarki na szoki zewnętrzne, czego dowodzi wiele prób, które Chile przeszło bez większych strat, poczynając od 1995 r. Na próbę wystawiły Chile kryzysy walutowe związane z ucieczką kapitału za granicę, które wystąpiły w dwóch innych krajach regionu (to jest w Meksyku i w Brazylii), oraz kryzys, jaki wstrząsnął krajami Azji Południowo-Wschodniej, przyjmującymi - razem ze znajdującą się w stagnacji gospodarką Japonii - 35% chilijskiego eksportu. Jaka polityka pozwalała korzystać z dobrodziejstw obfitości kapitału, jednocześnie nie zwiększając wrażliwości gospodarki na zmiany warunków zewnętrznych?

Generalnie polityka ta polegała na akumulacji rezerw dewizowych i oparciu wzrostu na oszczędnościach krajowych. Ortodoksyjna polityka otwierania się na napływ zagranicznego kapitału w nadziei, że w ten sposób dojdzie do integracji krajowego sektora finansowego z międzynarodowym rynkiem kapitałowym niejednokrotnie prowadzi do sytuacji, gdy oszczędności zagraniczne (często w postaci krótkoterminowych funduszy)

finansują nadmierne wydatki na krajową konsumpcję i ograniczają oszczędności krajowe. Pokazało to doświadczenie Chile z końca lat 70., jak również innych krajów, w tym Polski, które wpadły w pułapkę zadłużenia zagranicznego. Międzynarodowy kryzys zadłużenia i lata „głodu kapitałowego” wymusiły wprowadzenie polityki polegania na własnych siłach (czytaj: oszczędnościach). W Chile strategia ta została utrzymana w latach 90. - mimo że kapitał zagraniczny znów zaczął napływać szerokim strumieniem. Jak napisał J. Vial: „Chile już za wiele razy pokonywało drogę szybkich zysków wywołanych komfortową przejściową sytuacją finansową, która po zmianie o 180 stopni generowała wysoki koszt gospodarczy i socjalny” (Vial 1995, s. 43). Dalsze stosowanie modelu neoliberalnej gospodarki otwartej w latach 90. polegało na mobilizacji wewnętrznych źródeł wzrostu: skłonności posiadaczy kapitału do inwestowania, skłonności do oszczędzania - zwłaszcza wśród najbogatszych warstw - wydajności pracy siły roboczej i jakości kapitału ludzkiego. Pobudzanie przedsiębiorczości i innowacyjności było postrzegane jako szansa na zmniejszenie uzależnienia się od eksportu miedzi oraz od światowej koniunktury na rynku tego surowca. Wzrost oszczędności krajowych stanowił warunek niezależności modernizacji gospodarki od międzynarodowych rynków finansowych. Polityka ekonomiczna miała sprzyjać rozwojowi gospodarki mniej uzależnionemu od wahań międzynarodowych rynków surowcowych i kapitałowych niż w przeszłości, mimo że stopień jej otwarcia znów zbliżył się do sytuacji z końca lat 70.

## Spójna polityka makroekonomiczna i kursowa...

Częścią strategicznego planu uodpornienia gospodarki Chile na wahania rynków międzynarodowych była, preferowana przez biznes, polityka utrzymywania niskich cel i konkurencyjnego kursu walutowego. Taryfa celna - stopniowo zmniejszana od 1984 r. - została wprowadzona do 11% w czerwcu 1991 r. i obniżona w końcu 1998 r. Ze względu na poziom tariff celnych oraz stopień wsparcia eksportu Chile jest klasyfikowane obecnie według eksperckiego rankingu „The Economist” jako jedna z najbardziej otwartych gospodarek świata i druga po Singapurze najbardziej otwarta wschodząca gospodarka rynkowa. Ochronę eksportu, zwłaszcza nietradycyjnego, oraz krajowych inwestycji prywatnych daje natomiast polityka kursowa.

Wobec zasadniczej zmiany niedoboru w nadmiar dewiz pojawiła się koncepcja uwolnienia kursu walutowego po to, aby w rezultacie szybkiej aprecjacji uzyskać szybki spadek inflacji. Władze oparły się tym naciśkom<sup>1</sup>, utrzymując system kroczącej dewaluacji (*crawling peg*), podejmując interwencje na rynku walutowym i nakładając ograniczenia na napływ kapitału krótkookresowego. Polityka kursowa i walutowa zostały podporządkowane celowi powstrzymywania aprecjacji i uniknięcia nadmiernego deficytu obrotów bieżących.

System kroczącej dewaluacji stosowany był bardzo elastycznie w trosce o to, aby uniknąć jakichkolwiek sygnałów dla międzynarodowego rynku kapitałowego, że bank centralny gotów jest za wszelką cenę bronić oficjalnego kursu po przekroczeniu przez kurs rynkowy

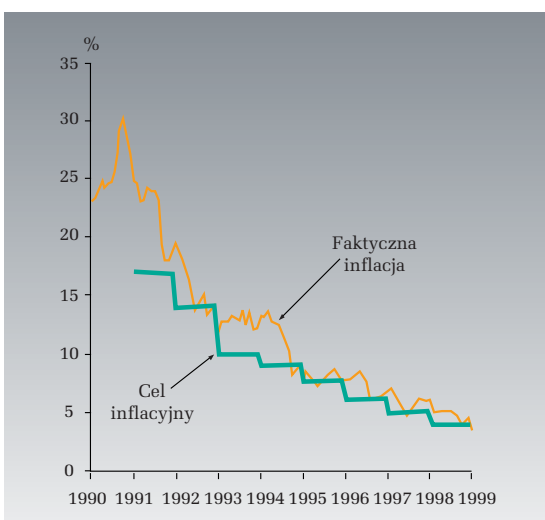
wyznaczonych granic pasma wahań. Wskutek masowego napływu kapitału zagranicznego realny kurs peso miał tendencję do aprecjacji; za pomocą interwencji na rynku walutowym bank centralny utrzymywał jej tempo na umiarkowanym poziomie (4,3% w latach 1992-1996 - Zahler 1999, s. 58) jednym z najniższych w Ameryce Łacińskiej. Granice pasma, za którymi zaczynała się interwencja, były przy tym rozszerzane, a nawet przesuwane, ilekroć władze monetarne były przekonane, że kurs równowagi<sup>2</sup> znalazł się poza pasmem. W okresie kryzysów walutowych w Meksyku i krajach Azji Południowo-Wschodniej, kiedy zahamowanie napływu kapitału zagranicznego wywołało odwrócenie tendencji w kształtowaniu realnego kursu peso, bank centralny zezwolił na deprecjację, bez istotnej sterylizacji i zastrzegając nieco politykę monetarną.

Elastyczna polityka kursowa w dużej mierze była możliwa dzięki wiarygodności polityki monetarnej w stosowaniu kotwicy inflacji innej niż kurs walutowy. Niezależny bank centralny zbudował sobie mocną reputację, realizując zapowiedziane cele inflacyjne dziewięć lat z rzędu (patrz wykres 1). Skuteczność polityki monetarnej była w dużej mierze zasługą reform bankowych z lat 80. i 90., których efektem było zbudowanie w Chile zdrowego sektora bankowego. Cele inflacyjne stopniowo zastąpiły politykę kursową w roli wiarygodnej nominalnej kotwicy. Dzięki temu bank centralny zyskał swobodę w rozszerzaniu pasma wahań kursu bez narażania gospodarki na skutki zmian nominalnego kursu - [Eyzaguirre, Lefort 1999, s. 130].

<sup>1</sup> Bank centralny Chile powstrzymuje się jednak przed wprowadzeniem kursu płynnego w imię większej stabilności w sektorze dóbr wymiennalnych z zagranicą (*tradables*), ze względu na wagę tego sektora w gospodarce Chile.

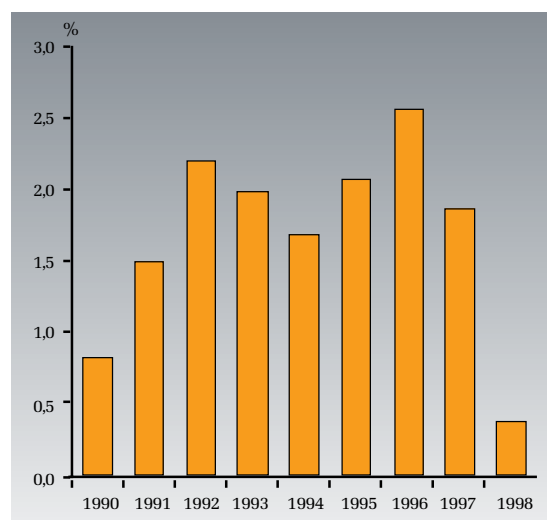
<sup>2</sup> Punktem odniesienia polityki kursowej był kurs równowagi, który zapewniał, że deficyt obrotów bieżących (tj. na poziomie 3-4% PKB) był możliwy do finansowania w dłuższym okresie.

Wykres 1 *Inflacja i cele inflacyjne*



Źródło: Massed, 1999, s. 2

Wykres 2 *Nadwyżka budżetu centralnego jako procent PKB*



Źródło: Massed, 1999, s. 17

Zdrowy budżet wspomagał antyinflacyjną politykę monetarną i tym samym był środkiem rozluźnienia niebezpiecznej pętli, której konsekwencją jest uporczywa aprecjacja i która prowokuje w niektórych przypadkach - jak pokazuje historia kryzysów walutowych wschodzących gospodarek rynkowych w latach 90. - ataki spekulacyjne na narodową walutę. Napływ kapitału inwestycyjnego i pożyczkowego powoduje wzrost popytu wewnętrznego, który zmusza władze do zaostrzenia polityki monetarnej; wyższe stopy procentowe przyciągają kolejne inwestycje i pożyczki z zagranicy i koło się zamyka. Obfitość dewiz na krajowym rynku walutowym powoduje, że waluta krajowa podlega aprecjacji, spada opłacalność eksportu, natomiast rośnie atrakcyjność importu, pogarsza się saldo handlu i rachunku obrotów bieżących, a deficyt z coraz większym trudem jest pokrywany napływem kapitału netto. Jednocześnie topnieją rezerwy walutowe banku centralnego w następstwie interwencji na rynku walutowym w obronie kursu. Kraj staje się obiecującym obiektem spekulacyjnej gry na dewaluację. Ta niebezpieczna pętla została w Chile rozluźniona, gdyż utrzymująca się w latach 1990-1998 nadwyżka budżetowa (1,8% PKB średnio rocznie) pozwalała na relatywnie niższy poziom stopy procentowej.

Dzięki ostrożnej polityce monetarnej i fiskalnej pogorszenie konkurencyjności eksportu i zwiększenie presji na import z powodu inflacji wyższej niż u głównych partnerów handlowych następowały stopniowo, dając czas na dostosowania. Spadek inflacji z 27,3% w 1990 r. do 4,6% w 1998 r. stanowił jedno ze spektakularnych osiągnięć polityki gospodarczej w latach 90.

### ... i zarządzanie przepływem kapitału

W pierwszej połowie lat 90. Chile wykorzystało sprzyjające warunki na międzynarodowym rynku kapitałowym i towarowym do akumulacji rezerw dewizowych. Obfity napływ kapitału (średnio rocznie 6,1% PKB w latach 1992-1996) pozwolił zgromadzić rezerwy dewizowe, które w połowie lat 90. pokrywały 12-miesięczny import. Część z nich, wraz z nadwyżką budżetowej, została użyta do wykupu prawie całego zagranicznego długu rządu i banku centralnego. Dzięki tej operacji obciążenie gospodarki długiem spadło z 62% w 1989 r. do 38% w 1996 r., a tym samym ograniczona została skala ewentualnych konsekwencji niekorzystnych zmian międzynarodowych stóp procentowych i kursów walut zagranicznych, z którymi związane zostało peso. Dodatkowy nadmiar pieniądza zagranicznego, będący następstwem korzystnych międzynarodowych cen miedzi, został zdjęty z rynku pieniężnego przy pomocy Funduszu Stabilizacji Miedzi, który zgromadził środki o wartości 2% PKB w 1997 r. na czas pogorszenia koniunktury.

Napływ inwestycji zagranicznych został wykorzystany do tego, aby zapewnić Chile długoterminowe finansowanie deficytu obrotów bieżących i kontrolowany rozwój rynku kapitałowego. Bardzo liberalne przepisy o bezpośrednich inwestycjach zagranicznych w latach 1989-1998 przyciągały te inwestycje w skali umożliwiającej niemal całkowite pokrycie deficytu obrotów bieżących. Inwestycje portfelowe były natomiast oddzielnie rejestrowane i podlegały znacznie większej kontroli, ograniczanej o wiele wolniej niż w przypadku inwestycji bezpośrednich.

Napływ kapitału krótkoterminowego ograniczano za pomocą obowiązkowych rezerw. Napływ gorącego pieniądza, stymulowany wyższą stopą procentową niż w krajach uprzemysłowionych, powszechnym oczekiwaniem dalszej aprecjacji peso i rosnącymi ocenami, które Chile uzyskiwało w międzynarodowych agencjach szacujących ryzyko inwestycyjne, był ograniczany ostrymi wymaganiami co do sytuacji finansowej firm uprawnionych do emisji obligacji międzynarodowych i nałożeniem obowiązku utrzymywania rezerw przy operacjach na wtórnym rynku ADR, równych 30% wartości transakcji<sup>3</sup>. Kontrola inwestycji portfelowych uchroniła rynek papierów wartościowych przed pojawieniem się spekulacyjnej bańki, niemniej napływ kapitału portfelowego był tak duży (3% PKB w rekordowym 1994 r.), że stał się główną siłą dynamicznego rozwoju rynku papierów wartościowych w Chile w latach 90. Oprócz kontroli inwestycji portfelowych zaostrzono kontrolę napływu kapitału w formie pożyczek, szczególnie krótkoterminowych. W 1991 r. nałożono obowiązek odkładania 30% rezerwy przy wszelkich pożyczkach zagranicznych. Ponieważ rezerwa musi być utrzymywana przez rok bez względu na okres kredytu, najbardziej kosztowne stały się pożyczki krótkoterminowe<sup>4</sup>. Ograniczanie napływu kapitału krótkoterminowego, choć niedoskonałe, okazało się skuteczne i niełatwe do obejścia - wbrew temu co się powszechnie utrzymuje o próbach kontroli zagranicznego kapitału. Niekorzystną stroną kontroli jest arbitralność, związana z podejmowaniem decyzji o uprawnieniach do korzystania z międzynarodowego rynku kapitału krótkoterminowego. Mniejsze i słabsze firmy, nie mające dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, były w tym procesie dyskryminowane.

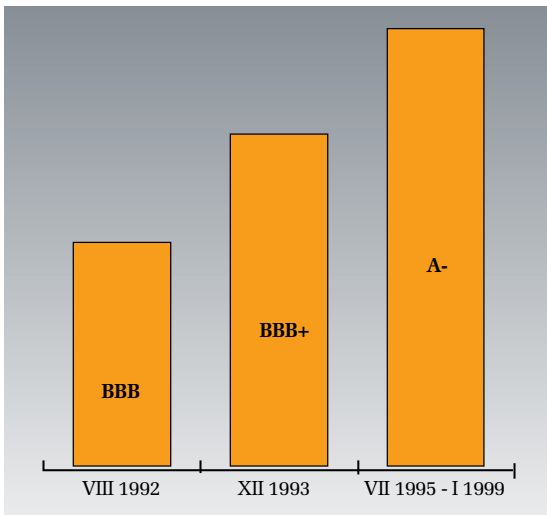
Pod wpływem omówionych przedsięwzięć rozmiary i struktura terminowa długu zagranicznego oraz struktura finansowania deficytu obrotów bieżących

<sup>3</sup> Depozyty o równowartości 30% transakcji (*non-FDI*) w banku centralnym Chile były nieoprocentowane i składane na rok, co znacznie zwiększyło koszt krótkoterminowych lokat. Pod wpływem kryzysu azjatyckiego obowiązkowy depozyt został obniżony do 10% [Massad 1999].

<sup>4</sup> Niezależnie od tego wymogu, licencje na zaciąganie pożyczek zagranicznych uzyskiwały te banki i przedsiębiorstwa, które mogły się wykazać wiarygodnością, ocenioną przez dwie międzynarodowe agencje ratingowe [Żukowski 1999, s. 26].



Wykres 3 Ranking wg długu długoterminowego



Źródło: Massed, 1999, s. 13.

zmieniały się w kierunku, który zapewnia większą stabilność finansową w obliczu szoków zewnętrznych. Chile cieszy się bezpieczną strukturą długu zagranicznego: udział zadłużenia krótkoterminowego należy do najniższych wśród wschodzących gospodarek rynkowych [Eyzaguirre, Lefort 1999, s. 127 i 128].

Przypadek Chile pokazuje, jak istotne jest zarządzanie przepływem kapitału. Przyjęcie obfitości zagranicznego kapitału za rzecz nieodwracalną i brak kontroli nad wzrostem zagranicznego długu krótkoterminowego przyczyniły się do wybuchu w końcu 1994 r. kryzysu finansowego w Meksyku, mimo zdrowego budżetu. Kryzys w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r. pokazał, że wysokie stopy krajowych oszczędności i inwestycji nie zapobiegają same załamaniu finansowemu i walutowemu. Chile uniknęło kryzysu finansowego między innymi dlatego, że - przy zdrowych fundamentach (zdrowy budżet, wysokie stopy krajowych oszczędności i inwestycji) - rząd prowadził zróżnicowaną politykę wobec napływu kapitału i zniechęcał do kumulacji krótkoterminowych długów.

Recesja, która zaczęła się w ostatnim kwartale 1998 r. i przejawiała się w 1999 r. 1,5-procentowym spadkiem PKB, była wynikiem splotu okoliczności w większości niezależnych od polityki gospodarczej. Eksportem i gospodarką Chile w 1998 r. zachwiał kry-

zys finansowy w krajach Azji Południowo-Wschodniej, przez które przepływa 24% chilijskiego handlu zagranicznego („The Economist”, 4 July 1998). Ceny miedzi na rynku międzynarodowym spadły w tym czasie do poziomu najniższego od 30 lat. W rezultacie eksport zmniejszył się o 24%. Jeśli mierzyć tylko skutki pogorszenia warunków wymiany (*terms of trade*), to kryzys azjatycki kosztował Chile utratę 2,5% PKB [Eyzaguirre, Lefort 1999, s. 115]. Do tego doszły skutki suszy, która uderzyła w przemysł hydroenergetyczny, gdzie produkuje się gros energii elektrycznej. Braki energii elektrycznej pomniejszyły PKB o co najmniej 0,7% [„The Economist”, 3 July 1999]. Kolejny kryzys finansowy i recesja w Brazylii i w Argentynie - u ważnych partnerów handlowych Chile - pogorszyły sytuację, głównie z powodu spadku eksportu przemysłu przetwórczego. W rezultacie zahamowanie wzrostu było większe od przewidywanego w związku z azjatyckim szokiem zewnętrznym, ale mimo to niewielkie i przejściowe. Mimo szoku zewnętrznego wzbudzonego kryzysem azjatyckim, w 1998 r. inwestycje zagraniczne łącznie zwiększyły się jeszcze w stosunku do 1997 r., a rezerwy zagraniczne nieznacznie spadły [Southern Cone, June 1999]. Według powszechnych przewidywań, w latach 1999-2000 zagraniczne inwestycje bezpośrednio miały nadal pokrywać potrzeby finansowe Chile. W połowie 1999 r. „The Economist” prognozował wzrost PKB Chile w ciągu następnej dekady średnio w tempie 5% rocznie [„The Economist”, 3 July 1999].

Trudno z pewnością twierdzić, że rozważna i przewidująca polityka makroekonomiczna, zarządzanie długiem i kontrola napływu kapitału całkowicie uodporniły Chile na zawirowania na światowych rynkach finansowych, zważywszy na rozmiary i ruchliwość kapitału międzynarodowego, który współcześnie jest w stanie zachwiać nawet gospodarką krajów należących do czołówki światowej, jak pokazał europejski kryzys walutowy z początku minionej dekady. Faktem jest, że kryzysy walutowe, które nie oszczędziły innych wschodzących gospodarek rynkowych w latach 90., omijały Chile. I choć w drugiej połowie dekady dotknęło Chile załamanie gospodarcze głównych partnerów handlowych, choć jednocześnie gospodarka chilijska musiała się borykać z negatywnymi następstwami innych niezależnych od polityki gospodarczej czynników, jej obecna kondycja daje podstawy do przewidywania szybkiego wyjścia z recesji.

### Literatura

1. N. Eyzaguirre, F. Lefort (1999): *Capital Markets in Chile, 1985-97. W: Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*. G. Praca pod red. G. Perry, D.M. Leipziger. The World Bank, Washigton DC.
2. J. Vial (1995): *Políticas de crecimiento económico y transición política en Chile. W: Políticas económicas y sociales en el Chile democrático*. Praca pod red. C. Pizarro, D. Raczynski, J. Vial. Santiago de Chile CIEPLAN.
3. C. Massad (1999): *The Chilean Economy: Strenghts and Perspectives*. Referat zaprezentowany w Narodowym Banku Polskim. Warszawa 10 marca 1999 r.
4. R. Zahler (1999): *Comment: An Alternative View of Chile's Macroeconomic Policy. W: Chile. Recent Policy Lessons and Emerging Challenges*. Praca pod red. G. Perry, D.M. Leipziger. The World Bank, Washigton DC.
5. R. Żukowski (1999): *Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American Experience for Transitional Economies. W: Wschodzące rynki kapitałowe*. Praca pod red. R. Domański i D. Winek. Warszawa Wyższa Szkoła Handlu i Finansów Międzynarodowych.

## Cechy współczesnego rynku kapitałowego a polski rynek papierów wartościowych

*Munir Al-Kaber*

### Wstęp

Występujące w różnych krajach modele rynków kapitałowych dają się pogrupować w dwa systemy: angloamerykański i europejski. Do tego, aby rynek kapitałowy odgrywał w danym państwie znaczącą rolę, musi on jednak charakteryzować się przejrzystością, rzetelnością, efektywnością, płynnością oraz innowacyjnością. Są to kluczowe cechy współczesnego rynku kapitałowego.

Celem niniejszego artykułu jest wyodrębnienie znaczących cech oraz funkcji, jakie rynek kapitałowy spełnia w krajach rozwiniętych, a następnie porównanie tak stworzonego modelu z warunkami istniejącymi w polskiej gospodarce. Podjęta zostanie również próba odpowiedzi na pytanie, które z wymienionych powyżej pięciu cech sprawnego rynku kapitałowego istnieją już w polskiej gospodarce, a co wymaga jeszcze zmian - zarówno w sferze legislacyjnej, jak i w praktyce.

### Model współczesnego rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy służy finansowaniu średnio- i długoterminowych inwestycji. Kapitał jest w tym przypadku pozyskiwany poprzez emisję instrumentów finansowych, których termin realizacji wynosi więcej niż jeden rok. Nazwa tego rynku wzięła się z tradycyjnego podejścia, zgodnie z którym środki finansujące działalność podmiotu oraz uzyskane na tym rynku przeznaczone są przede wszystkim na inwestycje rozszerzające możliwości rozwoju, np. możliwości produkcyjne. Ponieważ zgodnie z jedną definicji stosowanych w ekonomii kapitał kojarzy się przede wszystkim z majątkiem trwałym, który - jak maszyny, urządzenia, czy też budynki - zużywany jest stopniowo w dłuższym okresie, dlatego długo- i średnioterminowe instrumenty mogą być traktowane jako instrumenty wyemitowane na potrzeby stworzenia bądź sfinansowania tego majątku, a więc znajdujące w nim niejako swoje zabezpieczenie

Tabela 1 Dwa modele organizacji współczesnych systemów finansowych: „system o dominacji rynku kapitałowego” i „system zorientowany bankowo”

Kryterium analizy porównawczej	System o dominacji rynku kapitałowego - przykład USA	System bankowo zorientowany - przykład Niemiec
1. Trwałość więzi między spółką akcyjną a akcjonariuszami	„chwilowi” właściciele udziałów	długookresowi właściciele udziałów
2. Motywy zachowań nabywców udziałów	nabywcy udziałów umotywowani transakcjami (akcja jest dla nich produktem rynkowym)	nabywcy udziałów umotywowani „więzami” (akcja jest dla nich narzędziem budowania więzi ze spółką)
3. Pakiety na rynku kapitałowym	rozproszone, w rękach wielu podmiotów (w tym w dużej mierze w gospodarstwach domowych)	skomasowane, w rękach niewielu podmiotów (w tym w dużej mierze w bankach)
4. Źródła informacji o emitentach i akcjach	zewnętrzne (analitycy giełdowi, doradcy inwestycyjni, agencje ratingowe)	wewnętrzne (zdobyte u źródeł, czyli w samej spółce)
5. Sposób oceny wartości akcji (jako podstawy decyzji o kupnie/sprzedaży udziałów)	krótkookresowe wartościowanie akcji i akcentowanie tzw. analizy technicznej	długookresowe wartościowanie akcji i akcentowanie tzw. analizy fundamentalnej
6. Siła wpływu akcjonariuszy na spółkę akcyjną	mały wpływ, zainteresowanie korzyściami finansowymi	duży wpływ, zainteresowanie prawem głosu

Źródło: W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Inżynieria finansowa*. Warszawa 1999 Placet, s. 27.

rzeczowe<sup>1</sup>. Rynek kapitałowy, w szerszym sensie zwany także wolnym rynkiem kapitałowym, obejmuje wszystkie transakcje dłużne i udziałowe, które nie są realizowane za pośrednictwem banków lub giełdy. Zwykle stronami takich transakcji są osoby prywatne i inne podmioty niebankowe. Rynek kapitałowy w węższym sensie jest rynkiem zorganizowanym zwykle przy udziale instytucji finansowych. Banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne występują zarówno w roli dawców, jak i odbiorców kapitału; odgrywają one także rolę pośredników w transakcjach na tym rynku. Przedmiotem owych transakcji są prawa własnościowe i kredyty, mające niekiedy formę papierów wartościowych. Występują one m.in. w postaci akcji zwykłych, akcji użytkowych, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, jak również w postaci papierów wartościowych dłużnych ze stałym lub zmiennym oprocentowaniem (np. obligacje przedsiębiorstw przemysłowych lub komunalne, listy zastawne, papiery skarbowe) i różnych form długoterminowych kredytów. Rynek kapitałowy w najwęższym sensie jest to segment rynku charakteryzujący się wysokim stopniem instytucjonalizacji, trwałymi strukturami organizacyjnymi, cieszący się dużym zainteresowaniem opinii publicznej<sup>2</sup>.

Dla poparcia powyższej charakterystyki rynku kapitałowego spróbujemy przeanalizować rolę rynku kapitałowego w systemach finansowych dojrzałych gospodarek światowych. W kręgu anglosaskim znaczenie rynku giełdowego wzrasta zdecydowanie bardziej niż kiedykolwiek i gdziekolwiek, podczas gdy na kontynencie główną rolę w finansowaniu przedsiębiorstw odgrywają banki. Pierwszy model można nazwać systemem „o dominacji rynku kapitałowego” (*market-based systems*), drugi zaś systemem „zorientowanym bankowo” lub „bankokracją” (*bank-oriented financial system*). System anglosaski jest związany z dużą dynamiką w sektorze funduszy ubezpieczeniowych, powierniczych oraz emerytalnych jako instytucji gromadzących oszczędności i lokujących je przeważnie za pośrednictwem rynku kapitałowego.

W systemie „zorientowanym bankowo”<sup>3</sup> banki odgrywają centralną rolę także w całej gospodarce, świadcząc usługi, które w drugim z wymienionych systemów są realizowane przez liczne wyspecjalizowane instytucje finansowe. Mówimy, że banki mają w tym systemie charakter uniwersalny<sup>4</sup>. W tabeli 1 zestawiono główne właściwości obu systemów.

<sup>1</sup> J.F. Weston, C.F. Copeland: *Managerial Finance*. Chicago 1991 The Dryden Press, s. 75.

<sup>2</sup> H.E. Büschgen: *Przedsiębiorstwa bankowe*. Tom I. Warszawa 1997 Poltext, s. 78.

<sup>3</sup> System ten w literaturze nazywany jest także „kontynentalny”, „niemiecko-japoński” lub „reński” (nadreński).

<sup>4</sup> *System finansowy w Polsce - lata dziewięćdziesiąte*. Praca pod redakcją naukową B. Pietrzaka, Z. Polańskiego. Warszawa 1997 PWN, s. 30-31.

Tabela 2 *Struktura akcjonariatu w anglosaskim i kontynentalnym modelu systemu finansowego (w %)*

Kategoria inwestorów	USA	Wielka Brytania	Niemcy	Japonia
<b>Sektor niefinansowy</b>	<b>51,4</b>	<b>33,9</b>	<b>61,0</b>	<b>53,9</b>
Gospodarstwa domowe	36,4	29,6	14,6	22,2
Przedsiębiorstwa	15,0	4,1	42,1	32,1
Państwo	0,0	0,2	4,3	0,5
<b>Sektor finansowy</b>	<b>44,5</b>	<b>52,4</b>	<b>30,3</b>	<b>35,8</b>
Banki	0,2	2,3	10,3	13,3
Ubezpieczenia				
i fundusze emerytalne	31,3	39,7	12,4	10,8
Fundusze inwestycyjne	13,0	10,4	7,6	11,7

Źródło: Jak w tabeli 1, s. 28.

Rację mają ci analitycy współczesnych systemów finansowych, którzy następująco charakteryzują model anglosaski jako system o mobilnym kapitale. Nabywcy udziałów traktują je przede wszystkim jako formę lokaty kapitałowej, na dalszym planie stawiając związane z akcjami prawa natury niemajątkowej (np. prawo głosu). Są więc skłonni do wprowadzania częstych zmian w portfelach inwestycyjnych i w związku z tym przywiązują dużą wagę do krótkookresowej wyceny walorów. System kontynentalny można natomiast określić jako system trwałych więzi kapitałowych. Nabywcy udziałów są powiązani trwałymi związkami z emitentami, cenią sobie prawo głosu i silnie akcentują potrzebę długookresowej wyceny akcji. W tabeli 2 zamieszczono dane nt. udział różnych kategorii inwestorów w łącznym wolumenie akcji w USA, Wielkiej Brytanii, Niemczech i Japonii.

Zauważmy wyraźne różnice udziału gospodarstw domowych w globalnym portfelu akcji: w USA - 36,4%, w Niemczech zaś - 14,6%, czyli 2,5-krotnie mniej. Ponieważ struktura własnościowa portfela akcji wyznacza jednocześnie proporcje między inwestorami indywidualnymi a inwestorami instytucjonalnymi, potwierdza to wcześniejsze obserwacje - w systemie anglosaskim własność akcji jest rozproszona, a w systemie kontynentalnym skoncentrowana. Znaczne dysproporcje dotyczą również stopnia uczestnictwa banków w łącznym wolumenie akcji - w Japonii i Niemczech udziały te wynoszą odpowiednio 13,3% oraz 10,3%, przy śladowym poziomie w USA (0,2%).

Polski rynek kapitałowy dopiero się tworzy. Z dotychczasowego kierunku jego ewolucji wynika, że jego kształt będzie wynikiem kompromisu między modelem anglosaskim i niemiecko-japońskim<sup>5</sup>.

Podstawową funkcją rynku kapitałowego - niezależnie od stopnia jego dojrzałości i formy organizacyjnej - jest **alokacja kapitału**, rozumiana jako rozmieszczenie rozporządzalnych czynników produkcji w różnych rodzajach działalności<sup>6</sup>. Rynki dojrzałe czynią to inaczej niż rynki młode, nie w pełni ukształtowane, ale alokacja środków występuje wszędzie, nawet w gospodarce nierynkowej. Można wyróżnić dwie główne formy alokacji środków: alokację w czasie i alokację w przestrzeni. **Alokacja w czasie** oznacza podział wartości dodanej na część konsumowaną i część akumulowaną, z którą w krótkich okresach rynek kapitałowy radzi sobie od setek lat. Gorzej jest z alokacją międzypokoleniową, z którą rynek kapitałowy nie radzi sobie należycie. W pierwszym przypadku priorytetową sprawą dla rynku kapitałowego jest stopa akumulacji, czyli jej udział w wartości dodanej lub w produkcie krajowym brutto (PKB). Głównym instrumentem regulującym ten udział jest dochód z lokat kapitałowych, tj. procent od wkładów bankowych, dywidenda z akcji i dochód z obligacji. Na tej podstawie gospodarstwa domowe kształtują swoje stopy oszczędzania, a przedsiębiorstwa swoje stopy akumulacji. O wysokości tych stóp decyduje popyt i podaż. Jeżeli przedsiębiorcy przewidują rozwój, to zwiększają popyt na kapitał, a to podwyższa oprocentowanie lokat bankowych i dywidendę, czyli zachęca do oszczędzania. Jeśli przewidywania przedsiębiorców są pesymistyczne - wtedy mechanizm działa w przeciwnym kierunku.

Problem alokacji międzypokoleniowej wyłonił się przy okazji przykrych doświadczeń ekologicznych. Przyszłe pokolenia mają takie samo prawo do świeżego powietrza, zieleni i nieodnawialnych zasobów surowcowych, jak ich ojcowie i dziadowie. Tymczasem gospodarka oparta na motywach zysku i opisanej po-

<sup>5</sup> M. Lewandowski: *Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. „Penetrator - Rynek Kapitałowy” nr 4/1998, s. 80.

<sup>6</sup> Z. Fedorowicz: *Podstawy teorii finansów*. Warszawa 1992 Poltext, s. 113.

przednio alokacji krótkookresowej powoduje, że dla przyszłych pokoleń pozostaje coraz mniej tych zasobów i coraz mniej miejsca na Ziemi. Od strony teoretycznej remedium ma być model trwałego rozwoju (*sustainable development*), a od strony praktycznej polityka rządów chroniąca środowisko i zasoby nieodnawialne. Jest to jednak raczej sfera nadziei lub życzeń, a nie realne przeciwdziałanie. Rynek kapitałowy i całe instrumentarium gospodarki rynkowej nie radzą sobie z tym zagrożeniem. Innym aspektem alokacji międzypokoleniowej jest dług publiczny. Stare długi spłaca się nowymi i w ten sposób opóźnia się termin zapłaty. Oznacza to, że zaciągnięte długi, przeznaczone z reguły na bieżące wydatki konsumpcyjne budżetu państwa, będą spłacać przyszłe pokolenia.

W przypadku **alokacji przestrzennej** wchodzi w rachubę alokacja międzysektorowa, między działaniami i gałęziami gospodarki, a także między regionami. W Polsce najbardziej widoczna jest obecnie alokacja związana ze zmianą udziału sektora publicznego i prywatnego w gospodarce. Dokonuje się ona dwiema metodami: po pierwsze przez endogenny rozwój sektora prywatnego, w tym przez działalność założycielską, i po drugie - przez prywatyzację sektora publicznego, a ściślej - własności państwowej. Alokacja międzygałęziowa i międzyregionalna w Polsce wiąże się ściśle z alokacją międzysektorową. Ostoją własności państwowej w Polsce jest obecnie przemysł wydobywczy, maszynowy, ciężka chemia, komunikacja i energetyka.

Opisanej wyżej funkcji alokacyjnej rynku kapitałowego towarzyszą trzy inne funkcje: informacyjna, transformacyjna i wyceniająca. Bez nich niemożliwa byłaby alokacja i cały rynek kapitałowy. **Funkcja informacyjna** rynku to po prostu dostarczanie informacji oferentom środków kapitałowych oraz poszukującym tych środków. Informacje te zawierają się przede wszystkim w cenie kapitału, ale także w intensywności popytu i podaży, która znajduje wyraz w cenie, chociaż może być postrzegana odrębnie. Są także pewne informacje przedceny, które przez pewien czas mogą stwarzać korzystną sytuację dla niektórych uczestników rynku. Na tym tle powstaje pytanie, czy na efektywnym rynku rzeczywiście występują informacje postrzegane tylko przez niektórych uczestników, a zatem czy rynki są naprawdę efektywne i czy w informacji rynkowej dominuje symetria, czy też asymetria. Są to skomplikowane problemy teoretyczne, dotyczące wszelkich rynków, które w Polsce - z uwagi na niedojrzałość rynku kapitałowego - mają często specyficzny wymiar.

**Funkcja transformacyjna** polega na tym, że rynek kapitałowy zamienia środki niekapitałowe - w tym oszczędności gospodarstw domowych, wierzycielności itp. - w kapitał, czyli w lokaty przynoszące dochód. Ponadto, rynek ma zdolności do zmiany jednej formy ka-

pitalu w inną, w tym kapitału obrotowego w trwałą i odwrotnie, a także do zamiany udziałów w spółkach nieemisyjnych na kapitał akcyjny, przemieszczania między kapitałem własnym i obcym. Transformacyjna funkcja rynku kapitałowego zapewnia ruchliwość środków, czyli płynność aktywów. Sprzyjają temu odpowiednie instytucje rynku kapitałowego, takie jak giełda i biura maklerskie. Funkcja transformacyjna odgrywa kluczową rolę w mobilizacji środków kapitałowych i w największym stopniu wspiera samą alokację.

**Funkcja wyceniająca** rynku kapitałowego przejawia się w wycenie jednostek kapitałowych, co jest zadaniem skomplikowanym i pracochłonnym. Zanim na rynku pojawi się propozycja cenowa przedsiębiorstwa i jego części wyrażonych w akcjach, całe sztaby specjalistów przygotowują ją miesiącami. Niemniej ostateczną cenę ustala rynek, tzn. nabywca, który daną propozycję cenową zaakceptuje, skoryguje lub odrzuci. Kiedy mamy do czynienia z powtarzalnymi operacjami, np. codziennymi notowaniami tych samych akcji lub notowaniami ciągłymi, wycena (a ściślej - korekta poprzedniej wyceny) następuje szybko, z dnia na dzień lub wręcz z minuty na minutę. Cena jest swoistym paszportem dla jednostek kapitałowych przepływających z rąk do rąk. Bez niej niemożliwy byłby żaden ruch na rynku kapitałowym<sup>7</sup>.

## Przejrzystość i rzetelność

Przejrzystość zawiera się w przyjętym sposobie zawierania transakcji i informowaniu o zrealizowanych transakcjach. Na polskim rynku kapitałowym zasada przejrzystości rynku wyraża zasadniczy postulat publicznego obrotu, zgodnie z którym wszyscy jego uczestnicy powinni mieć zapewniony jednakowy dostęp do tej samej informacji w tym samym czasie. Zważywszy na fakt, iż publiczny obrót koncentruje się na rynku regulowanym, z zasady przejrzystości uczyniono jeden z elementów konstytuujących rynek regulowany. Zgodnie z art. 4 pkt 14 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>8</sup>, przez rynek ten rozumie się system obrotu papierami wartościowymi zorganizowany w taki sposób, że przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia tych papierów zapewniony jest powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz zachowane są jednakowe warunki nabywania i zbywania tych papierów. Zasada przejrzystości narzuca więc konieczność upublicznienia przez emitentów wszelkich informacji, do czego wykorzystuje się raporty bieżące oraz raporty okresowe. Upublicznianie

<sup>7</sup> Z. Madej: *Polski rynek kapitałowy*. Warszawa 1998 Wyd. Wyższej Szkoły Biznesu i Administracji, s. 26-35.

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 12 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Dz.U. nr 118, poz. 754 z późn. zm.

to powinno być realizowane w taki sposób, żeby zapewnić dostęp do tych informacji wszystkim, bez względu na ich status prawny i ekonomiczny. Dlatego też ustawa nakazuje przekazywanie ich jednocześnie do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz do spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym papiery wartościowe danego emitenta są notowane. Poza tym powyższe informacje trafiają także do agencji informacyjnej, dzięki czemu mogą zaistnieć w środkach masowego przekazu. Zasada przejrzystości wymaga również, aby do wiadomości publicznej przekazywać informacje na temat zmian danych zawartych w prospektach emisyjnych bądź w memorandumach informacyjnych. Dzięki temu uczestnicy obrotu uzyskują stały dostęp do zaktualizowanych informacji, na podstawie których podejmują decyzje<sup>9</sup>.

Rzetelność związana jest przede wszystkim ze sposobem i trybem przekazywania do publicznej wiadomości informacji pochodzących od emitentów. Po pierwsze, informacja jest chroniona prawem. Po drugie, istnieje rozbudowany i rozwijany przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd system „Emitent”, za pośrednictwem którego emitenci przesyłają - w technice cyfrowej, szybko i bezpiecznie - informacje potrzebne inwestorom do oceny opłacalności inwestycji<sup>10</sup>.

Do zasadniczych obowiązków informacyjnych należy:

- a) przekazywanie informacji bieżących,
- b) przekazywanie informacji okresowych,
- c) przekazywanie informacji o wszystkich zdarzeniach, które mogłyby znacząco wpłynąć na cenę bądź wartość papieru wartościowego.

Zakres informacji bieżących i okresowych określa rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie rodzaju, formy i zakresu informacji bieżących i okresowych oraz terminów ich przekazywania przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (Dz.U. nr 163, poz. 1160). Rozporządzenie szczegółowo wylicza kategorie zdarzeń, o których zaistnieniu emitent zobowiązany jest informować - w raportach bieżących - KPWiG, a także spółkę prowadzącą giełdę lub rynek pozagiełdowy oraz agencję informacyjną. Raporty okresowe służą natomiast do przekazywania informacji finansowych i dlatego prezentują dane ujęte w sposób porównawczy. Rozporządzenie typizuje określone zdarzenia, o których zaistnieniu emitent musi przekazać informację, natomiast w przypadku zdarzeń mogących wpłynąć na cenę lub wartość danych papierów pozostawiono mu swobodę oceny takiego zdarzenia. Emitent samodzielnie decyduje, czy określone zdarzenie jest na tyle istotne, że może wpłynąć na wartość lub cenę jego papierów oraz czy powinno się o tym zdarzeniu poinformo-

wać Komisję. Poza obowiązkami informacyjnymi, odnoszącymi się do działalności emitenta, zobowiązany jest on do aktualizowania treści prospektu emisyjnego, jeżeli w czasie jego ważności zmieniają się zawarte w nim dane<sup>11</sup>.

## Efektywność i płynność rynku kapitałowego

Skuteczność działania rynku kapitałowego i rola, jaką odgrywać on będzie w gospodarce, zależą w znacznym stopniu od efektywności tego rynku. Efektywny rynek kapitałowy to taki, na którym ceny instrumentów finansowych zawsze w pełni odzwierciedlają wszelkie dostępne informacje<sup>12</sup>. Efektywność rynku kapitałowego można rozważać w trzech aspektach:

- efektywności alokacyjnej, polegającej na zdolności rynku do optymalnej alokacji środków finansowych między sektorami gospodarki;

- efektywności operacyjnej, sprowadzającej się do zapewnienia atrakcyjnych warunków dokonywania transakcji; chodzi tu przede wszystkim o płynność walorów, ciągłość cenową, brak dyskryminacji inwestorów, racjonalny poziom kosztów transakcyjnych;

- efektywności informacyjnej, czyli zdolności rynku do właściwej oceny dostępnych informacji oraz do szybkiego reagowania w przypadku pojawienia się nowej informacji<sup>13</sup>.

Dla uściślenia kategorii rynku efektywnego porównajmy to pojęcie z kategorią rynku doskonałego. Rynek doskonały charakteryzuje się następującymi cechami<sup>14</sup>:

- informacja jest darmowa i dociera jednocześnie do wszystkich uczestników rynku,

- na rynku panuje doskonała konkurencja, zarówno w przypadku aktywów realnych, jak i finansowych, co oznacza, że wszyscy producenci dostarczają produktów po najniższych kosztach, a żaden z nich nie wpływa na wysokość ceny - wszyscy są „otrzymującymi cenę” (*price takers*);

- panuje doskonała podzielność, czyli wszystkie aktywa są podzielne i mogą stanowić przedmiot obrotu bez kosztów transakcyjnych;

- wszyscy uczestnicy rynku zachowują się racjonalnie, w sposób maksymalizujący ich funkcję użyteczności (*utility maximizers*).

Rynek doskonały jest jednocześnie efektywny. Rynek kapitałowy może być jednak efektywny nawet

<sup>9</sup> M. Bączyk, M.H. Koziański, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss: *Papiery wartościowe*, Zakamycze 2000, s. 663.

<sup>10</sup> J. Socha: *Rynek, giełda, inwestycje*. Warszawa 1998 Olympos, s. 20.

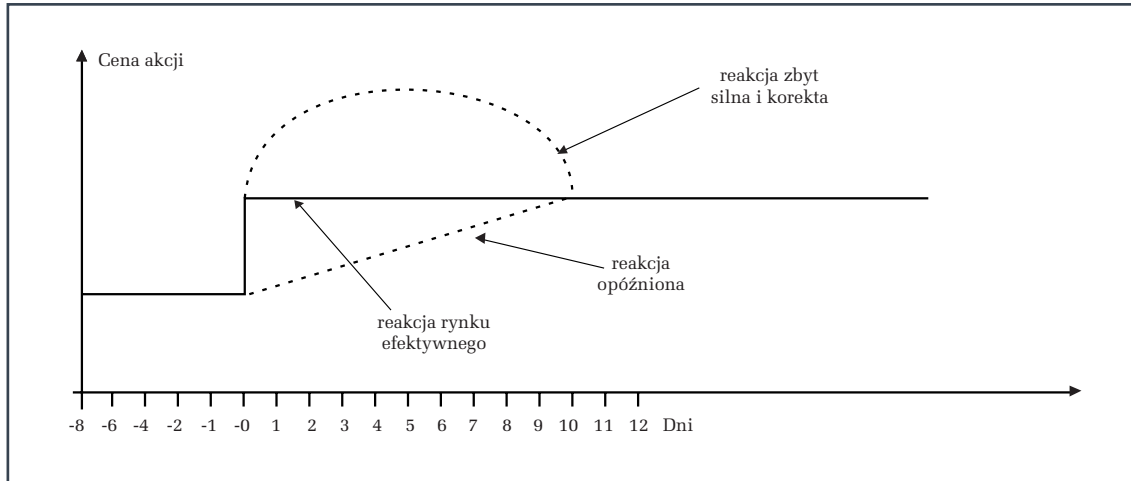
<sup>11</sup> M. Bączyk, M.H. Koziański, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss: *op.cit.*, s. 671 i nast.

<sup>12</sup> E.F. Fama: *Efficient Capital Markets*. W: *A Review of Theory and Empirical Work*. „Journal of Finance” nr 25/1970, s. 383.

<sup>13</sup> A. Szyszka: *Czy rynek można przechrzyć*. „Penetrator - Rynek Kapitałowy” nr 8/1999, s. 50.

<sup>14</sup> J. Samuels, F. Wilkes: *Management of Company Finance*. Workingham 1986 Van Nostrand Reinhold, s. 137

Schemat Reakcja rynkowej ceny akcji na otrzymaną informację w przypadku rynku efektywnego oraz nieefektywnego



Źródło: J. Gajdka, E. Walińska, *op.cit.*, s. 104.

wówczas, gdy nie jest doskonały. Wystarczy bowiem, że wszystkie informacje uwzględnione są w cenach. Jeżeli na przykład rynek nie jest doskonale podzielny i występują na nim koszty transakcyjne, to może być efektywny, o ile ceny akcji lub obligacji będą uwzględniały tę informację. Jeśli na rynku panuje monopol, to nie jest on doskonały. Jednak rynek kapitałowy może być efektywny, gdy fakt istnienia monopolu znajdzie odzwierciedlenie w cenach aktywów finansowych (ceny te powinny uwzględniać przepływy pieniężne monopolistów). Na schemacie przedstawiono sposób uwzględniania otrzymanej przez rynek informacji w cenie w sytuacji, gdy rynek jest bądź efektywny bądź nieefektywny.

Linia ciągła na schemacie odzwierciedla ruch cen na rynku efektywnym. Linia przerywana przedstawia reakcję opóźnioną. Jak wynika ze schematu, upływa 10 dni, zanim cena akcji w pełni uwzględni konsekwencje wynikające z informacji otrzymanej przez rynek. Linia „punktowa” przedstawia zbyt silną reakcję rynku na otrzymaną informację oraz dostosowywanie się ceny akcji do właściwego poziomu przez kolejne dni. Linie: przerywana oraz ciągła prezentują zmiany ceny akcji, które mogą zachodzić na rynku nieefektywnym.

W poprzednich rozważaniach założono, że rynek efektywny reaguje natychmiast na wszystkie otrzymane informacje. W rzeczywistości jednak niektóre informacje mogą wpływać na ceny akcji szybciej lub silniej od innych. Aby uwzględnić różne szybkości reakcji rynku, przyjęło się dzielić ogół dostępnych informacji na różne grupy. W literaturze powszechnie wyróżnia się, w zależności od rodzaju informacji, trzy podstawowe formy efektywności informacyjnej rynku kapitałowego, które mają odzwierciedlać ceny walorów:<sup>15</sup>

1. Hipoteza słabej efektywności rynku (*weak form*). Zakłada, że cena rynkowa papierów wartościowych powinna odzwierciedlać wszystkie informacje, które są zawarte we wcześniejszych notowaniach cen. Jeżeli na przykład ceny akcji danej spółki wykazują sezonowy wzrost w maju i spadek we wrześniu, to przy prawdziwości hipotezy o słabej efektywności rynek eliminuje sezonowe wahania cen. Oznaczałoby to, że inwestorzy, przewidując wzrost cen akcji w maju, będą starali się kupić dany walor już w kwietniu. Spowoduje to, oczywiście, większy popyt na te akcje i w efekcie szybszy wzrost cen w kwietniu. Spodziewając się wrześniowego spadku, inwestorzy ci spróbują sprzedać akcje w sierpniu. Zwiększy to podaż akcji na rynku i spowoduje szybszy spadek cen. Jeżeli zależności takich na rynku będzie dużo i będą miały bardziej złożoną strukturę, to zostaną zidentyfikowane i wyeliminowane w taki sposób, że przewidywanie przyszłego przebiegu akcjogramu na podstawie wcześniejszych informacji stanie się niemożliwe. W takiej sytuacji hipoteza o słabej efektywności rynku jest spełniona.

2. Hipoteza średniej efektywności rynku (*semi-strong form*). Jest ona prawdziwa, jeżeli ceny papierów wartościowych odzwierciedlają wszystkie publicznie dostępne informacje. Informacjami tymi są zarówno szeregi czasowe notowań giełdowych, jak i raporty finansowe publikowane w podanych do powszechnej wiadomości terminach, a dotyczące spółek giełdowych i firm nie notowanych na giełdzie, lub raporty dotyczące stanu gospodarki. Można powiedzieć, że są to wszystkie powszechnie znane informacje, które mogą mieć wpływ na wartość akcji.

3. Hipoteza silnej efektywności rynku (*strong form*). Zakłada ona, że rynek jest skrajnie efektywny. Oznacza to, że wszystkie informacje znajdują odzwier-

<sup>15</sup> W. Tarczyński: *Efektywność działania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. „*Ekonomista*” nr 4/1997, s. 522 i nast.

ciędlenie w cenach papierów wartościowych. Są to informacje publiczne, dostępne dla wszystkich inwestorów, informacje niedostępne i poufne. Przy prawdziwości tej hipotezy posiadacz informacji poufnych wykorzystuje je, zakupując lub sprzedając określone papiery wartościowe. Może to doprowadzić do zmian ceny danego papieru wartościowego, stosownie do potencjału finansowego posiadacza informacji oraz znaczenia poufnej informacji.

Zależnie od tego, która z hipotez efektywności rynku jest prawdziwa, do podejmowania decyzji na rynku stosuje się właściwą metodę analityczną. Dla rynku słabo efektywnego najbardziej właściwa jest analiza techniczna, która opiera się na notowaniach danego papieru wartościowego (metody podejmowania decyzji oparte na analizie technicznej). Najogólniej rzecz biorąc, analitycy techniczni wnioskujeją na tej podstawie o kierunku zmian cen w przyszłości, jeżeli ceny akcji albo wskaźniki wyznaczane na podstawie ceny lub wolumenu obrotu przybierają postać trendu lub formacji. Na takim rynku analitycy wykorzystują wszystkie użyteczne informacje zawarte we wcześniejszych notowaniach. Aby znaleźć wtedy akcje niedowartościowane lub przewartościowane, należy odwołać się do takich sposobów analizy, które wykorzystują inne źródła danych niż szeregi czasowe cen papierów wartościowych.

Na rynku średnio efektywnym żaden ze sposobów opartych na publicznie dostępnych informacjach nie pomoże w osiągnięciu ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Dotyczy to w takim samym stopniu analizy technicznej, fundamentalnej i portfelowej. Dlatego wszystkie publiczne informacje są interpretowane przez analityków, a cena uwzględnia zalety i wady tych informacji. Na takim rynku jedynie uzyskanie informacji niedostępnej pozwala na osiągnięcie sukcesów inwestycyjnych.

Na rynku silnie efektywnym zabieganie o zdobycie informacji traci sens. Osoby mające poufne informacje szybko je wykorzystują i cena akcji jest już skorygowana właśnie dzięki tej informacji. Uważa się, że dotarcie do nowej informacji wcześniej od innych jest wyłącznie dziełem przypadku. Oznacza to, że na rynku silnie efektywnym cała wiedza dotycząca inwestowania na rynku kapitałowym jest bezwartościowa, ponieważ nie ma takiego sposobu poszukiwania i zdobywania informacji, który zapewniłby uzyskanie stopy zwrotu z inwestycji korzystniejszej niż przeciętna.

Z przeprowadzonych badań wynika, że polski rynek kapitałowy jest nieefektywny i stwarza inwestorom szansę uzyskania stopy zwrotu wyższej od stopy zwrotu pozbawionej ryzyka (np. obligacje Skarbu Państwa). Rynek ten ma pewne cechy rynku efektywnego, o czym świadczy szybka i adekwatna reakcja na nowe informacje i brak zależności między zmianami cen papierów wartościowych w okresie przyszłym a zachowaniem się kursów w okresie wcześniejszym (brak jest autokorelacji zmiany stóp zwrotu, które można uznać za losowe).

Płynność rynku kapitałowego oznacza szybkość i łatwość, z jaką składnik aktywów może być zamieniony na gotówkę. Złoto jest stosunkowo płynnym składnikiem, natomiast używane maszyny i urządzenia wykazują niską płynność. Kwestię tę można rozpatrywać w dwóch aspektach: należy się zastanowić, na ile łatwość zamiany danego składnika na gotówkę wiąże się z utratą wartości tego składnika. Wszystko można łatwo zamienić na gotówkę, jeżeli odpowiednio obniży się cenę. Aktywa o niskiej płynności nie mogą być szybko zamienione na gotówkę bez istotnej obniżki ceny<sup>16</sup>.

W każdej działalności gospodarczej zagadnienie płynności aktywów rzeczowych i finansowych stanowi ważny parametr, określający zdolność do wywiązywania się z bieżących zobowiązań finansowych i podejmowania operatywnych decyzji. W obrocie dobrami rzeczowymi i finansowymi na różnych rynkach płynność jest jednym z głównych czynników branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o inwestycji kapitałowej. Utrata płynności kapitału finansowego na określony czas, związana z jego zaangażowaniem w nabycie różnych możliwych dóbr (np. domu, obligacji, akcji), znajduje wyraz w odpowiedniej stopie procentowej dochodu od kapitału. Obowiązuje w tym przypadku ogólna zasada, polegająca na tym, że mniejsza płynność finansów wymaga większego wynagrodzenia (dochodu). Stąd im płynniejsze są aktywa, tym niższa jest ich stopa dochodu.

Najbardziej płynna ze wszystkich instrumentów finansowych jest gotówka. Umożliwia ona natychmiastowe podjęcie decyzji inwestycyjnej, ale jej posiadanie nie jest oprocentowane, nie przynosi dochodu, a przy inflacji, powodującej deprecjację siły nabywczej pieniądza, naraża na straty.

Alokacja kapitału finansowego w różne dobra wiąże się z jego czasowym zamrożeniem, określonym ograniczeniem płynności, co rekompensowane jest uzyskaniem dochodu. Na rynku finansowym mogą być dokonywane lokaty krótkoterminowe w różne instrumenty pieniężne (np. lokaty bankowe, bony skarbowe, kwity depozytowe) oraz w instrumenty kapitałowe. Alokacja długoterminowa wiąże się z większym ograniczeniem płynności kapitału, a jednocześnie ze zwiększonym ryzykiem i w związku z tym wymaga wyższego wynagrodzenia. Stąd inwestorzy, którzy mają do dyspozycji różne rynki alokacji kapitału (oszczędności), wybierają określoną strategię w zależności od swoich preferencji<sup>17</sup>.

Płynność rynku papierów wartościowych charakteryzuje się, według J. Francisa, trzema głównymi cechami:<sup>18</sup>

<sup>16</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan: *Finanse przedsiębiorstw*. Warszawa 1999 Dom Wyd. ABC, s. 40.

<sup>17</sup> M. Daniluk: *Podstawy strategii inwestowania na rynku kapitałowym*. „Bank i Kredyt” nr 10/1995, „Bankowe ABC” nr 16, s. 6.

<sup>18</sup> J. Francis: *Investment Analysis and Management*. Nowy Jork 1986 McGraw Hill, s. 80-81.



1) głębokością rynku (*market depth*) - głęboki rynek odznacza się ciągłością zleceń kupna i sprzedaży papieru wartościowego; w przeciwnym wypadku rynek jest określony jako płytki (*shallow market*);

2) szerokością rynku (*breadth market*) - szeroki rynek to duża liczba zleceń kupna i sprzedaży papieru wartościowego;

3) elastycznością rynku (*resiliency market*) - każde zaburzenie równowagi między popytem na papier wartościowy i jego podażą może być szybko skorygowane poprzez zmianę ceny, co prowadzi do minimalizacji strat posiadacza papieru wartościowego.

Płynność można rozpatrywać nie tylko pod kątem różnych instrumentów finansowych, ale również ogólniej - w aspekcie płynności danego rynku. Z tego względu wśród rynków kapitałowych możemy wyróżnić rynki określane ogólnie jako:

- rozwinięte rynki kapitałowe,
- rynki rozwijające się.

Rozwinięte rynki kapitałowe - istniejące w krajach uprzemysłowionych, gdzie kapitalizacja papierów wartościowych znajdujących się w publicznym obrocie stanowi ponad 60% produktu narodowego brutto - cechuje duża płynność. Oznacza to, że znajduje się tam duża liczba emitentów papierów wartościowych (spółek akcyjnych), a wysoka skala obrotów kapitałowych gwarantuje dużym inwestorom instytucjonalnym płynne podejmowanie decyzji inwestycyjnych, bez ryzyka braku możliwości alokacji znacznych kapitałów i zbytu papierów wartościowych. Na rynkach tych nie występuje ryzyko małej płynności. W innej sytuacji znajdują się inwestorzy na rynkach kapitałowych rozwijających się, które istnieją w około 100 krajach, m.in. w Polsce. Są to rynki o niskiej kapitalizacji papierów wartościowych znajdujących się w obrocie publicznym - od kilku do kilkunastu procent wartości produktu narodowego brutto.

Problem płynności przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynkach kapitałowych wiąże się zatem nie tylko z okresem lokaty kapitału i jego dochodowością, ale również z niebezpieczeństwem dokonywania operacji kapitałowych na rynkach i ryzykiem niskiej płynności<sup>19</sup>.

### Innowacyjność rynku kapitałowego

Niezależnie od tego, jak zaciekle są spory wokół natury innowacji finansowych, większość znawców tej problematyki zwraca uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze, tłem interpretacji innowacji finansowych jest zazwyczaj analiza tendencji na współczesnych rynkach finansowych, zapoczątkowanych w połowie lat siedemdziesiątych i nasilających się po 1982 r. Podkreśla się przy

tym, iż zmiany w funkcjonowaniu krajowych i międzynarodowych rynków finansowych w ostatnich latach są tak istotne, że można mówić o jakościowo nowym etapie rozwoju tych rynków. Po drugie, w większości definicji można znaleźć jednowymiarowe, a tym samym zawężone, spojrzenie na innowacje, eksponujące ich produktowy charakter. Wynika ono jednak z faktu, że za najbardziej udane innowacje uznaje się instrumenty pochodne (*derivative instruments*), czyli oparte na innych aktywach finansowych<sup>20</sup>.

W sposobie definiowania innowacji finansowych można zauważyć znaczne - aby nie użyć sformułowania bogate - różnice interpretacyjne. Warto przy tym dodać, że wielu autorów wcale nie fetyszkuje czynnika nowoczesności konstrukcji innowacji finansowych. Dla nich innowacja nie jest „prawdziwym odkryciem”, lecz raczej „wariacją na temat” instrumentów finansowych znanych już od dawna. Oto kilka najczęściej spotykanych definicji innowacji finansowych:

1) innowacja finansowa to instrument, w którym „skostniałe” elementy konwencjonalnych produktów rynku finansowego (nieindeksowanych obligacji czy akcji) zostały zamienione przez nowe, elastyczne elementy, dzięki czemu zyskują one nowe zastosowania i wysoką płynność na rynku kapitałowym i walutowym;

2) innowacja finansowa to instrument, który zacieśnia różnice między segmentami rynku finansowego;

3) innowacja finansowa to instrument, który służy ochronie przed zmiennością podstawowych parametrów rynku finansowego - takich jak stopy procentowe czy kursy walutowe - w formie wystandaryzowanych (np. transakcje terminowe) lub niewystandaryzowanych (np. opcje na CTO) kontraktów zabezpieczających;

4) innowacja finansowa to instrument o zastosowaniach substytucyjnych, pozwalający na przykład zastąpić kredyty lub wkłady w banku krajowym kredytami lub wkładami w banku zagranicznym albo zastąpić instrumenty o oprocentowaniu kształtowanym przez rynek;

5) innowacja finansowa to kombinacja większej liczby instrumentów (w tym również klasycznych), w której możliwe będzie wykorzystanie korzyści natury komparatywnej<sup>21</sup>.

Obserwatorzy rynków finansowych różnie je klasyfikują. Na przykład Economic Council of Canada dzieli nowoczesne innowacje finansowe na trzy szerokie kategorie<sup>22</sup>:

- instrumenty rozszerzające rynek (*market broadening instruments*), które zwiększają płynność rynku i dostępność funduszy poprzez przyciąganie nowych

<sup>20</sup> W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Innowacje finansowe - nowa rzeczywistość polskiego rynku kapitałowego*. „Bank i Kredyt” nr 11/1997, s. 72.

<sup>21</sup> W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Inżynieria ...* op.cit., s. 51 i nast.

<sup>22</sup> *Globalization and Canada's Financial Markets*. Ottawa 1989 Supply and Services Canada, s. 32.

<sup>19</sup> M. Daniluk, op.cit., s. 7.

inwestorów i stwarzanie pożyczkobiorcom nowych możliwości;

- instrumenty zarządzania ryzykiem (*risk-management instruments*), pozwalające przenieść różne rodzaje ryzyka na inwestorów lepiej ubezpieczonych lub bardziej skłonnych do podejmowania ryzyka;

- instrumenty arbitrażowe (*arbitraging instruments and processes*), które pozwalają inwestorom i pożyczkobiorcom wykorzystać różnice kosztów i stóp zwrotu, istniejące na różnych rynkach i odzwierciedlające odmienną percepcję ryzyka, informacji, opodatkowanie oraz regulacje prawne.

Inny system klasyfikacji, oparty na bardziej szczegółowych podziałach, zaproponował Bank Rozrachunków Międzynarodowych. Wyróżnił on: instrumenty przenoszące ryzyko cenowe (*price-risk-transferring instruments*), instrumenty przenoszące ryzyko kredytowe (*credit-risk-transferring instruments*), instrumenty generujące płynność (*liquidity-generating innovations*), instrumenty generujące kredyt i instrumenty generujące kapitał własny (*credit-generating instruments and equity-generating instruments*)<sup>23</sup>. Innowacje przenoszące ryzyko cenowe dostarczają uczestnikom rynku skuteczniejszych środków zabezpieczenia przed tym ryzykiem bądź przed ryzykiem walutowym. Instrumenty przenoszące ryzyko kredytowe przenoszą na inny podmiot ryzyko niewypłacalności dłużnika. Innowacje generujące płynność zwiększają płynność rynku, dostarczają pożyczkobiorcom nowych źródeł funduszy oraz pozwalają uczestnikom rynku na omijanie ograniczeń kapitałowych narzucanych przez regulacje prawne. Instrumenty generujące kredyt zwiększają fundusze dostępne dla pożyczkobiorców; innowacje generujące kapitał własny powiększają zasoby kapitałowe instytucji finansowych i niefinansowych.

Stephen Ross proponuje podział na dwa rodzaje innowacji finansowych. Po pierwsze, wyróżnia on nowe produkty finansowe - aktywa finansowe i instrumenty pochodne - lepiej przystosowane do określonych warunków (na przykład inflacji i wahań stóp procentowych) oraz do rynków, na których są notowane. Po drugie, autor wymienia strategię, które posługują się tymi produktami finansowymi<sup>24</sup>.

Stan rozwoju polskiego rynku kapitałowego upoważnia, moim zdaniem, do zaliczenia go do kategorii rynków organizacyjnie dojrzałych. Dysponujemy stosunkowo dobrymi i - co nawet ważniejsze - dobrze ocenianymi za granicą regulacjami prawnymi. Działające na ich podstawie instytucje są solidnie skonstruowane, mają już pewne doświadczenia, dysponują wiedzą i dobrze wykwalifikowanymi kadrami. Dotyczy to zarówno

KPWiG, która polski rynek kapitałowy nadzoruje i reguluje, jak i innych instytucji organizujących, takich jak: Giełda Papierów Wartościowych, Centralna Tabela Ofert, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, a także uczestników tego rynku: banków, domów maklerskich, firm konsultingowych i audytorskich oraz stowarzyszeń i izb gospodarczych.

Można znaleźć jednak również kilka minusów. Ogólnie można powiedzieć, że polski rynek kapitałowy charakteryzuje się dwiema spośród pięciu cech rozwiniętego rynku kapitałowego - jest rzetelny i przejrzysty, ale raczej nie jest efektywny, płynny ani innowacyjny. W procesie transformacji rynek kapitałowy ma dwa podstawowe zadania: sprzyjać wzrostowi gospodarczemu oraz budowie systemu rynkowego, w tym rynkowego systemu finansowego. Aby rynek kapitałowy mógł się wywiązać z tych zadań, powinien właściwie funkcjonować jako mechanizm alokacji, wyceny i kontroli, jako mechanizm wspierający prywatyzację oraz restrukturyzację. Z kolei wypełnienie tych wszystkich zadań jest wykonalne tylko wtedy, gdy rynek kapitałowy jest: rzetelny, efektywny, płynny oraz innowacyjny (*fair, effective, liquid, transparent, innovative*)<sup>25</sup>.

## Podsumowanie

Współcześnie rynek kapitałowy jest niezwykle ważną częścią każdej gospodarki o charakterze wolnorynkowym. Umożliwia on podmiotom swobodne pozyskiwanie, przemieszczanie i lokowanie kapitałów tak, aby osiągnęły zysk. Szczególnie wyraźne jest to w anglosaskim modelu rynku kapitałowego.

Z przedstawionych faktów i rozważań wynika, że polski rynek kapitałowy ma do przebycia jeszcze długą drogę, jeżeli chce stać się podobny do tych, które istnieją w krajach o rozwiniętych gospodarkach. Dobrym prognostykiem jest jego przejrzystość i rzetelność, co świadczy o tym, iż ramy legislacyjne, w które ujęto tę sferę gospodarki, w pełni odpowiadają światowym standardom. Z kolei brak efektywności, płynności i innowacyjności powoduje, że duża część podmiotów gospodarczych decyduje się na lokowanie swoich oszczędności w bankach, które dają podobny zwrot, przy jednoczesnym mniejszym ryzyku inwestycyjnym. Wydaje się, że kluczem do rozwiązania tego problemu jest wzrost zainteresowania społecznego ofertą instrumentów rynku kapitałowego, a więc większa mobilność i aktywność podmiotów tej sfery gospodarki.

<sup>23</sup> *Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking*. BIS, Basle, April 1986.

<sup>24</sup> F.J. Fabozzi, F. Modigliani: *Capital Markets Institutions*. New Jersey 1996 Hall Inc. Upper Saddle River, s. 32.

<sup>25</sup> *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego do roku 2002*. Praca zbiorowa pod redakcją naukową E. Pietrzaka. „Transformacja Gospodarki” nr 49, Gdańsk - Warszawa 1998 Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, s. 5.

## Literatura

1. *Bank for International Settlements, Recent Innovations in International Banking*. BIS, Basle, April 1986.
2. M. Bączny, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyzioł, A. Szumański, I. Weiss: *Papiery wartościowe*. Zakamycze 2000.
3. H.E. Büschgen: *Przedsiębiorstwa bankowe*. Tom I, Warszawa 1997 Poltext.
4. M. Daniluk: *Podstawy strategii inwestowania na rynku kapitałowym*. „Bank i Kredyt” nr 10/1995, „Bankowe ABC” nr 16.
5. F.J. Fabozzi, F. Modigliani: *Capital Markets Institutions*. New Jersey 1996 Hall Inc. Upper Saddle River.
6. E.F. Fama: *Efficient Capital Markets. W: A Review of Theory and Empirical Work*. „Journal of Finance” nr 25/1970.
7. Z. Fedorowicz: *Podstawy teorii finansów*. Warszawa 1992 Poltext.
8. J. Francis: *Investment Analysis and Management*. Nowy Jork 1986 McGraw Hill.
9. J. Gajdka, E. Walińska: *Zarządzanie finansowe - teoria i praktyka*. Tom I. Warszawa 1998 Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
10. *Globalization and Canada's Financial Markets*. Ottawa 1989 Supply and Services Canada.
11. M. Lewandowski: *Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. „Penetrator - Rynek Kapitałowy” nr 4/1998.
12. Z. Madej: *Polski rynek kapitałowy*. Warszawa 1998 Wyd. Wyższej Szkoły Biznesu i Administracji.
13. Z. Polański: *Rynki finansowe w Polsce. W: Współczesny bank*. Praca zbiorowa pod red. W.L. Jaworskiego. Warszawa 1998 Poltext.
14. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan: *Finanse przedsiębiorstw*. Warszawa 1999 Dom Wyd. ABC.
15. J. Samuels, F. Wilkes: *Management of Company Finance*. Workingham 1986 Van Nostrand Reinhold.
16. J. Socha: *Rynek, giełda, inwestycje*. Warszawa 1998 Olympos.
17. *System finansowy w Polsce - lata dziewięćdziesiąte*. Praca pod redakcją naukową B. Pietrzaka, Z. Polańskiego. Warszawa 1997 PWN.
18. A. Szyszka: *Czy rynek można przechrzyć*. „Penetrator - Rynek Kapitałowy” nr 8/1999.
19. W. Tarczyński: *Efektywność działania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. „Ekonomista” nr 4/1997.
20. W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Innowacje finansowe - nowa rzeczywistość polskiego rynku kapitałowego*. „Bank i Kredyt” nr 11/1997.
21. W. Tarczyński, M. Zwolankowski: *Inżynieria finansowa*. Warszawa 1999 Placet.
22. A. Tyłenda: *Tworzenie podstaw rynku kapitałowego. W: Wybrane problemy ekonomii*. Tom II. Praca pod red. B. Polzakiewicz. Toruń 1995 Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu.
23. J.F. Weston, C.F. Copeland: *Managerial Finance*. Chicago 1991 The Dryden Press.

# Wewnętrzne uwarunkowania strategii marketingowych banków detalicznych w Polsce - analiza zasobów niematerialnych

Janina Harasim

Do podstawowych zasobów niematerialnych, którymi dysponuje bank, można m.in. zaliczyć jego aktywa rynkowe oraz kulturę banku, wspólny dla banku i jego pracowników system wartości, styl zarządzania bankiem, jego strukturę organizacyjną, organizację pracy. Niematerialne aktywa rynkowe to przede wszystkim udział w rynku, firma (marka) oraz rynkowy wizerunek banku.

Szczegółowa i dogłębna ocena zasobów niematerialnych będących w posiadaniu banków nie jest łatwa, gdyż musiałaby zostać przeprowadzona przez interdyscyplinarny zespół, grupujący specjalistów z różnych dziedzin - organizacji i zarządzania, marketingu, socjologów i psychologów, którzy musieliby poddać analizie poszczególne części składowe tych zasobów. W niektórych bankach podejmuje się próby prowadzenia takich badań, ale nie są one ani kompleksowe, ani powszechne; badań takich nie prowadzi się też w skali sektora.

Mimo braku kompleksowych badań, których przedmiotem byłyby zasoby niematerialne banków nie można pominąć tych zasobów w analizie wewnętrznych uwarunkowań kształtowania strategii marketingowych banków, gdyż często stanowią one podstawowy atut w walce konkurencyjnej. W takiej sytuacji próba oceny tych zasobów zostanie podjęta na podstawie wyników badań cząstkowych, informacji zdobytych w bankach oraz zgromadzonych ze źródeł wtórnych i obserwacji własnych autorki.

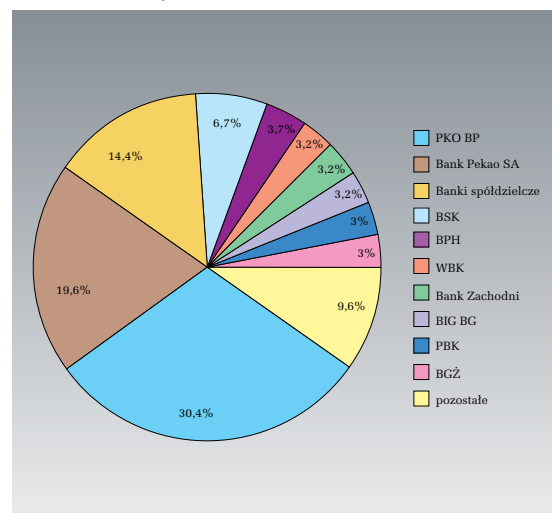
## Ocena wartości aktywów rynkowych banków

Do podstawowych aktywów rynkowych banków zaliczono udział w rynku, firmę (markę) oraz wizerunek rynkowy banku.

Udział w rynku, w odniesieniu do rynku detalicznych usług bankowych, można rozpatrywać w dwóch podstawowych ujęciach: podmiotowym i przedmiotowym. W tym pierwszym wyznacznikiem udziału banków w rynku będzie liczba obsługiwanych przez nie klientów, w drugim zaś interesować nas będzie udział poszczególnych banków w rynku depozytów, kredytów i rachunków osobistych.

Dane z początku 2000 r. - z przeprowadzonych przez Instytut Pentor badań na rynku klientów indywidualnych - pokazują, że najwięcej klientów (prawie połowa) korzysta z usług dwóch banków - PKO BP i Banku Pekao SA. Na trzecim miejscu znalazły się banki

Wykres 1 Udział banków w rynku usług detalicznych według liczby korzystających (w %)



Źródło: E. Śmitowski: Coraz lepsza reputacja. „Bank” nr 3/2000, s. 70.

spółdzielcze, obsługujące 14,4% klientów, a na czwartym Bank Śląski SA - z udziałem 6,7%. O prawie lub ponad połowę mniejszą część rynku zdobyły: Bank Przemysłowo-Handlowy SA, Wielkopolski Bank Kredytowy SA, Bank Zachodni SA, BIG Bank Gdański SA, Powszechny Bank Kredytowy SA i Bank Gospodarki Żywnościowej SA, które obsługują od 3 do 3,7% ogółu klientów. Grupę banków o liczącej się pozycji na rynku detalicznym zamykają: Kredyt Bank SA, z udziałem w rynku wynoszącym 1,1%, oraz Invest Bank SA, obsługujący 0,8% klientów. Z usług pozostałych banków, w tym np. Handlobanku, Lukas Banku, GBG czy Citibanku, korzysta łącznie 7,7% klientów indywidualnych - zob. wykres 1.

Podobnie wygląda pozycja rynkowa poszczególnych banków w ujęciu przedmiotowym. PKO BP i Bank Pekao SA dominują zarówno na rynku depozytów, jak i kredytów, choć ten ostatni jest znacznie bardziej rozproszony.

Według danych na koniec lipca 1999 r., ponad połowę depozytów ludności gromadziły łącznie dwa banki uważane powszechnie za największych detalistów na polskim rynku bankowym - PKO BP i Bank Pekao SA (przypadało na nie odpowiednio 30,7% oraz 21,9% ogółu depozytów osób prywatnych), z tym że PKO BP miał największy udział w rynku depozytów złotych - 35,6%, a znacznie mniejszy w rynku depozytów walutowych - 9,5%, Bank Pekao SA gromadził zaś aż 56,4% depozytów walutowych i tylko 13,9% depozytów złotych. Trzeci w kolejności bank - BGŻ - miał już tylko 5,4% udziału w depozytach ogółem ludności, znajdujący się na czwartej pozycji Bank Śląski - 4,3%, a będący na piątym miejscu BPH - 4,0%. Pozostałe pięć banków pierwszej dziesiątki gromadziło od 2,5% do

3,2% depozytów od osób fizycznych. Łącznie pierwsza dziesiątka banków zgromadziła ponad 80% depozytów ludności, w tym 78,2% depozytów złotych i aż 91,2% walutowych. Warto jednak dodać, że szybko rośnie udział w rynku depozytów banków, które do niedawna zajmowały się wyłącznie obsługą przedsiębiorstw - już na 12 miejscu ulokował się Bank Handlowy w Warszawie SA, a na 14 pozycji BRE Bank SA.

Zdecydowanie mniejsza koncentracja, w porównaniu z rynkiem depozytów, panowała na rynku kredytów dla klientów indywidualnych. Na pierwszą dziesiątkę banków przypadało tylko 65,6% wartości kredytów dla ludności, w tym na pierwsze dwa banki - PKO BP i Bank Pekao SA - ponad 40%. Przewaga PKO BP nad Bankiem Pekao SA na rynku kredytów konsumpcyjnych była bardzo wyraźna, bo prawie trzykrotna - na koniec lipca 1999 r. na pierwszy z banków przypadało 29,3% wartości udzielonych kredytów, podczas gdy na drugi tylko 10,1%. Trzeci w kolejności Kredyt Bank miał wówczas 4,5% udziału w rynku, udziały kolejnych czterech banków wynosiły około 3,4 - 3,9%, a ostatnia trójka miała udziały co najwyżej 2,5-procentowe.

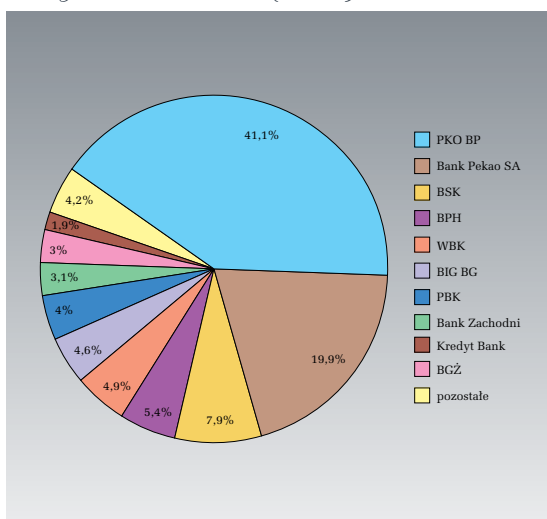
Warto zauważyć, że poza PKO BP i Bankiem Pekao SA, które zajmują dwa pierwsze miejsca na obu rynkach, tylko pięć banków, ale już w innej kolejności, znalazło się w obu pierwszych dziesiątkach. Są to: Bank Śląski, BPH, PBK, Kredyt Bank oraz Bank Zachodni. W czołówce banków rynku kredytowego zabrakło BGŻ, BIG Banku oraz WBK. Zostały one „zastąpione” przez znacznie mniejsze, ale bardziej skoncentrowane na kredytowaniu ludności banki, takie jak GE Capital Bank, Invest Bank i BIG Bank Gdański.

Najważniejszym rynkiem w układzie przedmiotowym jest jednak rynek kont osobistych, czyli ROR-ów, ponieważ jest to produkt, z którego korzysta najwięcej klientów indywidualnych. Według danych z końca czerwca 2000 r., na rynku tym - podobnie jak na poprzednich - zdecydowanymi liderami były PKO BP i Bank Pekao SA, prowadzące łącznie 61% ROR-ów - zob. wykres 2.

Trzecią pozycję zajmował Bank Śląski, w którym konta osobiste posiada 7,9% Polaków, a czwartą BPH z udziałem 5,4%. Każdy bank z kolejnej trójki, czyli WBK, BIG Bank Gdański i PBK, prowadzi od 4 do 5% ROR-ów, Bank Zachodni i BGŻ po około 3% i zamykający listę największych - Kredyt Bank - 1,9%. Koncentracja na rynku kont osobistych jest bardzo wysoka - pierwsza dziesiątka banków prowadzi aż 95,5% wszystkich rachunków.

Dwa pozostałe aktywa rynkowe, czyli firma (marka) i wizerunek banku, są ze sobą ściśle powiązane. Bank stara się wykreować je głównie poprzez działania promocyjne, ale znajomość banku na rynku i sposób postrzegania go przez klientów są rezultatem wszystkich cech, działań i zachowań banku i jego pracowni-

Wykres 2 Udział wybranych banków w rynku ROR-ów (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1 *Rozpoznawalność ogólna banków przez gospodarstwa domowe (w %)*

Nazwa banku	Odsetek wskazań	
	ogółem	na pierwszym miejscu
PKO BP	57,8	34,0
Bank Pekao SA	44,1	21,2
Bank Gospodarki Żywnościowej SA	28,3	5,3
Bank Śląski SA	25,1	7,8
Bank Zachodni SA	14,3	5,1
Banki spółdzielcze	12,6	4,2
Powszechny Bank Kredytowy SA	11,6	2,1
Wielkopolski Bank Kredytowy SA	11,1	4,2
Bank Przemysłowo-Handlowy SA	11,1	2,9
BIG Bank Gdański SA	9,1	2,9
Invest Bank SA	7,2	1,6
Kredyt Bank SA	5,5	1,3
Bank Handlowy w Warszawie SA	5,1	1,4
Lukas Bank SA	4,8	0,7
Wschodni Bank Cukrownictwa SA	2,9	0,7

Źródło: E. Cytrycka: *Symbioza...*, op.cit., s. 20.

ków - pozytywnych i negatywnych - oraz wiedzy klientów, ich doświadczeń i zasłyszanych opinii (*world-of-mouth*).

Posiadanie firmy (marki) bez przesadzania o tym, czy jest ona dobra, czy zła, można ocenić na podstawie badań stopnia znajomości nazw banków. W przeprowadzonym w 1998 r. przez Centrum Badań Marketingowych INDICATOR (na zlecenie dziennika „Prawo i Gospodarka”) klienckim rankingu banków spośród 1.500 osób reprezentujących klasę średnią, aż 94,5% znało bank PKO BP, a 90,4% Bank Pekao SA, choć dość często pytane osoby miały trudności z ich rozróżnieniem. Na kolejnych miejscach, ze znacznie mniejszą liczbą wskazań znalazły się: Bank Śląski - 57,7%, BGŻ - 56,2% i BIG Bank Gdański - 54,3%. Nieco ponad 40% respondentów słyszało o Kredyt Banku, BPH i WBK, a około 35% rozpoznawało nazwę Bank Zachodni<sup>1</sup>.

Znacznie mniejsza okazuje się jednak spontaniczna znajomość nazw banków. Według raportu Pentora z badań przeprowadzonych na rynku usług detalicznych w lutym 2001 r., 58% respondentów znało PKO BP SA, 44% Bank Pekao SA (kolejne 8% nie potrafiło ich rozróżnić), a 27% Bank Śląski. Pozostałe banki analizowanej dziesiątki są znacznie mniej znane. BIG Bank wymieniło 12% zapytanych osób, WBK - 11%, Bank Zachodni 10%, a Invest-Bank tylko 9% badanych. Poza pierwszą dziesiątką znalazły się: Kredyt Bank, BPH i PBK, które wskazało zaledwie 7-8% respondentów.

Podobne wyniki dały badania przeprowadzone w styczniu 2000 r. przez Fundację Edukacji i Badań Bankowych we współpracy z GUS na próbie ponad

1.200 gospodarstw domowych. W celu zbadania pozycji, jaką zajmują poszczególne banki w tym segmencie klientów, poproszono respondentów o podanie nazw maksymalnie pięciu banków, które ich zdaniem mają najlepszą pozycję w tym segmencie (tzw. ogólna rozpoznawalność rynkowa). Uzyskane rezultaty przedstawia tabela 1.

Gospodarstwa domowe wymieniły łącznie 33 banki, przy czym 15 banków umieszczonych w tabeli zostało wymienionych na pierwszym miejscu przez 95,4% gospodarstw domowych. Trzy banki znajdujące się na czele tabeli, tj. PKO BP, Bank Pekao SA i BGŻ, zostały wskazane jako pierwsze przez ponad 70% respondentów, co świadczy o dużym stopniu koncentracji ich popularności na rynku detalicznym<sup>2</sup>. Spośród pozostałych analizowanych przez nas banków najwyższe wskaźniki rozpoznawalności uzyskały: Bank Śląski i Bank Zachodni; pozostałe banki zajęły miejsca od siódmego do dwunastego.

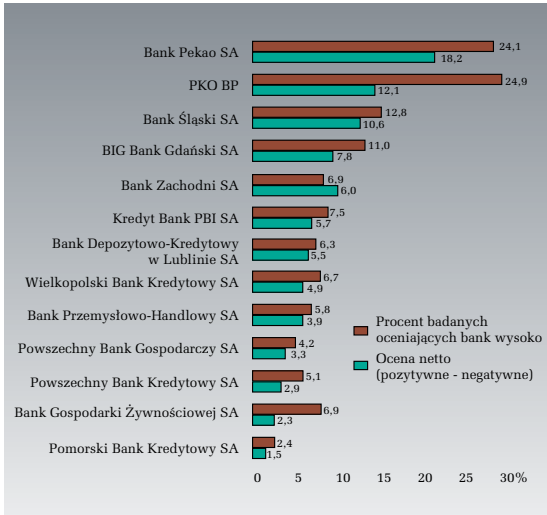
Cytowane już badania CBM INDICATOR, których efektem jest kliencki ranking banków, pozwalają nie tylko ocenić znajomość firmy (marki), ale także poznać wizerunek poszczególnych banków obsługujących klientów indywidualnych. Ocenę wizerunku przeprowadzono przy zastosowaniu czterech kryteriów: jakości obsługi, atrakcyjności oferty, nowoczesności banku oraz jego bezpieczeństwa i zaufania do niego. W rankingach utworzonych przy zastosowaniu tych kryteriów w trzech przypadkach (jakości obsługi, atrakcyjności oferty i nowoczesności) na czele znalazł się Bank Pekao SA; wyżej od niego oceniono jedynie bezpieczeństwo i stopień zaufania do banku PKO BP<sup>3</sup> - zob. wykresy 3 - 6.

<sup>2</sup> E. Cytrycka: *Symbioza tradycji z nowoczesnością*, „Bank” nr 3/2000, s. 20.

<sup>3</sup> Należy pamiętać, że w 1998 r. niektóre banki - w tym PKO BP - miały jeszcze gwarancje Skarbu Państwa, co w dużym stopniu wpływało na ocenę ich bezpieczeństwa i zaufania do nich.

<sup>1</sup> D.Kornacka: *Mimo wszystko optymistycznie. W: Klienci ranking banków. „Prawo i Gospodarka” nr 140 z 10-12.07.1998 r., dodatek specjalny, s. 4.*

Wykres 3 Ranking banków pod względem jakości obsługi



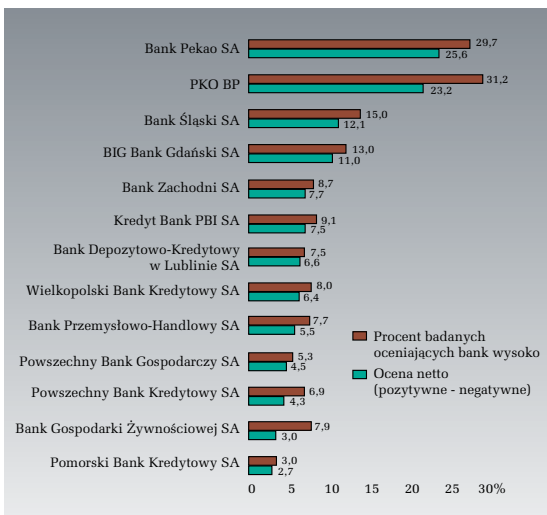
Źródło: D. Kornacka: *Mimo...*, op. cit., s.6

Na trzecim i czwartym miejscu we wszystkich czterech rankingach były, odpowiednio, Bank Śląski i BIG Bank Gdański, natomiast na piątej pozycji w trzech rankingach znalazł się Bank Zachodni - tylko pod względem bezpieczeństwa i zaufania wyprzedził go WBK.

Spośród analizowanych przez nas banków miejsca w pierwszej dziesiątce zajęły ponadto:

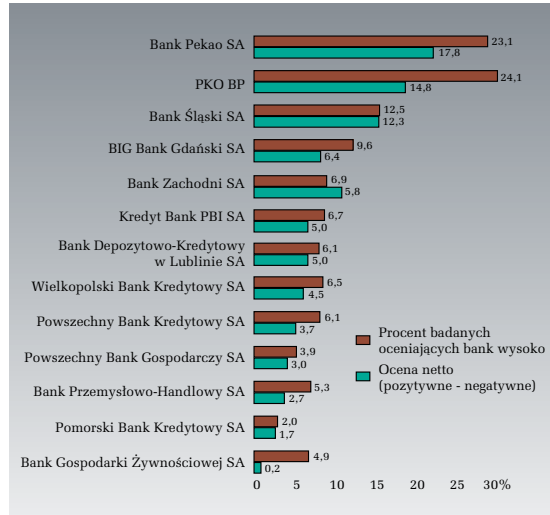
- wg kryterium jakości - Kredyt Bank, WBK i BPH,
- wg kryterium atrakcyjności oferty - Kredyt Bank, WBK i PBK,
- wg kryterium nowoczesności - WBK, Kredyt Bank i PBK,

Wykres 5 Ranking banków pod względem nowoczesności



Źródło: D. Kornacka: *Mimo...*, op. cit., s.6

Wykres 4 Ranking banków pod względem atrakcyjności oferty

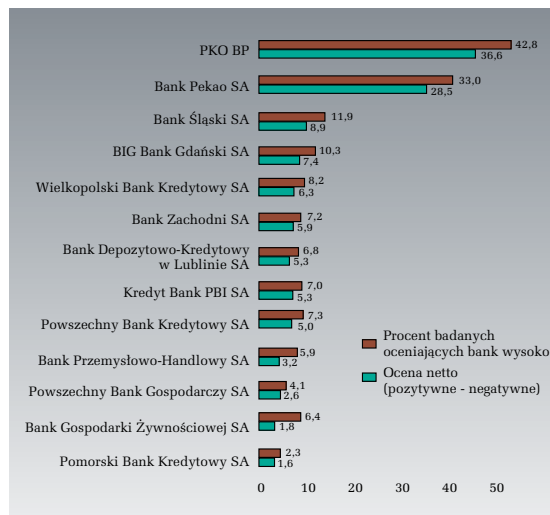


Źródło: D. Kornacka: *Mimo...*, op. cit., s.6

- wg kryterium bezpieczeństwa i zaufania - Bank Zachodni, Kredyt Bank, PBK i BPH.

Na podstawie wyników tych badań można więc stwierdzić, że najlepszy wizerunek w oczach klasy średniej ma Bank Pekao SA, zaraz za nim plasuje się drugi gigant rynku detalicznego - PKO BP. Ocena tych banków jest przy tym prawie dwukrotnie wyższa niż banków lokujących się na trzecim i czwartym miejscu, a gdy przedmiotem oceny jest bezpieczeństwo i zaufanie deklarowane do banków - nawet trzykrotnie. Jeśli za miarodajną uzna się ocenę netto (różnicę między odsetkiem osób oceniających bank pozytywnie i negatywnie), dysproporcje nie są już tak wyraźne, zwłaszcza je-

Wykres 6 Ranking banków pod względem bezpieczeństwa i zaufania



Źródło: D. Kornacka: *Mimo...*, op. cit., s.7

śli chodzi o jakość obsługi i atrakcyjność oferty. Bank Pekao SA zachowuje jeszcze dość znaczną przewagę, ale PKO BP jest oceniany już tylko nieco lepiej od Banku Śląskiego.

Dwa największe banki zajęły również czołowe pozycje w rankingu banków pod względem wiarygodności i zakresu oferowanych usług, będącego wynikiem badań przeprowadzonych pod koniec 1997 r. przez Zakład Badań Marketingowych Infomarkt z Poznania. Za nimi znalazły się kolejno: Narodowy Bank Polski, banki spółdzielcze, WBK, BGŻ, BIG Bank Gdański, dwa nieistniejące już banki - Bank Depozytowo-Kredytowy, Pierwszy Bank Komercyjny oraz Bank Przemysłowo-Handlowy. W tych samych badaniach dwaj liderzy rynku detalicznego zostali jednak ocenieni najgorzej pod względem jakości obsługi. W rankingu tym pierwsze trzy miejsca zajęły: Bank Przemysłowo-Handlowy, Bank Depozytowo-Kredytowy i BIG Bank Gdański, a za nimi, ale przed PKO BP i Bankiem Pekao SA, uplasowały się m.in.: Bank Śląski, Bank Zachodni, Kredyt Bank, Wielkopolski Bank Kredytowy i Powszechny Bank Kredytowy<sup>4</sup>.

Jeszcze inne wyniki przyniosły badania Pentora przeprowadzone w 1998 r. na rynku detalicznym. Poproszeni o wyrażenie opinii na temat poziomu i jakości usług swojego banku respondenci najwyżej ocenili: Kredyt Bank, BIG Bank Gdański, Pierwszy Bank Komercyjny, Bank Śląski i Bank Handlowy w Warszawie SA. Na dalszych miejscach znalazły się m.in.: BGŻ, Bank Pekao SA, Powszechny Bank Kredytowy, Bank Zachodni, Bank Przemysłowo-Handlowy i PKO BP (na 13. pozycji). Piętnaste i szesnaste miejsce zajęły: Wielkopolski Bank Komercyjny i Invest Bank<sup>5</sup>.

Pewnym wyznacznikiem wizerunku analizowanych banków mogą być oceny wystawiane im przez respondentów. Według raportu Pentora w 2000 r., na pierwszych trzech miejscach pod względem średnich ocen wystawionych bankom przez respondentów w skali od 1 do 4 uplasowały się: PKO BP, Bank Pekao SA i Wielkopolski Bank Komercyjny z ocenami odpowiednio: 2,97, 2,96 i 2,95. Nieco niższe noty uzyskały: Bank Śląski - 2,93, Powszechny Bank Kredytowy i Bank Przemysłowo-Handlowy - po 2,91. Bank Zachodni i Kredyt Bank zajęły 12. i 13. lokatę z ocenami: 2,90 i 2,89, a Invest Bank oraz BIG Bank Gdański odpowiednio 17. i 19., miejsce z ocenami 2,87 i 2,83. We wszystkich przypadkach uzyskane noty są niższe niż w 1999 r., a w wielu bankach osiągnęły najniższy poziom od kilku lat.

Biorąc pod uwagę wszystkie najważniejsze kryteria oceny banku i jego wizerunku, można stwierdzić, że klienci ciągle najlepiej postrzegają duże banki i im

skłonni są powierzyć swoje pieniądze. Warto jednak zauważyć, że duże banki uzyskują niskie oceny w rankingach jakościowych, a to właśnie jakość usług bankowych, w tym jakość obsługi klienta, staje się jednym z najważniejszych źródeł przewagi konkurencyjnej w bankowości detalicznej. Jest to tym ważniejsze, że konkurencja na rynku detalicznym narasta i banki zajmujące dalsze miejsca w klasyfikacji robią wszystko, by poprawić swój wizerunek i przyciągnąć nowych klientów. To ostatnie będzie coraz trudniejsze, choć często można spotkać się z tezą o relatywnie niskim stopniu nasycenia rynku detalicznego w Polsce<sup>6</sup>. Trudno ją uznać za całkowicie prawdziwą, choć zdają się ją potwierdzać informacje uzyskiwane w trakcie badań rynkowych. Przykładowo, wg Pentora w 1999 r. z usług bankowych korzystało 56,1% Polaków (rok wcześniej 50,1%, a w 1997 r. 49,5%)<sup>7</sup>, co oznaczałoby że ponad 13 mln klientów indywidualnych jest jeszcze „do zdobycia”. Jednak klienci ci często zamieszkują tereny, na których większość analizowanych banków nie ma swoich placówek ani też - przynajmniej na razie - nie zamierza świadczyć tam usług za pośrednictwem alternatywnych kanałów dystrybucji. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez SMG/KRC na zlecenie Invest Banku, spośród osób zamierzających założyć konto osobiste blisko jedna trzecia to mieszkańcy wsi, 40% mieszka w mniejszych miastach (do 200 tys. mieszkańców, przy czym największy popyt występuje w miastach powyżej 50. tys. mieszkańców i w najmniejszych miasteczkach - do 20 tys. mieszkańców), a tylko 29% w dużych miastach<sup>8</sup>. Łącznie ROR zamierza założyć niespełna 2 mln osób, czyli potencjalny popyt na podstawowy produkt, z którego korzystają klienci indywidualni, jest - wg badań SMC/KRG - znacznie niższy niż szacowany przez Pentora. Na terenach dotychczasowej ekspansji banków stopień nasycenia rynku jest dość duży, co potwierdzają badania SMG/KRC i o czym świadczy także fakt, że nowe sieci detaliczne, takie jak Millennium czy Handlobank, przejmują przede wszystkim klientów innych banków, a nie przyciągają nowych.

Mimo nasilania się konkurencji na rynku i coraz agresywniejszej walki o klienta, wykazuje on jeszcze wysoki poziom lojalności względem swojego banku. W 1999 r. aż 90% klientów indywidualnych korzystało z usług tylko jednego banku, podczas gdy rok wcześniej było ich 86%. Jednak badania (i doświadczenia nowych sieci detalicznych) coraz częściej pokazują, że lojalność klientów wobec banków spada. Według badań przeprowadzonych przez SMG/KRC, co dziesiąty klient posiadający konto osobiste zamierza je przenieść

<sup>4</sup> Produkty bankowe w gospodarstwach domowych w 1997 roku. Poznań styczeń 1998 r. Zakład Badań Marketingowych Infomarkt.

<sup>5</sup> E. Śmiłowski: *Dobry rok detalu*. „Bank” nr 3/1999, s. 19.

<sup>6</sup> Por. np. J. Szydlewski: *Jak trudno odróżnić się w tłumie!* „Prawo i Gospodarka” nr 140 z 10-12.07.1998 r.; *Kliencki ranking banków* - dodatek specjalny, s. 10.

<sup>7</sup> E. Śmiłowski: *Coraz ...*, op.cit., s. 68.

<sup>8</sup> M. Przybylski: *Potencjał rynku usług bankowych w Polsce*. „Bank” nr 11/2000, s. 52-53.



do innego banku, co daje liczbę około 940 tys. klientów o obniżonej lojalności, rekrutujących się głównie z małych miast. Co ciekawe, listę banków wymienianych jako te, z których usług mogliby skorzystać klienci zamierzający założyć bądź przenieść ROR, otwiera PKO BP (blisko 40% wskazań) i Bank Pekao SA (ponad 20% wskazań). Na trzecim miejscu znalazł się Bank Śląski, a na kolejnych - BGŻ, Bank Zachodni, BIG Bank Gdański i BPH. Warto odnotować wysoką pozycję Lukas Banku, który wyprzedził m.in. Invest Bank, PBK i WBK. Z kolei Kredyt Bank zajął dopiero 16. pozycję, gorszą niż Handlobank, Citibank i Millennium, które ułożyły się na miejscach 13., 14. i 15. Obniżanie się lojalności klientów należy traktować jako zjawisko o charakterze trwałym, jako że podobna tendencja jest obserwowana od kilkunastu lat w krajach o wysokim stopniu „ubankowienia”.

Innym atutem banków zajmujących liczącą się pozycję na rynku detalicznym jest przyzwyczajenie klientów do krajowych banków, choć *de facto* co najmniej połowę z banków poddanych analizie trudno byłoby nazwać krajowymi. Dla przeciętnego klienta jednak nie ma znaczenia struktura własnościowa kapitału banku, lecz jego nazwa, która - jak na razie - nawet w przypadku banków prywatyzowanych z udziałem zagranicznego inwestora strategicznego pozostaje niezmienną. Nazwa banku, traktowana jako jego firma (marka), jest więc wartością samą w sobie - powinny o tym pamiętać banki planujące jej zmianę, by nie utracić wraz z nią sporej części klientów.

## Ocena pozostałych zasobów niematerialnych banków

Spośród pozostałych aktywów niematerialnych banków na szczególną uwagę zasługują te, które tworzą tzw. kulturę banku. Trudno precyzyjnie określić, o jakie aktywa tu chodzi, ponieważ samo pojęcie kultury firmy nie jest jednoznaczne i często używa się go zamiennie z terminami: tożsamość firmy (*corporate identity*), osobowość firmy (*corporate personality*), filozofia firmy (*corporate philosophy*) czy nawet wizerunek firmy (*corporate image*)<sup>9</sup>, zaliczony przez nas do aktywów rynkowych.

Pojęcie tożsamości, kultury czy osobowości firmy najczęściej wiąże się ze sposobem jej zorganizowania, stylem zarządzania, relacjami między kadrami zarządzającymi a pozostałym personelem, systemem wartości pracowników, ich zachowaniami itp. Są to w więk-

szości tzw. cechy miękkie organizacji, którymi - w przeciwieństwie do cech „twardych”, takich jak np. system identyfikacji wizualnej firmy - trudniej zarządzać, ale których udział w kształtowaniu tożsamości firmy, jej kultury, osobowości jest bardziej znaczący<sup>10</sup>.

Niestety, brak kompleksowych badań, których przedmiotem byłaby kultura banku, każe oprzeć się w procesie jej oceny na wynikach badań cząstkowych, opiniach specjalistów, pracowników banku i spostrzeżeniach własnych.

Czynnikiem w istotny sposób kształtującym kulturę firmy, wpływającym na organizację pracy i zachowania personelu, a także na sposób zarządzania organizacją, jest jej struktura organizacyjna, czyli zależności funkcjonalne i hierarchiczne między komórkami i jednostkami organizacyjnymi, umożliwiające osiąganie celów firmy<sup>11</sup>. Takie zdefiniowanie struktury organizacyjnej sugeruje, że najważniejszym czynnikiem wpływającym na jej kształt będą realizowane przez bank cele. Innym ważnym, szczególnie z punktu widzenia rozwoju bankowości detalicznej - czynnikiem wpływającym na sposób zorganizowania banku - jest jego system informatyczny. Kolejne istotne czynniki to konieczność skoordynowania różnych rodzajów działalności banku czy potrzeby kontroli wewnętrznej.

Dorobek teorii organizacji i badania sposobu ustrukturalizowania polskich banków pozwalają na wyróżnienie trzech podstawowych modeli struktur organizacyjnych: funkcjonalnej, federacyjnej i macierzowej<sup>12</sup>.

Pierwsza z nich ma charakter tradycyjny, a podstawowym kryterium tworzenia struktury jest podobieństwo wykonywanych czynności połączone z podporządkowaniem służbowym każdego pracownika tylko jednemu kierownikowi (tzw. jedność rozkazodawstwa). Struktura jest raczej scentralizowana, a wprowadzanie nowego rodzaju działalności jest dość trudne i odbywa się poprzez tworzenie odrębnych komórek, pozostających przez dość długi czas poza zasadniczą strukturą. Placówki są zorganizowane również wg kryterium funkcjonalnego (tj. kredyty, operacje i księgowość, kasa i skarbiec itp.). Taki sposób zorganizowania działalności banku sprzyja efektywnemu spełnianiu funkcji i wysokiej specjalizacji pracy, nie stawia też wysokich wymagań dotyczących kadry i technologii bankowej. Przy zwiększaniu skali działalności pojawiają się natomiast trudności z koordynacją funkcji, niezbyt sprawna jest też obsługa klientów, zwłaszcza przy świadczeniu skomplikowanych usług. Najważniejszym

<sup>9</sup> Zob. m.in. J.M.T. Balmer, A. Wilson: *Corporate identity: There is more to it than meets the eye*. „International Studies of Management and Organization”, vol. 28, No 3, Fall 1998, s.12; A. Wilkinson, J.M.T. Balmer: *Corporate and generic identities: lessons from the Cooperative Bank*. „International Journal of Bank Marketing” nr 4/1996, s. 22.

<sup>10</sup> I. Morison: *Breaking the monolithic mould*. „International Journal of Bank Marketing” nr 5/1997, s. 158.

<sup>11</sup> A. Stabryła: *Doskonalenie struktury organizacyjnej*. Warszawa 1991 PWE, s. 11.

<sup>12</sup> Obszerną charakterystykę tych struktur w odniesieniu do banków przedstawia J. Kudła w: *Struktury organizacyjne banków komercyjnych w Polsce w latach dziewięćdziesiątych*. „Bank i Kredyt” nr 6/1999, s. 48-54.

mankamentem struktury funkcjonalnej - z punktu widzenia kształtowania się kultury banku - jest jednak ograniczenie inicjatywy i odpowiedzialności pracowników, nieidentyfikowanie się przez nich z celami banku oraz trudności z przygotowaniem przyszłych kadr zarządzających. Tego typu struktura była reprezentowana w polskiej bankowości w drugiej połowie lat 90. przez większość banków wyłonionych z NBP.

W strukturze federacyjnej, którą można też nazwać funkcjonalno-klientowska, na każdym szczeblu dominuje podział ze względu na klientów, któremu podporządkowany jest podział funkcjonalny. Oprócz tego istnieją komórki o charakterze regulacyjnym nie przypisane do pionów klientowskich (np. kadry, strategia). Strukturę może cechować zróżnicowany stopień centralizacji wewnątrz pionów; między nimi istnieje decentralizacja federalna. Struktura może być nastawiona na realizację procesów lub funkcji; dołączanie kolejnych pionów klientowskich jest łatwe. Zorganizowany w ten sposób bank jest jakby połączeniem kilku względnie samodzielnych części o charakterze detalicznym, hurtowym, inwestycyjnym itp., wykorzystujących swoje przewagi w specjalizacji, połączonych komórkami regulacyjnymi w jedną całość. Struktura zakłada realizowanie niektórych funkcji w poprzek pionów (charakter macierzowy), czego skutkiem jest wielość podporządkowań hierarchicznych, która jednak nie zakłada jedności kierownictwa. Poza korzyściami ze specjalizacji oraz możliwością realizowania efektów skali i zakresu struktura sprzyja lepszej identyfikacji pracowników z celami banku, lepsze jest też wykorzystanie specjalistów, łatwiej wykształcić kadry zarządzające. W porównaniu z poprzednią, struktura federacyjna jest w o wiele większym stopniu ukierunkowana na zaspokajanie potrzeb klientów. Na świecie spotyka się ją np. w bankach amerykańskich o charakterze uniwersalnym. W Polsce podobne struktury mają ostatnio także duże banki uniwersalne, odchodzące od struktur funkcjonalnych, np. w Bank Śląski SA.

Ostatnio jednak najczęściej za wzorzec organizacji działalności banku służy bankom krajowym trzecia ze struktur podstawowych - struktura macierzowa, nastawiona na kompleksową obsługę różnych grup klientów oraz kontrolę kosztów. Komórki wyróżnione na podstawie grup klientów zajmują się przede wszystkim sprzedażą, a zorganizowane wg kryterium funkcjonalnego komórki wspierające są zapleczem dla wszystkich komórek sprzedaży (i często są scentralizowane), co pozwala elastyczniej reagować na zmiany opłacalności produktów lub rozmiarów popytu na poszczególne usługi. Strukturę cechuje występowanie wielu więzi służbowych, odnoszących się do różnych zakresów działalności, oraz relatywnie duży stopień decentralizacji, który pozwala odciążyć zarząd od nadmiaru funkcji koordynacyjnych. Struktura jest nastawiona na

realizację procesów, a nie funkcji, i łatwo jest wprowadzać nowe rodzaje działalności (obsługę nowych rynków, produktów czy klientów). Struktura taka elastycznie reaguje na zmiany w otoczeniu rynkowym i jest zorientowana przede wszystkim na zaspokajanie potrzeb klientów i zwiększenie sprzedaży - przy rygorystycznej kontroli, zwłaszcza pod względem finansowym. Spośród analizowanych struktur w największym stopniu sprzyja tworzeniu kultury firmy, gdyż cele poszczególnych komórek banku oraz jego pracowników są najbardziej zbieżne z celami banku i realizowaną przezeń strategią.

Cele najłatwiej realizowane w danej strukturze, najbardziej zgodne z nią strategii konkurencji, przesłanki i wymogi dotyczące jej wdrożenia przedstawia tabela 2. Ze względu na charakter rynku usług bankowych w Polsce i zachodzące na nim zmiany najbardziej odpowiednia dla dużych banków wydaje się struktura macierzowa, która powinna być dla nich wzorcem. Dla banków mniejszych i (lub) wyspecjalizowanych bardziej odpowiednia będzie struktura funkcjonalna bądź - ewentualnie - federacyjna. Warto zwrócić uwagę na wymogi co do personelu, kadr zarządzających i technologii. Ich spełnienie jest warunkiem uzyskania korzyści z wdrożenia danej struktury. Jak twierdzi J. Kudła, w zasadzie nie powinno się organizować banku wg grup produktów lub klientów bez odpowiedniego systemu informacji zarządczej, pozwalającego na planowanie i monitorowanie wykonania zadań ustalanych wg tych samych kryteriów<sup>13</sup>. System ten jest najodpowiedniejszy dla banków wyposażonych w zintegrowany system informatyczny, który może mieć charakter scentralizowany, rozproszony lub mieszany. Każdy z nich z kolei najlepiej funkcjonuje w odpowiednim typie struktury organizacyjnej - o ile system rozproszony i mieszany mogą funkcjonować w miarę bezkonfliktowo w bankach o strukturze funkcjonalnej i federacyjnej, o tyle system scentralizowany najlepiej sprawdza się w bankach o strukturze macierzowej<sup>14</sup>.

W praktyce, w polskich bankach spotyka się na ogół mieszane struktury organizacyjne, z tendencją do przekształcania się w struktury federacyjne i macierzowe. Obserwacja ewolucji struktur organizacyjnych polskich banków, w tym zwłaszcza banków działających na rynku detalicznym, prowadzi do wniosku, że stają się one coraz bardziej zorientowane na klienta, przynajmniej w sensie formalnym.

Najbardziej widocznym przejawem zmian organizacyjnych jest tzw. restrukturyzacja sieci placówek. Najczęściej jest jednak wymuszona nie przez zmianę

<sup>13</sup> J. Kudła: *Najważniejsze tendencje zmian bankowych struktur organizacyjnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 11/1999, s. 49.

<sup>14</sup> Problem zależności struktury organizacyjnej banku od konstrukcji jego systemu informatycznego (w takim właśnie ujęciu) rozpatruje G. Dziadkowiec: *Business reengineering w bankowości*. „Bank” nr 9/1998, s. 16-19.

Tabela 2 Warunki wdrożenia poszczególnych struktur organizacyjnych w bankach

Charakterystyka struktury	Struktura funkcjonalna	Struktura federacyjna	Struktura macierzowa
Najłatwiej realizowane cele banku	Osiągnięcie zysków	Wzrost banku	Ogólna „żywność” organizacji, realizacja wielu celów jednocześnie
Strategie konkurencji najbardziej zgodne ze strukturą	Strategie koncentracji na określonym segmencie rynku i strategia lidera kosztowego	Strategie dywersyfikacji realizowane przez poszczególne pionery klientów	Strategia dywersyfikacji
Przesłanki zastosowania	Niezbyt duża wielkość banku, stabilne otoczenie, rozpoczęcie działalności, brak zaawansowanej technologii, względnie niskie kwalifikacje pracowników	Posiadanie przewag w specjalizacji dotyczącej grup produktów lub klientów, potrzeba zorientowania działalności na klienta, zmienne otoczenie, duża liczba oferowanych usług i obsługiwanych klientów, potrzeba ograniczenia wysiłków koordynacyjnych	Znaczne zmiany w otoczeniu prowadzące do zmian opłacalności i rozmiarów popytu na produkty, znaczne zróżnicowanie produktów i klientów, popyt na kompleksowe usługi wymagające wykorzystania wysokiej klasy specjalistów
Wymagania co do personelu, technologii i kadr zarządzających	Niewielkie wymagania co do kwalifikacji personelu i wykorzystywanej technologii. Kadra zarządzająca powinna mieć znaczne umiejętności koordynacyjne.	Personel powinien dość dobrze znać potrzeby klienta, ale przede wszystkim dobrze wykonywać powierzone mu funkcje. Zaawansowana technologia jest wysoce przydatna. Kadra zarządzająca powinna być nastawiona na realizację strategii dotyczącej danego rodzaju klientów.	Wysoce wykwalifikowany personel, mający dobre rozeznanie w całości działań banku. Wymagany zintegrowany system informatyczny. Kadra zarządzająca musi mieć umiejętności negocjacyjne oraz zdolność realizacji różnych strategii należących do różnych poziomów podejmowania decyzji.

Źródło: J. Kudła: *Struktury...*, op cit., s. 53-54.

celów banku, ale wynika z bardziej prozaicznych powodów - wprowadzenia nowej technologii informacyjnej, w niektórych przypadkach przeprowadzenia fuzji (np. BIG Bank Gdański czy Kredyt Bank) lub procesów konsolidacyjnych (np. Bank Pekao SA), rzadziej względy strategiczne (np. Bank Handlowy w Warszawie SA). Powszechnie dokonywana tzw. regionalizacja struktur polega na spłaszczeniu struktur odpowiedzialnych za kontakty z klientami przy jednoczesnej centralizacji funkcji zaplecza. Nowo uruchamiane placówki to w zdecydowanej większości małe, zatrudniające 4-6 osób jednostki, wyposażone w nowoczesną technologię i zajmujące się wyłącznie sprzedażą. O wiele trudniej „odchudzić” centrale - tam proces ten zaczyna się zwykle od tzw. *outsourcingu*, czyli zlecenia części funkcji zaplecza wyspecjalizowanym firmom zewnętrznym<sup>15</sup>.

Wprowadzane w bankach działających na rynku detalicznym konieczne skądinąd zmiany organizacyjne, w połączeniu ze wdrażaniem nowoczesnej technologii są jednak źródłem wielu konfliktów, jako że pociągają za sobą zwolnienia części personelu, a w najlepszym przypadku wiążą się z koniecznością zmiany kwalifikacji. Pracownicy zatrudnieni dotąd w komórkach funkcjonalnych traktują skierowanie ich do bezpośredniej obsługi klienta jako degradację, tym bardziej że w krótkim czasie wymaga się od nich opanowania nowych umiejętności bez zrekomensowania ponoszonego wysiłku wyższym wynagrodzeniem (co uniemożliwia presja na obniżkę kosztów, w tym zwłaszcza kosztów osobowych). Konflikty między centralą, realizującą cele wytyczone przez zarząd, a pracownikami oddziałów (często nie uświadamiającymi sobie konieczności zmian i traktującymi je jako kolejny nieprzemysłany pomysł centrali) nasilają się, uniemożli-

<sup>15</sup> I. Kokoszka: *Wielkie potrząsanie bankowymi strukturami*. „Bank” nr 3/1998, s. 9.

wiając identyfikowanie się pracowników z bankiem i realizowanymi przezeń celami strategicznymi<sup>16</sup>. Taka sytuacja nie sprzyja budowaniu kultury banku, której zasadniczym elementem ma być wspólny dla banku i jego pracowników system wartości. Dodatkowymi barierami, utrudniającymi wypracowanie takiej kultury, są: duże wahania kadr, niedostosowane do nowej sytuacji i struktur systemu motywacyjne i - pozostawiająca jeszcze wiele do życzenia - organizacja pracy.

Mimo znacznej poprawy w tym zakresie sporo zastrzeżeń budzi styl zarządzania bankami. Korzystając z *know-how* swoich strategicznych partnerów lub z pomocy firm doradczych, banki weszły w posiadanie instrumentów umożliwiających efektywniejsze zarządzanie kosztami, ryzykiem, produktami i klientami, jednak trudno się oprzeć wrażeniu, że instrumenty te służą głównie realizacji celów banku, a nie klientów. Ciągłe obserwuje się w praktyce wyraźną dominację, krótkookresowych z natury, celów o charakterze finansowym nad celami marketingowymi, których realizacja jest możliwa w dłuższym okresie. Wprawdzie w strategii każdego banku znajdziemy cele marketingowe (bardzo zresztą podobne) jednak mają one charakter raczej deklaracyjny, bowiem w systemach oceny i motywowania kadr zarządzających ciągle preferuje się realizację krótkookresowych celów finansowych, utrudniając osiągnięcie długofalowych celów rynkowych.

Zwiastunem nowego podejścia do kwestii podstawowego celu strategicznego banku mogą być coraz częściej pojawiające się publikacje na temat konieczności wypracowywania tzw. *shareholder value*, czyli tzw. wartości dla akcjonariuszy<sup>17</sup>. Istotą tej koncepcji stworzonej w latach osiemdziesiątych przez Alfreda Rappaporta, jest tworzenie trwałej wartości rynkowej<sup>18</sup>. Oznacza to, że zainteresowanie inwestorów przenosi się z krótkookresowych mierników wartości, takich jak zysk lub wysokość dywidendy, przypadającej na jedną akcję, na długoterminowe tworzenie wartości firmy<sup>19</sup>. Pojawiają się także opinie, że w podnoszeniu wartości banków istotnym obszarem może stać się w najbliższych latach bankowość detaliczna<sup>20</sup>.

<sup>16</sup> Znajomość założeń strategicznych banku wśród jego szeregowych pracowników nie jest zresztą powszechna, jako że ciągle jeszcze można spotkać dyrektorów oddziałów traktujących strategię jako dokument poufny i nie nadający się do rozpowszechnienia wśród personelu. Jest to największym nieporozumieniem i istotną barierą wprowadzania marketingowej orientacji działania banku.

<sup>17</sup> Zob. np. Ch. Matten: *Zarządzanie kapitałem bankowym*. Warszawa 2000 Dom Wydawniczy ABC, s. 191 i nast.; E. Gostomski, K. Zdanowski: Cel właściciela. „Bank” nr 6/1999, s. 17 i nast.; L. Pawłowicz: *Zarządzanie wartością, wyzwaniem dla banków*. „Gazeta Bankowa” nr 15/2000, s. 22-23; K. Bandyk: *Ile zysku dla kogo?* „Gazeta Bankowa” nr 20/2000, s. 25-27.

<sup>18</sup> Wartość firmy w tej koncepcji jest sumą wszystkich przyszłych nadwyżek pieniężnych, zdyskontowanych za pomocą stopy dyskontowej, a punktem wyjścia do jej obliczenia jest prognozowany cash flow.

<sup>19</sup> M. Capiga: *Ewolucja technik zarządzania*. „Bank” nr 11/2000, s. 61.

<sup>20</sup> J. Bielecki, B. Lepczyński: *Wszystko dla klienta*. „Rzeczpospolita” z 21-22.06.2000 r., s. B5.

Nie negując zalet koncepcji *shareholder value* i jej nowatorskiego charakteru w naszych, krajowych realiach, nie sposób nie zauważyć, że może ona być w pewnym stopniu sprzeczna z wdrażaniem marketingowej orientacji działania banku, ukierunkowanej głównie na zaspokojenie potrzeb klientów, często odmiennych od interesów akcjonariuszy. Ponadto, presja na zwiększanie wartości majątku akcjonariuszy banku powinna być sprzężona z kształtowaniem kultury banku. Według Manfreda Pohla - wiceprezesa Europejskiego Stowarzyszenia Historyków Bankowości i dyrektora Instytutu Historycznego Deutsche Banku - firma, która kładzie nacisk tylko na *shareholder value*, a w ogóle nie uwzględnia *culture value*, czyli nie tworzy silnej kultury korporacyjnej, jest bardziej zagrożona niż firma, która pielęgnuje tę ostatnią<sup>21</sup>.

Te i inne słabości koncepcji *shareholder value* spowodowały, że już od kilku lat jest ona na świecie traktowana jako przestarzała i zastępowana koncepcją *stakeholder value* uwzględniającą interesy - nie zawsze zbieżne - wszystkich istotnych grup zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa<sup>22</sup>. W przypadku banku grupy te to klienci, akcjonariusze (właściciele), pracownicy banku i szeroko rozumiane społeczeństwo (w tym np. środowiska lokalne, władze państwowe i samorządowe). Podstawowymi celami banku w tej koncepcji będą<sup>23</sup>:

- bezpieczeństwo finansowe i zadowolenie klienta z oferowanych usług (kompetencje, otwartość, przyjazny stosunek),
- stały, systematyczny wzrost wartości dla akcjonariuszy,
- motywacja pracowników (zwiększanie zakresu kompetencji, docenianie i nagradzanie za pomnażanie wartości),
- zaangażowanie na rzecz społeczeństwa (środowisko, kultura, poczucie odpowiedzialności).

Styl zarządzania bankiem, mimo pewnej poprawy, pozostawia jeszcze sporo do życzenia także pod innym względem. W bankach, gdzie właścicielem części akcji jest Skarb Państwa lub podmioty, których jest udziałowcem, dochodzą czasami do głosu względy polityczne (jak np. w sprawie BIG Banku Gdańskiego). Tego typu ingerencje władz państwowych, nie zawsze zresztą uzasadnione i przemyślane, utrudniają zarządzanie bankiem (zwłaszcza strategiczne) i wpływają negatywnie nie tylko na wizerunek banku, ale również na sposób postrzegania naszego kraju jako miejsca inwestowania kapitału. Z kolei banki, których głównymi udziałowcami są duże banki zagraniczne (o zasięgu między-

<sup>21</sup> Ł. Wilkiewicz: *Globalizacja utrwała pokój*. „Gazeta Bankowa” nr 20/2000, s. 14.

<sup>22</sup> H. Kopper: *Shareholder value czy stakeholder value*. „Bank” nr 11/2000, s. 68.

<sup>23</sup> M. Capiga: *Ewolucja...*, op.cit., s. 61 oraz H. Kopper: *Shareholder...*, op.cit., s. 69.

<sup>24</sup> P. Wyczański: *Zdolność sprostania międzynarodowej konkurencji przez krajowe instytucje finansowe*. Forum Bankowe 2000, materiały konferencyjne, s. 1.

narodowym, a nawet globalnym), często stają się częściami wieloszczeblowych struktur organizacyjnych, gdzie podejmowanie decyzji, zwłaszcza inwestycyjnych, wymaga uzgodnień na wielu szczeblach i niejednokrotnie zabiera wiele czasu i wysiłku<sup>24</sup>.

## Wnioski

Analiza niematerialnych zasobów banków detalicznych w Polsce z punktu widzenia podejmowania przez nie działań marketingowych pozwoliła na sformułowanie następujących wniosków:

1. Spośród zasobów niematerialnych analizowanych banków wysoką wartość mają ich aktywa rynkowe. Odnosi się to w szczególności do dwóch banków detalicznej piątki: PKO BP i Banku Pekao SA, które legitymują się największymi udziałami w rynku detalicznych usług bankowych, zarówno w ujęciu przedmiotowym (pod względem liczby obsługiwanych klientów), jak i w ujęciu podmiotowym. Ich dominacja jest szczególnie widoczna na rynku depozytów i ROR-ów, nieco mniej wyraźna natomiast na rynku kredytów dla ludności.

Jednocześnie banki te mają najbardziej znane firmy (marki), co potwierdzają badania rozpoznawalności rynkowej (warto jednak zauważyć, że respondenci mają ciągle trudności z rozróżnieniem tych dwóch banków). PKO BP i Bank Pekao SA mają też najlepszy wizerunek rynkowy (przy czym klasa średnia lepiej postrzega Bank Pekao SA, a niżej uposażeni, starsi i młodzież - PKO BP). Są jednak dość nisko oceniane (zwłaszcza PKO BP) pod względem jakości obsługi, stanowiącej jedno z podstawowych źródeł przewagi konkurencyjnej w bankowości detalicznej.

Istotnymi - chociaż ich znaczenie maleje - atutami analizowanych banków są także wysoki poziom lojalności ich klientów oraz przyzwyczajenie klientów do krajowych banków.

2. Za niesprzyjającą wdrażaniu marketingowej orientacji działania banku należy natomiast uznać większość pozostałych zasobów niematerialnych banków objętych analizą.

Stosunkowo najlepiej wypada ocena zmian ich struktur organizacyjnych, które od tradycyjnych struktur funkcjonalnych ewoluują w kierunku struktur federalnych i macierzowych, bardziej sprzyjających wdrażaniu orientacji proklientowskiej. Najbardziej widocznym przejawem zmian organizacyjnych jest restrukturyzacja sieci placówek i ich regionalizacja. Proces ten jest jednak wymuszany nie tyle zmianami strategicznymi, ile raczej wdrażaniem nowoczesnej technologii bądź procesami konsolidacyjnymi. Spłaszczają

nie struktur odpowiedzialnych za kontakty z klientami należy uznać za tendencję korzystną z punktu widzenia rozwoju działań marketingowych, gorzej natomiast wypada ocena zakresu i tempa „odchudzania” central banków.

3. Zmiany struktur organizacyjnych, mające sprzyjać wykształceniu się orientacji na klienta, często mają charakter czysto formalny i nie łączą się z troską o budowę tzw. kultury korporacyjnej. Dzieje się wręcz przeciwnie - zmiany organizacyjne, w połączeniu z wdrażaniem nowoczesnej technologii, restrukturyzującą sieci i racjonalizacją zatrudnienia - są źródłem wielu konfliktów, zwłaszcza między centralą a pracownikami oddziałów. Uniemożliwia to identyfikowanie się pracowników z bankiem i realizowanymi przezeń celami strategicznymi. Dodatkowymi czynnikami, utrudniającymi stworzenie kultury banku i wspólnego dla niego oraz pracujących w nim osób systemu wartości są duże wahania kadr, niedoskonałe systemy motywacyjne i zła organizacja pracy.

4. Mimo dysponowania coraz lepszymi narzędziami, umożliwiającymi zarządzanie kosztami, ryzykiem i klientami, sporo do życzenia pozostawia styl zarządzania bankiem. Ciągłe obserwuje się wyraźną dominację - zwłaszcza w systemach oceny banków i ich zatrudnionych w nich kadr - krótkookresowych celów o charakterze finansowym nad długofalowymi celami rynkowymi (marketingowymi).

Niepokojącym zjawiskiem obserwowanym w bankach, gdzie właścicielem części akcji jest Skarb Państwa lub podmioty, których jest udziałowcem, jest ingerencja władz państwowych, utrudniająca zarządzanie bankiem i negatywnie wpływająca na wizerunek nie tylko banku, ale także kraju. Z kolei w bankach o dużym udziale inwestorów zagranicznych, które stały się częścią wieloszczeblowych (często międzynarodowych, a nawet globalnych) struktur organizacyjnych, podejmowanie decyzji jest długotrwałe i wymaga dużego wysiłku.

## Podsumowanie

Każdy bank wyposażony jest w określone zasoby, których ilość i jakość wpływają na decyzje o rodzaju i zakresie podejmowanych przez niego działań marketingowych o charakterze strategicznym i operacyjnym.

Wśród zasobów tych można wyróżnić zasoby o charakterze materialnym - takie jak zasoby finansowe, ludzkie i rzeczowe - oraz zasoby niematerialne, do których należą aktywa rynkowe banku, tj. jego udział w rynku, wizerunek i marka (firma), oraz zasoby obejmujące szeroko rozumianą kulturę firmy - jej strukturę i kulturę organizacyjną, system wartości banku i pracowników, styl zarządzania bankiem itp.

<sup>24</sup> P. Wyczański: *Zdolność sprostaną międzynarodowej konkurencji przez krajowe instytucje finansowe*. Forum Bankowe 2000, materiały konferencyjne, s. 1.

Tabela 3 Siły i słabości analizowanych banków z punktu widzenia ich działań marketingowych

SIŁY	SŁABOŚCI
1. Relatywnie wysoka suma bilansowa i wyposażenie kapitałowe.	1. Niekorzystna relacja funduszy własnych do aktywów i posiadane portfela kredytowego w największych bankach.
2. Zadawalający poziom współczynnika wypłacalności.	2. Niska efektywność zasobów mierzona poziomem ROA i ROE.
3. Wzrost poziomu kwalifikacji personelu.	3. Nadmierne zatrudnienie, powodujące wysokie obciążenie banków kosztami osobowymi.
4. Rozwinięta sieć punktów stacjonarnej obsługi klienta.	4. Bardzo niska wydajność pracy i ciągle niedostateczne kwalifikacje personelu.
5. Wzrost liczby małych, wyposażonych w nowoczesną technologię placówek.	5. Niezadowolone pracowników z warunków pracy, poziomu wynagrodzenia i możliwości awansowania.
6. Szybki rozwój sieci bankomatów.	6. Dominacja tradycyjnych kanałów dystrybucji przy niedorozwoju alternatywnych form dostępu do usług bankowych.
7. Duży udział w rynku, znana firma (marka) i korzystny wizerunek największych banków.	7. Opóźnienie techniczne i technologiczne (zwłaszcza jeśli chodzi o wyposażenie w systemy informatyczne).
8. Posiadanie bazy stałych klientów.	8. Niska ocena jakości obsługi klienta w największych bankach.
9. Wysoki stopień lojalności klientów wobec banków.	9. Konflikty „centrala - pracownicy oddziałów”, uniemożliwiająca stworzenie kultury banku.
10. Preferowanie przez klientów indywidualnych banków krajowych.	10. Zarządzanie bankiem i systemy oceny nastawione głównie na realizację krótkookresowych celów finansowych.
11. Ewolucja struktur organizacyjnych w kierunku struktur „proklientowskich”.	

Źródło: opracowanie własne.

W toku badań poddano ocenie obydwie grupy zasobów banków, próbując ustalić, na ile sprzyjają one podejmowaniu przez bank działań marketingowych, a w jaki stopniu je hamują.

Główne siły i słabości banków o najsilniejszej pozycji na rynku detalicznych usług bankowych w Polsce z punktu widzenia rozwijania przez nie działań marketingowych przedstawia tabela 3. Warto przy tym zauważyć, że ocena części zasobów banków nie jest jednoznacznie pozytywna czy negatywna, co nie zawsze można było uwidocznic przy konstruowaniu tabeli, a co należy uwzględnić przy interpretacji jej zawartości.

Przeprowadzone badania, oprócz wniosków odnoszących się do całej dziesiątki banków objętych analizą oraz wyodrębnionych w niej grup, potwierdzają wyraźną dominację dwóch największych banków na rynku detalicznych usług bankowych, czyli PKO BP i Banku Pekao SA, obserwowaną jednak głównie w kategoriach ilościowych. W większości przypadków wskaźniki jakościowe obnażają, niestety, niską efektywność posiadanych przez nie zasobów, zwłaszcza tych o charakterze materialnym. Spośród zasobów niematerialnych do atutów tych banków należą aktywa rynkowe, z wyjątkiem oceny poziomu jakości obsługi klienta. O wiele lepsze wskaźniki efektywności osiągają banki mniejsze, zwykle znacznie krócej obecne na rynku detalicznym, ale bardziej elastyczne i lepiej przystosowujące się do zmian w otoczeniu rynkowym. Sposób analizowanych banków ich przykładem jest BIG Bank Gdański (i pod niektórymi względami Kredyt Bank), a spośród pozostających

stałych banków - np. Górnośląski Bank Gospodarczy czy Lukas Bank.

Podsumowując niniejsze badania, trudno oprzeć się wrażeniu, że mimo pewnych zmian banki, zwłaszcza te największe, reprezentują bardzo tradycyjny model działania, oparty głównie na wielkości swych zasobów, a nie na ich jakości i posiadanych umiejętnościach. Nawet zachodzące zmiany stanowią - paradoksalnie - potwierdzenie takiego podejścia, gdyż często są efektem kupowania wiedzy i umiejętności na zewnątrz (głównie od doradców) bądź przejmowania ich od partnerów strategicznych (zagranicznych właścicieli lub udziałowców).

Jak słusznie jednak zauważa P. Wyczański, od doradców można kupić bardzo wiele - wypracować wspólnie z nimi nową proklientowską strukturę organizacyjną, nowe produkty i strategie, wdrożyć nowe technologie. Nie da się jednak kupić szeroko pojmowanej kultury banku, tj. kultury organizacyjnej, wspólnego dla banku i jego pracowników systemu wartości, doświadczeń w pracy z klientami i innych - stanowiących tajemnicę handlową banków - umiejętności<sup>25</sup>. Tymczasem są one równie ważne jak posiadane zasoby materialne, jeśli nie ważniejsze od nich. Warunkują bowiem efektywne wykorzystanie tych ostatnich i stanowią źródło trwałej, niemożliwej do skopiowania przewagi konkurencyjnej.

<sup>25</sup> P. Wyczański: *Zdolność...*, op.cit., s. 6.

# Kierunki rozwoju bankowości detalicznej w Polsce\*

*Grażyna Rytelewska*

## Polityka dochodowa, pieniężna i fiskalna

Do podstawowych zewnętrznych czynników rozwoju bankowości detalicznej należy zaliczyć te, które będą decydowały o poziomie dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Dla pozyskiwania czasowo wolnych funduszy nabywczych oraz udzielania kredytów gospodarstwom domowym istotne jest osiągnięcie przez nie takiego poziomu dochodów, który gwarantowałby wzrost skłonności do oszczędzania (niezależnie od formy ich gromadzenia) oraz wywiązywanie się z przyjętych zobowiązań. W prognozach krótko- i średniookresowych zakładany jest wzrost produktu krajowego brutto. Ponadto, wzrost dochodów gospodarstw domowych będzie wynikał ze zmian w strukturze ludności pod względem wieku i aktywności zawodowej. Spodziewany jest spadek liczby osób w wieku przedprodukcyjnym, wzrost w wieku produkcyjnym i poprodukcyjnym<sup>1</sup>. Korzystne dla sektora bankowego zmiany w strukturze gospodarstw domowych będą polegały na wzroście udziału gospodarstw<sup>2</sup>:

- jedno-, dwu- i trzyosobowych w gospodarstwach ogółem,

- z głową rodziny mającą wyższe lub średnie wykształcenie,

- pracujących na własny rachunek.

Z badań wynika, że są to gospodarstwa domowe osiągające dochody znacznie wyższe od przeciętnych miesięcznych dochodów na osobę w gospodarstwach domowych ogółem<sup>3</sup>. Dla rozwoju bankowości detalicznej istotny jest poziom współczynnika nierówności dochodowej. Wskaźnik ten dla Polski, liczony metodą Giniego, wyniósł w 1996 r. 0,31, a więc był podobny jak w krajach zachodnich. Nierówność dochodowa w Polsce jest wyższa niż w Szwecji, Norwegii i Danii, niższa zaś niż w Anglii, Francji i Portugalii<sup>4</sup>.

Analizując politykę dochodową, nie można pominąć gospodarstw domowych utrzymujących się ze źródeł niezarobkowych (zasiłek dla bezrobotnych, zapomogi społeczne, dochody z kapitału). Bezrobocie, jako nowe zjawisko społeczne w naszej gospodarce w pierwszym okresie transformacji, wpłynęło na zwiększenie stopy oszczędzania, w warunkach spadku dochodów realnych<sup>5</sup>. Gospodarstwa domowe dążyły do odbudowy zasobów pieniężnych lokowanych w bankach, gwarantujących stabilizację konsumpcji w okresie spadku dochodów. Obecnie, jak wykazują ba-

\* Tekst jest skrótem opracowania przygotowanego na konferencję naukową w Pułtusk (październik 2000 r.).

<sup>1</sup> Prognoza ludności Polski według województw na lata 1996 - 2020. Warszawa 1996 GUS.

<sup>2</sup> L. Bolesławski: *Prognoza gospodarstw domowych 1996-2020*. Warszawa 1997 GUS Departament Badań Demograficznych.

<sup>3</sup> *Zróżnicowanie warunków życia ludności w Polsce w 1997 roku*. Warszawa 1998 GUS.

<sup>4</sup> A. Szulc: *Economic Transition, Poverty and Inequality: Poland in the 1990s*. Internet, [www.worldbank.org/research](http://www.worldbank.org/research).

<sup>5</sup> G. Rytelewska, A. Szablewski: *Paradoks oszczędności*. „Życie Gospodarcze” nr 22/1993.

dania ankietowe, gromadzenie oszczędności wynika z motywu transakcyjnego bądź spekulacyjnego. Właściwa, racjonalna polityka walki z bezrobociem oraz zmniejszenie udziału zapomóg społecznych, jako źródła finansowania konsumpcji, powinny sprzyjać procesom oszczędzania w gospodarstwach domowych.

Istotny wpływ na poziom dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych będą miały zmiany w polityce podatkowej odnoszącej się do osób fizycznych. Przewiduje się, że w najbliższych latach nastąpi zmniejszenie obciążeń z tytułu podatku dochodowego od osób fizycznych. W literaturze przedmiotu podkreśla się związek między opodatkowaniem dochodu a stopą oszczędzania. Przeważa pogląd, że zmniejszenie obciążeń podatkowych w wyższym stopniu wpływa na zwiększenie oszczędności niż konsumpcji bieżącej. Dla procesów oszczędzania niekorzystne natomiast będzie wprowadzenie podatku od dochodów z posiadanych aktywów finansowych. W krajach Unii Europejskiej dochody z tytułu lokat bankowych i inwestycyjnych są opodatkowane. Ostatnio kraje Unii Europejskiej uzgodniły, że do 2010 r. będą wzajemnie przekazywać sobie dane o lokatach bankowych i inwestycyjnych w krajowych instytucjach finansowych<sup>6</sup>. Dotychczas brak takich informacji umożliwia unikanie opodatkowania dochodów kapitałowych. Nie uzgodniono dotąd jednolitych stawek opodatkowania; propozycje są zróżnicowane - od 10% do 25% dochodu. Po wejściu w życie porozumienia kraje Unii będą miały przez siedem lat możliwość wyboru, czy przekazywać informacje, czy pobierać podatek automatycznie. Na politykę podatkową wobec gospodarstw domowych w Polsce będzie miała wpływ perspektywa przystąpienia do Unii Europejskiej - ze względu na konieczność uwzględnienia rozwiązań obowiązujących w krajach Unii.

Na zmianę preferencji korzystania z usług bankowych przez klientów indywidualnych, poza wzrostem bogactwa, istotny wpływ ma wzrost długowieczności oraz wzrost ekonomicznego statusu kobiet<sup>7</sup>. Każdy z tych czynników, zgodnie z hipotezą cyklu życia rodziny, oddziałuje na popyt na instrumenty finansowe.

Prowadzona polityka pieniężna, stawiająca sobie za podstawowy cel wygaszanie inflacji, będzie sprzyjała potaniu pieniądza oraz zwiększeniu akcji kredytowania konsumpcji przez banki komercyjne. Reasumując, należy ocenić, że zmiany w dochodach gospodarstw domowych, uwzględniające perspektywy wzrostu dochodów, ich zróżnicowanie, zmiany w strukturze gospodarstw domowych, będą korzystne dla rozwoju bankowości detalicznej. Prognozowane obniżenie opodatkowania dochodów, wpływające na wzrost skłonno-

ści do oszczędzania, może częściowo zostać zniwelowane przez wprowadzenie podatku od dochodów z lokat na kontach bankowych i inwestycyjnych. Prowadzona polityka pieniężna powinna natomiast sprzyjać zarówno wzrostowi skłonności do oszczędzania, jak i konsumpcji (finansowanej z kredytu).

### Zmiany w zarządzaniu majątkiem w gospodarstwach domowych

Wybory, których dokonują gospodarstwa domowe, zależą od wielkości nie tylko bieżących dochodów, ale także spodziewanych oraz od ich bieżącego stanu posiadania lub od tego, co chcą one posiadać w przyszłości. Stąd w analizach teoretycznych majątek gospodarstw domowych uwzględniany jest jako jeden z argumentów funkcji oszczędności. W takim ujęciu jedynie wysoka płynność odróżnia pieniężną formę oszczędzania od innych jego form. Pomimo to w badaniach empirycznych uwzględnia się najczęściej zasoby mieszkaniowe oraz aktywa płynne, co wynika z braku danych statystycznych, dotyczących innych składników majątku gospodarstw domowych, oraz trudności z wyceną strumienia usług świadczonych przez posiadany zasób dóbr. Próby szacowania majątku w formie rzeczowej wskazują, że ponad 70% stanowią mieszkania, natomiast ponad 13% to dobra trwałego użytku<sup>8</sup>. Trudności związane z przetworzeniem istniejących danych - zarówno w sensie ilościowym, jak i jakościowym - uniemożliwiają podjęcie badań w tym zakresie. Wynika stąd konieczność ograniczenia analizy do przesłedzenia zmian w poszczególnych składnikach majątku.

Wzrost zamożności gospodarstw domowych spowoduje zwiększenie wyposażenia ich w dobra trwałego użytku. Obecnie odsetek gospodarstw domowych mających dobra trwałego użytku typu chłodziarka, pralka, telewizor kolorowy jest podobny jak w krajach UE. Odsetek polskich gospodarstw posiadających dobra bardziej luksusowe jest natomiast znacznie niższy w porównaniu np. z gospodarstwami angielskimi. Dobra ułatwiające prace domowe (kuchenka mikrofalowa) ma w Polsce 11,2% gospodarstw domowych<sup>9</sup>, natomiast w Wielkiej Brytanii 77%<sup>10</sup>. Z punktu widzenia przyszłego rozwoju elektronicznej bankowości detalicznej istotne jest wyposażenie gospodarstw w mikrokomputer; odsetek gospodarstw mających komputer wynosi 10,2, natomiast 29 w Wielkiej Brytanii. Dla perspektywy rozwoju kredytowania konsumpcji istotne jest wyposażenie w takie dobra, jak samochód osobowy, sprzęt hi-

<sup>6</sup> „Rzeczpospolita” nr 144, 21-22 czerwca 2000 r.

<sup>7</sup> A. Lowe, J. Kuusisto: *The institutional stature of the retail bank: the neglected asset*. „International Journal of Bank Marketing” nr 17/4/1999, s. 173.

<sup>8</sup> G. Williams: *The stocs of consumer durables in the United Kingdom: new estimates 1948-95*. „Review of Income and Wealth”, series 44, number 3, september 1998, s. 427.

<sup>9</sup> *Warunki życia ludności w 1998 r.* Studia i Analizy Statystyczne. Warszawa 1999 GUS, s. 217.

<sup>10</sup> [www.statistics.gov.uk/stats/ukinfigs/stand](http://www.statistics.gov.uk/stats/ukinfigs/stand).



fi. W Polsce odsetek gospodarstw domowych posiadających samochody wynosi 44,5, w Wielkiej Brytanii zaś 70. Przyjmując dotychczasowe tempo wzrostu liczby komputerów i samochodów oraz uwzględniając efekty naśladownictwa i demonstracji konsumpcji, trzeba się liczyć ze znacznym zwiększeniem udziału dóbr trwałego użytku w majątku gospodarstw domowych. Należy oczekiwać - biorąc pod uwagę, że znaczącymi źródłami finansowania zakupów tych dóbr są albo zgromadzone oszczędności, albo kredyt konsumpcyjny - wzrostu aktywności bankowości detalicznej w obsłudze gospodarstw domowych.

Poziom majątku gromadzonego w formie aktywów finansowych zależy w dużej mierze od skłonności do oszczędzania. Skłonność do oszczędzania w Polsce jest zbliżona do średniej w rozwiniętych krajach europejskich. Różnice występują w formach gromadzenia oszczędności. W dalszym ciągu dominują lokaty na rachunkach bieżących i terminowych. Struktura majątku gromadzonego w formie aktywów finansowych wyznaczana jest przez poziom rozwoju rynku finansowego. W gospodarce niemieckiej np. struktura majątku finansowego gospodarstw domowych na koniec 1997 r. przedstawiała się następująco<sup>11</sup>: gotówka i wkłady a vista 8,6%, wkłady terminowe 6,8%, wkłady oszczędnościowe 21,8%, papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu 14,2%, akcje 8,3%, udziały w funduszach inwestycyjnych 8,8%, środki zgromadzone w kasach mieszkaniowych 3,3%, w funduszach ubezpieczeniowych 21,8%, pozostałe 6,4% (głównie są to fundusze emerytalne). W porównaniu z 1993 r. spadł udział wkładów terminowych, o 6,1 pkt. proc., natomiast wzrósł udział lokat w akcje i fundusze inwestycyjne<sup>12</sup>. W Polsce wraz z rozwojem rynku finansowego obserwuje się podobne tendencje. Udział papierów wartościowych (akcje, obligacje i bony skarbowe) zdeponowanych na rachunkach inwestycyjnych osób fizycznych w biurach maklerskich nie jest jeszcze wysoki, bowiem w latach 1996 -1999 stanowił on średnio około 8,5% depozytów złotych gospodarstw domowych. Niemniej wartość tych aktywów dynamicznie rośnie; w 1999 r. o blisko 56%. Równie dynamicznie rosną aktywa finansowe funduszy powierniczych i inwestycyjnych; w końcu 1999 r. odnotowano wzrost ich wartości o ponad 75% w stosunku do poprzedniego roku<sup>13</sup>. Otwarte fundusze emerytalne jeszcze w niewielkim zakresie uczestniczą w rynku kapitałowym (0,6 mld zł zostało ulokowanych na giełdzie w końcu 1999 roku). Należy się jednak liczyć z silną ekspansją tych funduszy, szacuje się, że ich inwestycje na rynku kapitałowym w 2000 r. wyniosą około 4,5 mld zł<sup>14</sup>.

Tendencje w zmianach struktury majątku, wskazujące na mniejszy udział gospodarstw domowych w rynku depozytowym, wzrost zadłużenia kredytowego (ciągle niższego niż w rozwiniętych gospodarkach rynkowych), funkcjonowanie nowego systemu emerytalnego, będą stwarzały przesłanki rozwoju bankowości detalicznej. Warunkiem tego rozwoju będzie więc zwiększenie udziału banków komercyjnych w rynku kapitałowym i oferowanie klientom zróżnicowanych instrumentów rynku finansowego.

### Nowe instrumenty bankowości detalicznej

Podstawowy produkt, jakim jest rachunek bankowy, może pełnić w bankowości detalicznej wiele funkcji. Ten fakt został uwzględniony również w działalności polskich banków. Oferta kont osobistych w wybranych bankach jest dość bogata i zróżnicowana, z punktu widzenia ich funkcji podstawowych i uzupełniających. Banki, biorąc pod uwagę coraz trudniejszą konkurencję cenową i produktową, szukają innych możliwości istnienia na rynku, koncentrując się na podnoszeniu jakości swoich produktów poprzez lepsze dostosowanie ich do potrzeb klientów. Banki mogą wprowadzać w ramach kont osobistych dla klientów indywidualnych system zmiennych parametrów - stopy procentowej i wielkości minimalnych wpłat - w zależności od wagi poszczególnych segmentów rynku oraz dokonywać szerokiej pakietyzacji produktów. Warunkiem tak szerokiego wykorzystania kont osobistych do aktywizacji sprzedaży pakietu usług bankowych jest właściwa segmentacja klientów oraz utworzenie systemu zarządzania relacjami z klientem przy wykorzystaniu programów komputerowych. Generalnie, systemy te umożliwiają utworzenie scentralizowanej bazy danych. Baza taka może być tworzona na podstawie danych pochodzących zarówno ze źródeł wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Budowa bazy danych jest niezwykle istotna zarówno dla bezpieczeństwa przechowywanych danych, jak i szybkości wyszukiwania odpowiednich informacji oraz ich spójności. Następnym etapem budowy systemu zarządzania relacjami z klientem jest opracowanie zestawów informacji, które w sposób zregulowany wyjaśniają zachowania klientów. Przy prawidłowo zaprojektowanej bazie danych można praktycznie uzyskać model zachowania każdego klienta. Efektem skonstruowania modelu jest wynik (*score*), będący zazwyczaj wartością numeryczną przypisaną do każdego klienta. Mówi on, jakie jest prawdopodobieństwo, że dany klient zachowa się zgodnie z zadaniem w modelu schematem. W ostatnim etapie zarządzania relacjami z klientem system zarządza komunikacją z klientem i monitoruje ją poprzez różne kanały dystrybucji: oddziały banku, agencje, Internet itp. Dalszym krokiem

<sup>11</sup> Geldvermogen um fast 400 Milliarden DM gestigen. „Die Bank” nr 8/1998, s. 511.

<sup>12</sup> Geldvermogen: Das Wohlstandswunder. „Die Bank” nr 7/1995, s. 444.

<sup>13</sup> Raport o inflacji 1999. Rada Polityki Pieniężnej, Narodowy Bank Polski. Warszawa 2000, s. 95.

<sup>14</sup> Tamże, s. 79.

w umacnianiu związku z klientem jest możliwość wprowadzenia dla posiadaczy kont osobistych koncepcji *allfinanz*. Wybór produktów w ramach tej koncepcji pozwala bankowi uzyskać wiele korzyści, w tym: dostęp do dodatkowych kanałów dystrybucji, zróżnicowanie asortymentu oraz efekt synergii. Dla klientów podstawową korzyścią *allfinanz* jest obniżka kosztów usług bankowych oraz kompleksowość zaspokojenia wszystkich potrzeb finansowych. Polskie banki uwzględniają w swoich strategiach korzyści płynące z pakietyzacji usług. Prognozy rozwoju kont osobistych do 2003 r., opracowane przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, wskazują na<sup>15</sup>:

- ponad dwukrotny wzrost liczby kont osobistych, któremu będzie towarzyszył wzrost kart bankomatowych i płatniczych,
- wprowadzenie karty chipowej, zwanej portmoneką elektroniczną,
- autoryzację debetu w koncie osobistym,
- upowszechnienie oferty kredytowej w koncie osobistym (kredyty odnawialne, karty kredytowe),
- rozwój usługi ubezpieczenia w koncie osobistym dla klienta detalicznego.

Przyjęcie modelu bankowości uniwersalnej stworzyło szerokie możliwości udziału banków w rynku kapitałowym. Do najbardziej korzystnych dla rozwoju bankowości detalicznej należą transakcje związane z emisją papierów wartościowych, pośrednictwem w sprzedaży emisji w zamian za prowizję, pełnienie funkcji dealerskich i brokerskich na rynku wtórnym. Zakres usług oferowanych przez polskie banki na rynku kapitałowym jest zbliżony do oferowanych przez banki inwestycyjne, działające w rozwiniętych gospodarkach rynkowych<sup>16</sup>. Udział krajowych inwestorów indywidualnych w obrotach giełdowych akcji wyniósł w latach 1997 i 1998 odpowiednio: 38% i 39%, zaś w tym samym okresie w obrotach obligacji: 23% i 33%<sup>17</sup>. Transakcje na rynku kapitałowym są atrakcyjne zarówno dla klientów, jak i dla banków. Dla klientów korzyścią jest dochodowość instrumentów rynku kapitałowego, zwykle znacznie przewyższająca dochodowość na rynku depozytowym. Klient, decydując się na ten rodzaj produktu bankowego, niewątpliwie narażony jest na wyższe ryzyko, związane z lokatami wolnych środków pieniężnych w akcje i obligacje. Dla banku natomiast ryzyko wiążące się z tego rodzaju operacjami nie ma charakteru finansowego, niesie jednak niebezpieczeństwo utraty zaufania klientów w wypad-

ku rozprowadzania wśród indywidualnych inwestorów instrumentów budzących w sposób oczywisty wątpliwości co do możliwości generowania dochodu.

Istnieje jednak znaczna, niezauważana przez tradycyjne banki, grupa klientów, która korzysta z usług instytucji niebankowych w zakresie kredytowania oraz lokowania wolnych funduszy nabywczych. W rozwiniętych gospodarkach rynkowych konkurencyjność instytucji niebankowych jest znacznie większa. Badania amerykańskie wskazują, że 48% klientów korzysta z jednego lub więcej produktów oferowanych przez niebankowe instytucje<sup>18</sup>. Do najbardziej istotnych przyczyn wyższej konkurencyjności usług świadczonych przez instytucje parabankowe w warunkach polskich należy zaliczyć: niedostępność niektórych produktów dla zainteresowanych grup klientów, niższe ceny oferowanych usług, wyższą jakość świadczonych usług.

W świetle przedstawionych rozważań należy stwierdzić, że wybór właściwej strategii produktowej gwarantuje zwiększenie konkurencyjności i dochodowości bankowości detalicznej.

### System gwarantowania depozytów i inwestycji, ochrona interesów konsumenta

Dla funkcjonowania bankowości detalicznej niezmiernie istotna jest ochrona interesów gospodarstw domowych, stworzenie zabezpieczeń przed utratą zainwestowanego kapitału. Depozyty gospodarstw domowych gromadzone na rachunkach bankowych są niewątpliwie najbezpieczniejszą formą lokowania wolnych funduszy nabywczych. Bankowy Fundusz Gwarancyjny, funkcjonujący od 1995 r., został powołany między innymi po to, by zapewnić wypłatę depozytów osobom fizycznym, kiedy stają się one dla nich niedostępne - zgodnie z obowiązującymi zasadami powszechnego systemu gwarancyjnego. Przyjęty system gwarantowania depozytów w zasadzie jest zgodny z wymogami dyrektyw UE. Zasadnicza różnica dotyczy kwoty gwarantowanej, która jest niższa. Przewiduje się, że wymagany w krajach UE poziom kwoty gwarantowanej (20.000 euro) zostanie wprowadzony w 2003 r.

Podobnie jak w przypadku systemu gwarantowania depozytów, w krajach UE obowiązuje również dyrektywa w sprawie systemów ochrony inwestorów. Kraje członkowskie zobowiązane zostały do zapewnienia odpowiedniej procedury rozstrzygania sporów między inwestorami a systemem ochrony, gwarantując minimalny, zharmonizowany w całej Unii, poziom ochrony dla inwestorów, w tym przede wszystkim dla

<sup>15</sup> J. Bielecki, B. Lepczyński: *Projekcja rozwoju bankowości detalicznej w Polsce do roku 2003*. W: *Zewnętrzne uwarunkowania strategii rozwoju banków komercyjnych w Polsce do roku 2003*. Praca pod red. L. Pawłowicza. Gdańsk 1999 IBnGR, s. 125-129.

<sup>16</sup> M. Dusza: *Rynek kapitałowy w Polsce*. Warszawa 1999 Biblioteka Menedżera i Bankowca, s. 88.

<sup>17</sup> Tamże, s. 95.

<sup>18</sup> M. Violano, S.C. Collie, wyd., cyt., s. 9.

Tabela

Wyszczególnienie (na 100 mieszkańców)	Polska 1997	USA 1995	Niemcy 1995	Francja 1995
Linie telefoniczne stałe	18	63	50	56
Abonenci telefonii komórkowej	1,6	13	4,6	2,5
Odbiorniki TV	30 (1995)	79	55	58
Abonenci TV kablowej	45	60	40	8
Komputery osobiste	4	30	14	14

Źródło: S. Kasiewicz: Porządkowanie strategii. „Bank” nr 10/1998, s. 72.

gospodarstw domowych (tzw. drobnych inwestorów)<sup>19</sup>. W systemie ochrony inwestorów obowiązują podobne zasady, jak w systemie ochrony depozytów. Ważne postanowienie przyjęte w dyrektywie zawiera klauzula, że instytucja kredytowa (bank) świadcząca usługi inwestycyjne nie musi przynależeć do dwóch odrębnych systemów ochrony, jeśli system, do którego należy, spełnia wymogi obu dyrektyw. Wynika to z faktu, że w przypadku świadczenia przez bank zarówno usług depozytowych, jak i inwestycyjnych natrafia się niekiedy na trudność w rozgraniczeniu środków ulokowanych na rynku depozytowych i rynku papierów wartościowych.

W Polsce lokowanie wolnych funduszy nabywanych na rynku kapitałowym nie podlega żadnej ochronie; harmonizacja prawa w zakresie omawianej dyrektywy jeszcze nie nastąpiła.

Dla rozwoju bankowości detalicznej istotna jest ochrona konsumenta w umowach kredytowych. Do najczęściej wskazywanych zagrożeń interesów konsumenta należą:<sup>20</sup>

- dezinformacja utrudniająca dokonanie racjonalnego wyboru, nierównowaga korzyści i obciążeń w relacjach z bankiem, obciążania nadmiernymi zabezpieczeniami, utrudnienia w dochodzeniu praw klienta,
- stwarzanie sytuacji wymuszających poświadczenie nieprawdy.

Dla sprostania konkurencji banków zagranicznych istnieje konieczność wprowadzenia dyrektyw, dotyczących funkcjonowania kredytu konsumpcyjnego oraz ochrony klienta banku<sup>21</sup>.

Warunkiem rozwoju bankowości detalicznej jest zwiększenie bezpieczeństwa i ochrony interesów klientów banków, podobnie jak to w krajach UE, dotyczących lokowania wolnych funduszy, kredytowania oraz usług z zakresu obrotu płatniczego (karty płatnicze, elektroniczne portmonetki, płatności elektroniczne).

<sup>19</sup> Szerzej omówione w: W. Szpringer: *Europejskie regulacje bankowe*. Biblioteka Bankowca Warszawa 1997 Twigger SA.

<sup>20</sup> *Ochrona interesów konsumenta usług bankowych w Unii Europejskiej i w Polsce*. Praca pod red. S. Wilczyńskiego. Warszawa 1998 FeiBB, s. 105.

<sup>21</sup> Szerzej omówiono w: G. Rytelewska: *Wybrane problemy bankowości detalicznej w Polsce i w Unii Europejskiej*. W: *Polskie banki w drodze do Unii Europejskiej*. Praca pod red. W.L. Jaworskiego. Warszawa 1999 Poltex, s. 214 i następn.

## Czynniki technologiczne i kulturowe

Warunkiem rozwoju bankowości detalicznej jest wprowadzanie na rynek produktów nowoczesnych, co nie jest możliwe bez zastosowania *electronic commerce*, tj. urządzeń telekomunikacyjnych i informatycznych. W Polsce, w porównaniu z Francją, Niemcami i USA, telekomunikacja jest znacznie opóźniona i może być barierą rozwoju usług bankowych (por. tabela).

Obecnie banki w Polsce w najszerszym zakresie oferują usługi telefonii bankowej; usługi typu *home banking* dla klienta detalicznego są rzadkością. Najbardziej nowoczesny kanał dystrybucji usług bankowych, Internet, wykorzystywany jest obecnie w niewielkim zakresie. Istotnym ograniczeniem rozwoju nowoczesnych kanałów dystrybucji usług bankowych jest niewątpliwie - z jednej strony - brak w gospodarstwach domowych tradycji posługiwania się instrumentami finansowymi, z drugiej zaś strony - niewielkie zainteresowanie banków kształceniem i rozwijaniem kultury finansowej.

Obserwowane w krajach Unii Europejskiej zmiany w rozwoju bankowości detalicznej polegają głównie na przechodzeniu od stacjonarnych kanałów dystrybucji do bezpośrednich. Banki obsługujące klientów przy wykorzystaniu najnowszych kanałów dystrybucji, wynikających z rozwoju technologii, są najbardziej konkurencyjne. Uważa się, że „żadna nowość nie zmieniła stosunków między klientami a bankiem tak radykalnie, jak banki listowe i banki telefoniczne”<sup>22</sup>. Dążenie do obniżenia kosztów obsługi klienta detalicznego niewątpliwie spowoduje zmiany w strukturze placówek bankowych w Polsce. Niemniej, biorąc pod uwagę relatywnie niską dostępność usług bankowych, w dalszym ciągu należy się liczyć z przyrostem liczby placówek bankowych.

Rozwój technologii jest szansą rozwoju bankowości detalicznej. Konieczne jest jednak poniesienie ogromnych kosztów, związanych z powszechną komputeryzacją i dostępnością usług telekomunikacyjnych i informatycznych.

<sup>22</sup> U.C. Swoboda: *Bankowość detaliczna, strategie marketingowe i procesy zarządzania*. Warszawa 2000, CeDeWu, s. 22.

Bardzo istotnym ograniczeniem powszechności korzystania przez gospodarstwa domowe z produktów bankowości detalicznej jest brak przyzwyczajenia do wykorzystywania współpracy z bankiem w celu usprawnienia płatności. Zakres funkcjonowania pieniądza bezgotówkowego w gospodarstwach domowych jest niewielki. Wynika to przede wszystkim z braku tradycji, a także z niewielkiego udziału zakupów kredytowych.

Chociaż daleko nam do społeczeństw charakteryzujących się przewagą bezgotówkowej formy rozliczeń, będą one coraz częściej stosowane z uwagi na fakt, że rozliczenia bezgotówkowe:

- przyspieszają obrót pieniężny,
- zwiększają bezpieczeństwo funkcjonowania gospodarstwa domowego,
- obniżają koszty obrotu pieniężnego.

W ostatnim okresie podstawową formą obrotu bezgotówkowego, w ramach usług detalicznych, staje się karta płatnicza. Najnowszą innowacją są karty elektroniczne z wbudowanym układem elektronicznym, który zwiększa ich potencjał pamięciowy i zakres zastosowań. Obserwujemy dynamiczny rozwój kart elektronicznych - od karty z jednym układem scalonym do kart z mikroprocesorem - stosowanych w wielu aplikacjach - portmonetek elektronicznych i multikart. Karta elektroniczna przejmuje niektóre funkcje pieniądza. Jako karta przedpłatna z zapisaną wartością środków finansowych, którymi dysponuje jej posiadacz, umożliwia dokonywanie transakcji płatniczych bez upoważnień banku i obciążenia konta.

Rozpowszechnienie elektronicznego pieniądza w postaci przedpłatnych produktów software'owych, korzystających z sieci komputerowych, określanego jako pieniądz wirtualny, jest praktycznie możliwe w bardzo niedalekiej przyszłości.

Decydujący wpływ na zmiany w polskiej bankowości detalicznej będzie miał postęp techniczny, który zniesie monopolistyczną pozycję banków jako centrów pośredniczących w przepływie pieniądza. Konkuren-

cja firm pozabankowych spowoduje konieczność obniżenia kosztów. Ponadto, w wyniku postępu technicznego zasadniczo zmieniają się kanały dystrybucji detalicznych produktów bankowych.

Wydaje się, że banki krajowe nie będą w stanie włączyć się do konkurencji światowej w celu uzyskania efektów skali. Mogą natomiast rozwijać bankowość detaliczną, gdyż praktyka funkcjonowania amerykańskich ponadstanowych banków detalicznych przeczy ogólnie przyjętym tezą, że bankowość detaliczna jest mało dochodowa, z uwagi na jej pracochłonność i konieczność posiadania rozbudowanej infrastruktury. Strategie banków zagranicznych na rynku polskim również uwzględniają wejście na rynek bankowości detalicznej, traktując ją jako atrakcyjną i dochodową.

\* \* \*

Kierunki rozwoju bankowości detalicznej będą wyznaczone przez przewidywane zmiany w:

- wysokości dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych - zmiany te będą efektem wzrostu poziomu wynagrodzeń, dochodów z pracy własnej, dochodów kapitałowych oraz emerytur i rent, przy jednoczesnym obniżaniu podatków od osób fizycznych;
- strukturze gromadzonego majątku - w wyniku rozwoju rynków finansowych zwiększy się udział aktywów finansowych w oszczędnościach ludności;
- konkurencyjności usług bankowych - wprowadzanie nowych instrumentów bankowości detalicznej, działającej na rynku depozytowym, kredytowym, kapitałowym, ubezpieczeniowym, przyczyni się do wzrostu popytu gospodarstw domowych na usługi finansowe.

Dla kierunków rozwoju bankowości detalicznej istotny wpływ będą miały zasady ochrony interesów konsumentów na rynku usług bankowych. Bezpieczeństwo funkcjonowania banków może być ważnym czynnikiem przełamania tradycji i konserwatyizmu w posługiwaniu się pieniądzem gotówkowym jako środkiem płatniczym, cyrkulacji oraz tezauryzacji.

# Zastaw na obligacjach jako prawna forma zabezpieczenia wierzytelności kredytowych

Przemysław Malinowski

## Istota obligacji

Definiując pojęcie obligacji można stwierdzić, iż „obligacja (od łac. *obligato* - zobowiązanie, wł. - *obbligo*) jest papierem wartościowym, w którym emitent (łac. *emitto* - wypuszczać), tj. wystawca, potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek<sup>1</sup>. Mówiąc inaczej, obligacja jest papierem wartościowym (emitowanym w serii, tj. reprezentującym prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek), który powinien właścicielowi (obligatariuszowi) przynosić zagwarantowany, z góry określony dochód w postaci odsetek (oczywiście, z wyjątkiem obligacji nieoprocentowanych). Dochód powinien ponadto zapewnić zwrot zainwestowanego kapitału po upływie terminu określonego w umowie<sup>2</sup>. Tym samym obligacja powinna stanowić dla jej właściciela instrument finansowy pomocny przy jednoczesnym zadłużaniu się u wielu wierzycieli.

Dla nabywcy natomiast obligacje są przystępną, przynoszącą stabilny dochód formą lokowania środków finansowych. Niemniej należy zaznaczyć, iż zgodnie z art. 4 Ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach<sup>3</sup>, świadczenie emitenta - jako dłużnika obligata-

riusza - może mieć zarówno charakter pieniężny, jak i niepieniężny.

Zgodnie z obowiązującym stanem prawnym (art. 2 Ustawy o obligacjach), emitentami obligacji mogą być:

„1) podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną,

2) gminy, powiaty, województwa, zwane [...] jednostkami samorządu terytorialnego, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,

3) inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,

4) instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji”.

Należy zaznaczyć, iż zgodnie z art. 5 ust. 1 Ustawy o obligacjach „obligacja powinna zawierać w szczególności:

1) powołanie podstawy prawnej emisji,

2) nazwę (firmę) i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru albo wskazanie jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawy, będących emitentem,

<sup>1</sup> W. Bień: *Rynek papierów wartościowych*. Warszawa 1999 Difin, s. 31.

<sup>2</sup> Szerzej por. np. M. Gęsicki: *Mały leksykon prawniczy*. Warszawa 1997 Difin, s. 142; W. Bień, op.cit., s. 31-72.

<sup>3</sup> Dz.U. nr 83, poz. 420 z 1995 r., z późn. zm.

3) nazwę obligacji i cel wyemitowania, jeżeli jest określony,

4) wartość nominalną i numer kolejny obligacji,

4a) opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania,

5) oznaczenie obligatariusza - przy obligacji imiennej,

6) ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,

7) datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności - jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie, oraz warunki wykupu,

8) zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,

9) miejsce i datę wystawienia obligacji,

10) podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym".

Dodać można, iż zgodnie z art. 14 powyższej ustawy, obligacje mogą być imienne (wskazujące jako osobę uprawnioną imiennie w nich wymienioną) lub na okaziciela (uprawniony jest każdorazowy ich posiadacz). Powyższy podział jest podziałem wyczerpującym. W praktyce oznacza to, iż każda z obligacji musi zostać zdefiniowana jako obligacja imienna lub obligacja na okaziciela. Tym samym nie może być skonstruowana jako papier wartościowy na zlecenie, wskazujący jako uprawnioną osobę imiennie w nim wymienioną, oraz tę, na którą prawa zostały przeniesione poprzez indos i wydanie dokumentu (por. art. 517 (1 i art. 9219 k.c.)<sup>4</sup>.

### Podstawa prawna ustanawiania zabezpieczeń przez banki

Analizując zagadnienia związane z istnieniem podstaw prawnych stosowania przez banki określonych form zabezpieczeń, należy sięgnąć do regulacji wynikającej z art. 5 Ustawy z dnia 29.08.1997 r. Prawo bankowe<sup>5</sup>. Artykuł ten bowiem prawnie usystematyzował zamknięty katalog czynności bankowych. Zostały one podzielone przez ustawodawcę na dwie grupy. Pierwsza z nich dotyczy czynności *sensu stricto*, które mogą być wykonywane tylko i wyłącznie przez banki (por. art. 5 ust. 1), w granicach określonych przez ich statuty. Druga grupa, określona w art. 5 ust. 2, obejmuje natomiast czynności bankowe *sensu largo*. Cechą charakterystyczną tego typu czynności jest to, iż będą mogły być wykonywane zarówno przez banki, jak i inne podmioty gospodarcze<sup>6</sup>. Innymi słowy, uzyskują one status

czynności bankowych wtedy, gdy będą wykonywane przez banki. Ustawodawca do czynności *sensu stricto* zaliczył między innymi działalność kredytową banków (por. art. 5 ust. 1 pkt. 3). Z powyższą regulacją wiąże się przepis art. 93 ust. 1 Prawa bankowego. Stanowi on bowiem, że „w celu zabezpieczenia wierzytelności, które wynikają z czynności bankowych, bank może żądać zabezpieczenia przewidzianego w kodeksie cywilnym i prawie wekslowym oraz zwyczajami przyjętymi w obrocie krajowym i zagranicznym”. Dla niniejszych rozważań istotny jest również art. 69 ust. 2 pkt. 6 powyższej ustawy, zgodnie z którym umowa kredytowa powinna w szczególności określać sposób zabezpieczenia spłaty kredytu.

Na marginesie można dodać, iż sama umowa kredytowa należy do umów nie uregulowanych w Kodeksie cywilnym, a jej pewne charakterystyczne cechy określono właśnie w Prawie bankowym. Zgodnie bowiem z art. 69 tej ustawy, na mocy umowy kredytowej bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy - na czas określony w umowie - kwotę środków finansowych z przeznaczeniem do wykorzystania na ustalony cel. Kredytobiorca natomiast zobowiązuje się do korzystania z tej kwoty na warunkach określonych w umowie, do zwrotu wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz do zapłacenia prowizji od udzielonego kredytu.

Opierając się na powyższym, można stwierdzić, iż umowa kredytowa jest umową:

- konsensualną, gdyż dochodzi do skutku z chwilą jej podpisania (a nie w momencie wydania środków pieniężnych),

- dwustronnie zobowiązującą (bank zobowiązuje się oddać kredytobiorcy określoną kwotę pieniędzy, a kredytobiorca zobowiązuje się do jej zwrotu),

- odpłatną, gdyż bank pobiera stosowne wynagrodzenie w postaci odsetek i prowizji<sup>7</sup>.

Reasumując - można przyjąć, że wymienione powyżej artykuły stanowią generalną podstawę prawną, pozwalającą bankom na stosowanie różnorodnych form zabezpieczeń, w założeniu spełniających funkcje gwarancyjne przy wykonywaniu przez nie czynności bankowych (czyli również przy udzielaniu kredytów). Należy wspomnieć, iż bank uzależnia przyznanie kredytu głównie od zdolności kredytowej wnioskodawcy, która „... ma każdy podmiot, którego stan majątkowy oraz bieżąca i przewidywana w przyszłości efektywność gospodarowania zapewnia wypłacalność gwarantującą zwrot kredytu wraz z należnymi odsetkami w ustalonym w umowie terminie”<sup>8</sup>. Oczywiście jest, że bank ja-

<sup>6</sup> Por. L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel: *Polskie prawo bankowe*. Warszawa 2000 PWN, s. 98.

<sup>7</sup> Por. E. Niezbecka: *Umowa kredytu*. W: *Praktyka bankowa*. Edycja 2000. Praca pod red. A. Kujawskiej. Warszawa 2000 C.H. Beck, s. 25; jak A. Majchrzycka - Guzowska: *Finanse i prawo finansowe*. Warszawa 1999 PWN, s. 313.

<sup>8</sup> Wyrok SN z 18.06.1997 r. II CKN 207/97 - „Glosa” 4/28/1998.

<sup>4</sup> B. Ptak: *Ustawa o obligacjach*. Komentarz. Kraków 1996 Zakamycze, s. 421.

<sup>5</sup> Dz.U. nr 140, poz. 939 z 1997 r.

ko instytucja zaufania publicznego, obracająca głównie cudzymi środkami, powinien prowadzić stabilną politykę finansową, mającą na celu zdobycie i utrzymanie zaufania klientów. Dlatego w praktyce będzie dążył do wzmocnienia swojej pozycji, żądając od potencjalnego kredytobiorcy gwarancji (czyli ustanowienia zabezpieczenia), pozwalających mu na odzyskanie udzielonego kredytu. Jedną z form prawnego zabezpieczenia spłaty kredytu może być przynależny do grupy zabezpieczeń rzeczowych zastaw na obligacjach<sup>9</sup>.

Omawiając niniejsze zagadnienie należy pamiętać o zmianach w postanowieniach Kodeksu cywilnego, dotyczących stosowania wzorców umownych, dokonanych na mocy art. 18 Ustawy z 2 marca 2000 r. o ochronie niektórych praw konsumentów oraz o odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny<sup>10</sup>. Zmiany te wprowadziły odmienne od dotychczas obowiązujących zasady włączania postanowień wzorców umownych do określonych umów (w tym również do umów stosowanych w praktyce bankowej).

Zgodnie z art. 384 §1 k.c., iż „ustalony przez jedną ze stron wzorzec umowy, w szczególności ogólne warunki umów, wzory umów, regulaminy wiążą drugą stronę, jeżeli zostały jej doręczone przy zawarciu umowy”. Ponadto, §2 powyższego artykułu stanowi, iż „w razie gdy posługiwanie się wzorcem jest w stosunkach danego rodzaju zwyczajowo przyjęte, wiąże on także wtedy, gdy druga strona mogła się z łatwością dowiedzieć o jego treści. Nie dotyczy to jednak umów zawieranych z udziałem konsumentów, z wyjątkiem umów powszechnie zawieranych w drobnych, bieżących sprawach życia codziennego”.

W związku z powyższym można zauważyć, iż „Kodeks cywilny przewiduje dwie przesłanki inkorporacji: możliwość łatwego dowiedzenia się o treści wzorca oraz doręczenie. Co do zasady konieczne jest spełnienie przez stronę, która wprowadza wzorzec (proponenta), obydwu wymagań”<sup>11</sup>.

Należy jednak pamiętać, iż w myśl art. 385 §1 k.c. „w razie sprzeczności treści umowy z wzorcem umowy strony są związane umową”.

Podsumowując powyższe rozważania, warto zauważyć, iż ustawa zmieniająca postanowienia Kodeksu cywilnego pozostawiła jednocześnie w mocy art. 109 Prawa bankowego. Zgodnie z ust. 1 pkt. 2 tego artykułu, banki mogą w zakresie swojej działalności wydawać ogólne warunki umów lub regulaminy określające warunki umów kredytowych (czyli również warunki doty-

czące zabezpieczenia spłaty kredytu). Postanowienia bankowych ogólnych warunków umów oraz regulaminów będą dla stron wiążące, gdy nie ustalą one odmiennie swoich praw i obowiązków (np. w danej umowie kredytowej - art. 109 ust. 2). Opierając się na brzmieniu art.109 Prawa bankowego, można domniemywać, iż ustawodawca w dalszym ciągu sankcjonuje funkcjonowanie w ramach tzw. wzorców umownych ogólnych warunków umów i regulaminów wydawanych przez banki (konsekwencją tego jest regulacja wynikająca z art. 109 ust. 2 Prawa bankowego). Dlatego też „można to rozumieć jako domniemanie inkorporacji wzorca. W tym ujęciu brak inkorporacji wzorca zachodzi w tym zakresie, w jakim strony wyraźnie określili w umowie prawa i obowiązki odmiennie niż czyni to regulamin”<sup>12</sup>. Wydaje się, iż w związku ze zmianami Kodeksu cywilnego należy zastanowić się nad normatywnym sensem tego artykułu. należy bowiem podkreślić, iż wydawanie powyższych ogólnych warunków umów, jak też regulaminów bankowych stanowiło szczególne uprawnienie banków na gruncie poprzednio obowiązujących regulacji kodeksowych, sankcjonujących posługiwanie się tzw. wzorcami kwalifikowanymi, wydawanymi przez podmioty do tego upoważnione (por. dawny art. 385 k.c.)<sup>13</sup>. Obecnie natomiast wydaje się, iż mimo że art. 109 Prawa bankowego w dalszym ciągu ma - przynajmniej teoretycznie - moc obowiązującą, to proces włączania bankowych regulaminów oraz wzorów umów do postanowień danej umowy powinien jednak opierać się na regulacjach obowiązujących w Kodeksie cywilnym. Wydaje się, iż utrzymanie przez ustawodawcę w mocy art. 109 Ustawy Prawo bankowe w żadnym wypadku nie powinno oznaczać możliwości stosowania przez banki określonych rozwiązań prawnych, mogących niekorzystnie wpływać na sytuację ich klientów. W związku z powyższym można uznać, iż w obecnie art. 109 Prawa bankowego praktycznie stracił swój normatywny sens<sup>14</sup>.

### Forma prawna umowy zastawu na obligacjach

W myśl regulacji zawartej w art. 329 k.c., umowa zastawu na prawach (w omawianym przypadku na prawach do papierów wartościowych, którymi są obligacje) powinna zostać zawarta w formie pisemnej z tzw. datą pewną. Jest to forma zastrzeżona pod rygorem nieważności (*ad solemnitatem*). Mówiąc inaczej, „zastrzeżenie określonej formy kontraktu pod rygorem nieważności oznacza, że dojdzie do skutku (zawarcie) kontraktu uzależnione jest od złożenia oświadczeń woli w przepisa-

<sup>9</sup> Katalog zabezpieczeń rzeczowych i osobistych: I. Heropolitańska, E. Borowska: Kredyty i gwarancje bankowe. Warszawa 1992 TWIGGER, s. 98.

<sup>10</sup> Dz.U. nr 271, poz. 22 z 2000 r. Ustawa obowiązuje od dnia 1.07.2000 r.

<sup>11</sup> M. Spyra, F. Wejman: W sprawie przesłanek obowiązywania regulaminu bankowego (art. 384 k.c. w zw. z art. 109 prawa bankowego). „Prawo Bankowe” nr 11/2000, s. 92.

<sup>12</sup> M. Spyra, F. Wejman, op. cit., s. 93.

<sup>13</sup> Por. L. Góral, M. Karlikowska, K. Koperkiewicz-Mordel, op. cit., s.110.

<sup>14</sup> Por. M. Spyra, F. Wejman, op.cit., s. 93, jak również R. Zelwiański: *Oplaty za prowadzenie rachunku bankowego*. „Przegląd Podatkowy” nr 8/2000, s. 41.

nej formie<sup>15</sup>”. Dlatego też zawarcie umowy zastawu na prawach dokonane bez zachowania formy wyznaczonej mocą art. 329 k.c. skutkować będzie nieważnością tej czynności prawnej. Podstawę tego twierdzenia zawiera art. 73 §2 k.c., stanowiący, że w sytuacji, gdy regulacje ustawowe zastrzegają dla danej czynności prawnej inną formę szczególną, czynność ta - dokonana bez zachowania wymaganej formy - będzie nieważna. Mówiąc inaczej, czynność ta nie będzie wywoływać określonych skutków prawnych. Co ważne, zgodnie z art. 81 k.c.: „jeżeli ustawa uzależnia ważność albo określone skutki czynności prawnej od urzędowego poświadczenia daty, poświadczenie takie jest skuteczne także względem osób nie uczestniczących w dokonaniu tej czynności prawnej (data pewna)”. Urzędowe poświadczenie daty będzie więc skuteczne również wobec osób nie będących stronami umowy zastawu na obligacjach. Można dodać, iż „wymóg formy pisemnej z urzędowym poświadczeniem daty (data pewna) ma na celu urzędowe stwierdzenie, że dokument istniał w chwili poświadczenia daty, a zatem kontrakt wyrażony w jego treści został zawarty<sup>16</sup>”.

W praktyce datę pewną - zgodnie z art. 96 pkt. 3 ustawy z dnia 14.02.1991 r. Prawo o notariacie<sup>17</sup> - poświadcza notariusz. To samo znaczenie (ten sam skutek) ma jednak umieszczenie na dokumencie urzędowej wzmianki przez właściwy organ państwowy lub samorządowy, gdy wzmianka ta zawiera datę. Zgodnie z art. 99 §1 powyższej ustawy, „notariusz poświadcza na okazanym mu dokumencie datę, a na żądanie stron także godzinę i minutę okazania tego dokumentu”. W myśl §2 tego artykułu, notariusz powinien wymienić imię, nazwisko oraz miejsce zamieszkania osoby, która okazała umowę zastawu na obligacjach. Prócz tego poświadczenie takie musi zawierać miejsce jego sporządzenia, oznaczenie kancelarii, podpis notariusza i jego pieczęć (por. art. 97 ww. ustawy). Należy również zwrócić uwagę na regulację wynikającą z art. 77 k.c., który stanowi, iż „jeżeli umowa została zawarta na piśmie, jej uzupełnienie, zmiana albo rozwiązanie za zgodą obu stron, jak również odstąpienie od niej powinno być stwierdzone pismem”. Ze względu na określoną przez art. 329 k.c. formę *ad solemnitatem* przy ustanawianiu zastawu na prawach należy podkreślić, że wszelkie aneksy powyższej umowy również powinny zostać opatrzone datą pewną.

### Prawne aspekty umowy zastawu na obligacjach

Za generalną podstawę prawną ustanowienia zastawu na obligacjach należy uznać regulację wynikającą z art.

327 k.c., który stanowi, że „przedmiotem zastawu mogą być także prawa, jeżeli są zbywalne”. Powyższe uregulowanie odnosi się również do ustanowienia zastawu na obligacjach. Należy również wziąć pod uwagę omówione w powyższych rozważaniach regulacje, zawarte w art. 93 ust. 1 oraz 69 ust. 2 pkt. 6 Prawa bankowego. Art. 327 k.c. stanowi jednak generalną podstawę prawną ustanawiania zastawu na prawach do papierów wartościowych, czyli w niniejszym przypadku na obligacjach. Zastaw ten - jak zaznaczono - może stanowić jedną z form zabezpieczenia należności kredytowych.

W praktyce istotne jest to, że na zabezpieczenie spłaty kredytu bank może przyjąć zastaw ustanowiony zarówno na obligacjach będących w posiadaniu kredytobiorcy, jak i na obligacjach, które znajdują się w posiadaniu osoby trzeciej. Ponadto, zastaw ten będzie można ustanowić na obligacjach mających formę materialną (w postaci dokumentu imiennego lub dokumentu na okaziciela), jak też na obligacjach w postaci zdematerializowanej - w formie określonego zapisu księgowego - czyli tych, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego.

Należy jednak podkreślić, że zastaw na prawach (w tym przypadku na prawach do papierów wartościowych, tj. na obligacjach) może zostać ustanowiony tylko przez ich właściciela (tzn. właściciela tego prawa). Jak się wydaje, w tej kwestii dopuszczalne będzie również ustanowienie zastawu przez pełnomocnika działającego w imieniu i na zlecenie właściciela obligacji. Można jednak założyć, iż ustanowienie zastawu przekraczać będzie zakres czynności zwykłego zarządu. Dlatego do jego ustanowienia nie będzie wystarczać udzielenie pełnomocnictwa ogólnego (por. art. 98 k.c.), lecz konieczne będzie udzielenie pełnomocnictwa, określającego zakres prawnego umocowania pełnomocnika. Powinno dotyczyć albo możliwości ustanawiania zastawów, albo możliwości obciążania konkretnych obligacji, wskazanych w treści pełnomocnictwa<sup>18</sup>.

W podobnym tonie wypowiedział się Sąd Najwyższy stwierdzając, że „pełnomocnictwo rodzajowe powinno określać rodzaj czynności prawnej objętej umocowaniem oraz jej przedmiot. Jeżeli rodzaj czynności prawnej nie jest w pełnomocnictwie określony w sposób wyraźny, dla ustalenia rzeczywistej woli reprezentowanego mają zastosowanie reguły interpretacyjne obowiązujące przy tłumaczeniu oświadczeń woli (art. 56 i 65 k.c.)”<sup>19</sup>. Jednakże m.in. ze względu na ochronę interesów banków należy w praktyce bankowej z dużą rezerwą podchodzić do tez prezentowanych w drugiej części powyższego wyroku. Interes banku przemawiać będzie za tym, by pełnomocnictwo do ustanawiania zastawów było wyrażone klarownie i precyzyjnie.

<sup>15</sup> J. Rajski: *Prawo o kontraktach w obrocie gospodarczym*. Warszawa 2000 PWN, s. 130.

<sup>16</sup> J. Rajski, *op.cit.*, s. 127.

<sup>17</sup> Dz.U. nr 22, poz. 91 z 1991 r., z późn. zm.

<sup>18</sup> I. Heropolitańska: *Zabezpieczenie wierzytelności banku*. Warszawa 1997 TWIGGER, s. 285.

<sup>19</sup> Wyrok z 4.11.1998 r. U IICKN 866/97 OSNC 1999/3/66.



W związku z przekroczeniem czynności zwykłego zarządu (czyż w praktyce jest zastawienie obligacji o znacznej wartości) bank powinien - zgodnie z art. 36 §2 Ustawy z 26.02.1964 r. Kodeks rodzinny i opiekuńczy<sup>20</sup> - uzyskać zgodę współmałżonka zastawcy na obciążenie obligacji (o ile oczywiście pozostają oni we współwłasności majątkowej o charakterze łącznym). Zgoda ta, w myśl powyższego artykułu, powinna zostać złożona w formie wymaganej dla danej czynności prawnej (czyli pisemnie z datą pewną). W przypadku jej braku, w razie niepotwierdzenia umowy przez współmałżonka, umowa zastawu - w myśl art. 37 k.r.i o. - będzie nieważna. Ponadto, jeśli zabezpieczenia udzielać będzie jakikolwiek podmiot pozostający we współwłasności majątkowej o charakterze łącznym (również w przypadku spółek cywilnych i jawnych), zgodę na ustanowienie zastawu na obligacjach (w wymaganej formie) powinni wyrazić wszyscy współwłaściciele oraz ich współmałżonkowie.

Podmiotami omawianego stosunku prawnego będą: bank - kredytodawca (zastawnik), właściciel (zastawca) zastawionego prawa (tzn. obligacji), tj. kredytobiorca lub osoba trzecia, dłużnik wierzytelności obciążonej zastawem (tzn. osoba zobligowana do spełnienia na rzecz zastawcy określonego świadczenia - w omawianym przypadku emitent obligacji). Stronami umowy zastawu będą zastawca oraz zastawnik.

Należy też zwrócić uwagę na przepis art. 310 k.c. Stanowi on bowiem, że „jeżeli w chwili ustanowienia zastawu rzecz jest obciążona innym prawem rzeczowym, zastaw powstały później ma pierwszeństwo przed prawem powstałym wcześniej, chyba że zastawnik działał w złej wierze”. Wydaje się jednak, iż ze względu na określone procedury obowiązujące przy ustanawianiu zastawu na prawach (obligacjach) sytuacja, w której bank - zastawnik nie uzyska wiadomości (przy zachowaniu należytej staranności) o obciążeniu obligacji powyższym prawem, może występować bardzo rzadko. Należy dodać, iż nieważne będzie zastrzeżenie, w którym zastawca zobowiąże się wobec banku do niezbywania lub do nieobciążania obligacji przed wygaśnięciem umowy zastawu (argumentum z art. 328 oraz 311 k.c.).

### Zastaw na obligacjach w postaci zdematerializowanej

Jak już zaznaczono, obligacje będące przedmiotem obrotu giełdowego funkcjonują w postaci zdematerializowanej, w formie odpowiednich zapisów księgowych. Dlatego też przy ustanawianiu zastawu uczestniczy biuro maklerskie, w którym zastawca ma założony ra-

chunek inwestycyjny. W związku z tym oprócz zawarcia z datą pewną stosownej umowy niezbędne będzie zawiadomienie biura o dokonaniu tej czynności prawnej. Do niego należy bowiem obowiązek przeniesienia i zablokowania walorów określonych w umowie zastawu (oczywiście, dokonuje tego po przedstawieniu mu stosownej umowy). Zablokowane obligacje powinny zostać przeniesione na specjalne konto, wyodrębnione w tym celu z rachunku papierów wartościowych. Blokada ta powinna odbywać się tylko i wyłącznie na podstawie pisemnej dyspozycji zastawcy, dotyczącej przeniesienia zastawionych obligacji z konta podstawowego na konto blokowane. Po dokonaniu blokady konta biuro maklerskie musi wystawić zastawcy imienne świadectwo depozytowe, zawierające informacje o obciążeniu papierów wartościowych oraz o wysokości wierzytelności kredytowej zabezpieczonej zastawem.

Bank - kredytodawca również będzie mógł przyjąć w zastaw obligacje nabyte w ramach oferty publicznej, niezarejestrowane na rachunku inwestycyjnym zastawcy, a jedynie w rejestrze banku pełniącego funkcję agenta emisji i wykonującego - na mocy umowy z emitentem czynności związane ze sprzedażą, wykupem oraz wypłatą stosownego oprocentowania z obligacji<sup>21</sup>.

Przed ustanowieniem zastawu - w celu udowodnienia przysługujących mu praw - kredytobiorca lub zastawca nie będący kredytobiorcą powinni przedłożyć bankowi aktualny wyciąg z rachunku inwestycyjnego lub zaświadczenie o jego stanie, wydane przez właściwe biuro maklerskie prowadzące ten rachunek. W przypadku niezaksięgowania obligacji na rachunku inwestycyjnym konieczne będzie przedłożenie kredytodawcy nie anulowanego, imiennego świadectwa depozytowego. Ponadto, bank - mając na względzie realność uzyskanego zabezpieczenia - powinien zadbać o dokonanie wyceny zastawianych obligacji, poznać ich rodzaj oraz datę wykupu. W przypadku obligacji notowanych na giełdzie dane dotyczące ich wartości bank bez trudu będzie mógł uzyskać z ogólnie dostępnych notowań giełdowych, z prasy czy w jakimkolwiek biurze maklerskim. W interesie banku - kredytodawcy leży, by wraz z zawarciem umowy zastawu na obligacjach, na wypadek spadku ich wartości określonej w umowie zastawu zastawca udzielił bankowi nieodwołalnego pełnomocnictwa do sprzedaży tych walorów. Sprzedaż ta następowałaby w razie takiego spadku, który mógłby wywołać realną - z punktu widzenia banku - utratę bezpiecznej wartości tej formy zabezpieczenia spłaty kredytu. Granicę, poniżej której kredytodawca byłby upoważniony do zbycia zastawionych obligacji, można np. ustalić poprzez dokonanie bieżącej i prognozowanej analizy wartości tych obligacji. Oczywiście, pełnomoc-

<sup>20</sup> Dz.U. nr 9, poz. 59 z 1964 r., z późn. zm.

<sup>21</sup> I. Heropolitańska, op.cit., s. 343.

nictwo takie powinno zostać udzielone bankowi w przypadku niespłacenia udzielonego kredytu. Powyższe pełnomocnictwa powinny zostać potwierdzone przez biuro maklerskie, dokonujące blokady zastawionych obligacji.

Celowe wydaje się również to, by bank - kredytodawca uruchomił kredyt po uzyskaniu pisemnego potwierdzenia o dokonaniu przez biuro maklerskie przeniesienia obligacji z rachunku inwestycyjnego na za-blokowane konto papierów wartościowych.

W okresie obowiązywania umowy zastawu, wszelkie pożytki (odsetki) z obligacji obciążonych zastawem dłużnik powinien przekazywać do biura maklerskiego prowadzącego rachunek zastawcy<sup>22</sup>. Biuro to na rachunku zastawcy dokonywałoby stosownej blokady otrzymanych środków pieniężnych. Na mocy stosownych zapisów umowy biuro maklerskie może również być upoważnione do przekazywania tych pożytków bankowi - kredytodawcy, który z kolei zaliczałby je na poczet spłaty udzielonego kredytu (por. art. 319 k.c.). Sytuacja ta nakładałaby jednak na bank bezwzględny obowiązek rozliczenia się przez zastawcę rachunku z dokonywanych rozporządzeń.

W przypadku gdy dzień wykupu obligacji przypadać będzie przed dniem całkowitej spłaty kredytu, zastosowanie znajdzie uregulowanie przewidziane w art. 332 k.c., który stanowi, iż „w razie spełnienia świadczenia zastaw na wierzytelności przechodzi na przedmiot świadczenia”. Dlatego też w razie wystąpienia powyższej sytuacji, gdy dłużnik obligacji przekazuje podmiotowi prowadzącemu biuro maklerskie określone środki pieniężne przeznaczone na ich wykup, biuro to powinno dokonać blokady tych środków na rachunku zastawcy. Środki te, zgodnie z art. 333 k.c., będą mogły zostać wypłacone tylko i wyłącznie zastawcy i bankowi - zastawnikowi łącznie. Ponadto, zgodnie z art. 334 k.c., zarówno zastawca, jak i zastawnik będą mogli żądać złożenia przedmiotu świadczenia do depozytu sądowego.

Bank - kredytodawca powinien w umowie zastawu dokonać indywidualizacji zastawionych obligacji. Indywidualizacja ta mogłaby zostać dokonana poprzez podanie kodu, numeru serii, ilości, nazwy emitenta obligacji oraz wartości, po jakiej bank mógłby zbyć przedmiot zastawu w przypadku podjęcia działań windykacyjnych.

Wydaje się również, iż złożenie przez zastawcę - w trakcie trwania umowy kredytowej - zlecenia sprzedaży zastawionych obligacji może zostać przez bank potraktowane jako możliwość utraty przedmiotu zastawu, skutkujące postawieniem przez zastawnika kredytu w stan natychmiastowej wymagalności.

Zastaw jako prawo ściśle związane z wierzytelnością, którą zabezpiecza, jest zaliczane do praw akceso-

ryjnych. Zgodnie z zasadą akcesoryjności zastawu, warunkiem powstania, funkcjonowania oraz realizacji tego prawa jest istnienie ważnej wierzytelności. Choć nie jest wyraźnie uregulowana w Kodeksie cywilnym, jednak jest powszechnie akceptowana przez naukę, a co za tym idzie również przez praktykę obrotu gospodarczego. Dlatego też istnienie zobowiązania kredytowego po stronie kredytobiorcy będzie jedynym czynnikiem warunkującym funkcjonowanie i ważność zastawu ustanowionego na obligacjach. Mówiąc inaczej, zgodnie z zasadą akcesoryjności całkowita spłata kredytu wraz z należnymi odsetkami spowoduje - z mocy prawa - wygaśnięcie tego zastawu. Po wygaśnięciu umowy zastawu bank - możliwie niezwłocznie - powinien wydać zastawcy stosowny dokument, na podstawie którego biuro maklerskie będzie mogło dokonać odpowiednich zapisów na rachunku inwestycyjnym zastawcy. Zapisy te skutkują zarówno zniesieniem blokady, jak i zwrotnym przeniesieniem obligacji na rachunek podstawowy zastawcy.

Jeśli kredytobiorca nie spłaci kredytu, bank będzie mógł zaspokoić swoje roszczenia kredytowe w trybie stosownej egzekucji.

### Zastaw na obligacjach istniejących w formie materialnej

Jak zaznaczono, przedmiotem zastawu oprócz obligacji w formie zdematerializowanej mogą być również obligacje istniejące w formie materialnej, w postaci określonego dokumentu. Mogą to być obligacje imienne lub na okaziciela. Również do nich ma zastosowanie omawiany art. 329 k.c., warunkujący zawarcie umowy zastawu na prawach z datą pewną.

W sytuacji gdy przedmiotem stosownej umowy zastawu będą obligacje na okaziciela, zastosowanie znajdą przepisy art. 517 §2 oraz art. 921 12 k.c. Pierwszy z nich mówi, iż „przeniesienie wierzytelności z dokumentu na okaziciela następuje przez przeniesienie własności dokumentu. Do przeniesienia własności dokumentu potrzebne jest jego wydanie”. Potwierdzenie tego można znaleźć w art. 921<sup>12</sup>, który do przeniesienia praw z dokumentu na okaziciela również wymaga jego wydania. W przypadku przyjęcia przez bank tej formy zabezpieczenia niezbędne zatem będzie, by bank wydał kredytodawcy dokument potwierdzający dokonanie zastawu na obligacjach.

W przypadku gdy przedmiotem zastawu będą obligacje imienne, zastosowanie znajdzie uregulowanie z art. 912<sup>8</sup> k.c. Stanowi on, iż przeniesienie praw z dokumentu imiennego następuje poprzez przelew połączony z wydaniem tego dokumentu. Dlatego przy tej formie zabezpieczenia niezbędne będzie „wydanie bankowi obligacji zawierającej oświadczenie o ustanowie-

<sup>22</sup> Por. I. Heropolitańska, op.cit., s. 344.

niu na rzecz banku zastawu, umieszczone na obligacji lub na dołączonej do niej przedłużce”<sup>23</sup>.

Należy dodać, iż bank - zastawnik powinien przechowywać zastawione obligacje zgodnie z zasadami należytej staranności. Zasady te powinny znaleźć odzwierciedlenie w stosownych regulacjach, zawartych w instrukcji służbowej, dotyczącej między innymi przechowywania papierów wartościowych przez bank. Mają tu zastosowanie przepisy Kodeksu cywilnego dotyczące przechowania (art. 835 - 845).

Ponadto, w umowie zastawu należy sprecyzować sposób dysponowania odsetkami od zastawionych obligacji. W razie braku takiej regulacji bank - kredytodawca będzie miał prawo do pobierania odsetek i zaliczania ich na poczet wierzytelności kredytowej oraz wszelkich związanych z nią roszczeń (argumentum z art. 319 k.c.).

W sytuacji, gdy termin spłaty zobowiązania kredytowego przypadać będzie przed terminem wykupu zastawionych obligacji, a emitent przekaze stosowne środki z przeznaczeniem na ich wykup - tak jak w przypadku obligacji notowanych na giełdzie - znajdzie zastosowanie art. 332 k.c. Zastaw przejdzie wówczas na przedmiot świadczenia, a środki finansowe przeznaczone na wykup obligacji będą mogły zostać wypłacone bankowi - zastawnikowi i zastawcy łącznie lub na żądanie któregośkolwiek z nich złożone do depozytu sądowego.

W razie braku spłat należności kredytowych bank - kredytodawca będzie mógł zaspokoić swoje roszczenia w drodze egzekucji lub też przedstawić do wykupu zastawione obligacje. Spłata kredytu zgodnie z zasadą akcesoryjności z mocy prawa spowoduje natomiast wygaśnięcie umowy zastawu i zwrot zastawionych obligacji. Podobnie jak w przypadku obligacji zdematerializowanych bank - zastawnik powinien w umowie zastawu dokonać również indywidualizacji tych obligacji.

Nieważne będzie zastrzeżenie, na mocy którego zastawca zobowiąże się do niezbywania czy też nieobciążania obligacji przed wygaśnięciem umowy zastawu (por. art. 328 i 311 k.c.). Warto jednak zauważyć, iż zastawca - w świetle rozważań na temat ustanowienia za-

stawu na obligacjach (w szczególności chodzi o obowiązki wydania bankowi zastawionych obligacji), jak też przedstawionych regulacji kodeksowych (art. 9128 oraz 921<sup>12</sup> k.c.) - w trakcie trwania umowy zastawu praktycznie nie będzie miał (w szczególności bez zgody banku) możliwości ich zbycia lub dalszego obciążenia. Innymi słowy, zarówno do zbycia, jak i obciążenia obligacji konieczne jest ich wydanie, co nie może nastąpić bez wyraźnej zgody banku - zastawnika, w którego posiadaniu - na czas umowy zastawu - znajdują się te walory.

## Wnioski

W związku z rozwojem rynku papierów wartościowych zastaw na obligacjach w ostatnich latach stał się dosyć popularną i w miarę często stosowaną formą zabezpieczenia spłaty kredytów bankowych. Należy jednak pamiętać, iż charakter tychże praw obligawców będzie bank - zastawnika do stałego monitorowania wartości zastawionych obligacji oraz starannej analizy jakościowej tego zabezpieczenia. Ponadto, zgodnie z poglądami wyrażanymi przez judykaturę, „działania banku przy sprawdzaniu właścicielskich uprawnień zastawnika powinny być oceniane z uwzględnieniem staranności i ostrożności, wymaganych od instytucji bankowych”<sup>24</sup>. Należy zaznaczyć, że wszelkie koszty związane z ustanowieniem zastawu ponosić będzie zastawca, co wynika z rozwiązań przyjętych w praktyce, a nie z powszechnie obowiązujących uregulowań prawnych. Do kosztów tych można zaliczyć opłaty, związane z ustanowieniem daty pewnej, oraz opłaty wynikające z taryfy opłat i prowizji danego biura maklerskiego. W sytuacji gdy zastawca będzie jednocześnie kredytobiorcą, do powyższych kosztów dojdą również koszty prowizji przygotowawczej pobieranej przez bank z tytułu wykonania czynności związanych z udzieleniem kredytu.

W powyższych rozważaniach nie poruszono zagadnień wynikających z ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, której charakterystyka wykracza poza ramy niniejszego artykułu<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> I. Heropolitańska, op.cit., s. 342.

<sup>24</sup> Wyrok SN IICKN 509/97 Biuletyn SN 1998/4/9.

<sup>25</sup> Ustawa z dnia 6.12.1996 r. Dz.U. nr 149, poz. 703 z 1998 r. z późn. zm.

## Włodzimierz Szpringer: Polskie regulacje bankowe. Perspektywa europejska

Warszawa 2000 Wyd. DIFIN

Kolejna w bogatym dorobku naukowym praca Włodzimierza Szpringera dotyczy problematyki bankowej, którą Autor zajmuje się od dawna. Tym razem jego książka poświęcona została regulacjom bankowym w Polsce i w Unii Europejskiej. Autor utożsamia regulacje bankowe z szeroko rozumianym prawem bankowym. Pod względem jurystycznym nie odpowiada to w pełni rzeczywistości, gdyż regulacje bankowe pochodzą nie tylko od organów wyposażonych w kompetencje do tworzenia prawa powszechnie obowiązującego, lecz także od innych podmiotów, które takich kompetencji nie mają. Mogą natomiast wydawać akty wewnętrzne, adresowane do podmiotów pozostających wobec nich w stosunku zależności organizacyjnej, służbowej lub funkcjonalnej.

Spór o charakter prawny tych aktów, zwłaszcza zaś aktów normatywnych wydawanych przez prezesa centralnego banku państwa oraz przez inne jego organy (np. przez Radę Polityki Pieniężnej), został przesądzony na gruncie Konstytucji RP z 1997 r. Konstytucja określiła bowiem zamknięty katalog źródeł prawa powszechnie obowiązującego i nie umieściła w nim aktów wewnętrznych. Taką interpretację przedstawił też niedawno Trybunał Konstytucyjny w jednym ze swych orzeczeń poświęconych aktom normatywnym wydanym przez organy NBP.

Praca W. Szpringera, mimo iż dotyczy prawa bankowego, nie jest rozprawą prawniczą i wobec tego nie można jej zarzucać braku rozważań i wątków, które z pewnością podjąłby prawnik analizujący problematykę prawa bankowego. Autor postawił sobie inne zadania i wykonał je dobrze. Opisał bowiem: co i jak regu-

luje prawo bankowe w Polsce (część I pracy) oraz jakie są problemy bankowości w prawie Unii Europejskiej (część II pracy). Opis jest udokumentowany podstawowymi aktami prawnymi z zakresu prawa bankowego. Większa część dokumentacji odnosi się jednakże do literatury (głównie ekonomicznej), ponieważ Autor opisuje zagadnienia stanowiące przedmiot dyskusji ekonomicznych nad bankami.

Z metodologicznego punktu widzenia praca Włodzimierza Szpringera ma tę wadę, że nie zawiera wprowadzenia lub wstępu autorskiego, wskazującego na jej cel. Nie ma też zakończenia, w którym zwykle zestawia się wnioski oraz oceny i postulaty *de lege ferenda*. W. Szpringer nie ocenił polskich regulacji bankowych w perspektywie europejskiej, ponieważ zamiast najpierw przedstawić europejskie regulacje bankowe i potraktować je jako wzorzec kształtowania polskiego prawa bankowego, postąpił odwrotnie. W rezultacie praca ma dwie odrębne części, o częściowo tylko porównywalnym zakresie rozważań. Autor pozostawił czytelnikowi dokonanie ocen i wyciągnięcie wniosków, w jakim miejscu znajdują się polskie regulacje bankowe na tle europejskiego prawa bankowego.

W I części pracy Autor opisał instytucje polskiego prawa bankowego. Opis obejmuje zarówno instytucje publicznego prawa bankowego (pkt. 1 - 13 i 17), jak i prywatnego prawa bankowego (pkt. 14 - 16). Jest to posunięcie bardzo odważne, które ze względu na pogłębioną specjalizację na ogół nie jest praktykowane przez prawników. Zaletą tej części pracy jest to, iż odnosi się ona do wszystkich najważniejszych zagadnień, w tym także do tych, które zwykle nie są podejmowane w pra-

cach innych autorów. Mam na myśli przede wszystkim problematykę kas oszczędnościowo-budowlanych, kas mieszkaniowych oraz tzw. parabanków. Wadą jest natomiast powierzchowność opisu i brak nawiązania do polskiej rzeczywistości. Autor opisuje np. banki państwowe, ale nie dodaje, że praktycznie pozostał nim już tylko Bank Gospodarstwa Krajowego. Autor opisuje banki w formie spółki akcyjnej, ale nie dodaje, że w takiej formie działają w Polsce także banki z udziałem Skarbu Państwa. Autor opisuje banki spółdzielcze, lecz w żaden sposób nie wskazuje na niezwykle skomplikowane podstawy prawne ich działania, które różnicują te banki, tworząc dla państwa ogromny problem. Autor przedstawia zrzeszenia i izby bankowe oraz konsolidację banków, lecz nawet jednym zdaniem nie wspomina o Związku Banków Polskich, który jest przykładem na to, że banki nie korzystają z rozwiązań ustawowych w zakresie tworzenia izb bankowych. Autor nie wskazuje na to, że w Polsce istnieją konkretne bankowe grupy kapitałowe. Autor bezkrytycznie przedstawia instytucję nadzoru bankowego w Polsce, podczas gdy ona sama odczuwa niedosyt środków prawnych do sprawowania nadzoru bankowego.

W tej części pracy Autor przedstawił także zagadnienia związane z obowiązkami i uprawnieniami banków, czynnościami bankowymi i funduszami gwarancyjnymi i pomocowymi. W opisie tym zaprezentowano podstawowe problemy w działalności banków komercyjnych w Polsce. Na specjalną uwagę zasługują wskazania na problemy kredytu konsumenckiego oraz na usługi w zakresie bankowości inwestycyjnej, ponieważ są to zagadnienia nowe i nie mające jeszcze dobrych regulacji prawnych. Stosunkowo słabo wypadła natomiast charakterystyka Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Autor widzi go tylko od strony klientów bankowych. Tymczasem jego rola jest zdecydowanie szersza i wiąże się z sytuacją finansową banku wymagającego pomocy lub naprawy.

Druga część pracy zawiera pewien fragment opisu - zbędny tutaj (s. 151-172), ponieważ nie dotyczy bezpośrednio problematyki bankowej. Pozostała część opisu jest natomiast poświęcona bardziej prezentacji różnych problemów funkcjonowania banków w Unii Europejskiej niż bezpośredniemu opisowi europejskiego prawa bankowego. Należało przede wszystkim określić, co stanowi przedmiot europejskiego prawa bankowego, jakie są jego źródła i w jakim zakresie Unia Europejska wymaga harmonizacji krajowego prawa bankowego państw członkowskich lub stowarzyszonych ze Wspólnotą Europejską z prawem unijnym. Tymczasem Autor przedstawił bardzo ciekawe problemy i dał doskonałą ich dokumentację w postaci literatury i orzeczeń Trybunału Sprawiedliwości. Prezentacja tych zagadnień zupełnie jednak nie koresponduje z przedmiotem i strukturą opisu zawartego w I części pracy. Może to sprawiać mniej przygotowanemu merytorycznie czytelnikowi kłopoty z oceną, jak na tym tle przedstawiają się polskie regulacje.

Mimo zgłoszonych uwag pracę W. Szpringera oceniam wysoko, ponieważ sygnalizuje ona bogatą gamę problemów bankowości. Gdyby lekturę pracy zacząć od przeczytania części II (regulacje europejskie), to po późniejszym zapoznaniu się z częścią I (regulacje polskie) zrozumiemy, jak wiele brakuje jeszcze polskiej bankowości i jak bardzo prozaiczne problemy ma ona wciąż do rozwiązania. Dopiero na tym tle trzeba docenić prawdziwą wartość książki W. Szpringera. Zachęcam Autora do tego, aby w kolejnych swych pracach pomyślał także o czytelnikach, którzy dopiero poznają złożoność bankowości i dla których trzeba pisać nieco inaczej niż dla specjalistów.

*rec. Cezary Kosikowski*

# Aleksander Pruszek: Znaki pieniężne i ich fałszerstwa - poradnik kasjera

Warszawa 2001 Wydawnictwo TWIGGER SA

W styczniu br. ukazała się publikacja, poświęcona tematyce znajomości znaków pieniężnych i ich fałszerstwom. Jest to kolejna pozycja autorstwa Aleksandra Pruszaka, który specjalizuje się w tej problematyce. Tym razem nosi ona tytuł *Znaki pieniężne i ich fałszerstwa - poradnik kasjera* i jest zaktualizowaną wersją wcześniejszych publikacji tego autora, poświęconych temu tematowi. Książkę wydało wydawnictwo TWIGGER SA w ramach serii „Biblioteka Bankowca”.

Krótki wstęp zawiera uproszczony zarys dziejów pieniądza, przypominający o jego ewolucji - od dóbr naturalnych, służących wczesnej wymianie towarowej, poprzez pieniądź świata starożytnego zdominowany przez bite z metalu monety, aż do pieniądza gotówkowego w obecnej postaci banknotów i monet.

W pierwszym rozdziale, poświęconym podstawowym zasadom skupu i sprzedaży zagranicznego pieniądza gotówkowego, autor na gruncie polskiego prawa dewizowego zapoznaje czytelnika z pojęciem wartości dewizowych. Podaje przy tej okazji listę walut wymiennalnych i niewymiennalnych wraz z nadanymi im przez ISO symbolami literowymi. W dalszej części tego rozdziału omawia warunki, kwalifikujące używane obecnie znaki pieniężne do obrotu kasowego. Przypomina także zasady wymiany zużytych lub uszkodzonych polskich znaków pieniężnych oraz tryb postępowania ze znakami, których autentyczność budzi wątpliwości.

Rozdział drugi pozwala przybliżyć trudną umiejętność identyfikacji znaku pieniężnego. W tym celu autor zwraca uwagę na najważniejsze cechy banknotów, krótko omawia najważniejsze techniki drukarskie wykorzystywane przy ich produkcji, zajmuje się stosowanymi współcześnie metodami zabezpieczenia papieru bank-

notowego i szaty graficznej banknotów, także z uwzględnieniem utajonych (niewidocznych nieuzbrojonym okiem) rodzajów zabezpieczeń. Rozdział kończy kilka uwag o metodach identyfikacji monet.

W trzecim rozdziale, po przytoczeniu kilku uwag o historii fałszowania pieniądza, autor omawia podstawowe rodzaje współcześnie występujących fałszerstw banknotów i monet.

Kolejny rozdział poświęcony badaniu autentyczności banknotów ma na celu - dzięki wykorzystaniu wskazówek zawartych w rozdziale poprzednim - ukierunkować czytelnika, jak tę autentyczność badać. Zawiera kilka praktycznych rad, które warto zapamiętać i stosować przy ocenie autentyczności gotówkowego pieniądza papierowego.

Rozdział piąty pozwala zapoznać się z przyszłą europejską gotówką, która w 2002 r. wejdzie do obiegu w 12 państwach, będących członkami Unii Gospodarczej i Walutowej. W rozdziale podano nominały przyszłych znaków pieniężnych, składających się na eurogotówkę, określono kolorystykę, rozmiary i przewidywane rodzaje zabezpieczenia banknotów oraz średnice i kolory monet. Rozdział zawiera reprodukcje awersów i rewersów wszystkich nominałów banknotów, które są identyczne dla wszystkich państw członkowskich UGW, a także wizerunki rewersów monet odrębne dla poszczególnych państw członkowskich (bez rewersów monet Austrii). Szkoda również, że brakuje fotografii awersów monet - wspólnych dla 12 państw UGW.

Rozdział szósty traktuje o znakach pieniężnych niektórych ważniejszych państw pozaeuropejskich (Stany Zjednoczone AP, Kanada, Australia, Japonia) oraz tych europejskich, które przynajmniej na razie nie

wyrażają chęci uczestnictwa w UGW, bądź takich, które być może staną się jej członkami w późniejszym terminie. Pełniejsze informacje, łącznie z kolorowymi reprodukcjami i podstawowymi elementami zabezpieczeń, odnoszą się do wybranych nominałów banknotów, natomiast informacje o monetach sprowadzają się w zasadzie do określenia ich nominałów.

Ostatni rozdział przypomina dotychczasowe narodowe znaki pieniężne państw będących już członkami UGW, a więc znaki, które na początku przyszłego roku przestaną pełnić funkcję prawnych środków płatniczych. Podobnie jak w poprzednim rozdziale, autor zamieścił pełniejsze informacje o banknotach, ich zabezpieczeniach, a także reprodukcje wybranych nominałów, natomiast informacje o monetach ograniczył do podania ich nominałów. Właśnie doskonała znajomość tych znaków, które za niespełna rok znikną z obiegu (omówionych w ostatnim rozdziale), może już niedługo okazać się bardzo pożyteczna i potrzebna dla użytkowników pieniądza gotówkowego. Należy liczyć się z tym, że wobec przewidywanej utraty statusu prawnego środka płatniczego zwiększy się napływ dotychczasowych narodowych znaków pieniężnych państw członkowskich UGW (przechowywanych z różnych powodów w postaci gotówki) do kas banków w celu ich wcześniejszego pozbycia się. War-

to także być przygotowanym na to, że wśród nich mogą także wpływać - w większych niż zazwyczaj ilościach - znaki fałszywe, bowiem fałszerze i kolporterzy też będą chcieli pozbyć się swych „pozostałości”. Wprawdzie dotychczasowe znaki pieniężne państw członków UGW po wycofaniu z obiegu gotówkowego nie utracą automatycznie swej wartości, ale ich wymiana będzie odbywać się na warunkach odrębnie określonych przez właściwe banki centralne, co może okazać się nieco bardziej kłopotliwe.

Można przypuszczać, że omówione opracowanie okaże się przydatne do celów dydaktycznych i w praktyce służb kasowych systemu bankowego, w szczególności ze względu na dość szeroki i w miarę reprezentatywny materiał zdjęciowy banknotów używanych współcześnie w obiegu gotówkowym, a także sygnałne reprodukcje przyszłej eurogotówki.

Przy okazji ewentualnego następnego wydania tej publikacji bądź jej aktualizacji w postaci kolejnej wersji wskazane byłoby usunięcie różnych nieścisłości i uproszczeń, których autor nie zdołał się ustrzec, a ich eliminacja miałaby niewątpliwy wpływ na ocenę opracowania.

*rec. Zbigniew J. Marcki*

## Instruments of Credit Interventionism

*Jacek Kulawik*

Public authorities have a range of instruments at their disposal to intervene in credit markets. Those instruments can be applied on their own in combination. In practice, the most common forms of intervention include credit licensing or credit guarantees. The paper focuses on these two: with the help of charts, the author discusses how their

application affects the market. Particular emphasis is placed on the issues of information and motives and, on the other hand, credit market equilibrium. Limitations to the policy of credit interventionism are highlighted throughout the text, accompanied by the author's recommendation that the instruments discussed be applied with great caution.

## Conditions of Economic Growth: A Comparative Analysis

*Adam Lipowski*

The author discusses the findings of a research designed to verify theory-based convictions the conditions of sustained economic growth, as reflected in the basic macroeconomic indicators. These convictions are confronted with empirical evidence involving three pairs of countries, each from a different region, each comprising a higher - and a lower - growth country. The countries in question are Ireland vs. Greece, South Korea vs. the Philippines, and Chile vs. Argentina. However, international comparisons play only a subsidiary role to intertemporal comparisons focusing on the higher-growth country from each pair. It appears that the passage from low to high long-term growth in Ireland, South Korea and Chile (in the 80s and 90s respectively) was accompanied by a rise in the savings and investment rates (except for Ireland), lower inflation and unemployment levels, increased foreign trade in relation to the GDP, a lower share of the government budget in the GDP (both on the side of tax revenues and government expenditure) and a reduction

in the fiscal deficit. These findings remain roughly in line with what most economic schools would predict for extended growth periods. Less expectedly, foreign trade and current account deficits were reduced in those periods, while the real exchange rate appreciated.

The case of Ireland's dynamic long-term GDP growth (1989-1995) commands special attention. Average inflation fell from 7.2% to 2.9%, while unemployment fell only slightly (from 15.3% to 14.2%). These data indicate that seven years of uninterrupted growth at the rate of over 6% were not sufficient to reduce unemployment in any significant way. (This started as late as 1997).

Moreover, the period of high growth in Ireland was marked by a significant reduction of the state's redistributive role in the economy, reflected in tax cuts and a reduction in government expenditure. This resulted in an improved budget position (the deficit fell to 2.2% from 9.9% of the GDP).

## Policies to Prevent Currency Crises: The Case of Chile

*Anna Ząbkowicz*

The international debt crisis and years of „capital starvation” in the 80s forced many heavily indebted countries to start relying on domestic savings. In Chile this policy continued into the 90s, despite the renewed and vast inflows of capital.

Chile's monetary authorities consistently refused to float the exchange rate as a quick „inflation fix”, a move which would have resulted in a considerable appreciation of the currency. In fact, the very objective of Chile's exchange rate and currency policy was to prevent appreciation and avoid an excessive current account deficit. Owing to cautious monetary and fiscal

policies, the fall in the competitiveness of Chilean exports (resulting from high inflation differentials against its main trade partners) was gradual and slow, and coupled with an equally slow rise in the propensity to import. Thus the economy was given time for the necessary adjustments. Additionally, the budget surpluses of 1990-1998 allowed for a relatively low interest rate.

The case of Chile exemplifies the importance of capital flow management. Chile was able to avoid a financial crisis because - among other factors - the government, relying on the sound fundamentals such



as a healthy budget or high domestic savings and investment rates - conducted a diversified policy towards the incoming capital, discouraging a build-up of short-term debts. Very liberal FDI regulations attracted foreign investment on a scale which allowed for an almost complete financing of the current account

deficit. Portfolio investment, however, was tracked separately and subject to much tighter control. Contrary to popular beliefs regarding the controllability of foreign investment, Chile proved effective at curbing short-term capital inflow by setting rules which were difficult to bend.

## Features of Modern Capital Market and the Polish Securities Market

*Munir Al-Kaber*

The capital market is part of a system comprising, besides itself, the money and currency markets. Its function is to provide space for transactions in debt and equity instruments which are not concluded directly through the stock exchange or banks. In a more restricted sense of the word, the role of the capital market is to finance medium and long-term investments. In practice, this involves issuing various financial instruments.

The most important role of the capital market consists in capital allocation, both in terms of time and space. This is followed by three other functions, namely the informative, transformational and pricing function.

In the course of history, financial systems evolved gradually in two different directions: either towards the

Anglo-Saxon market-based model with its overwhelming role of capital (dominated by investment in pension, mutual and insurance funds) or the continental bank-oriented model. The Polish financial system could not be classified as either - it combines features of both the models.

Assuming that in order to meet the standards of a modern capital market, a system has to be characterised by the following five features: fairness, transparency, liquidity, efficiency and innovation, we find that the Polish market can boast only two of them: it is fair and transparent. The task of building up the remaining ones is not going to be easy. This achieved, however, Poland will become one of the developed capital markets where participants are able to effectively implement the strategies they have drafted for their capital.

## Internal Determinants of Retail Banks' Marketing Strategy in Poland: Intangible Assets

*Janina Harasim*

The paper resumes the presentation of internal factors affecting the marketing strategy of Polish retail banks. The April and May issues of „Bank i Kredyt” included two earlier parts of the paper, dealing with financial, material and human resources. This part focuses on intangibles, seeking to determine their impact upon the marketing activities of retail banks.

Amongst the intangible resources of the banks under analysis, the highest value is attached to their market assets. This refers in particular to two banks of the selected five: PKO BP and Bank Pekao SA, boasting the largest shares of the market, both in terms of customer numbers and the range of products (deposits, personal accounts and loans). At the same time, these two banks have the best-known brands and images, those latter somewhat tarnished by the rather low opinions of their customer service.

Other intangible resources seem to constitute a liability rather than an asset for the Polish banks researched, at least with respect to their marketing activities.

One element which appears to be evolving in the right direction is the organisational structure. The banks are gradually transforming from the traditional hierarchical structures towards flatter divisional and matrix structures, bound to support customer-focused banking. The most visible sign of the changes is the restructuring of branch networks and the creation of regional centres. This, however, results sooner from the introduction of new technology or consolidation processes than a conscious strategy.

The organisational changes, supposed to stimulate a more customer-oriented operation of the banks unfortunately tend to boil down to purely formal

changes. This is because they are not supported by efforts towards developing an adequate corporate culture. On the contrary - the changes, along with the new technology, the restructuring of branch networks and rationalisation of staffing levels - often result in conflicts, in particular between the main office and the staff at the branches. Inefficient incentive systems coupled with a badly designed business process and high staff turnover pose another obstacle to creating a bank culture underpinned by a common value system.

Although the banks have many modern instruments of cost, risk and customer management at their disposal, their management styles leave much to be desired. Short term financial objectives prevail over long-term strategic ones, a tendency which can be observed particularly in the construction of evaluation systems for banks and their human resources.

The research leads to the conclusion that Polish banks - and particularly the largest ones - represent a very traditional model of operation, based primarily on the amount of assets and not their quality - or the expertise accumulated by the bank. Even the changes that do happen are, paradoxically, a testimony to such an attitude; they typically result from knowledge „purchased” outside (chiefly from consultants) or provided by strategic partners (foreign owners or shareholders). However, the problem is that the most valuable source of true and inimitable competitive advantage - i.e. the broadly understood corporate culture, common value system, experience of customer relations and other skills which constitute the secret of the company - cannot be purchased. It has to be developed internally.

## Directions in the Development of Retail Banking in Poland

*Grażyna Rytelawska*

The trends in the evolution of retail banking are determined, on one hand, by changes in households' financial situation, and the growth of banks' share in the financial market on the other. The trends in households' income described in the paper, including the prospects of growth, their differentiation and evolution of structure will be conducive to the development of retail banking. The expected reduction in taxes which influences the propensity to save may be partially offset by the proposed tax on deposits on bank and investment accounts. The central bank's monetary policy should, on the other hand, support both the propensity to save, and the propensity to consume (with respect to consumption financed by credit). The evolution of households' asset structure towards a lower share in the deposit market, the rise in their indebtedness (the level still remaining below that of the developed economies), the new pensions funds - will all stimulate the development of retail banking.

Adequate product strategy is a key to increased competitiveness and profitability of retail banks. Some of the essential methods include the use of the personal account as a channel of distribution for packaged banking services, a proper segmentation of customers and a creation of a computer-supported customer relations management system. Additionally, it is necessary to improve the protection of customers' interests with respect to investment loan and payments system services (such as payment cards, electronic purses, electronic transfers).

The future of retail banking relies heavily on new products. Those are difficult to introduce without resorting to electronic commerce, based on appropriate telecommunications and computer infrastructure. The progress of telecommunication in Poland lags seriously behind that observed in France, Germany or the USA. This fact may constitute a major impediment to the development of retail banking services in Poland.

## Pledge on Bonds as Legal Form of Securing Credit Receivables

*Przemysław Malinowski*

The paper deals with legal aspects relating to pledge on bonds as a form of securing claims resulting from credits granted. The author sets off by characterising the bond as a security; along with its role in securing the payment the of debts.

He subsequently discusses the legal framework allowing banks to apply various protective measures

relating to their banking operations, including credit activities.

The paper additionally discusses procedural issues connected with pledge on securities and the requirements to be met by banks which choose to apply it.