

Dariusz Daniluk



W zależności od stanu prawnego, tradycji organizacyjnych oraz uwarunkowań kulturowych i technologicznych w różnych państwach, branżach i instytucjach odmiennie definiuje się w wymiarze praktycznym pojęcie kontroli wewnętrznej oraz jej cele, zadania i formy działania. Obecnie definicje te mogą być odnoszone do odpowiednich standardów międzynarodowych, w których generalnie zwraca się uwagę na szczególne znaczenie kontroli wewnętrznej jako elementu procesu zarządzania. Bez właściwie zorganizowanej kontroli wewnętrznej trudno bowiem długofalowo osiągnąć w organizacji zamierzone cele w sposób efektywny, zgodny z obowiązującymi regulacjami wewnętrznymi i przepisami zewnętrznymi, oraz rzetelnie odzwierciedlić zachodzące procesy w sprawozdaniach finansowych. Warunkiem powodzenia jest stworzenie odpowiednio sprawnego systemu, w którym mechanizmy kontrolne są zintegrowane z procesami planowania zadań, ich wykonywaniem oraz monitorowaniem. Ważnym składnikiem takiego systemu jest zazwyczaj wyspecjalizowana jednostka kontrolna działająca w ramach struktury organizacyjnej danej instytucji.

W Narodowym Banku Polskim, zgodnie z obowiązującymi przepisami wewnętrznymi, od wielu lat funkcjonuje system kontroli wewnętrznej, którego istotnym elementem jest Departament Rewizji obejmujący swoją działalnością wszystkie departamenty i jednostki organizacyjne Banku. Realizuje on na bieżąco trzy podstawowe funkcje:

- kontrolną – w ramach której koncentruje się na badaniu zgodności działalności NBP z przepisami powszechnie obowiązującymi oraz wewnętrznymi aktami normatywnymi,
- sygnalizacyjną – polegającą na niezwłocznym reagowaniu na występowanie w działalności Banku niekorzystnych tendencji lub negatywnych zjawisk,
- prewencyjną – w ramach której przeciwdziała występowaniu niepożądanych skutków w działalności NBP.

Funkcje te realizowane są w szczególności poprzez: kontrolę czynności związanych z działalnością emisyjną NBP i czynności kasowo-skarbcowych, badanie prawidłowości operacji bankowych, prawidłowości i rzetelności sprawozdawczości, poprawności funkcjonowania systemów elektronicznego przetwarzania danych oraz ocenę przestrzegania tajemnicy państwowej, służbowej i bankowej. Departament Rewizji bada również mechanizmy kontroli wewnętrznej w NBP.

Z uwagi na specyfikę prowadzonej działalności ma ona charakter planowy i sformalizowany oraz odbywa się zgodnie z wewnętrznymi procedurami rewizyjnymi. Roczny plan działania Departamentu po rozpatrzeniu przez Zarząd zatwierdza Prezes NBP. Prezes NBP i Zarząd Banku są też informowani o wynikach działań kontrolnych.

Zaprezentowany powyżej zakres działania Departamentu Rewizji oraz dotychczasowy sposób wykonywania czynności rewizyjnych są zgodne z klasycznym podejściem do problematyki kontroli w bankach centralnych w Europie. Jednak z uwagi na fakt, że banki te podlegają różnorodnym zmianom (funkcjonalnym, technologicznym, prawnym i organizacyjnym), a banki krajów członkowskich Unii Europejskiej funkcjonują w ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC) istotnie zmienia się podejście do problematyki kontroli wewnętrznej. Sprzyja temu wysoka dynamika zmian w bezpośrednim otoczeniu banków centralnych oraz stały rozwój metod i technik kontroli, których stosowanie w codziennej pracy staje się warunkiem koniecznym sprawnego zarządzania każdą skomplikowaną instytucją. W szczególności następujące stopniowe adaptowanie do potrzeb banków centralnych standardów tzw. audytu wewnętrznego, rozumianego jako szczególny rodzaj niezależnej działalności kontrolnej i doradczej prowadzonej przez wyspecjalizowaną jednostkę organizacyjną (departament) na rzecz danej instytucji. Zjawiska te zostały odpowiednio wcześniej wzięte pod uwagę także przez Zarząd NBP. Dlatego też jednym z elementów przygotowania Banku do członkostwa w ESBC i zwiększania bezpieczeństwa działania oraz sprawności funkcjonowania całej instytucji będzie przekształcenie do dnia 1 stycznia 2003 r. obecnego Departamentu Rewizji w Departament Audytu Wewnętrznego.

Funkcja audytu wewnętrznego w NBP, oprócz kontynuacji i naturalnego twórczego rozwijania tradycyjnych metod i technik kontrolnych, obejmie także nowe jakościowo kwestie. W szczególności przedmiotem zainteresowania audytorów powinny być:

- skuteczność i efektywność systemów kontroli wewnętrznej w NBP,
- adekwatność systemów identyfikacji, pomiaru i analizy ryzyka w Banku do charakteru, źródeł i skali zagrożeń,
- sposób i jakość zarządzania ryzykiem,
- sprawność instytucji w zarządzaniu zmianami.

Należy podkreślić, że jednym z najistotniejszych wyzwań w pracy audytorów będzie konieczność każdorazowego zakończenia badań danego tematu nie tylko obiektywną diagnozą sytuacji (stanu zastanego), ale przede wszystkim wydaniem opinii o poziomie ryzyka i prawidłowości postępowania badanej jednostki w układzie dynamicznym (względem stanu pożądanego) oraz sformułowaniem stosownych rekomendacji. Priorytetem powinno być bowiem zapobieganie powstawaniu zagrożeń, nieprawidłowości i uchybień oraz pomoc w poszukiwaniu przyczyn ich istnienia. Z punktu widzenia kontrolowanych istotną zmianą powinno być skrócenie czasu trwania badań w danej jednostce. Będzie to możliwe dzięki wzmocnieniu funkcji analitycznych w ramach Departamentu Audytu Wewnętrznego oraz stosowaniu w praktyce przez audytorów nowoczesnych metod i narzędzi kontrolnych wspartych specjalistycznym oprogramowaniem.

Dariusz Daniluk
Dyrektor Departamentu Rewizji NBP

BANK I KREDYT

czerwiec
2002

4 Leokadia Oręziak **Polityka budżetowa na obszarze euro (cz. I)**

13 Andrzej Rzońca **Niekeynesowskie skutki zacieśnienia polityki fiskalnej**

19 Małgorzata Janicka **Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej - stan obecny i perspektywy**

31 Piotr Zapadka **Instytucje polskiego rynku finansowego**

44 Michał Kubicz **Cele i funkcje Prawa dewizowego w obliczu kryzysów walutowych**

53 Adam Adamczyk, Jolanta Iwin **Analiza opłacalności kredytów indeksowanych i walutowych w warunkach gwałtownych zmian cen na rynku walutowym**

58 Mirosława Kaczmarek **Jak prowadzić segmentację klientów? Metody wielowymiarowej segmentacji klientów na rynku usług bankowych**

63 Marzena Wrona **System obciążeń fiskalnych banków w Polsce. Aspekty prawno-finansowe**

71 Summaries

€uro od A do Z

Jolanta Zombirt **Wpływ euro na rynki kapitałowe**

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 Kokoszcyński,
Karol Lutkowski
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),
Bogusław Pietrzak (redaktor naczelny)
Danuta Stasiak - Lipowska
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

Projekt

DOCTORAD

Skład i Druk

Drukarnia NBP

Prenumerata

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsc 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 zniżką 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:

Centrala NBP - Departament

Operacyjno-Rachunkowy nr konta

NBP DOR 10100000-13-209-99

2002 r. - 144,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł

Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania

i opracowywania redakcyjnego tekstów.

Artykułów nie zamówionych nie zwracamy.

Polityka budżetowa na obszarze euro (cz. I)

Leokadia Oręziak

Deficyty budżetowe we współczesnej gospodarce

Doświadczenia wielu krajów wynikające z minionych dziesięcioleci pokazują, że zakumulowany dług publiczny, będący efektem kolejnych deficytów budżetowych, kładzie się cieniem na perspektywy rozwoju gospodarczego. Występujące w sposób trwały duże deficyty budżetowe istotnie ograniczają możliwość zastosowania polityki budżetowej jako instrumentu stabilizowania gospodarki. Często więc polityka ta nie jest w stanie odpowiedzieć w pożądanym społecznie sposób na skutki poważnego osłabienia koniunktury. Duży deficyt budżetowy, będący w istotnej części skutkiem wysokich kosztów obsługi długu publicznego, uniemożliwia faktycznie złagodzenie obciążeń podatkowych oraz zwiększenie wydatków socjalnych. Ponadto, wysokie realne stopy procentowe, będące jednym z rezultatów dużego zadłużenia publicznego, stanowią hamulec rozwoju inwestycji prywatnych, a co za tym idzie także produkcji i konsumpcji. Ostatecznie więc brak równowagi finansów publicznych powoduje odciąganie zasobów finansowych od ich możliwie najbardziej produktywnego zastosowania. To z kolei nie pozostaje bez wpływu na ogólną równowagę na rynku towarów i usług, a w efekcie także na kształtowanie się cen. Presja na ceny w rezultacie tego stanu rzeczy może skłaniać bank centralny do utrzymywania stóp procentowych na wyższym poziomie, niż byłoby to konieczne w innym przypadku.

Z drugiej strony patrząc, można stwierdzić, że zdrowe finanse publiczne, sprzyjając utrzymaniu sta-

bilności cen, stwarzają dobre warunki do trwałego wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie poprawy poziomu życia społeczeństwa¹.

Nie można też zapominać o tym, że nadmierne deficyty budżetowe ograniczają pole manewru władz danego kraju w przypadku nastąpienia nadzwyczajnych zdarzeń (wstrząsów), niosących ze sobą gwałtowne pogorszenie się sytuacji określonych regionów, sektorów czy grup społeczeństwa. Możliwości łagodzenia ujemnych skutków tych zdarzeń mogą być wtedy bardzo ograniczone. Należy też wskazać, że duże deficyty przyczyniają się do relatywnie wysokiej wrażliwości polityki budżetowej na wzrost rynkowych stóp procentowych. Może to nieuchronnie powodować presję na bank centralny, by wpłynął na obniżkę tych stóp.

Żaden kraj nie może w swej polityce budżetowej nie uwzględniać potencjalnych relacji uczestników międzynarodowych rynków finansowych. Wiadomo, że niedyscyplinowana polityka prowadzi do spadku wiarygodności danego kraju na arenie międzynarodowej, wpływa na wzrost związanego z nim ryzyka i kosztów pozyskiwania środków finansowych przez podmioty z tego kraju.

Dodatkowym bodźcem do szczególnej troski o stan finansów publicznych w krajach wysoko uprzemysłowionych jest postępujący proces starzenia się społeczeństwa, niosący perspektywę dużych obciążeń budżetowych na cele emerytalne. Uniknięcie związanego

¹ Na ten temat zob. szerzej np. *Remember fiscal policy?* „The Economist” z 19 stycznia 2002 r.

z tym możliwego załamania finansów publicznych wymaga już obecnie zachowania ostrożności w polityce budżetowej.

Polityka gospodarcza w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej

Ustanowienie z dniem 1 stycznia 1999 r. Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) w ramach Unii Europejskiej i powołanie do życia ponadnarodowej instytucji, jaką jest Europejski Bank Centralny (EBC), kształtującej jednolitą politykę pieniężną na obszarze euro, w sposób fundamentalny zmieniło istniejące poprzednio ramy do prowadzenia polityki gospodarczej przez kraje członkowskie tego obszaru. W wyniku przyjętego rozwiązania nastąpił transfer na szczebel Unii narodowych kompetencji w dziedzinie polityki pieniężnej i kursowej. Polityka gospodarcza, w tym w szczególności polityka budżetowa, polityka kształtowania rynku pracy i zatrudnienia, oraz polityka przemian strukturalnych, zasadniczo pozostała na szczeblu narodowym (a częściowo także regionalnym i lokalnym). Podlega ona jednak wspólnemu nadzorowi oraz pewnej koordynacji.

W obecnym kształcie UGW nie występuje wyraźnie wskazane „centrum decyzyjne dla polityki gospodarczej”, tak jak to uzgodniono przy pierwszej próbie ustanowienia takiej unii, którą podjęto na podstawie tzw. Raportu Wernera z 1970 r. (a unię tę planowano ustanowić do 1980 r.). Wtedy taki centralny, wspólnotowy ośrodek decyzyjny, mający mieć istotny wpływ na ogólną politykę gospodarczą Wspólnoty, został przewidziany. Być może potencjalnie duża utrata suwerenności narodowej przez kraje członkowskie, będąca skutkiem ustanowienia takiego centrum, stała się jednym z kluczowych czynników, które wpłynęły na niepowodzenie podjętego wówczas projektu. Uwzględniając te doświadczenia oraz biorąc pod uwagę dotychczasowy brak gotowości krajów Wspólnoty do wyzywania się suwerennych uprawnień w polityce gospodarczej, przy kształtowaniu założeń obecnie istniejącej UGW zrezygnowano z centralizacji polityki budżetowej. Było to po prostu konieczne po to, by idea unii walutowej została urzeczywistniona. W tej sytuacji trzeba było skonstruować takie rozwiązania, które respektując narodowy charakter polityki gospodarczej, byłyby w sposób zadowalający dostosowane do scentralizowanej polityki pieniężnej.

Rola polityki budżetowej w obszarze jednawalutowym

Unię walutową można uznać za finalny etap procesu integracji walutowej. Z kolei samą integrację walutową, która miała miejsce od początku istnienia Wspólnoty

Europejskiej, można określić jako proces ograniczania zmienności rynkowych kursów walutowych, prowadzący ostatecznie do zastąpienia jednym pieniądzem walut narodowych integrujących się krajów. W trwających od dawna dyskusjach w literaturze ekonomicznej na temat tej integracji wiele miejsca poświęcano kwestii tzw. optymalnych obszarów walutowych (OOW). Obszar taki najogólniej można zdefiniować jako organizm obejmujący odrębne kraje i mogący harmonijnie funkcjonować bez potrzeby korzystania ze zmian kursu między walutami tych krajów (o ile waluty te jeszcze istnieją) bądź przy istnieniu jednej waluty na całym tym obszarze. W ramach OOW działają bowiem inne mechanizmy dostosowawcze (elastyczność płać, bezproblemowa migracja siły roboczej między regionami, odpowiednio duże transfery z krajów bogatszych do biedniejszych), które rekompensują utratę kursu walutowego jako instrumentu przywracania konkurencyjności towarów danego kraju. W ten sposób możliwe jest minimalizowanie skutków społecznych, związanych na ogół ze wzrostem bezrobocia mogących wynikać z tytułu tzw. wstrząsów (szoków) asymetrycznych, tzn. zdarzeń różnej natury i pochodzenia (np. znaczący spadek cen na rynku międzynarodowym na produkty ważne dla eksportu danego kraju), które mogą dotknąć jeden bądź kilka krajów obszaru w sposób odmienny niż pozostałe kraje.

Literatura dotycząca OOW zasadniczo zaleca scentralizowanie na szczeblu unii walutowej istotnej części polityki budżetowej (podatki i wydatki)². Centralizacja taka ma służyć m.in. zapewnieniu niezbędnych transferów finansowych do krajów obszaru borykających się ze skutkami ewentualnych wstrząsów o charakterze asymetrycznym. W Raporcie Wernera z 1970 r. zalecenia co do centralizacji polityki budżetowej zostały uwzględnione, bowiem przewidziano w nim, że unia walutowa, którą miały utworzyć kraje Wspólnoty, powinna być dysponować własnym budżetem o skali zbliżonej do tej, która występuje w państwach federalnych, oraz znaczącymi uprawnieniami w kształtowaniu podatków.

Mimo zaniechania w latach siedemdziesiątych realizacji tego projektu, idea federalnego budżetu została ponownie szerzej podjęta 1977 r. w przygotowanym na zlecenie ówczesnej Komisji Wspólnot Europejskich specjalnym raporcie (tzw. Raport MacDougalla – *MacDougall Report*) na temat roli finansów publicznych w integracji europejskiej³. W raporcie stwierdzono, że Wspólnota w tym czasie nie była wystarczająco „jednolita politycznie”, aby powierzyć jej prawo decydowania o takich „dobrach publicznych”, istotnych dla społe-

² Por. np. P.B. Kenen: *The theory of optimum currency areas: an eclectic view*. W: R.A. Mundell, A.K. Swoboda (eds): *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago University Press, Chicago 1969.

³ *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration* (the MacDougall Report). European Commission, Economic and Finance Series, General Report, Brussels 1977.

czeństw krajów członkowskich, jak bezpieczeństwo, edukacja, ochrona zdrowia czy obronność. Jednocześnie jednak wskazano, że poczucie wspólnego losu, odróżniające te kraje od państw spoza Wspólnoty, powinno być wystarczającym uzasadnieniem dla dążenia do federalizmu fiskalnego. Federalizm ten z kolei został uznany za konieczny do zapewnienia żywotności przyszłej unii walutowej. W raporcie określono trzy etapy integracji prowadzącej do stadium federalizmu fiskalnego:

– **pierwszy** to integracja przedfederacyjna (*pre-federal integration*), w ramach której centralny budżet wynosiłby 2-2,5% PKB Wspólnoty jako całości;

– **drugi** to federacja dysponująca relatywnie niewielkim centralnym budżetem - rzędu 5-7% PKB Wspólnoty;

– **trzeci** to federacja mająca budżet centralny na poziomie 20-25% PKB Wspólnoty.

Ta etapowa ewolucja miałaby doprowadzić we Wspólnocie do sytuacji podobnej do tej, jaka występuje w obrębie pojedynczego kraju. W ramach takiego kraju redystrybucja regionalna dokonuje się automatycznie, gdyż regiony, których sytuacja uległa pogorszeniu, z jednej strony wpłacają mniej do budżetu centralnego, a z drugiej otrzymują więcej w formie różnych świadczeń. W ten sposób transfery dokonujące się wewnątrz kraju pozwalają stabilizować sytuację jego poszczególnych regionów. Biorąc to pod uwagę, autorzy raportu wyraźnie podkreślili, że odpowiednio duży wspólny budżet w ramach unii walutowej jest konieczny do łagodzenia ujemnych skutków różnych wstrząsów, które mogą dotknąć poszczególne kraje, będące w istocie regionami tej unii. W przeciwnym razie - tj. bez znaczącej centralizacji uprawnień budżetowych - trudno będzie przewyższać potencjalne napięcia społeczne, a to z kolei zagroziłoby trwałości unii walutowej.

W celu poparcia idei federalizmu fiskalnego w odniesieniu do unii walutowej także współcześnie autorzy odwołują się do doświadczeń rzeczywiście istniejących państw federalnych. Na przykład w Stanach Zjednoczonych dzięki istnieniu federalnego systemu fiskalnego, możliwa jest poprawa sytuacji budżetowej stanów dotkniętych różnymi niekorzystnymi zjawiskami. Jak się ocenia, automatyczne transfery z budżetu federalnego, będące skutkiem mniejszych wpływów podatkowych z danego stanu i większych wypłat na jego rzecz, są w stanie wyrównać 30-40% spadku dochodów budżetu stanowego. Wyciąga się stąd wniosek, że stabilna unia walutowa w ramach UE wymaga funkcjonowania podobnego mechanizmu. Jest to szczególnie istotne, zważywszy na stosunkowo niską mobilność siły roboczej w obrębie Unii oraz sztywność płac w krajach członkowskich. W tych warunkach wstrząsy, które mogłyby w sposób specyficzny dotknąć niektóre regiony, prowadziłyby tam do bezrobocia i znacznego spadku dochodów osobistych⁴.

Biorąc pod uwagę doświadczenia istniejących federacji, można ponadto stwierdzić, że scentralizowanie polityki budżetowej w unii walutowej nie tylko daje możliwość stosunkowo skutecznego działania stabilizacyjnego (łagodzenie skutków cyklicznego rozwoju gospodarki). Pozwala także na dokonywanie przez centralną władzę transferów fiskalnych o charakterze długoterminowym z bogatszych do biedniejszych regionów unii. Znaczenie tych transferów dla funkcjonowania unii walutowej może wynikać z tego, że inwestycje na obszarach słabszych ekonomicznie sprzyjają tam wzrostowi wydajności pracy i stwarzają szanse na zmniejszenie dystansu dzielącego te regiony od bogatych regionów unii.

Z kolei przeciwnicy federalnego kierunku integracji argumentują, że dla krajów uczestniczących w obszarze jednawalutowym, czyli pozbawionych możliwości dostosowywania kursu walutowego oraz prowadzenia samodzielnej polityki stóp procentowych, polityka budżetowa nabiera znacznie większej wagi niż przedtem, gdyż jest praktycznie jedynym instrumentem, który może być wykorzystywany przez władze narodowe w celu reagowania na wstrząsy zewnętrzne. Może być istotna zwłaszcza wtedy, gdy mobilność siły roboczej jest zbyt niska, by łagodzić problemy bezrobocia będące następstwem tych wstrząsów. Problem miałby mniejsze znaczenie, gdyby wstrząsy te miały jedynie charakter krótkookresowy. Wtedy potencjalny deficyt można byłoby w dużej mierze sfinansować na rynku finansowym. Jeśliby jednak dany kraj już przedtem zakumulował duży dług publiczny, to także możliwości pokrycia deficytu środkami pochodzącymi z rynku finansowego mogłyby się okazać ograniczone (mniejsza wiarygodność, wyższe koszty). Trudno więc byłoby władzom tego kraju zwalczać ujemne skutki wstrząsu zewnętrznego za pomocą polityki budżetowej. Następstwem tego byłby wzrost zapotrzebowania tego kraju na wsparcie finansowe z budżetu Unii.

Obecny kształt UGW, który został stworzony na podstawie podpisanego w lutym 1992 r. w Maastricht Traktatu o Unii Europejskiej, mimo pewnych elementów istotnych dla państwa federalnego (głównie jednolita polityka pieniężna, kształtowana przez ponadnarodowy bank centralny) bliższy jest modelowi, który można określić jako przedfederacyjny (należy podkreślić, że głównie na wniosek Wielkiej Brytanii z Traktatu o Unii Europejskiej wykreślone zostały wszelkie pojęcia typu „federalny” czy „federalistyczny”). Wynika to przede wszystkim z faktu, że mimo ustanowienia UGW, budżet ogólny UE (*general budget*) w relacji do PKB Unii jako całości utrzymany został praktycznie na niezmiennym poziomie (czyli 1,27% PKB), a podstawowe kompetencje w sferze budżetowej pozostały na szczeblu narodowym. W ujęciu względnym budżet ten jest

⁴ Por. T. Hitiris: *European Union Economics*. London 1998 Prentice Hall, s.175.

około 40-krotnie mniejszy od budżetów indywidualnych krajów, przekraczających często (jeśli chodzi o dochody budżetowe) 40% PKB danego kraju. W 2000 r. w krajach obszaru euro łączne wydatki tzw. sektora rządowego (*the general government sector*), obejmującego budżet centralny, budżety regionalne i lokalne oraz sektor ubezpieczeń społecznych, stanowiły 48,6% PKB tego obszaru jako całości, dochody zaś 47,9% PKB (w efekcie deficyt wynosił 0,7% PKB). W przypadku Stanów Zjednoczonych wskaźniki te kształtowały się odpowiednio na poziomie 32% PKB oraz 34% PKB, a w Japonii 39% PKB i 30% PKB tego kraju⁵.

Relatywnie niewielkie rozmiary unijnego budżetu (którego zresztą znaczna część, bo około połowy, przeznaczana jest na finansowanie wspólnej polityki rolnej) oznaczają, że faktycznie nie może on odgrywać większej roli jako mechanizm stabilizowania sytuacji gospodarczej krajów członkowskich ani gwarantowania dochodów społeczeństwa w razie wystąpienia specyficznych dla danego kraju czy regionu wstrząsów gospodarczych. Funkcje te pozostawione zostały na szczeblu narodowym. W gestii krajów członkowskich znajdują się więc wszelkie działania na rzecz stabilizowania koniunktury gospodarczej, mieszczące się w ramach polityki budżetowej. Z tych też względów na obecnym etapie integracji w ramach Unii Europejskiej jedynie w ograniczonym zakresie byłoby uzasadnione rozpatrywanie zagadnienia określanego w literaturze jako „federalizm fiskalny” (*„fiscal federalism”*), który zakłada przyznanie odpowiednio dużych kompetencji w odniesieniu do finansów publicznych szczeblowi centralnemu (federalnemu) i mniejszym regionom federacji. W podziale tych kompetencji w harmonijnie funkcjonujących państwach federalnych uwzględnia się na ogół zarówno zasady sprawiedliwości (solidarności), jak i efektywności. W tzw. Raporcie Delorsa (opublikowanym w kwietniu 1989 r. przez specjalny Komitet, powołany przez Radę Europejską, którym kierował Jacques Delors – przewodniczący Komisji Europejskiej)⁶, który stał się punktem wyjścia do określenia w Traktacie z Maastricht zasad funkcjonowania UGW, kwestia odnosząca się w pewien sposób do federalizmu fiskalnego została podjęta przy ogólnej charakterystyce pojęcia unii gospodarczej, i to jedynie w sposób bardzo skrótowy. Stwierdza się

tam mianowicie, że unię gospodarczą (*economic union*) charakteryzują jej następujące cztery elementy składowe:

1) jednolity rynek, w ramach którego towary, usługi, siła robocza oraz kapitały mogą przemieszczać się swobodnie;

2) polityka ochrony konkurencji oraz inne mechanizmy mające zapewnić niezakłócone funkcjonowanie rynku;

3) wspólne polityki sprzyjające przemianom strukturalnym oraz rozwojowi regionalnemu;

4) koordynacja polityki makroekonomicznej, w tym stosowanie odpowiednich reguł polityki budżetowej, zobowiązujących kraje członkowskie do nieprzekraczania określonego poziomu deficytu budżetowego.

Pierwsze dwa elementy zostały urzeczywistnione faktycznie do końca 1992 r. Trzeci element, będący jakimś załącznikiem federalizmu fiskalnego, jak dotychczas sprowadzał się do wydatkowania środków z tzw. funduszy strukturalnych (Europejski Fundusz Orientacji i Gwarancji w Rolnictwie – FEOGA – Sekcja Orientacji, Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego, Europejski Fundusz Społeczny, Fundusz Spójności)⁷, stanowiących integralną część budżetu ogólnego UE. Zważywszy na stosunkowo niewielkie rozmiary tego budżetu (w relacji do PKB Unii jako całości), siłą rzeczy także jego oddziaływanie w dziedzinie redystrybucji dochodów między krajami członkowskimi nie może być zbyt duże. Stwierdzenia tego nie zmienia fakt, że dla niektórych krajów Unii, jak np. Irlandii, Hiszpanii czy Portugalii, będących beneficjentami netto (czyli otrzymującymi łącznie więcej z unijnego budżetu niż wynoszą ich wpłaty do tego budżetu), były to znaczące fundusze (sięgające np. w przypadku Irlandii 4% PKB rocznie). Niekiedy mogły więc one przyczynić się do zmniejszenia różnic w poziomie zamożności między najbogatszymi i najbiedniejszymi krajami Wspólnoty.

Czwarty element określający unię gospodarczą wskazuje, że Komitet Delorsa, w odróżnieniu od wspomnianego wyżej Komitetu MacDougalla, założył decentralizację polityki gospodarczej. Uznał w związku z tym, że konieczna jest koordynacja narodowych polityk budżetowych w taki sposób, bo możliwe było minimalizowanie ryzyka powstawania nadmiernych deficytów w budżetach krajów należących do obszaru jednolitego. Przyjęte tu pragmatyczne podejście jest konsekwencją pogodzenia się, przynajmniej na obecnym etapie integracji, z niemożliwością ustanowienia jednolitej polityki budżetowej. Ta z kolei jest rezultatem wielu czynników⁸. Wśród nich wskazuje się przede wszystkim

⁵ Tak znaczne różnice w relacji wydatków i dochodów sektora rządowego do PKB między obszarem euro a Stanami Zjednoczonymi są rezultatem odmiennej roli, jaką państwo odgrywa w gospodarce oraz w redystrybucji zasobów między sektorami oraz między grupami społecznymi. Na kształt budżetu na obszarze euro duży wpływ mają rozbudowane systemy zabezpieczeń socjalnych w krajach członkowskich, a także wyższy średni wiek ludności niż np. w Stanach Zjednoczonych. Pociąga to za sobą relatywnie większe wydatki na ochronę zdrowia oraz na cele emerytalne. Por. *The Monetary Policy of the ECB*. European Central Bank, Frankfurt am Main 2001, s. 14.

⁶ *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Committee for Study of Economic and Monetary Union (Delors Committee), 12 April 1989, "ECU Newsletter" (Quarterly Publication by San Paolo Bank Holding S.p.A Torino, Italy) 1989, nr 28 – Supplement.

⁷ L. Oręziak: *System finansowy Wspólnot Europejskich*. W: *Unia Europejska. Przygotowania Polski do członkostwa*. Praca pod red. E. Kaweckiej-Wyrzykowskiej i E. Synowiec. Warszawa 2001 Wyd. IKCHZ, s. 455-479.

⁸ *The economic policy framework in EMU*. "Monthly Bulletin" (European Central Bank), listopad 2001, s. 58.

kim występującą ciągle dominację preferencji (względów) narodowych w kształtowaniu zarówno dochodów, jak i wydatków budżetowych. Priorytety dotyczące polityki podatkowej oraz rodzaju i struktury wydatków z budżetu różnią się w poszczególnych krajach członkowskich, niekiedy nawet bardzo poważnie. Jest to odbiciem faktu, że tak istotne „dobra publiczne”, jak bezpieczeństwo socjalne, ochrona zdrowia, edukacja, bezpieczeństwo wewnętrzne i obronność, zapewniane są na szczeblu krajowym.

Za ważny czynnik, przemawiający za decentralizacją polityki budżetowej, uznaje się też istnienie w dalszym ciągu różnic w sytuacji koniunkturalnej krajów członkowskich, mimo zbliżenia stanu ich gospodarek, które nastąpiło w wyniku dotychczasowego procesu integracyjnego. Jednolita polityka pieniężna, kształtowana przez EBC z punktu widzenia obszaru euro jako całości, nie jest w stanie uwzględnić specyficznych potrzeb poszczególnych krajów członkowskich. Polityka ta jest więc dla tych krajów swego rodzaju czynnikiem zewnętrznym, na który nie mają one wpływu. Dysponując swobodą w polityce budżetowej, rządy tych krajów powinny móc reagować w pożądanym dla siebie sposób na zmiany koniunktury. Pozostawienie jednak zupełnej dowolności w tej dziedzinie nie dałoby się z kolei pogodzić z faktem istnienia jednolitej polityki pieniężnej, realizowanej ze szczebla centralnego, nastawionej na zwalczanie inflacji. Stąd konieczność koordynacji krajowych polityk budżetowych i wprowadzenia wiążących reguł co do salda budżetu.

Takie podejście, przyjęte przez Komitet Delorsa, znalazło odzwierciedlenie w postanowieniach Traktatu z Maastricht dotyczących kryteriów zbieżności odnoszących się do finansów publicznych. Spełnienie tych kryteriów zostało uznane przez twórców UGW za warunek wstępny pełnego uczestnictwa w tej unii. Przyjęto ponadto, że pewne ograniczenia w polityce fiskalnej potrzebne są dla zapewnienia stabilności funkcjonującej już unii walutowej. Warto tu przywołać pojawiające się w literaturze stwierdzenie, że ustanowienie wskazanych wyżej kryteriów miało też pewne przyczyny o charakterze politycznym. Otóż np. D. Owen i P. Cole wyrażają pogląd, że Niemcy miały nadzieję, iż w efekcie przyjęcia surowych wymagań wobec stanu finansów publicznych niektóre kraje, np. Włochy, nie będą w stanie uzyskać pełnego członkostwa w UGW. To z kolei zwiększyłyby szanse na to, że euro będzie walutą silną⁹.

Podstawowe znaczenie w ustanowieniu wiążących reguł w odniesieniu do kształtowania polityki budżetowej przez kraje należące do unii walutowej odegrały jednak argumenty natury ekonomicznej. Do najważniejszych wśród nich można zaliczyć:

Minimalizowanie negatywnego wpływu deficytów w budżetach narodowych na stopy procentowe w całej Unii

Duży deficyt budżetowy w jednym bądź kilku krajach członkowskich może skutkować tendencją do wzrostu stóp procentowych na całym obszarze Unii. Unia jest bowiem jednolitym rynkiem finansowym, charakteryzującym się m.in. swobodnym przepływem kapitałów między krajami członkowskimi. Oznacza to, że rządy tych krajów, emitując papiery skarbowe na pokrycie deficytów budżetowych, mogą korzystać z oszczędności występujących w innych krajach należących do jednolitego rynku. Im większe byłoby zapotrzebowanie na środki finansowe na pokrycie tych deficytów, tym silniejsza mogłaby być tendencja do wzrostu rynkowych stóp procentowych w całym obszarze gospodarczym. Negatywne konsekwencje występowania tej tendencji (głównie w postaci wyższego oprocentowania kredytów, wyższych kosztów obsługi istniejącego zadłużenia) dotknęłyby także podmioty, w tym rządy, z krajów dbających o dyscyplinę budżetową. Z tego punktu widzenia szczególnie niekorzystnym zjawiskiem byłby nadmierny deficyt, o trwałym charakterze, w dużym kraju członkowskim (a jeszcze gorzej byłoby, gdyby taki deficyt występował w więcej niż w jednym dużym kraju Unii). Mógłby on powodować nie tylko wzrost stóp procentowych we wszystkich krajach, ale także absorpcję istotnej części istniejących w Unii oszczędności.

Ograniczanie ryzyka dla stabilności cen wynikającego ze zbyt ekspansywnej polityki budżetowej

Zbyt ekspansywna polityka budżetowa, prowadząca do nadmiernego deficytu budżetowego, a dalej idąc do zbyt dużego długu publicznego, może ostatecznie przyczynić się do kryzysu finansowego w danym kraju członkowskim. Kraj ten bowiem może stanąć przed trudnościami w pozyskaniu środków na finansowanie deficytu. W takiej sytuacji może wystąpić silna presja na bank centralny Unii, aby złagodził swą politykę pieniężną i obniżył stopy procentowe. Wysoki stopień niezależności banku centralnego w unijnym systemie władzy mógłby spowodować faktyczną bezskuteczność różnych nacisków na tę instytucję. Bank jednak z pewnością musiałby rozważyć z jednej strony potencjalne konsekwencje rozluźnienia polityki pieniężnej, a z drugiej ewentualne koszty mogące wynikać dla całej Unii z kryzysu bankowego, który może być skutkiem załamania finansów publicznych w kraju członkowskim. Nie da się więc wykluczyć tego, że nawet wysoce niezależny bank centralny, starając się wybrać mniejsze zło, może zdecydować się na zmiany w polityce pieniężnej sprzeczne z jego pierwotnymi założeniami po to, by nie dopuścić do masowej upadłości banków oraz innych instytucji finansowych. Wynikające stąd możliwe rozluźnienie polityki pieniężnej może zaowocować większą inflacją.

⁹ Por. D. Owen, P. Cole: *EMU in perspective. Understanding monetary union*. Pearson Education Limited, Harlow, 1999, s. 112.

Za nałożeniem na kraje uczestniczące w obszarze jednawalutowym ograniczeń w sferze kształtowania polityki budżetowej przemawia także to, że rządy - dopuszczając do nadmiernego deficytu, a w efekcie także zbyt wysokiego długu publicznego - faktycznie nie były w stanie oprzeć się naciskom wywieranym przez siły społeczne będące beneficjentami wydatków budżetowych. Beneficjenci ci są częstokroć dobrze zorganizowani i mogą skutecznie wpływać na decyzje rządu. Inaczej przedstawia się sytuacja pozostałej części społeczeństwa (podatników), tworzącej dochody budżetowe. Jest ona znacznie liczniejsza niż ci, którzy korzystają ze środków budżetowych, a w rezultacie też znacznie słabiej zorganizowana, co utrudnia jej wywieranie skutecznego sprzeciwu wobec wzrostu wydatków budżetowych. Nie można stwierdzić, że wszystkie deficyty są skutkiem istnienia tego zjawiska, ale stosowanie wspólnie uzgodnionych reguł, dyscyplinujących rządy krajów członkowskich, powinno służyć minimalizowaniu ryzyka ich nieodpowiedzialnych działań w polityce budżetowej. Spośród członków UE, Belgia i Włochy podawane są jako przykłady krajów, w których polityka budżetowa, skutkująca zakumulowaniem ogromnego długu publicznego (wynoszącego ponad 120% PKB w 1997 r.), faktycznie nie leżała w ich interesie¹⁰. Na przykład we Włoszech jeszcze w 1980 r. relacja długu publicznego do PKB wynosiła 58%. W efekcie deficytów budżetowych w kolejnych latach relacja ta przekroczyła 100% w 1991 r. Tymczasem wiadomo, że jeśli w jakimś kraju występuje dług publiczny tego rządu, to polityka budżetowa zostaje silnie obciążona koniecznością zapewnienia obsługi tego długu, znacznie silniej niż w kraju, w którym dług ten wynosi np. 30%. To z kolei skutkuje niestabilnym systemem podatkowym, ciągle rosnącymi obciążeniami podatkowymi, a w rezultacie także rozwojem szarej strefy w gospodarce. Wśród krajów Unii Europejskiej to właśnie Włochy w minionym okresie odnotowały szczególnie wyraźne zjawisko ucieczki działalności gospodarczej do tej strefy¹¹.

Konieczność minimalizowania ryzyka niewypłacalności kraju członkowskiego

Zastosowanie wobec krajów UGW wymagań co do stanu finansów publicznych wynikało też z przekonania, że uczestnictwo w jednolitym rynku finansowym UE może nie wystarczyć do tego, by skłonić rządy do zdyscyplinowanej polityki budżetowej. Ogólnie biorąc, takie dyscyplinowanie mogłoby wynikać z trudności, jakie kraj mający zbyt duży deficyt budżetowy może napotkać na jednolitym rynku Unii w pozyskaniu środków

na finansowanie tego deficytu. Trudności te mogą być rezultatem pogorszenia wiarygodności kredytowej danego kraju, co z kolei może skutkować obniżeniem jego oceny ratingowej. Efektem tego na ogół jest konieczność płacenia wyższego oprocentowania od kredytów zaciąganych na rynku Unii (a szerzej na międzynarodowych rynkach finansowych) zarówno przez rząd, jak i pozostałe podmioty z tego kraju. Coraz trudniejszy dostęp do tych kredytów powinien też oddziaływać dyscyplinująco na politykę budżetową.

Doświadczenia dużych krajów federalnych pokazują jednak, że wpływ mechanizmów rynku finansowego na zachowanie władz regionalnych w sferze kształtowania budżetu może być stosunkowo ograniczony. Sankcje w postaci obniżenia oceny ratingowej danego regionu nie odgrywały dotychczas większej roli. Na przykład w Kanadzie różnice w oprocentowaniu pożyczek zaciąganych przez władze jednostek terytorialnych charakteryzujących się różnym stanem zadłużenia nie przekraczały 50 punktów bazowych. Podobnie w Stanach Zjednoczonych koszty funduszy pozyskiwanych przez władze stanowe na rynku przez długi czas nie wykazywały wyraźnego związku z sytuacją budżetową poszczególnych stanów. Badania przeprowadzone w latach dziewięćdziesiątych w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych wskazują jednak, że wraz ze wzrostem zadłużenia rośnie też premia z tytułu ryzyka, a po osiągnięciu przez dług pewnego granicznego poziomu dostęp do kredytu może zostać zupełnie odcięty.

Podobną prawidłowość obserwuje się też na międzynarodowych rynkach finansowych. Banki na ogół niechętnie udzielają kredytów tym podmiotom, które są zdecydowane płacić bardzo wysokie oprocentowanie. Wychodzą tu z założenia, że jedynie kredytobiorcy odznaczający się złą sytuacją finansową godzą się na takie oprocentowanie. To z kolei może oznaczać, że udzielenie im kredytu wiąże się ze znacznie wyższym ryzykiem niż przeciętne. Ostatecznie bank udzieli kredytu o akceptowalnym poziomie ryzyka, albo nie udzieli go wcale. Powyżej określonego poziomu oprocentowania bank odcina po prostu dostęp do kredytu. W efekcie występująca w praktyce różnica w oprocentowaniu kredytów dla złych i dobrych pożyczkobiorców jest na ogół niewielka. Z tego względu rynek finansowy, do pewnego krytycznego momentu, nie jest więc w stanie wystarczająco dyscyplinować także rządy państw, pożyczające pieniądze na finansowanie deficytu budżetowego. Od tego momentu faktyczna niedostępność środków finansowych może zapoczątkować kryzys płynności, a w dalszej kolejności kryzys finansowy.

Nie mając możliwości sfinansowania deficytu budżetowego poprzez emisję pieniądza, ostatecznie kraj (bądź kraje) należący do obszaru jednawalutowego mogłyby zacząć wywierać presję zarówno na inne kraje członkowskie, jak i bank centralny oraz instytucje UE, by udzieliły mu pomocy.

¹⁰ D. Gros i N. Thygesen przytaczają występujące w literaturze obrazowe określenie tej sytuacji, w jakiej znajdują się rządy jako „dylemat więźniów” („*prisoners dilemma*”) – por. D. Gros, N. Thygesen: *European Monetary Integrati*. Essex 1998 Longman, s. 328.

¹¹ Zob. szerzej: D. Gros, N. Thygesen, op.cit., s. 326-344.

W odniesieniu do krajów uczestniczących w unii walutowej rysuje się więc fundamentalne pytanie: jeśli znajdują się w tego rodzaju sytuacji kryzysowej, to czy mogą liczyć na wsparcie finansowe ze strony Europejskiego Banku Centralnego, a także innych państw członkowskich oraz instytucji Unii Europejskiej.

Odpowiedź na to pytanie można oprzeć zasadniczo na postanowieniach art. 101 oraz 103 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (TWE)¹². W odniesieniu do EBC kluczowe znaczenie ma art. 101, paragraf 1. Wynika z niego wyraźny zakaz przyznawania przez EBC oraz banki centralne krajów członkowskich pożyczek na pokrycie deficytu lub jakichkolwiek innych pożyczek instytucjom lub organom Wspólnoty, rządów centralnym, organom regionalnym bądź lokalnym, innym organom publicznym, innym organizmom lub przedsiębiorstwom publicznym państw członkowskich. Zakaz dotyczy także bezpośredniego nabywania od nich przez EBC i narodowe banki centralne ich dokumentów dłużnych. W paragrafie 2 art. 101 stwierdza się, że zakazu tego nie stosuje się do publicznych instytucji kredytowych, które korzystają ze strony EBC oraz narodowych banków centralnych z takiego samego traktowania jak prywatne instytucje kredytowe w kwestii zapewnienia płynności. Warto też wskazać, że zgodnie z art. 102 TWE, istnieje zakaz korzystania z uprzywilejowanego dostępu do instytucji finansowych przez władze publiczne krajów członkowskich (centralne, regionalne i lokalne), a także instytucje lub organy wspólnotowe oraz przedsiębiorstwa i inne organizmy publiczne z krajów członkowskich. Wynika z tego, że ewentualne deficyty budżetowe mogą być finansowane tylko na warunkach rynkowych.

Jeśli chodzi o EBC, to ponadto należy wskazać, że mniejsza lub większa restrykcyjność jego polityki pieniężnej mogłaby istotnie wpłynąć na przebieg kryzysu płynności, którym ewentualnie zostałby dotknięty któryś z krajów członkowskich UGW. Wysoki stopień niezależności EBC (oraz Eurosystemu jako całości – czyli struktury obejmującej obecnie EBC oraz narodowe banki centralne dwunastu krajów obszaru euro) zdaje się wskazywać, że nie wprowadziłby on takich zmian w swej polityce, które podważyłyby skuteczność jego antyinflacyjnej polityki pieniężnej. Z drugiej jednak strony trudno obecnie byłoby przewidzieć, jak zachowałby się w praktyce bank centralny Unii, gdyby jeden kraj członkowski bądź kilka zostało dotkniętych poważnym kryzysem.

Charakteryzując możliwości wsparcia finansowego ze strony innych krajów członkowskich oraz Unii jako całości, należy odwołać się do postanowień art. 103 TWE. Stwierdza się tam, że ani Wspólnota, ani państwa członkowskie nie odpowiadają za zobowiązania rządów centralnych, organów regionalnych lub lokalnych, innych organów publicznych bądź innych organizmów lub przedsiębiorstw publicznych państwa członkowskiego i ich nie przyjmują. Wyjątek dotyczy tylko wzajemnych gwarancji finansowych dla wspólnego wykonania określonego projektu. Postanowienia Traktatu nie pozostawiają więc w zasadzie wątpliwości co do tego, że kraj członkowski dotknięty kryzysem będzie zdany na siebie. W istocie nie da się jednak stwierdzić, czy rzeczywiście tak będzie, że dany kraj nie uzyska pomocy ze strony innych krajów Unii. Bardziej prawdopodobne jest to, że taka pomoc zostanie mu udzielona, i to nie ze strony pojedynczych krajów członkowskich, ale w ramach jakiejś akcji koordynowanej na szczeblu Unii. Można oczekiwać tego rodzaju działania zważywszy na fakt, że nawet kraje nie tworzące unii walutowej z innymi krajami, a dotknięte kryzysami finansowymi, na ogół uzyskiwały dotychczas pomoc finansową (np. Meksyk w 1995 r., Korea Południowa w 1998 r.). Istotną rolę odgrywał tu Międzynarodowy Fundusz Walutowy, który aktywnie się angażował w pozyskanie niezbędnych na ten cel środków finansowych.

W przypadku obszaru jednawalutowego, jakim jest UGW, świadomość istnienia faktycznie większej solidarności finansowej między krajami członkowskimi niż ta, jaka występuje w gronie członków MFW, może być źródłem swego rodzaju ryzyka moralnego. Władze niektórych krajów należących do unii walutowej mogłyby bowiem założyć, że ostatecznie i tak uzyskają pomoc, choćby z tego powodu, by nie została podważona międzynarodowa reputacja całej Unii. W praktyce więc może im nie wystarczyć (zwłaszcza w trudnej sytuacji gospodarczej i politycznej) determinacji w zwalczaniu deficytów budżetowych i redukowaniu zadłużenia. W tej sytuacji zawarte w Traktacie regulacje, że ani Wspólnota jako całość, ani jej poszczególne kraje, nie odpowiadają za długi innych państw członkowskich („no bail-out clause”), mogą być niewystarczające do powstrzymania nierozważnej polityki budżetowej poszczególnych krajów należących do obszaru jednawalutowego.

W sytuacji ograniczonej skuteczności rynku finansowego w dyscyplinowaniu narodowej polityki budżetowej kluczowego znaczenia nabiera możliwość zastosowania w praktyce wiążących wymagań w odniesieniu do tej polityki, realizowanej przez kraje członkowskie. Reguły te powinny być określone tak, by stosowanie się do nich zmniejszało ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego w efekcie spadku zaufania uczestników rynków finansowych do zdolności obsługi swego długu przez dany kraj. Uczestnicy ci powinni więc mieć prze-

¹² Na mocy Traktatu z Maastricht z 7 lutego 1992 r. (który wszedł w życie 1 listopada 1993 r.) ustanowiona została Unia Europejska oraz gruntownie zostały zreformowane traktaty ustanawiające Wspólnoty Europejskie. Postanowienia Traktatu z Maastricht, w tym odnoszące się do UGW, zostały inkorporowane do Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską. Obowiązująca obecnie numeracja artykułów zawartych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską z 25 marca 1957 r. (TWE) jest rezultatem zmian dokonanych w nim na podstawie Traktatu z Amsterdamu z 2 października 1997 r., który wszedł w życie 1 maja 1999 r.

konanie, że przy realizowanej przez ten kraj polityce dług nie będzie rósł w sposób nieograniczony.

Kwestia nadmiernego deficytu w świetle regulacji traktatowych

Względy polityczne zaważyły na tym, że polityka budżetowa w ramach UGW pozostała w gestii władz narodowych. Z drugiej strony, dążenie do zapewnienia systemowych podstaw stabilnego i harmonijnego funkcjonowania Unii spowodowało pogodzenie się krajów członkowskich z koniecznością pewnej ingerencji instytucji unijnych w sytuację ich finansów publicznych. Ingerencję taką uznano za uzasadnioną zwłaszcza w sytuacji, gdyby deficyt budżetowy czy dług publiczny w danym kraju były zjawiskiem niekorzystnym z punktu widzenia UGW jako całości. Problemem do rozstrzygnięcia pozostało więc, jak skłonić kraje członkowskie do przestrzegania dyscypliny w ramach finansów publicznych. Rozwiązanie tego problemu zostało zawarte w Traktacie z Maastricht. Określono w nim warunki wejścia do UGW oraz procedurę postępowania w kwestiach budżetowych wobec krajów, które w tej Unii już się znajdują.

Jeśli chodzi o warunki wejścia do UGW, to są one zapisane w art. 121 TWE (art. 109 j Traktatu z Maastricht). Odnoszą się one do inflacji, deficytu budżetowego, długu publicznego, uczestnictwa w Europejskim Systemie Walutowym oraz długoterminowej stopy procentowej¹³.

Ogólne zapisy co do procedury postępowania wobec krajów członkowskich mających nadmierny deficyt budżetowy zawarte są w art. 104 TWE. Stwierdza się w nim, że państwa członkowskie unikają nadmiernego deficytu budżetowego. Zadanie monitorowania sytuacji budżetowej tych krajów powierzono Komisji Europejskiej, która ma identyfikować poważne błędy mogące stanowić źródło problemów budżetowych. Komisja ma w szczególności obowiązek dokonywania oceny tej sytuacji na podstawie określonych w Traktacie dwóch kryteriów:

1) czy relacja między planowanym lub rzeczywistym deficytem budżetowym a PKB przekracza wartość referencyjną (wartość odniesienia), a jeśli nie, to czy:

- relacja ta zmniejszyła się w sposób istotny i osiągnęła poziom bliski wartości referencyjnej,
- lub przekroczenie wartości referencyjnej ma jedynie charakter wyjątkowy i tymczasowy, a relacja jest bliska wartości referencyjnej;

2) czy relacja długu publicznego do PKB przekracza wartość referencyjną i czy relacja ta zmniejsza się dostatecznie i zbliża się do wartości referencyjnej.

Wartości referencyjne zostały określone w załączonym do Traktatu Protokole w sprawie procedury dotyczącej

nadmiernego deficytu. Wynoszą one: 3% w odniesieniu do relacji między deficytem budżetowym (*deficit of general government*) a PKB oraz 60% w odniesieniu do relacji między długiem publicznym (*gross debt of general government*). W dotychczasowych dyskusjach na temat dyscypliny budżetowej najczęściej zainteresowania wzbudzały te wskazane dwie liczby. Uwagze uchodziły natomiast pewne ich istotne aspekty, wynikające ze wskazanych wyżej postanowień Traktatu. Chodzi tu w szczególności o użyte w tym dokumencie stwierdzenie „bliski wartości referencyjnej” („*close to the reference value*”) odnoszące się do poziomu deficytu budżetowego (liczonego w stosunku do PKB). Stwierdzenie to daje Komisji pewną swobodę przy dokonywaniu oceny sytuacji budżetowej i faktycznie może być przedmiotem kontrowersji między nią a danym krajem członkowskim.

W przypadku długu publicznego nie ma w Traktacie sformułowania, że jego poziom powinien być bliski wartości referencyjnej. Wynikło to najprawdopodobniej z tego, że wtedy, gdy Traktat był negocjowany, część krajów członkowskich miała deficyt znacznie przekraczający 100% PKB. Trudno było wtedy założyć, że relację tę w dającej przewidzieć perspektywie będzie można obniżyć tak, by istotnie zbliżyła się do wartości referencyjnej. Uznano więc, że pozytywnie można ocenić sam fakt zmniejszania się w zadowalającym tempie stosunku długu publicznego do PKB. Ocena, czy tempo jest satysfakcjonujące, czy nie, może też stanowić źródło nieporozumień między stronami uczestniczącymi w omawianej procedurze.

Odrębną kwestią jest wskazanie uzasadnienia, dlaczego wartości referencyjne zostały określone na poziomie 3% i 60%. W literaturze ekonomicznej praktycznie trudno znaleźć wytłumaczenie zasadności tego konkretnego poziomu tych wielkości. Istnieje natomiast w zasadzie zgodność, że przynajmniej obie te wielkości są wzajemnie spójne. Na dowód tej spójności prezentowane jest następujące rozumowanie. Zakładając, że długoterminowo nominalny roczny wzrost PKB wynosi 5% (na co składa się np. wzrost realny w wysokości 2,5%, oraz wzrostu cen 2,5%), to przy deficycie budżetowym wynoszącym 3% PKB, finansowanym w całości przez emisję długu, dług publiczny stanowiący 60% PKB pozostanie ciągle na tym poziomie (tzn. $0,03 = 0,05 \times 0,6$)¹⁴. W odniesieniu do powyższego rozumowania warto dodać, że tolerowanie deficytu budżetowego w wysokości 3% PKB każdego roku nie będzie prowadziło do wzrostu długu publicznego przy spełnieniu stosunkowo rygorystycznego warunku, jakim jest stały realny wzrost gospodarczy rzędu 2,5%.

Procedura postępowania przewidziana w art. 104 TWE (*the excessive deficit procedure*) obejmuje kilka kolejnych kroków:

¹³ Szerzej na ten temat zob. L. Oręziak: *Euro – nowy pieniądz*. Warszawa 1999 Wydawnictwo Naukowe PWN.

¹⁴ Por. D. Owen, P. Cole: *EMU in perspective. Understanding monetary union*. Haarlow 1999 Pearson Education Limited, s. 111.

- **Pierwszy** jest wykonywany, jeśli Komisja stwierdzi, że kraj członkowski nie spełnia wymogów określonych jednym lub obydwoma wskazanymi w tym artykule kryteriami. Wówczas Komisja sporządza raport, w którym stwierdza także, czy deficyt budżetowy przekracza publiczne wydatki inwestycyjne, oraz bierze pod uwagę wszelkie inne czynniki, w tym średniookresową sytuację budżetową i gospodarczą danego kraju. Raport taki może zostać przez Komisję sporządzony również wtedy, gdy kraj członkowski spełnia powyższe dwa kryteria, ale w jej ocenie istnieje ryzyko powstania nadmiernego deficytu [104 (3)].

- **Drugi** krok to wydanie opinii o powyższym raporcie Komisji przez Komitet Ekonomiczny i Finansowy [104 (4)].

- **Trzeci** krok następuje, gdy Komisja uzna, że w kraju członkowskim istnieje nadmierny deficyt lub gdy taki deficyt może wystąpić. Wtedy Komisja kieruje swą opinię w tej sprawie do Rady [104 (5)].

- **Czwarty** krok polega na tym, że Rada - stanowiąc kwalifikowaną większością głosów z uwzględnieniem zalecenia Komisji oraz ewentualnych uwag zgłoszonych przez dany kraj członkowski, po dokonaniu ogólnej oceny - decyduje, czy występuje nadmierny deficyt [104 (6)].

- **Piąty** następuje po tym, jak Rada stwierdzi istnienie nadmiernego deficytu; Rada kieruje wtedy do danego kraju zalecenie, by w ciągu wyznaczonego okresu położył kres tej sytuacji. Zastosowanie się do zalecenia przez zainteresowany kraj zamyka procedurę [104 (7)].

- **Szósty** krok może mieć miejsce, gdy Rada stwierdzi, że kraj ten we wskazanym okresie nie podjął żadnego skutecznego działania w odpowiedzi na skierowane do niego zalecenia. W takiej sytuacji Rada może te zalecenia podać do wiadomości publicznej [104 (8)];

- **Siódmy** krok może nastąpić, gdy w dalszym ciągu dany kraj uchyla się od dostosowania się do zaleceń Rady. W takim przypadku Rada może wezwać ten kraj do podjęcia w określonym terminie działań zmierzających do takiego ograniczenia deficytu, które uznaje ona za konieczne, by zarządzić istniejącej sytuacji [104 (9)].

- **Ósmy** krok oznacza, że dopóki dany kraj nie stosuje się do decyzji przyjętej na podstawie par. 9, dopóty Rada może zadecydować o zastosowaniu albo, w określonym przypadku, o zastrzeżeniu jednego lub kilku poniższych środków:

- zażądać od danego kraju członkowskiego, by przed emisją papierów wartościowych opublikował dodatkowe informacje, które Rada określi,

- wezwać Europejski Bank Inwestycyjny do rozważenia jego polityki pożyczkowej stosowanej wobec danego kraju,

- zażądać od danego kraju złożenia na rzecz Wspólnoty nieoprocentowanego depozytu o odpowiedniej wysokości aż do czasu, gdy - w opinii Rady - nadmierny deficyt zostanie skorygowany,

- nałożyć kary w odpowiedniej wysokości.

Przewodniczący Rady powinien poinformować Parlament Europejski o decyzji podjętej przez Radę [104 (11)].

Zgodnie z art. 104 (12) Rada uchyla wszystkie bądź tylko niektóre swoje decyzje podejmowane na podstawie paragrafów 6 - 9 i 11 tego artykułu w miarę, jak - w jej opinii - nadmierny deficyt w kraju członkowskim jest ograniczony. W przypadku gdy Rada uprzednio podała zalecenia do publicznej wiadomości, powinna także publicznie stwierdzić, że nie ma już nadmiernego deficytu w danym kraju członkowskim. Istotne jest, że podejmując decyzje określone w paragrafach 7 - 9, 11 i 12, Rada działa na podstawie zalecenia Komisji i stanowi większością dwóch trzecich głosów swoich członków, ważonych zgodnie z art. 205 (2), wyłączając głosy reprezentanta danego kraju członkowskiego.

Na podkreślenie zasługuje to, że Komisja Europejska oraz państwa członkowskie, w świetle regulacji zawartych w art. 104 TWE, w odniesieniu do paragrafów 1 - 9 tego artykułu nie mają prawa wnieść sprawy do Trybunału Sprawiedliwości (przewidzianego w art. 226 i 227 TWE). W ten sposób wyraźnie wykluczona jest normalna w wielu innych kwestiach integracyjnych procedura oddziaływania na kraj członkowski. Gdyby takie rozwiązanie nie zostało przyjęte, to kraj członkowski mający nadmierny deficyt zostałby poddany sankcjom określonym przez Trybunał. Kraje Unii uznały jednak, że polityka budżetowa nie może zostać podporządkowana kontroli o charakterze czysto prawnym. Oznaczało to konieczność znalezienia jakiegoś specjalnego rozwiązania, wymuszającego dyscyplinę budżetową. Traktat zobowiązał Radę, by stanowiąc jednomyślnie, na wniosek Komisji i po konsultacji z Parlamentem Europejskim i EBC, uchwaliła właściwe przepisy mające zastąpić wskazany w art. 140 (2) TWE Protokół w sprawie procedury dotyczącej nadmiernego deficytu.

Charakteryzując istotę procedury określonej w art. 104 TWE można stwierdzić, że Rada (w tym przypadku jest to *ECOFIN Council*, czyli Rada skupiająca ministrów finansów i gospodarki) musi najpierw - na bazie raportu Komisji - zadecydować, czy nadmierny deficyt występuje. Następnie może skierować do danego kraju zalecenia. Jeśli nie zostaną one zrealizowane, to ostatecznie może nałożyć karę. Kluczowym zagadnieniem jest więc to, w jaki sposób Rada może wykorzystywać przyznane jej uprawnienia. Nie ma podstaw, by sądzić, że będzie to czynić często i w sposób rygorystyczny. Można nawet założyć, że w tak delikatnej kwestii, jak polityka budżetowa, pozostająca zasadniczo w gestii władz narodowych, zarówno Komisja, jak i Rada zachowają ostrożność i wstrzemięźliwość w podejmowaniu drastycznych kroków. Skuteczność przewidzianego Traktatem oddziaływania na kraj członkowski w dużej mierze może zależeć od dobrej woli krajów członkowskich uczestniczących w podejmowaniu przez Radę decyzji. Warto zwrócić uwagę na dyskrecjonalny charak-

ter sankcji przewidzianych w art. 104 (11), który wynika z faktu, że Rada może, ale nie musi zdecydować o ich zastosowaniu. Ponadto, podejmowane przez Radę decyzje o zastosowaniu poszczególnych kroków procedury wymagają uzyskania kwalifikowanej większości głosów. Brakuje tu więc jakiegokolwiek automatyzmu w przechodzeniu od jednego do drugiego kroku.

Ta swoista cecha regulacji traktatowych dotyczących zwalczania nadmiernego deficytu, przez niektórych postrzegana jako ich słabość, była jednym z powodów zgłoszenia przez Ministra Finansów Niemiec propozycji tzw. Paktu Stabilności (Pact for Stability), który

stał się podstawą przyjęcia obowiązującego obecnie „Paktu Stabilności i Wzrostu” (Pact for Stability and Growth). Jak wskazuje „The Economist” to właśnie Niemcy zabiegały o rozwiązanie w postaci Paktu po to, by powojenna tradycja zdrowego pieniądza w tym kraju nie została zagrożona przez unię walutową z takimi krajami jak Włochy, mającymi reputację krajów o słabej walucie, wysokiej inflacji i charakteryzującymi się brakiem odpowiedzialności w kształtowaniu polityki budżetowej¹⁵.

¹⁵ Por. *Could euro's nuclear option ever be used?* "The Economist" z 2 lutego 2002 r.

Niekeynesowskie skutki zacieśnienia polityki fiskalnej

Andrzej Rzońca

Wprowadzenie

Wyniki analizy przeprowadzonej przez Jamesa Gwartneya, Roberta Lawsona i Randolla Holcombe'a wskazują, że wzrost udziału wydatków publicznych w PKB w ostatnich 40 latach hamował rozwój gospodarek państw OECD¹. Z badań przeprowadzonych przez Roberta Barro na próbie 100 krajów w latach 1960–1990 wynika, że niski udział konsumpcji sektora finansów publicznych w PKB ma dodatni wpływ na tempo wzrostu PKB na mieszkańca². Z podobnej analizy dokonanej przez Stanleya Fischera płynie wniosek, że na dynamikę rozwoju w długim okresie pozytywnie wpływa także niski deficyt sektora finansów publicznych³.

Mimo wielu dowodów empirycznych, potwierdzających, że niski poziom fiskalizmu i zdrowe finanse pu-

bliczne są jednym z warunków szybkiego, długofalowego rozwoju, wśród ekonomistów nie ma zgody co do skutków impulsów fiskalnych w krótkim okresie⁴. Relatywnie niska - mimo poprawy stanu finansów publicznych - dynamika rozwoju krajów Unii Europejskiej w latach dziewięćdziesiątych dała nowe argumenty zwolennikom podejścia keynesowskiego. Jednak doświadczenia wielu krajów: Danii - w latach 1983-1986, Irlandii pod koniec lat osiemdziesiątych, Belgii - w latach 1984-1987, Kanady - w latach 1986-1988, Portugalii - w latach 1984-1986 czy Szwecji w latach 1983-1989, wskazują, że impulsy fiskalne także w krótkim okresie mogą przynieść odwrotne skutki, niż sugeruje podstawowe podejście keynesowskie⁵.

⁴ Por. R. Perotti: *What Do We Know About the Effects of Fiscal Policy*. Collegio Ghislieri, Pavia, October 2000.

⁵ Problematyczna pozostaje także sama celowość stabilizowania produktu i konsumpcji (czy to za pomocą polityki fiskalnej, czy też pieniężnej). Według Roberta Lucasa pełne wyeliminowanie wahań konsumpcji podniosłoby użyteczność przeciętnego gospodarstwa domowego (jeżeli wykazuje ono stałą względną awersję do ryzyka) o równowartość mniej niż 0,1% średniej konsumpcji; por.: D. Romer: *Makroekonomia dla zaawansowanych*. Warszawa 2000 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 450-451.

¹ L. Balcerowicz: *Państwo w przebudowie*. Kraków 1999 Wydawnictwo Znak, s. 77-79.

² R.J. Barro: *Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study*. NBER Working Paper 5698, National Bureau of Economic Research, Cambridge, August 1996.

³ S. Fischer: *The Role of Macroeconomic Factors in Growth*. Working Paper No. 4565, National Bureau of Economic Research, Cambridge, December, 1993.

Skutki zacieśnienia polityki fiskalnej w teorii ekonomii

Podjęcie keynesowskie

W podstawowym modelu keynesowskim zacieśnienie polityki fiskalnej prowadzi do spadku konsumpcji prywatnej i całego popytu wewnętrznego. Ten spadek jest największy, jeżeli deficyt sektora finansów publicznych jest ograniczany poprzez redukcję wydatków publicznych na zakup dóbr i usług. Nieco słabiej popyt wewnętrzny reaguje na podwyższenie podatków oraz ograniczenie transferów. Mnożniki: podatkowy i transferowy, są bowiem równe – co do modułu – iloczynowi mnożnika wydatków publicznych na zakup dóbr i usług oraz krańcowej skłonności do konsumpcji⁶, a ta należy do przedziału od zera do jedności.

Wpływ polityki fiskalnej na popyt wewnętrzny jest w podejściu keynesowskim uzależniony od elastyczności: inwestycji oraz popytu na realny zasób pieniądza względem stopy procentowej. Jeżeli pierwsza z tych wielkości jest wysoka, a druga niska⁷, wtedy spadek popytu wewnętrznego powodowany zacieśnieniem polityki fiskalnej jest równoważony - przynajmniej w części - przez wzrost, wypychanych wcześniej przez wydatki rządu, inwestycji prywatnych⁸. W skrajnym przypadku (kiedy popyt na realny zasób pieniądza okazałby się całkowicie niewrażliwy na zmiany stopy procentowej⁹) popyt wewnętrzny pozostałby - mimo zacieśnienia polityki fiskalnej - na wyjściowym poziomie. Zmieniłaby się jego struktura (zwiększyłyby się udziały prywatnych wydatków inwestycyjnych), a równowaga na rynku dóbr i pieniądza miałyby miejsce przy niższym poziomie stóp procentowych.

To, czy i w jakim stopniu zacieśnienie polityki fiskalnej przełoży się w podejściu keynesowskim na spadek realnego produktu, zależy od skali sztywności cen i płac. Jeżeli są one elastyczne, wtedy gospodarka samoistnie zmierza do pełnego wykorzystania czynników produkcji - także wówczas, gdy inwestycje są słabo wrażliwe na zmiany stóp procentowych, a wielkość popytu na realny zasób pieniądza silnie zależy od poziomu stóp. Dzieje się tak na skutek działania efektu majątkowego spadku cen¹⁰ (niski popyt wewnętrzny powoduje spadek cen, a niższe ceny oznaczają wzrost

majątku netto gospodarstw domowych¹¹, dzięki czemu mogą one zwiększyć swoją konsumpcję). W przeciwnym przypadku, tzn. gdy inwestycje są wrażliwe na zmiany stóp procentowych, a wielkość popytu na realny zasób pieniądza słabo zależy od poziomu stóp procentowych, gospodarka może w warunkach elastycznych cen i płac zmierzać do pełnego wykorzystania czynników produkcji - nawet gdyby pominąć efekt majątkowy - na skutek działania tzw. efektu Keynesa. Polega on na tym, że jeżeli w gospodarce występuje bezrobocie, wtedy nadwyżkowa siła robocza prowadzi do spadku nominalnych płac. Wynikające z tego niższe koszty przedsiębiorstw pozwalają im obniżyć ceny, z kolei niższe ceny zwiększają realną wartość podaży pieniądza. Aby rynek pieniądza mógł zostać zrównoważony, muszą istotnie spaść stopy procentowe - nadwyżkowa podaż pieniądza jest kierowana na rynek obligacji, powodując wzrost ich cen i spadek rentowności. Niższe stopy procentowe przyczyniają się do wzrostu inwestycji i, w efekcie, popytu wewnętrznego. Wyższy popyt wewnętrzny spowalnia spadek cen w stosunku do spadku nominalnych płac. W rezultacie, płace realne obniżają się aż do poziomu, w którym występuje pełne zatrudnienie¹².

W warunkach elastycznych płac i cen sterowanie popytem wewnętrznym za pośrednictwem polityki fiskalnej staje się więc zbędne i nieskuteczne. Nie prowadzi ono do pożądaných zmian produktu, a jedynie do wahań cen.

Wpływ polityki fiskalnej na produkt zależy w podejściu keynesowskim także od reżimu kursowego oraz swobody przepływu kapitału. I tak, w systemie kursu płynnego, przy doskonałej mobilności kapitału, jedynym skutkiem ekspansji/zacieśnienia polityki fiskalnej będzie aprecjacja/deprecjacja waluty krajowej¹³. Bariery dla przepływu kapitału sprawiają, że polityka fiskalna może wpływać na realny produkt w krótkim okresie, ale skala tego oddziaływania jest znacznie mniejsza niż w gospodarce zamkniętej.

¹¹ Dotyczy to pieniądza zewnętrznego, czyli znajdującego się w obiegu, w kasach banków i na rachunku banków w banku centralnym (to, w jakiej części pieniądz wewnętrzny i dług publiczny stanowią majątek netto, jest w ekonomii przedmiotem debaty). Ogranicza to, zdaniem niektórych ekonomistów, znaczenie efektu majątkowego spadku cen. Z drugiej strony, jeżeli uznać dług publiczny za majątek netto gospodarstw domowych, wtedy w podejściu keynesowskim - w którym podatek nie jest regulowany w formie ryczałtu, a zależy od dochodu - wzrost wydatków publicznych finansowany środkami z emisji skarbowych papierów wartościowych może zwiększyć, także dzięki efektowi majątkowemu długu publicznego, popyt wewnętrzny, a w efekcie produkt na tyle, że finanse państwa zostaną zrównoważone. Jedynym skutkiem ekspansji fiskalnej będzie więc wyższy produkt. Por.: B. Snowdon, H. Vane, P. Wyncarczyk: *Współczesne nurty teorii makroekonomii*. Warszawa 1998 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 107-110 oraz 117-119.

¹² B. Snowdon, H. Vane, P. Wyncarczyk: *Współczesne ...*, op.cit., s. 112-113.

¹³ Formalne wyprowadzenie tego stwierdzenia można znaleźć m.in. w: D. Romer: *Makroekonomia ...*, op.cit., s. 232-234.

⁶ Przy założeniu, że elastyczność inwestycji względem stopy procentowej jest niska, a popytu na realny zasób pieniądza - wysoka.

⁷ Według ortodoksyjnych keynesistów jest jednak zupełnie odwrotnie: elastyczność inwestycji względem stopy procentowej jest niska, a popytu na realny zasób pieniądza - wysoka. W efekcie, wpływ impulsów fiskalnych na popyt wewnętrzny jest bardzo silny (a zjawisko wypychania wydatków prywatnych przez publiczne - marginalne).

⁸ Więcej o zjawisku wypychania wydatków prywatnych przez publiczne znajduje się w dalszej części tekstu.

⁹ Tzn. elastyczność popytu na realny zasób pieniądza względem stopy procentowej jest równa zero.

¹⁰ Jest on nazywany efektem Pigou, od nazwiska ekonomisty, który jako pierwszy zwrócił na niego uwagę.

Otwarcie gospodarki osłabia wpływ impulsów fiskalnych na realny produkt także, jeżeli przyjąć, że ceny i kurs walutowy są w danej gospodarce całkowicie sztywne¹⁴. Wynika to z faktu, że część popytu wewnętrznego kieruje się nie na dobra krajowe, a zagraniczne¹⁵. Import zwiększa się wraz ze wzrostem krajowej produkcji chociażby ze względu na rosnące zapotrzebowanie przedsiębiorstw na surowce i materiały. Z kolei wielkość eksportu zależy od konkurencyjności krajowych dóbr na rynkach międzynarodowych oraz od popytu zewnętrznego. Na żaden z tych czynników polityka fiskalna danego kraju nie ma większego wpływu w krótkim okresie¹⁶.

Modele neoklasyczne

Neoklasyczne modele makroekonomiczne wskazują, że zacieśnienie polityki fiskalnej nie musi prowadzić do zmniejszenia ani prywatnej konsumpcji, ani popytu wewnętrznego¹⁷.

- W modelu Ramseya-Cassa-Koopmansa (z nieskończonym horyzontem czasowym gospodarstw domowych¹⁸) obniżenie wydatków publicznych powoduje - jeżeli ma ono trwały charakter - zwiększenie konsumpcji prywatnej równe wartości spadku wydatków publicznych. Wielkość popytu wewnętrznego w bieżącym okresie się nie zmienia. Spadek wydatków rządu jest w całości zastępowany konsumpcją sektora prywatnego. Przejściowe ograniczenie wydatków publicznych prowadzi do wzrostu konsumpcji prywatnej mniejszego od spadku wydatków państwa. Gospodarstwa domowe, wygładzając poziom konsumpcji w czasie, decydują się zwiększyć zasób oszczędności, by móc z nich sfinansować wzrost obciążeń podatkowych w przyszłości.

O wpływie ograniczenia wydatków publicznych na poziom konsumpcji decydują więc w modelu Ramseya oczekiwania gospodarstw domowych co do trwałości przeprowadzonych cięć. Jak dowodzą Francesco Giavazzi i Marco Pagano¹⁹ w przypadku zacie-

śnienia polityki fiskalnej oczekiwania są zależne od skali cięć wydatków państwa. Im jest ona większa, tym mocniejsze jest przekonanie gospodarstw domowych, że redukcja wydatków publicznych będzie miała trwały charakter, a w rezultacie - w tym większym stopniu konsumpcja prywatna zastępuje wydatki państwa.

- W modelu Diamonda (ze skończonym horyzontem czasowym gospodarstw domowych) obniżenie wydatków publicznych skutkuje zwiększeniem konsumpcji prywatnej w stosunku mniejszym niż 1:1. Spadek wydatków publicznych wymusza bowiem na gospodarstwach domowych, wygładzających konsumpcję w czasie, zwiększenie oszczędności. W innym wypadku ich konsumpcja z chwilą przejścia na emeryturę uległaby skokowemu zmniejszeniu. Wyższa akumulacja kapitału oznacza jednak wyższe - do chwili osiągnięcia przez gospodarkę stanu ustalonego²⁰ - tempo wzrostu produktu.
- Podwyższenie podatków w modelach z nieskończonym horyzontem czasowym gospodarstw domowych nie ma wpływu na wielkość konsumpcji prywatnej²¹. Wpływa na nią wyłącznie kształtowanie się wydatków publicznych²². Ponieważ gospodarstwa domowe mają nieskończony horyzont, nie mogą przerzucić kosztów wykupu skarbowych papierów wartościowych na następne pokolenia. Wydatki publiczne, jeżeli źródłem ich finansowania jest dług publiczny, są więc traktowane jako odroczone podatki. Ograniczenie budżetowe gospodarstw domowych można w efekcie zapisać bez konieczności wskazywania źródeł finansowania wydatków publicznych. Zwiększenie ciężarów podatkowych, które nie skutkuje trwałym wzrostem wydatków publicznych, musi więc:
 - albo być przewidywane przez gospodarstwa domowe,
 - albo mieć przejściowy charakter.

Jeżeli założy się występowanie bariery płynności gospodarstw domowych, uniemożliwiającej im optymalne wygładzanie konsumpcji w czasie²³, wtedy zacieśnienie polityki fiskalnej poprzez okresowy wzrost podatków może prowadzić do spadku konsumpcji. Zmniejszenie przez rząd wielkości emisji obligacji

¹⁴ A elastyczność popytu na pieniądź względem stopy procentowej - bardzo wysoka.

¹⁵ Do mianownika mnożników wchodzi krańcowa skłonność do importu. Czym jest ona większa, tym mniejsza jest wartość mnożników.

¹⁶ M. Garbicz, E. Golachowski: *Elementarne modele makroekonomiczne*. Warszawa 1996 Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, s. 25-29.

¹⁷ Dokładny - sformalizowany - opis wpływu państwa na prywatną konsumpcję w modelach neoklasycznych można znaleźć m.in. w: D. Romer: *Makroekonomia ...*, op.cit, s. 79-92 i 106-109. Ta pozycja stanowi podstawowe źródło, z którego korzystałem przygotowując ten fragment artykułu.

¹⁸ Nieskończony horyzont czasowy gospodarstw domowych w modelu Ramseya można tłumaczyć np. silnymi więziami międzypokoleniowymi. W takim przypadku jednostki żyjące w kolejnych okresach mogą optymalizować nie tylko poziom swojej konsumpcji, ale i swoich dzieci, wnuków itd.

¹⁹ F. Giavazzi, M. Pagano: *Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*, Working Paper No. 3372.

²⁰ Stanem ustalonym (lub ścieżką zrównoważonego wzrostu) jest nazywany stan, w którym wszystkie agregaty makroekonomiczne rosną według stałych stóp.

²¹ Dotyczy to podatków pobieranych w formie ryczałtu, a więc nie mających wpływu na produkt krańcowy czynników produkcji.

²² Brak znaczenia źródeł finansowania wydatków publicznych dla decyzji gospodarstw domowych jest nazywany ekwiwalencją ricardiańską.

²³ Pierwszym prostym testem występowania bariery płynności jest wprowadzenie bieżącego dochodu dyspozycyjnego do zbioru zmiennych objaśniających wielkość konsumpcji gospodarstw domowych. Jeżeli okaże się on statystycznie istotny w wyjaśnianiu wielkości konsumpcji, będzie to oznaczać, że możliwości wygładzania konsumpcji w czasie przez gospodarstwa domowe mogą rzeczywiście być ograniczone.

(których wykup miałyby zostać sfinansowany z wyższych podatków w następnych okresach) może bowiem faktycznie oznaczać ograniczenie skali zapożyczania się gospodarstw domowych, chcących wygładzić swoją konsumpcję w czasie²⁴. Wzrost obciążeń podatkowych (równy redukcji emisji obligacji) będzie w takim przypadku prowadził do przymusowych oszczędności.

Zacieśnienie polityki fiskalnej poprzez wzrost podatków może prowadzić do zmian w prywatnej konsumpcji także wtedy, gdy nie są one pobierane w formie ryczałtu, jak założono powyżej, ale obciążają dochód np. z kapitału²⁵. Sama zapowiedź wprowadzenia podatku od dochodów z kapitału skutkuje skokowym wzrostem konsumpcji i stopniowym spadkiem – aż do momentu osiągnięcia przez gospodarke nowego stanu ustalonego - zasobu kapitału w gospodarce. Jest to wynik spadku stopy zwrotu z kapitału po opodatkowaniu. Oszczędzanie staje się mniej opłacalne – relatywnie (tj. w stosunku do przyszłej konsumpcji) zmniejsza się cena bieżącej konsumpcji. W rezultacie, gospodarstwa domowe zmieniają swoje preferencje: w większym stopniu konsumują, a w mniejszym - oszczędzają²⁶. Konsumpcja prywatna rośnie aż do chwili wprowadzenia podatku, po czym zaczyna spadać. Nie jest możliwe jej trwałe utrzymanie na wyższym poziomie, ponieważ jej wcześniejszy wzrost dokonuje się za cenę spadku zasobu kapitału w gospodarce. W rezultacie, ponieważ funkcja produkcji jest rosnąca względem wielkości nakładów każdego z czynników produkcji, maleje także produkt (stanowiący podstawę konsumpcji). Na nowej ścieżce zrównoważonego wzrostu zarówno zasób kapitału, jak i konsumpcja na osobę są niższe niż przed wprowadzeniem podatku²⁷.

- Wzrost obciążeń podatkowych w modelach ze skończonym horyzontem czasowym gospodarstw domowych powoduje spadek konsumpcji prywatnej. Dzieje się tak również wtedy, gdy powodem ich zwiększenia nie jest konieczność sfinansowania wzrostu wydatków, a chęć ograniczenia emisji skar-

bowych papierów wartościowych. Zwiększenie udziału podatków w finansowaniu wydatków publicznych prowadzi do wzrostu oszczędności (ograniczenia konsumpcji), ponieważ redukcja emisji obligacji zmniejsza majątek netto gospodarstw domowych. Wynika to z faktu, że wykup obligacji w modelu Diamonda obciąża przyszłe pokolenia. Ograniczenie emisji skarbowych papierów wartościowych oznacza więc zmniejszenie skali finansowania bieżącej konsumpcji przez przyszłe pokolenia.

Rozwinięcie modeli neoklasycznych

Giuseppe Bertola i Allan Drazen²⁸ rozwinęli model Ramseya, uwzględniając dyskrecjonalny (uznaniowy) charakter decyzji o zacieśnieniu polityki fiskalnej. Wpływ polityki fiskalnej na wielkość popytu wewnętrznego zależy w tym modelu od udziału wydatków publicznych w PKB.

- Jeżeli jest on niski, wtedy ekspansja fiskalna może prowadzić do zwiększenia popytu wewnętrznego w bieżącym okresie, ponieważ gospodarstwa domowe, wyciągając wnioski z przeszłości, uważają zwiększenie wydatków publicznych za przejściowe, co – ponieważ wygładzają one poziom konsumpcji w czasie – prowadzi do zmniejszenia prywatnej konsumpcji o wielkość mniejszą niż wzrost wydatków publicznych.
- Jeżeli udział wydatków publicznych przekroczy pewien próg, a redukcja wydatków publicznych nie nastąpi, gospodarstwa domowe przestają wierzyć w przejściowość wzrostu wydatków publicznych, co prowadzi do zmniejszenia prywatnej konsumpcji bliskiego wzrostowi wydatków państwa. Ludzie nabierają przekonania, że osoby odpowiedzialne za prowadzenie polityki gospodarczej nie mają wystarczającej determinacji, by ograniczyć wydatki publiczne i będą decyzję o ich redukcji opóźniać w czasie.

Alan Sutherland w podobny sposób rozwinął model międzypokoleniowy (Diamonda)²⁹.

²⁴ Jak jednak dowodzi doświadczenie międzynarodowe, wzrost/spadek emisji skarbowych papierów wartościowych często prowadzi do ograniczenia/zwiększenia kredytu dla sektora prywatnego w stosunku 1 do 1. Państwo nie może więc poprzez dług publiczny łagodzić bariery płynności gospodarstw domowych (a samo występowanie bariery płynności nie oznacza, że ekwiwalencja ricardiańska traci na znaczeniu). Więcej na ten temat można przeczytać w: F. Hayashi: *Tests for Liquidity Constraints: A Critical Survey*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 1720, October 1985; T. Yotsuzuka: *Ricardian Equivalence in the Presence of Capital Market Imperfections*. "Journal of Monetary Economics", t. 20, September 1987, s. 411-436; publikację tę przytaczam za: D. Romer: *Makroekonomia ...*, op.cit., s. 90, 550 i 562.

²⁵ W modelu Ramsey'a wielkość nakładów pracy nie podlega optymalizacji.

²⁶ W tym miejscu konieczne jest założenie o takiej postaci funkcji użyteczności konsumpcji gospodarstw domowych (agentów ekonomicznych), która implikuje przewagę efektu substytucyjnego zmian realnych stóp procentowych nad efektem dochodowym – np. funkcja CRRA (stałej względnej awersji do ryzyka).

²⁷ Jeżeli podatek został wprowadzony na czas oznaczony, wtedy na ścieżce zrównoważonego wzrostu zasób kapitału i konsumpcja na osobę będą takie, jak przed wprowadzeniem podatku. Wraz ze zbliżaniem się terminu zniesienia podatku gospodarstwa domowe będą bowiem stopniowo zwiększać zasób oszczędności i dodatkowo redukować konsumpcję, oczekując wzrostu stopy zwrotu z kapitału. Z chwilą zniesienia podatku podział produktu między oszczędności a konsumpcję będzie sytuował te dwie wielkości na ścieżce siodłowej, prowadzącej do wyjściowego stanu ustalonego.

²⁸ G. Bertola, A. Drazen: *Trigger Points and Budget Cuts: Explaining the Effects of Fiscal Austerity*. C.E.P.R. Discussion Papers 599, 1991; publikację przytaczam za: A. Alesina, R. Perotti: *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*. Working Paper 5730, National Bureau of Economic Research, August 1996.

²⁹ A. Sutherland: *Fiscal Crises and Aggregate Demand: Can High Public Debt Reverse the Effects of Fiscal Policy*. „Journal of Public Economics”, 1997, 65, 147-162, publikację przytaczam za: A. Alesina, R. Perotti: *Fiscal Adjustments ...*, op.cit.

- Z modelu wynika, że jeżeli poziom długu publicznego w relacji do PKB jest niski, wtedy ekspansja fiskalna może przynieść skutki przewidziane przez Keynesa. Gospodarstwa domowe będą miały bowiem pewność, że wykup skarbowych papierów wartościowych obciążą następne pokolenia.
- Jeżeli natomiast relacja długu publicznego do PKB jest wysoka, wtedy zwiększanie deficytu będzie prowadziło do spadku popytu wewnętrznego. Gospodarstwa domowe będą bowiem oczekiwać, że – ponieważ dług publiczny nie może rosnąć w nieskończoność (założenie o *non-Ponzi game*) – polityka fiskalna wkrótce się zmieni i spadnie na nie ciężar spłaty części długu zaciągniętego przez wcześniejsze pokolenia. Zwiększenie w bieżącym momencie wydatków państwa finansowanych długiem publicznym przybliży bowiem moment, w którym zmiana polityki fiskalnej stanie się konieczna.

Z badań przeprowadzonych przez Francesco Giavazziego, Tullio Jappelliego i Marco Pagano³⁰ na próbie 18 państw OECD wynika jednak, że wystąpienie niekeynesowskich skutków zmiany polityki fiskalnej nie zależy od relacji długu publicznego do PKB.

Skutki przejściowego ograniczenia (zwiększenia) wydatków publicznych w świetle teorii realnego cyklu koniunkturalnego

W modelach realnego cyklu koniunkturalnego zakłada się występowanie międzyokresowej substytucji podaży siły roboczej. W każdym z okresów ludzie dzielą swój czas na pracę, która umożliwi im wzrost konsumpcji (podnoszącej ich poziom zadowolenia), oraz odpoczynek (zwiększający sam w sobie użyteczność gospodarstw domowych). Decyzje o wielkości nakładów pracy w poszczególnych okresach są determinowane przez czynniki kształtujące opłacalność pracy. Podaż siły roboczej w danym okresie rośnie wraz ze wzrostem:

- wynagrodzenia w stosunku do przyszłych okresów,
- stopy procentowej³¹.

Spadek (wzrost) wydatków publicznych prowadzi do wzrostu (ograniczenia) prywatnej konsumpcji. Ponieważ w efekcie maleje (rośnie) krańcowa użyteczność konsumpcji³², gospodarstwa domowe zmniejszają (zwiększają) nakłady pracy. Jeżeli spadek (wzrost) wydatków publicznych ma charakter przejściowy,

gospodarstwa domowe, wygładzając konsumpcję w czasie, zwiększają (zmniejszają) zasób kapitału. Niższy (wyższy) poziom zatrudnienia i większy (mniejszy) zasób kapitału skutkują wzrostem (spadkiem) płac i niższymi (wyższymi) stopami procentowymi. Wysokość tych ostatnich dodatkowo zniechęca (zachęca) do pracy.

Podsumowując przejściowy spadek (wzrost) wydatków publicznych prowadzi do wygasającego:

- wzrostu (spadku) prywatnej konsumpcji,
- zwiększenia (zmniejszenia) inwestycji,
- spadku (wzrostu) zatrudnienia.

Ostateczny wpływ przejściowego spadku (wzrostu) wydatków publicznych na produkt zależy od postaci funkcji: produkcji i użyteczności, oraz wartości występujących w nich parametrów. Nawet jeżeli produkt ulega ostatecznie zmniejszeniu (zwiększeniu), to spadek ten (wzrost) ustępuje wielkością zmianie wydatków państwa. Mnożnik wydatków rządu jest mniejszy od jedności (i niekoniecznie dodatni). Według Baxter i Kinga, jeżeli przejściowemu spadkowi (wzrostowi) wydatków publicznych towarzyszy ograniczenie (podwyższenie) stopy opodatkowania dochodów z pracy i kapitału³³, to łączny produkt rośnie (maleje)³⁴.

Skutki zacieśnienia polityki fiskalnej - doświadczenia międzynarodowe

Z analizy kształtowania się w latach 1964-1994 wielkości makroekonomicznych w krajach OECD, przeprowadzonej przez Philipa Lane'a i Roberto Perottiego³⁵ wynika, że:

- wzrost wydatków publicznych na wynagrodzenia sfery budżetowej prowadzi do wzrostu wynagrodzeń w całej gospodarce, spadku PKB, zatrudnienia i poziomu zyskowności w sektorze wytwarzającym dobra podlegające międzynarodowej wymianie;
- podobny wpływ na dynamikę rozwoju gospodarki i poziom zatrudnienia ma wzrost opodatkowania pracy;
- zmiany poszczególnych wielkości makroekonomicznych powodowane zmianami polityki fiskalnej są większe w systemie płynnego kursu walutowego niż sztywnego.

W świetle wyników tych badań, wpływ redukcji deficytu sektora finansów publicznych na tempo wzrostu gospodarki zależy od sposobu jego przeprowadze-

³⁰ F. Giavazzi, T. Jappelli, M. Pagano: *Searching for Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy*. CSEF Working Paper no. 16, Centre for Studies in Economics and Finance, February 1999.

³¹ Intuicyjnie można to wyjaśnić w następujący sposób. Wzrost stopy procentowej zachęca gospodarstwa domowe do zwiększenia zasobu oszczędności w bieżącym okresie, co umożliwi im utrzymanie wysokiego poziomu konsumpcji w przyszłości przy niższych nakładach pracy. Aby zasób oszczędności mógł wzrosnąć, gospodarstwa domowe muszą, jeżeli nie chcą zredukować bieżącej konsumpcji, zwiększyć nakłady pracy.

³² Wraz ze spadkiem (wzrostem) krańcowej użyteczności konsumpcji rośnie (maleje) krańcowa przykrość pracy.

³³ Zmiany stóp podatku dochodowego mają taki wpływ na produkt jak wstrząsy technologiczne.

³⁴ M. Baxter, G. King: *Fiscal Policy in General Equilibrium*. „American Economic Review”, t. 83, June 1993, s. 315-334; publikację tę przytaczam za: D. Romer: *Makroekonomia ...*, op.cit., s. 211.

³⁵ P.R. Lane, R. Perotti: *The Importance of Composition of Fiscal Policy: Effects*, Working Paper 5730, National Bureau of Economic Research, August 1996.

nia. Zacieśnienie polityki fiskalnej polegające na ograniczeniu wydatków publicznych na płace skutkuje przyspieszeniem dynamiki rozwoju. Ograniczenie deficytu sektora finansów publicznych poprzez zwiększenie ciężarów podatkowych nakładanych na pracę przyczynia się do spowolnienia tempa wzrostu gospodarki. Potwierdza to wyniki uzyskane wcześniej przez Alberto Alesina i Roberto Perottiego³⁶. Z przeprowadzonej przez nich analizy wynika, że:

– poprawa stanu finansów państwa ma bardziej trwały charakter, jeżeli są ograniczane wydatki państwa na płace oraz transfery, a nie - podwyższane podatki;

³⁶ A. Alesina, R. Perotti: *Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects*, Working Paper 5730, National Bureau of Economic Research, August 1996.

³⁷ Według definicji przyjętej przez Alberto Alesina i Roberto Perotti sukces w zacieśnieniu polityki fiskalnej miał miejsce wtedy, gdy został spełniony przynajmniej jeden z następujących warunków:

- w 3 lata po okresie zacieśnienia polityki fiskalnej pierwotne saldo strukturalne było w relacji do PKB o co najmniej 2 pkt. proc. wyższe niż w ostatnim roku zacieśniania polityki fiskalnej;
- w 3 lata po okresie zacieśnienia polityki fiskalnej relacja długu publicznego do PKB była o 5 pkt. proc. niższa niż w ostatnim roku zacieśniania polityki fiskalnej.

– udanemu zacieśnieniu polityki fiskalnej³⁷ zwykle towarzyszy znaczna poprawa zyskowności przedsiębiorstw oraz spadek jednostkowych kosztów pracy.

Podobne wyniki uzyskali także m.in. John McDermott i Robert F. Wescott³⁸.

Na podstawie danych pochodzących z 18 krajów OECD Francesco Giavazzi, Tullio Jappelli i Marco Pagano³⁹ stwierdzili, że:

– zmiany polityki fiskalnej przynoszą odwrotne niż przewidywał Keynes skutki, jeżeli impuls fiskalny jest duży i trwały;

– niekeynesowskie skutki zmian polityki fiskalnej są lepiej widoczne w przypadku jej zacieśnienia niż ekspansji⁴⁰.

³⁸ J. McDermott, R.F. Wescott: *An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments*. IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington DC, June 1996.

³⁹ F. Giavazzi, T. Jappelli, M. Pagano: *Searching for Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy*. CSEF Working Paper no. 16, Centre for Studies in Economics and Finance, February 1999.

⁴⁰ Wyniki przeprowadzonej przez Francesco Giavazzi, Tullio Jappelli i Marco Pagano analizy sugerują także – odwrotnie niż większości innych tego typu badań – że nie-keynesowskie skutki zacieśnienia polityki fiskalnej są silniejsze, jeżeli jest ono dokonywane poprzez podwyżki podatków.

Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej - stan obecny i perspektywy

Małgorzata Janicka

Pojawienie się euro rozpoczęło nowy etap historii integracji gospodarczej krajów Unii Europejskiej. Wprowadzenie wspólnej waluty oznacza przyspieszenie procesu budowy Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW) - finalnego etapu integracji gospodarczej realizowanej w ramach Unii Europejskiej. Wspólnej walucie, funkcjonującej na obszarze unii walutowej, nie towarzyszy jednak wspólny rynek finansowy, co powoduje, że nie mogą być osiągnięte wszystkie potencjalne korzyści płynące z jej ustanowienia. Kraje Unii Europejskiej pragną zmienić ten stan rzeczy. Zostały podjęte - zakrojone na szeroką skalę - działania, dzięki którym do 2005 r. powinien powstać jeden, wspólny rynek finansowy. Głównym celem artykułu jest przedstawienie zakresu i celu tych właśnie działań.

W Raporcie Delorsa unia walutowa została określona jako obszar walutowy, na którym są spełnione następujące warunki:

- pełna i nieodwracalna wymiennalność walut,
- całkowita liberalizacja transakcji kapitałowych i pełna integracja rynku finansowego,
- eliminacja wahań kursów walutowych oraz nieodwołalne usztywnienie parytetów walutowych.

Dążąc do realizacji postanowień Traktatu z Maastricht, jak potocznie nazywa się Traktat o Unii Europejskiej, kraje UE koncentrowały się przede wszystkim na wdrażaniu tych wymogów, które bezpośrednio wiązały się z przyszłym wprowadzeniem wspólnej waluty. Ustanowienie jednolitego rynku finansowego nie było warunkiem *sine qua non* wprowadzenia euro

(choć stanowi jeden z warunków unii walutowej), dzięki czemu proces ten mógł zostać odłożony na przyszłość. Precyzyjnie określony harmonogram tworzenia UGW nie zawierał nawet projektu planu sfinalizowania budowy jednolitego rynku finansowego, co potwierdza tezę, że nie traktowano istnienia tego rynku jako warunku koniecznego rozpoczęcia trzeciego etapu integracji.

Istota rynku finansowego UE

Wspólny rynek finansowy jest składową jednolitego rynku wewnętrznego UE, którego fundament tworzą tzw. cztery wolności (swoboda przepływu usług, osób, towarów i kapitału). Choć powyższe swobody teoretycznie funkcjonują, praktyka odbiega od teorii. Dowodem potwierdzającym tę tezę jest m.in. sytuacja panująca na rynku finansowym. Faktem stała się swoboda przepływu kapitału, nie zdołano jednak, jak dotąd, wprowadzić zintegrowanego rynku usług finansowych.

Budowa wspólnego rynku finansowego nie stanowi *novum* w historii integracji europejskiej. Z różnym natężeniem trwa ona od początku istnienia Wspólnoty Europejskiej, choć jej rzeczywiste przyspieszenie nastąpiło dopiero w połowie lat 80.

W 1985 r. została uchwalona tzw. Biała Księga - program stworzenia jednolitego rynku wewnętrznego ówczesnej EWG. Podkreślono w niej m.in. konieczność zakończenia liberalizacji przepływu usług, w tym także usług finansowych. Biała Księga zawierała propozycje

282 aktów prawnych, których uchwalenie uważano za niezbędny warunek dojścia do wspólnego rynku, wraz z harmonogramem ich wprowadzenia. Formalnym potwierdzeniem powyższych zamierzeń było przyjęcie przez kraje EWG Jednolitego Aktu Europejskiego, który wszedł w życie w 1987 r.

Kolejny istotny krok na drodze integracji gospodarczej Europy to Traktat o Unii Europejskiej, dzięki któremu rozpoczął się trwający właśnie proces jej gospodarczego scalania.

Jednak z punktu widzenia rynku usług finansowych zmiana jakościowa o największym ciężarze gatunkowym (nim rozpoczęła się trwająca obecnie faza przemian) nastąpiła właśnie na przełomie lat 80. i 90. W tym okresie sformułowane zostały podstawowe zasady, na których oparto budowę jednolitego rynku finansowego. Do zasad tych można zaliczyć:

- zasadę nadzoru ze strony kraju macierzystego,
- zasadę wzajemnego uznawania przepisów narodowych,
- zasadę jednolitej licencji.

Zasada jednolitej licencji oznacza, że instytucja finansowa, która uzyskała pozwolenie na prowadzenie działalności w jednym kraju członkowskim UE, może podejmować tę działalność w pozostałych krajach członkowskich i oferować swoje usługi, pod warunkiem, że spełnia minimalne, wspólnie ustalone, wymagania. Instytucja ta podlega nadzorowi ze strony kraju macierzystego¹.

Przyjęcie powyższych rozwiązań było rozstrzygnięciem kompromisowym. Kraje członkowskie - z uwagi zarówno na własne interesy, jak i obowiązujące na ich terytoriach regulacje prawne - nie były w stanie wypracować jednolitych norm działania instytucji finansowych. Z drugiej strony nie ulega wątpliwości, iż rozwiązanie takie było jedynym możliwym w ówczesnych warunkach i fakt ten należy uznać za sukces. Kraje EWG były świadome jego mankamentów. Co ciekawe, zaliczono do nich filar zaakceptowanych rozwiązań - czyli zasadę minimalnych wymogów - a prócz niej także możliwość wpływania na działalność instytucji finansowych przez kraj goszczący w imię zasady „dobra publicznego” oraz brak jednolitej polityki podatkowej².

Konieczność spełnienia minimalnych wymogów oznacza, że poszczególne kraje członkowskie mogą nałożyć na działające na ich terytoriach rodzime instytucje finansowe wyższe wymagania od wspólnie przyjętych. W efekcie instytucje finansowe w różnych krajach mogą mieć stworzone różne warunki działania. Oznacza to, że instytucje z krajów bardziej „restrykcyjnych” mogą poszukiwać możliwości przeniesienia działalności do krajów o bardziej liberalnych wymo-

gach. Teoretycznie taka sytuacja nie niesie ze sobą zagrożeń, gdyż kraje są przecież bardziej zainteresowane przyciąganiem i utrzymaniem inwestycji niż zniechęcaniem ewentualnych inwestorów. Jednak z punktu widzenia zasad wspólnego rynku brak jednolitych warunków działania jest istotnym zakłóceniem, które może prowadzić do powstania nierównowagi rynkowej.

Kolejną istotną przeszkodą jest możliwość narzucenia przez kraj goszczący własnych, wyższych standardów funkcjonowania instytucjom finansowym pochodzącym z kraju o bardziej liberalnych zasadach. Uzasadnieniem takiego działania jest powołanie się na „interes publiczny” kraju goszczącego. Decyzja taka może być zaskarżona, lecz ów mało precyzyjny przepis prawa bywa niekiedy stosowany.

Ostatni, lecz nie mniej istotny element to prawo podatkowe. Brak harmonizacji prawa podatkowego, w tym m.in. tak istotnej kwestii jak podatek od zysków kapitałowych, oznacza zróżnicowanie warunków świadczenia usług finansowych w poszczególnych krajach członkowskich. W efekcie różnicuje to atrakcyjność dokonywania w tych krajach inwestycji finansowych³.

Wymienione problemy istnieją nadal, mimo że podejmowane są środki zaradcze, mające je zniwelować⁴. Trzeba jednak zauważyć, iż również krytycy idei oparcia jednolitego rynku na zasadzie jednolitej licencji przyznają, że uwzględniając opór państw członkowskich i ich niechęć wobec wzajemnych ustępstw, osiągnięcie consensusu w tej kwestii można uznać za ważny krok na drodze integracji rynku finansowego.

Zaawansowanie integracji poszczególnych segmentów rynku finansowego jest nierównomierne. W najszerszym zakresie uregulowano kwestie dotyczące rynku kredytowego⁵ oraz rynku ubezpieczeniowego, w mniejszym - rynku papierów wartościowych. Brakuje także doprecyzowania niektórych problemów związa-

³ Kwestia ta jest obecnie dyskutowana przez kraje UE i powinna zostać ostatecznie uregulowana do końca 2002 r.

⁴ Jak wspomniano, problem polityki podatkowej obowiązującej na rynku finansowym powinien wkrótce zostać rozwiązany. Jeśli chodzi o inne kwestie, sytuacja jest zróżnicowana. Np. co do instytucji kredytowych w Drugiej Dyrektywie Bankowej istnieje zapis, zgodnie z którym kraj goszczący może odmówić autoryzacji firmie kredytowej, która pragnie ustanowić w nim siedzibę, zaś gros działalności prowadzić w kraju o bardziej restrykcyjnych wymogach. Jednak powyższy zapis nie jest wiążący i jako taki nie może być egzekwowany. Ponadto pojawiła się obawa, że kontrole jego realizacji mogą zakłócić „swobodę osiedlania”. Patrz: *EC Financial Services Regulation*, op.cit., s. 20-5.

⁵ Jednym z istotniejszych problemów jest np. brak uregulowania kwestii płatności transgranicznych dokonywanych za pośrednictwem banków. Badanie przeprowadzone w marcu 2001 r. wykazało, że przeciętny koszt dokonania transferu 100 euro między podmiotami operującymi w różnych krajach UE wyniósł 24 euro (analizie poddano 1.500 transakcji). Dla porównania - najbardziej kosztowny był transfer 100 euro z Grecji do Danii. Koszt takiej operacji to prawie 61 euro. Tymczasem transfer takiej samej sumy między Belgią a Luksemburgiem nie kosztował nic. F. Bolkestein: *Bank regulation in the EU - current issues*. Brussels, 26 October 2001, Speech/01/492, s. 5.

¹ L. Ořeziak: *Rynek finansowy Unii Europejskiej*. Warszawa 1999 Twigger, sr. 49.

² *EC Financial Services Regulation*, M. Egan, J. Rushbrooke, N. Lockett, John Wiley & Sons, 1994, s. 20-23.

nych ze swobodą świadczenia usług inwestycyjnych na obszarze UE⁶. Poza regulacją pozostaje wciąż kwestia funkcjonowania funduszy emerytalnych⁷. Ponieważ problematyka zarówno szeroko pojętych usług inwestycyjnych, jak i podmiotów działających po stronie popytowej rynku finansowego (z wyłączeniem objętych wcześniejszymi regulacjami) wpisuje się w zakres działania rynku kapitałowego, nasuwa się spostrzeżenie, że owe braki regulacyjne dotyczą w przeważającym stopniu właśnie tego segmentu rynku finansowego.

Pojawia się pytanie o przyczynę tej nierównomiernie integracji poszczególnych segmentów rynku finansowego UE. Dlaczego udało się wypracować w miarę jednolite zasady dotyczące funkcjonowania systemu bankowego⁸, tymczasem nie powiodły się próby pogłębienia integracji w zakresie rynku kapitałowego? Wydaje się, że jedną z istotnych przyczyn był przyjęty przez zdecydowaną większość krajów UE sposób organizacji systemu finansowego, w którym priorytetową rolę odgrywał właśnie system bankowy. Głównym założeniem tego modelu, zwanego kontynentalno-europejskim bądź „zorientowanym bankowo”, jest nadrzędna rola systemu bankowego, który stanowi główny „pas transmisyjny” środków inwestycyjnych przepływających w gospodarce. Rola rynku kapitałowego w modelu „zorientowanym bankowo” jest zdecydowanie mniejsza. Można więc zaryzykować twierdzenie, że kraje UE skoncentrowały swe siły przede wszystkim na osiągnięciu porozumienia dotyczącego priorytetowego z ich punktu widzenia sektora gospodarki, odkładając kwestię uregulowania zasad działania wspólnego rynku kapitałowego na bliżej nieokreśloną przyszłość.

Przyczyny zmiany stanowiska UE wobec integracji rynków finansowych

Dogodny moment pojawił się wraz z wprowadzeniem euro. Jak wskazują europejscy eksperci - jednolitej walucie nie towarzyszy jednolity rynek finansowy. Oznacza to, że korzyści z jej wprowadzenia będą mniejsze od możliwych i oczekiwanych. Nie wydaje się jednak, by pojawienie się euro było jedynym powodem nagłej determinacji krajów UE w dążeniu do budowy wspólnego rynku finansowego.

Do niedawna systemy finansowe istniejące w różnych krajach kwalifikowano do jednej z dwóch podstawo-

wych kategorii: system działający zgodnie z regułami wspomnianego już modelu kontynentalno-europejskiego bądź modelu angloamerykańskiego (tzw. zorientowanego rynkowo). Zagadnienie to było wielokrotnie dyskutowane w opracowaniach poświęconych problematyce światowych finansów⁹. W tym miejscu warto jedynie nadmienić, iż główną cechą charakterystyczną systemu angloamerykańskiego jest nadrzędne usytuowanie rynku kapitałowego w strukturze finansowej danego kraju - to właśnie za jego pośrednictwem przepływa w gospodarce gros środków finansowych.

Ostatnie lata przyniosły zmianę tego stanu rzeczy. Na światowych rynkach pojawiła się tendencja do unifikacji działających systemów, zwana konwergencją systemów finansowych, która ma bezpośredni związek z zachodzącymi obecnie procesami globalizacji (i towarzyszącymi jej liberalizacją i deregulacją sektora finansowego). Obserwując przemiany zachodzące na rynkach finansowych, trudno oprzeć się wrażeniu, że owa konwergencja nie do końca jest „zupełnie nową jakością”, jak chcieliby niektórzy, lecz ewolucją systemu kontynentalnego w kierunku systemu angloamerykańskiego. Punkt ciężkości na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych przesuwają się zdecydowanie w kierunku rynku kapitałowego. Fakt ten nie oznacza, że kraje w których systemy finansowe funkcjonowały według modelu kontynentalnego, obecnie powielają rozwiązania przyjęte w Stanach Zjednoczonych. Nie ulega jednak wątpliwości, że coraz większą rolę w ich gospodarkach zaczyna odgrywać rynek kapitałowy. Analizując główne elementy nowego systemu, który ma powstać w wyniku wspomnianej konwergencji, widać zaś, że w zasadzie jedynym istotnym elementem systemu kontynentalno-europejskiego jest konstrukcja banku uniwersalnego. Pojawia się jednak pytanie, czy jest to rzeczywiście rezultatem owej konwergencji, czy też odejścia od sztucznego i nieefektywnego rozwiązania wprowadzonego wiele lat temu przez prawo Stanów Zjednoczonych. Przeprowadzone przez analityków amerykańskich badania wskazują bowiem, iż „nie ma dowodu, że połączenie bankowości komercyjnej i inwestycyjnej spowodowało wzrost ilości upadających banków”¹⁰ w okresie Wielkiego Kryzysu. Założenie to legło zaś u podstaw uchwalenia Glass-Steagall Act, ustawy rozdzielającej bankowość komercyjną i inwestycyjną.

Reasumując, mimo niemożności jednoznacznego potwierdzenia tezy, zakładającej większą efektywność modelu angloamerykańskiego niż kontynentalno-europejskiego¹¹, światowy rynek finansowy (w tym także rynki finansowe krajów tworzących UE) zmierza

⁶ Szczegółowe omówienie tych zagadnień zawiera opracowanie: L. Oreziak: *Rynek finansowy Unii...* op.cit.

⁷ Prace nad jej stworzeniem trwają i są zaawansowane.

⁸ Pojawiają się też opinie, że np. najistotniejszą konsekwencją uchwalenia Drugiej Dyrektywy Bankowej nie było jej przyczynienie się do pogłębienia integracji rynku finansowego, lecz przede wszystkim do wzrostu efektywności funkcjonowania sektora bankowego poprzez „wypieranie” restrykcyjnych i nieefektywnych regulacji narodowych. Patrz: A. Steinherr: *The new European financial marketplace*. London, New York, Longman, 1992, s. 14.

⁹ Np. K. Czerkas: *Konwergencja światowych systemów finansowych - analiza zjawiska i jego skutków dla polskiego systemu finansowego*. „Bank i Kredyt” nr 9/1998, s. 103-116.

¹⁰ C. England: *Banking on Free Markets*. „The Cato Review of Business & Government”, www.cato.org, s. 5.

¹¹ *EU Economy 2001 Review*, s. 128.

Tabela 1 Struktura lokowania oszczędności w wybranych regionach świata (%)

	Stany Zjednoczone	Unia Europejska	Japonia
Fundusze inwestycyjne	11	8	4
Papiery wartościowe	37	28	10
Fundusze emerytalne	32	15	9
Ubezpieczenie na życie	3	17	18
Depozyty bankowe	17	32	59

Źródło: Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration. „Euro Papers”, No. 32, January 1999, s. 10.

w stronę opcji „zorientowanej rynkowo”. Według niej rynek kapitałowy w coraz większym zakresie uczestniczy w finansowaniu rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów. Tymczasem europejski rynek kapitałowy nie tworzy zintegrowanej struktury, zaś obowiązujące na nim regulacje prawne utrudniają bądź wręcz uniemożliwiają zmianę tego stanu rzeczy. „Dostęp do głębokiego i płynnego rynku kapitałowego jest jedną z największych przewag konkurencyjnych Stanów Zjednoczonych. Przez ostatnie sześć lat [od 1999 r. - dop. aut.] wartość środków pozyskanych przez spółki w drodze pierwszej emisji publicznej wyniosła 7.000 mld USD w Stanach Zjednoczonych i niewiele ponad 720 mld USD w całej Europie”¹².

Podjęcie decyzji o przyspieszeniu tworzenia jednolitego rynku finansowego nie wynika więc jedynie z logicznej sekwencji wydarzeń związanych z wprowadzeniem euro. Brak takiego rynku oznacza, że teoretycznie zjednoczona Europa nie jest w stanie nawiązać równorzędnej rywalizacji na międzynarodowej arenie gospodarczej z faktycznie zintegrowanymi Stanami Zjednoczonymi. Czy jednak Unia Europejska jest w ogóle w stanie osiągnąć podobny poziom integracji w sytuacji, gdy wypracowanie jakiegokolwiek porozumienia w istotnych kwestiach przychodzi krajom UE z takim trudem, kiedy dzielą nie tylko przepisy prawa, ale także język, kultura i tradycja?

Bez względu na to, jak brzmi odpowiedź, Unia Europejska wydaje się nie mieć wyboru. Uwzględniając tempo przemian zachodzących obecnie w światowej gospodarce, można zaryzykować twierdzenie, że i tak na realizację pewnych istotnych rozwiązań zdecydowano się za późno. Budowa jednolitego rynku finansowego powinna była postępować co najmniej równolegle z wprowadzeniem kolejnych etapów unii gospodarczo-walutowej. Tymczasem znaczące przyspieszenie w tej kwestii nastąpiło dopiero w momencie rozpoczęcia trzeciego, ostatniego etapu unii.

Plan działania

W maju 1999 r. Komisja Europejska przedstawiła opracowanie *Financial Services: Implementing the Frame-*

*work for Financial Markets: Action Plan*¹³. Zdaniem Komisji, mimo wcześniejszych prób integracji rynek finansowy UE nadal pozostaje podzielony, jego uczestnicy są zaś pozbawieni możliwości swobodnego korzystania z usług transgranicznych świadczonych przez instytucje finansowe mające siedzibę w różnych krajach UE. Zmianę tego stanu rzeczy powinno spowodować właśnie wprowadzenie euro, które postrzegane jest jako swoisty katalizator procesu przemian. Przygotowane przez Komisję opracowanie prezentuje najistotniejsze kroki, które powinny zostać podjęte, by jednolity rynek finansowy stał się rzeczywistością. Najogólniej rzecz ujmując, można do nich zaliczyć następujące posunięcia¹⁴:

- Unia Europejska powinna zostać wyposażona w odpowiedni „aparatus prawny”, dzięki któremu będzie w stanie sprostać nowym wyzwaniom wynikającym ze zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym.
- Wszelkie istniejące jeszcze na rynku kapitałowym bariery powinny zostać zniesione, tak aby koszt pozyskania kapitału na rynku europejskim został zredukowany;
- Zarówno instytucje świadczące usługi finansowe, jak i ich odbiorcy powinni mieć możliwość bezproblemowego korzystania z możliwości oferowanych przez jednolity rynek finansowy. Odbiorcy usług powinni mieć przy tym zapewniony odpowiedni poziom ochrony.
- Powinna zostać zacieśniona współpraca władz nadzorujących rynek finansowy.
- Powinna powstać zintegrowana infrastruktura rynku finansowego, dzięki czemu wzrośnie wolumen zawieranych na nim transakcji.

W opracowaniu wskazano także, iż europejska gospodarka traci wiele intratnych możliwości związanych zarówno z inwestycjami, jak i kreacją dodatkowych miejsc pracy w związku z niedorozwojem istotnego segmentu rynku kapitałowego, jakim jest rynek podwyższonego ryzyka. Istnienie wielu przeszkód hamujących rozwój tego rynku powoduje, że nie jest on w stanie osiągnąć odpowiedniej „masy krytycznej”, co pozwoliłoby mu stać się ważną alternatywą pozyskiwania kapitału dla innowacyjnych, młodych przedsiębiorstw. Jak wskazują badania, w okresie 1990-1995 1% firm noto-

¹² Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration. Raport prepared by Delphine sallard, Directorate General II, Economic and Financial Affairs, on a conference organised by the European Commission on 24 November 1998, in Brussels, s. 20.

¹³ Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Communication of the Commission, Com(1999)232, 11.05.1999.

¹⁴ Ibidem.

wanych na amerykańskim rynku NASDAQ utworzył 16% nowych miejsc pracy - około 500 tys. stanowisk. W tym czasie firmy Fortune 500 straciły około 200 tys. miejsc pracy rocznie¹⁵. Bariery hamujące rozwój rynku podwyższonego ryzyka niekoniecznie mają naturę prawną czy ekonomiczną. Uważa się, że jedną z istotniejszych jest bariera kulturowa - Europejczycy niechętnie dokonują inwestycji obarczonych większym ryzykiem. Tezę tę potwierdzają dane zawarte w tabeli 1: wskazują one gdzie lokują swe oszczędności obywatele USA, Europy i Japonii. Widać wyraźnie, że Europejczycy nadal wysoko cenią sobie bezpieczne lokaty bankowe, choć w ogólnej strukturze inwestycji stosunkowo wysoki udział mają również lokaty w papiery wartościowe.

Przeobrażenie struktury europejskiego rynku finansowego wymaga podjęcia działań zakrojonych na szeroką skalę. Postulowana zmiana uregulowań prawnych jest bez wątpienia warunkiem koniecznym, aby proces oczekiwanych przemian w ogóle mógł się rozpocząć. Może się jednak okazać warunkiem niewystarczającym, by mógł zostać z sukcesem zakończony.

Opracowanie Komisji Europejskiej nie poprzestaje jednak na identyfikacji przyczyn niekorzystnej sytuacji europejskiego rynku finansowego. Jego druga część zawiera program konkretnych zmian, które powinny zostać wprowadzone w celu jej poprawy.

Plan działań w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan - FSAP) zawiera zestaw kroków, które powinny zostać podjęte, by mógł powstać jednolity rynek usług finansowych w ramach UE. Są to przede wszystkim propozycje konkretnych zmian obowiązującego prawa, ze wskazaniem terminu ich przygotowania i podmiotów za to odpowiedzialnych. Plan zawiera również tzw. cele strategiczne, które zdefiniowano w następujący sposób:

1. Utworzenie europejskiego jednolitego finansowego rynku hurtowego. Aby go utworzyć należy:

- umożliwić firmom - emitentom pozyskiwanie kapitału na konkurencyjnych warunkach w ramach całej UE,
- zapewnić inwestorom i pośrednikom finansowym swobodny dostęp do rynku,
- zapewnić instytucjom świadczącym usługi inwestycyjne możliwość swobodnego oferowania tych usług na terenie UE, bez konieczności pokonywania różnego typu barier administracyjnych czy prawnych,
- ustanowić przejrzystą i dobrze zintegrowaną strukturę rynku, w ramach której zarządzający funduszami będą w stanie dokonywać najbardziej efektywnych inwestycji,

- stworzyć klimat zaufania oparty na istnieniu określonych reguł prawnych, tak by handel papierami wartościowymi był wolny od ryzyka niewywiązania się przez strony z warunków transakcji.

W ramach realizacji tego celu przewidziano uchwalenie 19 aktów prawnych (wiązących lub niewiązących), przy czym każdemu z nich nadano odpowiednią rangę w skali „ważności” od 1 do 3.

2. Utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego. Wysiłki zmierzające do realizacji tego zadania wymagają:

- wyposażenia konsumentów we wszelkie niezbędne środki (dostęp do informacji, jasne zdefiniowanie przysługujących im praw), aby mogli aktywnie działać na jednolitym rynku finansowym,
- zidentyfikowania i usunięcia wszelkich rozbieżności w zakresie zasad świadczenia usług finansowych w różnych krajach UE, by istniała swoboda ich przepływu między krajami,
- stworzenia podstaw prawnych, dzięki którym powstaną nowe kanały dystrybucji, nowe technologie zostaną zaś zastosowane w skali paneuropejskiej,
- stworzenia efektywnego i bezpiecznego systemu rozliczeń, który umożliwi konsumentom ponoszenie jak najmniejszych opłat podczas transakcji transgranicznych.

W tym segmencie przewidziano powstanie 9 aktów prawnych, także o różnym priorytecie.

3. Stworzenie odpowiednich norm ostrożnościowych i zasad nadzoru. Aby zrealizować ten cel, należy:

- wyeliminować wszystkie niejasności w obecnie obowiązujących normach ostrożnościowych, wynikające np. z trwającego procesu globalizacji,
- ustanowić właściwe standardy działania sektora bankowego UE, tak by mógł sprostać narastającej presji konkurencyjnej,
- stworzyć zintegrowane struktury nadzoru na poziomie UE, dzięki którym możliwe byłoby utrzymanie stabilności i zaufania na rynku,
- umożliwić Wspólnocie Europejskiej odegranie istotnej roli w ustanawianiu globalnych standardów w zakresie regulacji i nadzoru (włączając także konglomeraty finansowe).

Realizacja tych postulatów wymaga opracowania 10 regulacji.

Oprócz grupy trzech celów strategicznych, FSAP zawiera także cel ogólny: stworzenie lepszych warunków do powstania optymalnego, jednolitego rynku finansowego. Osiągnięcie tego celu ma się stać możliwe m.in. dzięki likwidacji różnic w opodatkowaniu oraz powstaniu efektywnego i przejrzystego systemu *corporate governance* (co wymaga powstania 5 regulacji).

Ogólnie plan przewiduje realizację ponad 40 przedsięwzięć (w formie dyrektywy UE oraz komuni-

¹⁵ Risk capital markets, a key to job creation in Europe. From fragmentation to integration. „Euro Papers”, No 32, January 1999.

katów Komisji). Dzięki nim powinien zostać zakończony proces tworzenia prawnych podstaw jednolitego rynku finansowego.

Analiza zakresu tematycznego proponowanych aktów prawnych nasuwa spostrzeżenie, że rynkiem wymagającym najmniej zmian jest rynek kredytowy. W tym wypadku sugerowane są poprawki głównie o charakterze uzupełniającym, wynikające ze zmieniających się warunków działania otoczenia gospodarczego. Niewielkie zmiany dostosowawcze dotyczą także rynku ubezpieczeniowego czy też rynku funduszy inwestycyjnych. Dzięki realizacji FSAP Unia Europejska ustanowi zapewne jednolite zasady funkcjonowania sektora funduszy emerytalnych, który wciąż pozostaje poza wspólnymi uregulowaniami. Gros projektów zawartych w planie odnosi się do rynku kapitałowego jako takiego - ustanowienie jednolitego prospektu emisyjnego, jednolitych standardów dla raportów finansowych firm, problem manipulacji na rynku, problem transgranicznych fuzji i przejęć, sprzedaż usług finansowych na odległość, uregulowanie kwestii rozliczeń transakcji transgranicznych, itd.

Powstanie FSAP jednoznacznie potwierdza determinację Unii Europejskiej w dążeniu do stworzenia zintegrowanego rynku finansowego. Obradująca w 2000 r. w Lizbonie, a następnie w 2001 r. w Sztokholmie Rada Europejska po raz kolejny wyraziła opinię, że wprowadzenie jednolitego rynku usług finansowych ma dla Unii Europejskiej znaczenie priorytetowe. Na szczycie w Lizbonie ustalony został także ostateczny termin pełnego wprowadzenia planu – 2005 r. Do tego czasu powinny zostać uchwalone wszystkie niezbędne dyrektywy, powinno także nastąpić ich włączenie do prawa narodowego poszczególnych krajów. Specjalny priorytet nadano kwestii przyspieszenia integracji rynku papierów wartościowych, która - zgodnie z decyzjami podjętymi podczas szczytu odbywającego się w Sztokholmie - ma być zakończona do 2003 r.

Co sześć miesięcy Komisja Europejska przygotowuje raport, w którym przedstawiane jest zaawansowanie prac dotyczących realizacji planu. Ostatni, piąty z kolei, został opublikowany w listopadzie 2001 r. Wynika z niego, że tempo realizacji planu nie budzi większych zastrzeżeń. Do chwili obecnej przyjętych zostało 25 dyrektyw, 8 jest w trakcie przygotowania, 9 zostało poddanych dyskusji w Parlamencie Europejskim i Radzie UE, 1 zaś odrzucono¹⁶. Za jedną z istotniejszych porażek w dotychczasowej realizacji FSAP uważa się odrzucenie przez Parlament Europejski projektu dyrektywy dotyczącej przejęć na rynku kapitałowym. Jej głównym celem jest ochrona mniejszościowych udziałowców przed niekorzystnymi następstwami tzw. wrogich przejęć. Obecnie po raz kolejny jest ona rozpa-

Tabela 2 Aktywa funduszy emerytalnych krajów UE (% PKB)

Kraj	Aktywa funduszy emerytalnych
Wielka Brytania	101,0
Szwecja	107,0
Hiszpania	5,0
Portugalia	10,0
Norwegia	31,0
Holandia	141,0
Włochy	20,0
Irlandia	47,0
Niemcy	13,0
Francja	4,0
Finlandia	41,0
Dania	108,0
Belgia	12,0
Austria	12,0

Źródło: A single market in financial services: effects on growth, employment and the real economy. European Parliament, Working Paper, Econ 124 En, s. 41.

trywana przez Komisję, która po zasięgnięciu porady ekspertów ma nanieść odpowiednie poprawki. Wiele problemów stwarza także ostateczne ustalenie zawartości dyrektywy normującej zasady działania funduszy emerytalnych. Zgodnie z ustaleniami, dyrektywa ta miała zostać przyjęta do 2002 r., tymczasem nadal nie udało się rozwiązać wielu ważnych problemów, dotyczących m.in.: zakresu działania dyrektywy, możliwości inwestowania przez fundusze emerytalne (zarówno w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym), pobieranych prowizji, transgranicznego uczestnictwa w funduszach. Aktywa, którymi dysponują fundusze emerytalne, są bardzo duże, co bezpośrednio przekłada się na ich rolę w gospodarkach krajów UE (choć należy zauważyć, że w poszczególnych krajach fundusze te mają różną wysokość, co pokazują dane zawarte w tabeli 2).

W ostatnim, piątym raporcie podkreślono także, że obecnie - bardziej niż kiedykolwiek - istotne jest jak najszybsze wprowadzenie jednolitego rynku finansowego (ma to związek z wydarzeniami, które miały miejsce w USA 11 września 2001 r. i ich wpływem na światową gospodarkę).

Raport Wstępny Komitetu Mędrców

W listopadzie 2000 r. obradujący pod przewodnictwem A. Lamfalussy'ego tzw. Komitet Mędrców (*The Committee of Wise Men*) przedstawił *Raport Wstępny na temat regulacji obowiązujących na europejskim rynku papierów wartościowych (Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of the European Securities Markets)*¹⁷. Zawiera on analizę stanu rozwoju

¹⁶ *Financial Services - Europe Must Deliver on Time. Fifth Report*, Brussels, 30 November 2001, s. 6

¹⁷ *Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. Brussels, 9 November, 2000.

Europejskiego rynku papierów wartościowych; zweryfikowano w nim także przeszkody uniemożliwiające jego szybką i efektywną integrację (autorzy uwzględniali w swych rozważaniach także postanowienia FSAP). Oprócz diagnozy sytuacji w *Raporcie Wstępnym* przedstawiono także propozycje reform, których wprowadzenie pozwoliłoby ostatecznie doprowadzić do pełnej integracji rynku finansowego.

Zdaniem autorów, na jednolitym rynku wewnętrznym UE brakuje zintegrowanego rynku finansowego. Istnienie wspólnego rynku finansowego jest niezbędne dla Unii Europejskiej i jej obywateli - niezbędne do osiągnięcia wyższej stopy wzrostu gospodarczego, poprawy międzynarodowej konkurencyjności UE, stworzenia nowych miejsc pracy, lepszej ochrony konsumentów, uwolnienia ducha przedsiębiorczości w UE.

Według autorów *Raportu Wstępnego*, oczekiwane korzyści płynące z powstania zintegrowanego rynku finansowego są znaczne:

1. Dla obywateli UE

Bez wątpienia jedną z najważniejszych korzyści jest prognozowany wzrost zysków z inwestycji dokonywanych przez nich w papiery wartościowe (zarówno bezpośrednio, jak i poprzez fundusze). Przy okazji wskazuje się też na pozytywny wpływ, jaki pojawienie się wspólnego rynku wywrze na rynek funduszy inwestycyjnych. Powinny one zwiększyć swoje aktywa i osiągać wyższe zyski dzięki swobodzie inwestowania na obszarze całej UE, lepszym technikom zarządzania, redukcji kosztów administracyjnych itd. (amerykański fundusz inwestycyjny jest sześć razy większy niż jego europejski odpowiednik, zaś kapitalizacja wszystkich funduszy inwestycyjnych działających na terenie USA jest dwukrotnie większa niż europejskich). Powstanie jednolitego rynku powinno się także przyczynić do zwiększenia zysków funduszy emerytalnych. W okresie 1984-1998 przeciętna stopa zwrotu funduszy emerytalnych w krajach europejskich, które nie zniosły restrykcji nałożonych na inwestycje, wyniosła 6,3%, w USA zaś - 10,5%. Rozbieżność ta ma duże znaczenie, jako że ze względów demograficznych systemy emerytalne w coraz większej liczbie krajów europejskich oparte będą na modelu kapitałowym i wysokość zysków osiąganych przez fundusze emerytalne przełoży się

bezpośrednio na wysokość wypłacanych w przyszłości emerytur.

2. Dla małych i średnich przedsiębiorstw

Uważa się, że utworzenie wspólnego rynku przyczyni się do rozwoju, a w zasadzie do powstania (gdyż w UE będzie budowany praktycznie od podstaw) jednego z jego segmentów - rynku kapitału podwyższonego ryzyka, zwanego rynkiem *venture capital*. Rozwój silnej i dynamicznej gospodarki europejskiej, opartej m.in. na silnych małych i średnich przedsiębiorstwach, jest ściśle uzależniony od sukcesu tego przedsięwzięcia. Jednak sukces ten będzie pochodną nie tylko czynników natury prawnej czy ekonomicznej, ale przede wszystkim psychologicznej. Społeczeństwo europejskie, o czym już wspomniano, znacznie mniej chętnie dokonuje inwestycji charakteryzujących się wyższym ryzykiem. Zmiana tego stanu rzeczy może się więc okazać nie mniej trudna niż reforma prawa.

Jak twierdzą autorzy *Raportu Wstępnego* (i spostrzeżenie to warto podkreślić): *europejski rynek kapitałowy będzie tak silny, jak silne jest jego najslabsze ogniwo*. W tej chwili ogniwem takim wydaje się właśnie rynek *venture capital*.

3. Dla dużych przedsiębiorstw

Zintegrowany rynek umożliwi dużym firmom pozyskanie kapitału inwestycyjnego na znacznie korzystniejszych warunkach niż dotychczas, zarówno poprzez emisję udziałowych papierów wartościowych, jak i obligacji.

Wszyscy uczestnicy rynku finansowego powinni odnieść korzyści ze wzrostu innowacyjności i konkurencji, które przyczynią się do restrukturyzacji obecnie działających instytucji finansowych.

Raport wstępny charakteryzuje także główne trendy istniejące obecnie na światowym rynku finansowym. Rynek europejski, będący jego immanentną częścią, również znajduje się w zasięgu ich oddziaływania. Plany dotyczące jego rozwoju powinny więc je uwzględniać. Są to następujące zjawiska:

1. Znaczący rozwój rynku papierów wartościowych

Na początku lat 80. ponad 80% środków finansowych pozyskiwanych przez firmy europejskie

Tabela 3 Porównanie podstawowych danych charakteryzujących system finansowy krajów strefy euro i USA (% PKB, 1999 r.)

	Kraje strefy euro	USA
Kredyty bankowe dla sektora przedsiębiorstw	45,2	12,4
Emisja papierów wartościowych o stałym dochodzie:	98,8	166,2
– przedsiębiorstw	7,4	29,0
– instytucji finansowych	36,4	46,8
– sektora publicznego	54,9	48,4
Kapitalizacja rynku giełdowego	90,2	179,8

Źródło: ECB Monthly Bulletin, July 2000, za: Initial Report of The Committee of Wise Men....

pochodziło z pożyczek bankowych. Obecnie wartość środków pozyskanych przez firmy w drodze emisji ich akcji i obligacji przewyższa wartość kredytów bankowych. Proporcje te nadal są jednak odmienne niż w Stanach Zjednoczonych, co znajduje potwierdzenie w danych zawartych w tabeli 3.

Podkreśla się także dynamiczny rozwój rynku akcji - liczba firm notowanych na giełdach krajów UE wzrosła z 6.401 w 1995 r. do 8.111 w 1999 r. Warto jednak zauważyć, że najczęściej stosowanym wskaźnikiem rozwoju rynku giełdowego nie jest liczba firm na parkiecie, a udział kapitalizacji giełdowej w relacji do PKB danego kraju. Analiza poziomu tego wskaźnika w różnych krajach UE pozwala dostrzec między krajami znaczące różnice, które trudno jednoznacznie interpretować. Sytuację obrazują dane zawarte w tabeli 4.

Biorąc pod uwagę tylko i wyłącznie przedstawione dane, można wyciągnąć wniosek, że np. rynek grecki jest znacznie bardziej rozwinięty niż rynek niemiecki. Konkluzja taka może okazać się błędna - udział kapitalizacji w PKB nie jest w stanie przekazać informacji o wielkości obrotów na danym rynku, wartości *free float*, ilości kapitału pozyskiwanego przez firmy poprzez emisję akcji, innowacyjności rynku, obowiązujących na nim regulacjach prawnych itd. Kapitalizacja może być znaczna, tymczasem pozyskiwany przez firmy kapitał niewielki, *free float* malejący, a wartość obrotów bardzo zmienna.

Nową tendencją obserwowaną na rynku europejskim, na którą wskazują autorzy *Raportu Wstępnego*, jest zmiana struktury inwestorów. Inwestorów „tradycyjnych”, do których zaliczane są banki, stopniowo wypierają dwie pozostałe grupy:

- inwestorzy indywidualni - w do niedawna typowo „kontynentalnym” kraju - Niemczech - udział osób fizycznych posiadających akcje wzrósł tylko w 1999 r. o 25%;
- inwestorzy instytucjonalni - którzy jednak nadal nie odgrywają na rynku tak istotnej roli jak inwestorzy amerykańscy (w 1999 r. przeciętny europejski fundusz inwestycyjny miał w swoim portfelu około 40% akcji, amerykański - 60%).

2. Internacjonalizacja i europeizacja rynku papierów wartościowych

W ciągu ostatnich lat znacząco wzrosła liczba i wartość transakcji papierami wartościowymi, zawieranych na rynkach zagranicznych. Dzięki globalizacji zmienił się także wizerunek europejskiego rynku papierów wartościowych. Coraz silniejsze są związki między uczestnikami i rynkami usytuowanymi w różnych krajach, wzmaga się także międzynarodowa konkurencja między instytucjami świadczącymi usługi finansowe.

Tabela 4 Kapitalizacja giełdowego rynku akcji w relacji do PKB w krajach UE i USA (koniec 1999 r., %)

Kraj	Wartość wskaźnika
Belgia	74
Dania	64
Niemcy	68
Grecja	174
Hiszpania	72
Francja	105
Irlandia	75
Włochy	62
Luxemburg	192
Holandia	176
Austria	16
Portugalia	62
Finlandia	272
Szwecja	155
Wielka Brytania	206
Strefa euro	85
Stany Zjednoczone	181

Źródło: BIS, FIBV (2000), za: *Initial Report of The Committee of Wise Men...*

3. Konkurencja i współpraca między giełdami różnych krajów

Przed rynkami giełdowymi poszczególnych krajów pojawiają się nowe wyzwania - muszą konkurować o zlecenia nie tylko między sobą, ale także z nowymi podmiotami operującymi na rynku. Rozwój nowoczesnych technologii umożliwił powstanie nowych systemów obrotu papierami wartościowymi, nie tylko efektywniejszych, ale i tańszych od dotychczas działających. W USA tzw. Alternatywne Systemy Obrotu (*Alternative Trading Systems - ATSs*) rywalizują z dużymi giełdami i odnoszą znaczące sukcesy - dotychczas przejęły 30% wielkości obrotów NASDAQ oraz 5% NYSE. Obecnie w Europie funkcjonuje ponad 20 takich systemów, głównie w Niemczech i Wielkiej Brytanii. Uważa się, że to dopiero początek ich działalności i w przyszłości będą odgrywać znacznie większą rolę, także w handlu obligacjami i derywatami.

4. Rosnąca presja na konsolidację systemów rozliczeniowych operujących w różnych krajach

Jako bardzo ważna przeszkoda hamująca w istotny sposób rozwój europejskiego rynku finansowego postrzegany jest brak jednolitego europejskiego systemu rozliczeniowego. Nieobecność takiego systemu ogromnie zwiększa koszty zawierania transakcji w skali międzynarodowej, nie wspominając o niedogodnościach związanych z brakiem harmonizacji zasad działania systemów usytuowanych w różnych krajach. Mimo wielu dyskusji nie udało się jednak wypracować optymalnego z punktu widzenia rynku rozwiązania - czy należałoby ustanowić jedną nową instytucję, która oznaczałaby ich pełną integrację - Centralny Depozyt

Papierów Wartościowych, czy też stworzyć jedynie sieć ścisłych powiązań między już działającymi instytucjami.

5. Rosnąca zmienność cen instrumentów finansowych

Procesy integracji i globalizacji niosą ze sobą znaczny wzrost zmienności cen papierów wartościowych. Dotyczy to w szczególności walorów spółek tzw. nowych technologii. Nie ma jednoznacznego stanowiska w kwestii, czy jest to tendencja chwilowa, wywołana przez obecne gwałtowne przemiany w światowej gospodarce, czy też nowy i trwały element funkcjonowania rynków finansowych.

W *Raporcie Wstępnym* eksperci tworzący Komitet Mędrców wiele uwagi poświęcili identyfikacji przeszkód natury prawnej, których obecność ogranicza możliwości utworzenia wspólnego rynku.

Obowiązujące obecnie w UE regulacje prawne opierają się na dwóch podstawowych zasadach: konieczności spełniania określonych minimalnych standardów i wzajemnego uznania regulacji narodowych przez poszczególne kraje. Istniejące regulacje teoretycznie obejmują większość istotnych - z punktu widzenia rynku papierów wartościowych - kwestii, tj.: dopuszczanie papierów wartościowych do obrotu na giełdach papierów wartościowych, sporządzanie prospektu emisyjnego, funkcjonowanie firm inwestycyjnych, tworzenie systemów gwarancyjnych dla inwestorów, działanie rynków regulowanych, wykorzystywanie poufnych informacji, tworzenie instytucji wspólnego inwestowania w papiery wartościowe czy regulacji prawnych dotyczących funkcjonowania spółek kapitałowych.

Obowiązujące przepisy prawa są jednak często nieprecyzyjne i niekompletne. Współpraca między instytucjami nadzorującymi rynki papierów wartościowych, szczególnie w zakresie zawierania transakcji transgranicznych, jest minimalna. Brakuje instytucji działającej w skali całej UE, która miałaby uprawnienia do ścigania wykroczeń popełnianych na tym rynku. Ponadto, wprowadzenie regulacji unijnych do narodowych systemów prawnych jest wysoce niesatysfakcjonujące, co istotnie hamuje wzrost transgranicznego obrotu papierami wartościowymi.

Raport Wstępny przedstawia najważniejsze, zdaniem jego autorów, utrudnienia, które uniemożliwiają powstanie zintegrowanego rynku¹⁸:

1. Przed wieloma problemami wciąż stoją emitenci papierów wartościowych. Brakuje jednolitej licencji dla emitentów (*EU passport for issuers*). Firmy, które chcą pozyskiwać kapitał na różnych rynkach, muszą podporządkować się obowiązującym na nim wymogom prawnym, często różniącym się między sobą. Nie ma jednej obowiązującej definicji publicznej oferty zbycia papierów wartościowych, skutkiem czego w różnych

krajach ta sama oferta może być kwalifikowana jako publiczna bądź prywatna. Obecnie obowiązujące regulacje prawne nie zachęcają firm, a wręcz je zniechęcają, do pozyskiwania kapitału w ramach zintegrowanego rynku UE. Nie zostały także zharmonizowane zasady publikowania przez firmy informacji oraz zasady prowadzenia księgowości.

2. Określone trudności mają także inwestorzy. Brakuje obowiązującej ogólnie definicji „profesjonalnego inwestora”. Inwestorzy indywidualni są różnie traktowani w różnych krajach. Brakuje jednolitej definicji „manipulacji rynkowej”. Możliwość dokonywania transakcji transgranicznych jest nadal zakłócana przez brak porozumienia dotyczącego wykorzystywania papierów wartościowych jako zabezpieczenia transakcji.

3. W kwestii funkcjonowania rynków nie ma jednolitej licencji dla rynków zorganizowanych i działających systemów obrotu (nie ma możliwości świadczenia przez nie usług transgranicznych). Regulowany rynek pozagiełdowy (*OTC market*) znajduje się praktycznie poza zakresem obowiązywania dyrektywy UE.

4. Firmy inwestycyjne działają, co prawda, zgodnie z zasadą jednolitej licencji, jednak mimo to muszą wypełniać dodatkowe wymogi w każdym kraju członkowskim. Podlegają bowiem różnym instytucjom nadzorczym funkcjonującym w poszczególnych krajach UE.

5. Ostatnim problemem - *last but not least* – jest to, że znaczna liczba instytucji regulujących i nadzorujących działanie rynków papierów wartościowych w poszczególnych krajach członkowskich powoduje powstawanie dodatkowych kosztów i zamieszanie wśród uczestników rynku. W ramach UE działa w tej chwili około 40 takich instytucji - zdecydowanie za wiele, by system mógł efektywnie funkcjonować.

Unia Europejska świadoma faktu, że wymienione wyżej trudności stanowią bardzo istotną barierę rozwoju zintegrowanego rynku papierów wartościowych - podjęła działania zmierzające do zmiany tego stanu rzeczy¹⁹.

Za jedną z ważniejszych inicjatyw uważa się powołanie w 1997 r. FESCO (*The Forum of European Securities Commissions*) - Forum Europejskich Komisji Papierów Wartościowych. W jego skład weszły instytucje państw tworzących Europejski Obszar Gospodarczy (*the European Economic Area - EEA*). Głównym celem działania Forum jest ustalanie, na podstawie dyrektyw UE, wspólnych standardów funkcjonowania rynków papierów wartościowych. Ponadto Forum sporządza opracowania i analizy dotyczące różnego typu problemów związanych z rynkiem papierów wartościowych oraz służy jako platforma współpracy i porozumienia dla państw w nim uczestniczących. Choć z punktu widzenia rynku papierów wartościowych istnienie FESCO jest niewątpliwie potrzebne, organizacja ta odgrywa stosunkowo niewielką rolę. Brakuje jej oficjalnego

¹⁸ Ibidem.

¹⁹ Ibidem.

umocowania prawnego, decyzje podejmuje na zasadzie *consensusu*, zaś rekomendacje, które wydaje, nie są wiążące, tak więc stopień ich realizacji w poszczególnych państwach członkowskich jest różny i zależy od pozycji rodzimego regulatora rynku.

Kolejną ważną dla rynku inicjatywą, o której już wspomniano, było przedłożenie przez Komisję Europejską FSAP - planu integracji rynku usług finansowych, który obecnie jest w trakcie wprowadzania.

Raport Wstępny potwierdza zasadność powstania FSAP. Jego autorzy uważają także, że przyjęte w planie środki osiągnięcia zintegrowanego rynku finansowego są właściwe. Ich obawę budzą nie tyle kwestie merytoryczne, ile system stanowienia prawa w ramach UE, który jest nieefektywny i nieelastyczny.

1. Proces uchwalania prawa jest zdecydowanie zbyt powolny. Szacuje się, że w przypadku rozporządzenia bądź dyrektywy trwa on przeciętnie trzy lata, w skrajnych przypadkach może trwać znacznie dłużej (jak np. w przypadku dyrektywy regulującej kwestie przejść na rynku kapitałowym, nad którą prace trwają już ponad 12 lat). Z uwagi na tempo zmian zachodzących na rynku finansowym jest to absolutnie nie do przyjęcia.

2. Przyjęcie wielu rozwiązań dotyczących gospodarki często wymaga zgody politycznej. W efekcie przyjęty ostatecznie tekst bywa niejednoznaczny, zaś osiągnięty stopień harmonizacji tak niski, iż *de facto* nie prowadzi do pogłębienia integracji.

3. Zbyt wolno przebiega wprowadzanie prawa przez państwa członkowskie.

4. Wiele istotnych kwestii dotyczących rynku papierów wartościowych nie jest w satysfakcjonujący sposób uregulowanych na szczeblu wspólnotowym (np. problematyka funduszy emerytalnych, standardy rachunkowości).

5. Brakuje sprawnego mechanizmu dostosowywania prawa UE do zmian zachodzących w otoczeniu rynkowym.

6. Istniejące wymogi, dotyczące wzajemnej współpracy, wymiany informacji między krajami itd., są niewystarczające.

Oprócz wyżej wymienionych, do istotnych przeszkód w powstaniu zintegrowanego rynku należą:

- rozbieżności w innych rozwiązaniach istniejące w systemach prawnych krajów UE, mające istotny związek z rynkiem papierów wartościowych (np. procedury dotyczące bankructwa),
- różnorodność rozwiązań prawnych przyjętych przez poszczególne kraje członkowskie,
- różnice w opodatkowaniu,
- różnice kulturowe²⁰.

Zdaniem Komitetu Mędrców, za zadania priorytetowe (które zostały także zawarte w FSAP) należy uznać:

- 1) aktualizację dyrektywy dotyczącej możliwości świadczenia usług inwestycyjnych na terenie UE,
- 2) ujednoczenie warunków pozyskiwania kapitału w ramach UE (by procedura ta była taka, jak na rynkach narodowych),
- 3) stworzenie otwartego i przejrzystego europejskiego rynku finansowego,
- 4) ujednoczenie produktów finansowych w ramach UE,
- 5) ustanowienie właściwego poziomu zabezpieczenia dla inwestorów.

Przygotowany przez Komitet Mędrców *Raport Wstępny* zawiera bardzo wiele istotnych spostrzeżeń, warto jednak zwrócić uwagę na jego wniosek finalny. Komitet stwierdził mianowicie z całą stanowczością, że obowiązujący obecnie w UE proces stanowienia prawa jest nieadekwatny do wyzwań, jakie niesie ze sobą rozwój współczesnych rynków finansowych, i z uwagi na tę niewydolność nie będzie możliwe terminowe wykonanie zadań wyznaczonych przez FSAP. Autorzy *Raportu Wstępnego* zaproponowali więc reformę procesu legislacyjnego, dzięki której procedura powstawania aktów prawnych zostałaby istotnie skrócona, poprawiłyby się także ich jakość merytoryczna.

Powyższe wnioski spotkały się z aprobatą władz UE. Komitet został zobowiązany do kontynuowania prac i przygotowania propozycji reformy procedury stanowienia prawa, tak by nie zostały podważone zapisy Traktatu ani uprawnienia instytucji narodowych. Jego praca zyskała także pełne poparcie Rady Europejskiej obradującej w grudniu 2000 r. na szczycie w Nicei.

Raport Finalny Komitetu Mędrców

W lutym 2001 r. opublikowany został *Raport Finalny*²¹ (*Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*), będący kontynuacją *Raportu Wstępnego*. Przygotował go także pracujący w tym samym składzie co poprzednio Komitet Mędrców.

Raport Finalny, oprócz zwięzłego przedstawienia wniosków zawartych w *Raporcie Wstępnym* zawiera projekt kompleksowej reformy procesu tworzenia prawa w ramach UE.

Autorzy jasno stwierdzają, iż „choć część problemów [dotyczących wspólnego rynku finansowego - dop. aut.] wynika z niekompletnej struktury prawa obowiązującego na poziomie europejskim, znacznie więk-

²⁰ Kwestia ta nie będzie szerzej rozwijana w niniejszym artykule. Nie ulega jednak wątpliwości, iż różnice kulturowe są bardzo istotną barierą hamującą powstawanie zintegrowanego rynku, nie tylko finansowego.

²¹ *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. Brussels, 15 February 2001.

sza część odpowiedzialności za ten stan rzeczy leży po stronie sposobu funkcjonowania europejskiego procesu legislacyjnego. Problem leży w systemie jako takim²².

W obecnie działającym systemie od momentu złożenia przez Komisję projektu aktu prawnego do jego uchwalenia upływają zwykle około dwa lata, a w przypadku usług finansowych czas ten jest dłuższy. Ponadto nacisk państw członkowskich powoduje, że Komisja znacznie częściej przygotowuje propozycje dyrektyw niż rozporządzeń, dzięki czemu kraje mają znacznie większe pole manewru we wprowadzaniu przyjętych postanowień²³ (proces ten także trwa około 18 miesięcy). Niestety, często prowadzi to także do niewłaściwego przeniesienia postanowień dyrektywy bądź ich zróżnicowanej interpretacji w poszczególnych państwach.

Do głównych wad funkcjonującej procedury stanowienia prawa można zaliczyć następujące:

- jest zbyt powolna,
- jest zbyt „sztywna” - nie jest w stanie elastycznie dostosować się do szybko zmieniających się warunków rynkowych,
- przyczynia się do powstania wielu niejasności,
- podstawowe, kluczowe z punktu widzenia rynku, regulacje traktowane są tak samo, jak te o znacznie mniejszym ciężarze gatunkowym.

Część II *Raporu Finalnego* zawiera konkretne rekomendacje dotyczące reformy systemu decyzyjnego Wspólnot.

Już w *Raporcie wstępnym* Komitet zaproponował stworzenie zupełnie nowej procedury stanowienia wspólnotowego prawa, która objęłaby rynek finansowy. Oto jej podstawowy zarys:

Poziom 1. – uchwalanie podstawowych zasad dotyczących danego obszaru (*framework principles*) nadal ma być przeprowadzane przy użyciu dotychczasowych używanych procedur.

Poziom 2. – powołanie dwóch nowych instytucji – Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (*EU Securities Committee - ESC*) oraz Europejskiego Komitetu Władz Rynków Papierów Wartościowych (*EU Securities Regulators Committee - ESRC*), który swą strukturą przypominałby FESCO. Instytucje te miałyby wspomagać Komisję Europejską we wprowadzaniu szczegółów prawa, którego pryncypia zostałyby określone na poziomie 1.

Poziom 3. – zacieśnienie współpracy między działającymi w krajach członkowskich UE władzami rynków papierów wartościowych w celu zapewnienia właściwego i bezproblemowego przeniesienia prawa powstałego na poziomach 1 i 2.

Poziom 4. – wprowadzanie i stosowanie przyjętego prawa, wspomagane przez współpracę państw członkow-

skich, władz rynku kapitałowego i sektora prywatnego oraz przez zdecydowane działania Komisji Europejskiej.

Tak, najogólniej rzecz ujmując, wygląda owa nowa procedura. Jednak przedstawione powyżej cztery poziomy zawierają zbyt ogólne treści, by na ich podstawie można było zrozumieć istotę nowego podejścia proponowanego w *Raporcie Wstępnym*. Zasadna wydaje się więc ich bliższa prezentacja.

Poziom 1.

Zdaniem Komitetu Mędrców, bez konieczności zmiany regulacji traktatowych, można wprowadzić nowy typ dyrektywy i rozporządzenia, który dotyczyłby rynku papierów wartościowych. Uchwalone zgodnie z dotychczasową procedurą akty prawne zawierałyby wyłącznie najważniejsze i podstawowe regulacje, normujące zasady funkcjonowania danego obszaru rynku papierów wartościowych, stanowiłyby także rezultat *consensusu* politycznego państw członkowskich. Regulacje zdefiniowane na poziomie 1. powinny jasno określać środki techniczne przewidziane do wprowadzania postanowień dyrektywy/rozporządzenia, które byłyby wykorzystywane na poziomie 2. oraz wskazywać, w jakim zakresie mogą być zmieniane bądź aktualizowane bez konieczności ponownego uruchamiania procedury legislacyjnej na poziomie 1. Rada UE i Parlament Europejski powinny być precyzyjnie informowane o zakresie uprawnień, które mają być przyznane, Komisja Europejska (tam, gdzie to możliwe) powinna zaś sprecyzować treści, wprowadzane następnie na poziomie 2.

Kluczowa dla niniejszej procedury jest gwarancja, że zasadnicze kwestie delegowane na poziom 2. w każdym przypadku muszą uzyskać aprobatę Rady Ministrów i Parlamentu Europejskiego.

Najważniejszą zaletą tego rozwiązania będzie bez wątpienia, znaczne przyśpieszenie procesu legislacyjnego. Negocjacje na najwyższym szczeblu będą bowiem dotyczyły jedynie rozwiązań kluczowych, a nie technicznych detali.

Poziom 2.

Zgodnie z założeniami, na poziomie 2. powinno następować uszczegóławianie aktów prawnych przygotowanych na poziomie 1. Etap ten wymaga skoordynowanej współpracy narodowych władz regulujących rynki papierów wartościowych w poszczególnych krajach, Komisji Europejskiej oraz nowo powołanej instytucji - Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (ESC). Komitet Władz Rynków Papierów Wartościowych UE (ESRC) pełni w założeniach funkcję doradcą. Podmioty te powinny wypracować i wprowadzić szczegółowe rozwiązania oparte na podstawowych, lecz ogólnych regulacjach uchwalonych w ramach poziomu 1.

Nie analizując procedur stanowienia prawa w ramach poziomu 2., należy podkreślić istotną rolę ESC.

²² Ibidem.

²³ Postanowienia dyrektywy określają cel i termin jego realizacji, pozostawiając państwom członkowskim swobodę jego osiągnięcia.

Zgodnie z proponowanymi rozwiązaniami, instytucja ta powinna pełnić trzy funkcje:

- istotnej składowej procesu legislacyjnego przebiegającego w ramach poziomu 2. (poprzez głosowanie nad propozycjami Komisji, w ustalonym okresie - zwykle 3 miesiące)
- instytucji doradczej Komisji, szczególnie przy stanowieniu prawa poziomu 1.,
- instytucji doradzającej na poziomie 2. (wraz z ESRC).

Uprawnienia ESRC mają natomiast, zgodnie z projektem, przebiegać dwutorowo:

- jako organu doradczego Komisji na poziomie 2.,
- w pełni niezależnego komitetu skupiającego regulatorów krajowych rynków, zapewniającego właściwe wprowadzanie europejskiego prawa na poziomie 3.

Autorzy *Raportu Finalnego* podkreślają, że kluczowe znaczenie z punktu widzenia właściwego i bezkonfliktowego przebiegu procesu legislacyjnego na poziomie 2. ma odpowiednia; harmonijna współpraca z Parlamentem Europejskim, który powinien być na bieżąco informowany o wszystkich planowanych posunięciach i podejmowanych decyzjach. Do Parlamentu należy też ostatnie słowo na tym etapie procesu legislacyjnego - to on decyduje o przyjęciu projektu rozwiązań przedłożonego przez Komisję (w razie ich odrzucenia Komisja musi je ponownie rozważyć).

Poziom 3.

Głównym celem na poziomie 3. jest utworzenie swoistej „sieci” współpracy między władzami działającymi na poszczególnych rynkach papierów wartościowych, aby jak najlepiej przenieść regulacje prawne powstałe na poziomach 1. i 2. do systemów narodowych.

Na tym poziomie kluczową rolę odgrywa ESRC, który ma wypracowywać jednolite zasady wprowadzania i interpretacji prawa. Waga decyzji podejmowanych w ramach tego komitetu jest znaczna; powinny one zapadać na zasadzie *consensu*. W obradach komitetu, jako obserwator, może brać udział Komisja Europejska.

Poziom 4.

Ostatni poziom tworzenia i wprowadzania europejskiego prawa obejmuje praktyczne stosowanie prawa na poziomie narodowym. Choć zadanie to realizują, siłą rzeczy, instytucje funkcjonujące w poszczególnych krajach, odpowiedzialność za przebieg tego procesu ponosi Komisja Europejska - „stróż” traktatów europejskich. Komisja Europejska oczekuje jednak współpracy od pozostałych instytucji działających na rynku. To właśnie one są w stanie powiadamiać na bieżąco o wszelkich nieprawidłowościach związanych zarówno z wprowadzaniem prawa, jak i jego stosowaniem.

Zdaniem autorów *Raportu*, niezwykle ważne - z punktu widzenia sukcesu całej zaprezentowanej kon-

cepcji - jest ciągle monitorowanie efektywności procesu przebiegającego na poziomie 4. Zgodnie z sugestiami zawartymi w *Raporcie Wstępnym*, co pół roku powinny być przygotowywane na ten temat szczegółowe sprawozdania, które następnie byłyby przedkładane Radzie UE. Szczegóły dotyczące zakresu obszaru, który podlegałby kontroli, i osób za nią odpowiedzialnych mają być ustalone w terminie późniejszym.

Podsumowanie

Intencją autorów obu zaprezentowanych raportów było stworzenie nowego systemu zmieniającego obowiązujące dotąd procedury stanowienia prawa, głównie w obrębie rynku papierów wartościowych. Choć zaproponowane rozwiązania miały przede wszystkim uprościć owe procedury, trudno uznać wszystkie za jasne i przejrzyste. Generalnie przedstawione w raportach wnioski zyskały pełne poparcie podmiotów operujących na rynkach finansowych UE. Pojawiły się jednak pewne wątpliwości²⁴, jak np. obawa przed przeregulowaniem rynku, niejasności co do celów i procedur stosowanych na poszczególnych poziomach, niejasne kompetencje dwóch nowych komitetów - ESC i ESRC, problem wzajemnej zależności i współpracy między tymi komitetami, rola Parlamentu Europejskiego.

Przedstawiony projekt stanowi jedynie pewną propozycję nowych rozwiązań, która tworzy punkt wyjścia dyskusji nad konstrukcją - optymalnej z punktu widzenia rynku - nowej struktury decyzyjnej w obrębie UE. Bez względu na to, w jakiej formie zostanie ostatecznie zaakceptowana, trzeba podkreślić jej ogromne znaczenie nie tylko dla rynku kapitałowego, ale dla całego rynku finansowego Unii.

Raport Finalny proponuje bardzo istotne zmiany w zbyt powolnym, nieefektywnym, nieelastycznym systemie stanowienia europejskiego prawa, przy czym - co ważne - nowe rozwiązania nie oznaczają obniżenia jakości powstających aktów prawnych. Jak podkreślają autorzy, kluczowe znaczenie ma otwartość i pełna przejrzystość procesu legislacyjnego oraz ciągle monitorowanie jego efektywności.

Jeśli zaproponowane rozwiązania zostaną zastosowane w praktyce i odniosą sukces, być może staną się punktem wyjścia rozważań nad kompleksową reformą procesu legislacyjnego wewnątrz Wspólnoty. Trudno jednak powiedzieć, kiedy ów moment nastąpi, jako że w tej chwili istnieją opóźnienia w stosunku do ustalonego w *Raporcie Finalnym* harmonogramu ewentualnej realizacji projektu.

Zgodnie z założeniami *Raportu Finalnego*, przedstawiona reforma procesu legislacyjnego miała zostać

²⁴ *Analysis of the comments on the Initial Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*. W: Final Report ... Annex 3.

wprowadzona od początku 2002 r. Z uwagi na brak zgody ze strony Parlamentu Europejskiego, który obawiał się ograniczenia swoich kompetencji, termin ten został przesunięty. Dopiero w lutym tego roku Parlament ostatecznie zaaprobował nową koncepcję regulowania rynku kapitałowego²⁵. Otwiera to możliwość dotrzymania wyznaczonych wcześniej terminów - utworzenia wspólnego rynku kapitałowego do 2003 r., zaś jednolitego rynku finansowego - do 2005 r.

Po latach prób i połowicznych sukcesów idea jednolitego rynku finansowego - postrzeganego jako obszar, na którym z jednej strony obowiązują wzajemnie uznawane standardy dotyczące różnych dziedzin funkcjonowania sektora finansowego, z drugiej zaś zachowana zostaje odrębność poszczególnych rynków narodowych, a wraz z nią także narodowe regulacje - może wkrótce zostać urzeczywistniona. Obecna determinacja Unii Europejskiej w dążeniu do ustanowienia wspólnego rynku finansowego jest bezdyskusyjna. Warto jednak zastanowić się nad ważną kwestią: czy Unia Europejska

²⁵ J. Bielecki: *Wkrótce wspólne reguły*. „Rzeczpospolita” nr 31, z dnia 06.02.2002 r., s. B5.

sprecyzowała docelowy kształt wspólnego rynku, który ma stanowić uwieńczenie trwających obecnie prac, czy też po raz kolejny opracowano zestaw teoretycznie słusznych narzędzi, bez wizji finalnego rezultatu rozpoczętych działań. Jak pokazują dotychczasowe doświadczenia integracji walutowej (zwanej też monetarną) i integracji rynków finansowych²⁶, znacznie większe szanse powodzenia podejmowanych inicjatyw istniały wówczas, gdy został precyzyjnie wytyczony konkretny cel, zaś sposób jego osiągnięcia pozostawiono dalszym dyskusjom, niż w sytuacji, gdy obrano drogę postępowania, nie wiedząc dokładnie, dokąd ona zmierza²⁷. Czy obecne pogłębienie integracji rynków finansowych ma być „tylko” kolejnym etapem przejściowym czy też „już” etapem finalnym?

²⁶ Procesy te, choć silnie ze sobą związane, przebiegają jednak niezależnie.

²⁷ Integracja walutowa została szczegółowo zdefiniowana w Raporcie Delorsa, lecz sposób jej osiągnięcia pozostawiono dalszym dyskusjom. Odwrotnie niż w przypadku integracji rynków finansowych, która od strony proceduralnej została dokładnie sprecyzowana w opublikowanej w 1985 r. „Białej Księdze”, nie określono jednak co ma być konkretnym jej efektem (poza ogólnymi twierdzeniami dotyczącymi wspólnego rynku). Patrz: A. Steinherr: *The new European financial ...*, op.cit., s. 136 – 137.

Instytucje polskiego rynku finansowego

Piotr Zapadka

Pojęcie *instytucji rynku finansowego* zawiera wiele kategorii podmiotów. Są to podmioty zarządzające środkami finansowymi powierzonymi im przez osoby trzecie; przedmiotem ich działalności jest szeroko rozumiany obrót instrumentami finansowymi. Są to również inne podmioty uczestniczące w funkcjonowaniu rynku finansowego, takie jak fundusze gwarancyjne, pośrednicy finansowi, jak również bank centralny, do którego ustawowych zadań należy m.in. zapewnienie płynności całego systemu pieniężnego. Są to także podmioty nadzorujące funkcjonowanie systemu i działanie podmiotów rynku finansowego; ich główną rolą jest zapewnienie bezpieczeństwa środków finanso-

wych klientów instytucji finansowych oraz zapewnienie stabilnego funkcjonowania tego rynku.

Wydaje się, że mówiąc o instytucjach tworzących rynek finansowy, należy łącznie traktować wszystkie powyżej wymienione kategorie podmiotów.

Celem niniejszego artykułu jest dokonanie zarysu podmiotowego instytucji funkcjonujących na polskim rynku finansowym. Ich wybór i prezentacja mają służyć stworzeniu syntetycznego ujęcia działających na nim najistotniejszych podmiotów polskiego rynku finansowego¹.

¹ Niniejszy tekst jest przygotowany według stanu prawnego na dzień 31 marca 2002 r.

Banki

Przełożony wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych w dzisiejszych gospodarkach mają banki. Świadczy o tym m.in. wysoki udział banków w kapitalizacji giełd, w inwestycjach kapitałowych, działalności firm leasingowych, dokonywanych czynnościach faktoringowych, zauważalna dominacja w sferze działalności maklerskiej oraz inne działania na wszystkich obszarach rynku finansowego. W polskim rynku finansowym obecność banków jest na tyle silna, że w uproszczeniu można mówić o istnieniu ukształtowanej swojego rodzaju „bankostruktury”², która decyduje o rozwoju i funkcjonowaniu całego rynku finansowego.

Do najistotniejszych funkcji banków należą:

- funkcja *kredytowa*, polegająca na udzielaniu kredytów;
- funkcja *płatnicza*, polegająca na dokonywaniu płatności w imieniu klientów indywidualnych i korporacyjnych;
- funkcja *depozytowa*, polegająca na przyjmowaniu depozytów;
- *zarządzenie* aktywami finansowymi i majątkiem na rzecz i w imieniu klientów;
- czynności związane z *pośrednictwem banków w obrocie papierami wartościowymi*.

Wyróżniane są następujące zasady funkcjonowania banków³:

- *zasada samodzielności banków*, polegająca na działaniu przez banki we własnym imieniu, na podejmowaniu suwerennych decyzji oraz na samofinansowaniu i suwerenności finansowej,
- *zasada uprawnień banków*, wynikających z obowiązujących przepisów, takich jak np. moc prawna dokumentów urzędowych dla dokumentów wystawianych przez banki, wystawianie bankowego tytułu egzekucyjnego czy też instytucja tajemnicy bankowej,
- *zasada obowiązków banków*, takich jak przeciwdziałanie wykorzystywaniu działalności bankowej do celów przestępczych, utrzymywanie płynności płatniczej czy ochrona powierzonych depozytów,
- *zasada możliwości prowadzenia przez banki także innej działalności*, takiej jak np. obrót papierami wartościowymi, nabywanie nieruchomości czy świadczenie usług konsultacyjno-doradczych,
- *zasada prawa klienta do swobodnego wyboru banku* (wyjątkiem wynikającym z ustawy o Narodowym Banku Polskim jest zapis o obsłudze rachunku budżetu państwa przez NBP),
- *zasada sprawowania przez państwo nadzoru nad działalnością banków*,

– *zasada minimalizacji ryzyka*, czemu może służyć np. badanie zdolności kredytowej kredytobiorcy.

Analizując istniejące przepisy prawa, można uznać, że system bankowy w Polsce, ma charakter dwuszczeblowy⁴. Górny szczebel tworzy **bank centralny**. Rola **banku centralnego** w stosunku do systemu bankowego polega na regulacji obiegu emitowanego pieniądza oraz wielkości tworzonego przez banki tzw. pieniądza bankowego, w celu zapewnienia płynności całego systemu bankowego oraz utrzymania stałego poziomu cen⁵.

Dolny zaś szczebel tworzą: *banki działające na zasadach komercyjnych*, czyli **banki komercyjne**. Ta część sektora bankowego jest bardzo zróżnicowana, co powoduje konieczność wyróżnienia w jej ramach kilku pionów:

- 1) *banków działających na zasadach ogólnych określonych* w ustawie Prawo bankowe – takich jak banki państwowe lub banki w formie spółki akcyjnej,
- 2) *banków spółdzielczych*, działających na podstawie ustawy o restrukturyzacji banków spółdzielczych i BGŻ,
- 3) *grup bankowych*, powstałych z połączenia się banków,
- 4) *banków specjalistycznych*, takich jak banki hipoteczne czy kasy oszczędnościowo–budowlane.

Przedmiotem prowadzonej przez banki działalności są czynności bankowe i czynności pozabankowe. Zgodnie z art. 2 Prawa bankowego banki są uprawnione do wykonywania „czynności bankowych obciążających ryzykiem środki powierzone pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym”. Dlatego jest to dokonywanie przez bank czynności bankowych, których przedmiotem są środki ulokowane przez klientów banku. Środki te obciąża ryzyko bankowe, natomiast klienci banku mają tytuły zwrotne do ewentualnego odzyskania przekazanych bankowi środków finansowych. Działalność banków określają art. 5 i art. 6 aktualnie obowiązującej ustawy Prawo bankowe⁶.

Art. 5 zawiera zamknięty katalog czynności bankowych *sensu stricto* które mogą być wykonywane tylko przez banki. Jest to:

- **przyjmowanie wkładów pieniężnych płatnych na żądanie lub z nadejściem oznaczonego terminu oraz prowadzenie rachunków tych wkładów,**
- **prowadzenie innych rachunków bankowych,**
- **udzielanie kredytów,**
- **udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych oraz zatwierdzanie akredytyw,**
- **emitowanie bankowych papierów wartościowych,**
- **przeprowadzanie bankowych rozliczeń pieniężnych,**

² W. Baka: *Rola banków w rozwoju systemu finansowego w Polsce*. „Prawo bankowe” nr 3/1998.

³ J. Harasimowicz: *Polskie Prawo bankowe (1918-1996)*. Warszawa 1996 KiK.

⁴ D. Daniluk, B. Smykla: *Nowe prawo bankowe*. „Zeszyty Finansowe” nr 5/1997.

⁵ A. Zalczewicz: *Obligacje NBP – nowy rodzaj papierów wartościowych wyemitowanych przez polski bank centralny*. „Glosa” sierpień 2000 r.

⁶ Dz.U. nr 140 poz. 939 z 1998 r. ze zmianami.

- wydawanie, rozliczanie i umarzanie pieniądza elektronicznego,
- wykonywanie innych czynności przewidzianych wyłącznie dla banku w odrębnych ustawach.

Powyższe czynności mogą być dokonywane tylko przez uprawnione do tego podmioty, czyli przez banki, po uzyskaniu przez nie odpowiednich zezwoleń uprawniających do wykonywania tego typu czynności bankowych (zezwolenia na funkcjonowanie banku udziela Komisja Nadzoru Bankowego). Inne podmioty nie mogą dokonywać powyższych czynności pod groźbą sankcji określonych w art. 171 ust. 1. Stanowi on, że kto bez pozwolenia prowadzi działalność polegającą na gromadzeniu środków pieniężnych innych osób fizycznych, prawnych lub jednostek organizacyjnych nie mających osobowości prawnej, w celu udzielenia kredytów, pożyczek pieniężnych lub obciążania ryzykiem tych środków w jakikolwiek inny sposób, podlega grzywnie do 5.000.000 złotych i karze pozbawienia wolności do lat 3.

Można zatem stwierdzić, że działalność bankowa jest reglamentowana przez przepisy prawa i dozwolona (pod sankcją kary) jedynie na podstawie specjalnego zezwolenia. Zgodnie z art. 5 ust. 2 Prawa bankowego, czynnościami bankowymi są także inne czynności, o ile wykonywane są one przez banki, takie jak:

- udzielanie pożyczek pieniężnych oraz pożyczek i kredytów konsumenckich w rozumieniu przepisów odrębnej ustawy,
- operacje czekowe i wekslowe oraz operacje, których przedmiotem są warranty,
- wydawanie kart płatniczych oraz wykonywanie operacji przy ich użyciu,
- terminowe operacje finansowe,
- nabywanie i zbywanie wierzytelności pieniężnych,
- przechowywanie przedmiotów i papierów wartościowych oraz udostępnianie skrytek sejfowych,
- wykonywanie czynności obrotu dewizowego,
- udzielanie i potwierdzanie poręczeń,
- wykonywanie czynności zleconych, związanych z emisją papierów wartościowych.

Powyżej przedstawione czynności mogą być również wykonywane przez inne podmioty nie będące bankami, lecz wtedy nie mogą być i nie są one traktowane jako czynności bankowe.

Oprócz przedstawionych powyżej czynności bankowych zawartych w art. 5, banki mogą także prowadzić tzw. działalność pozabankową. Art. 6 Prawa bankowego odnosi się do tej kwestii, stanowiąc, że banki poza wykonywaniem czynności bankowych mogą:

- obejmować lub nabywać akcje i prawa z akcji, udziały innej osoby prawnej nie będącej bankiem lub jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych,
- zaciągać zobowiązania związane z emisją papierów wartościowych,
- dokonywać obrotu papierami wartościowymi,

- dokonywać na warunkach uzgodnionych z dłużnikiem zamiany wierzytelności na składniki majątku dłużnika, z tym że bank jest obowiązany do ich sprzedaży w okresie nie dłuższym niż 3 lata od daty nabycia,

- nabywać i zbywać nieruchomości,
- świadczyć usługi konsultacyjno-doradcze w sprawach finansowych,
- świadczyć inne usługi finansowe,
- wykonywać inne czynności, jeżeli przepisy odrębnych ustaw uprawniają je do tego.

Zarówno czynności bankowe zastrzeżone wyłączenie dla banków (art. 5 ust. 1), jak i inne czynności (art. 5 ust. 2) powinny być określone w statucie banku. Możliwość wykonywania przez banki określonych czynności bankowych podlega kontroli Komisji Nadzoru Bankowego, w procesie licencjonowania banku. Zgodnie bowiem z art. 34 ust. 1 Prawa bankowego, w zezwoleniu na utworzenie banku Komisja określa m.in. czynności bankowe, do których wykonywania bank jest upoważniony.

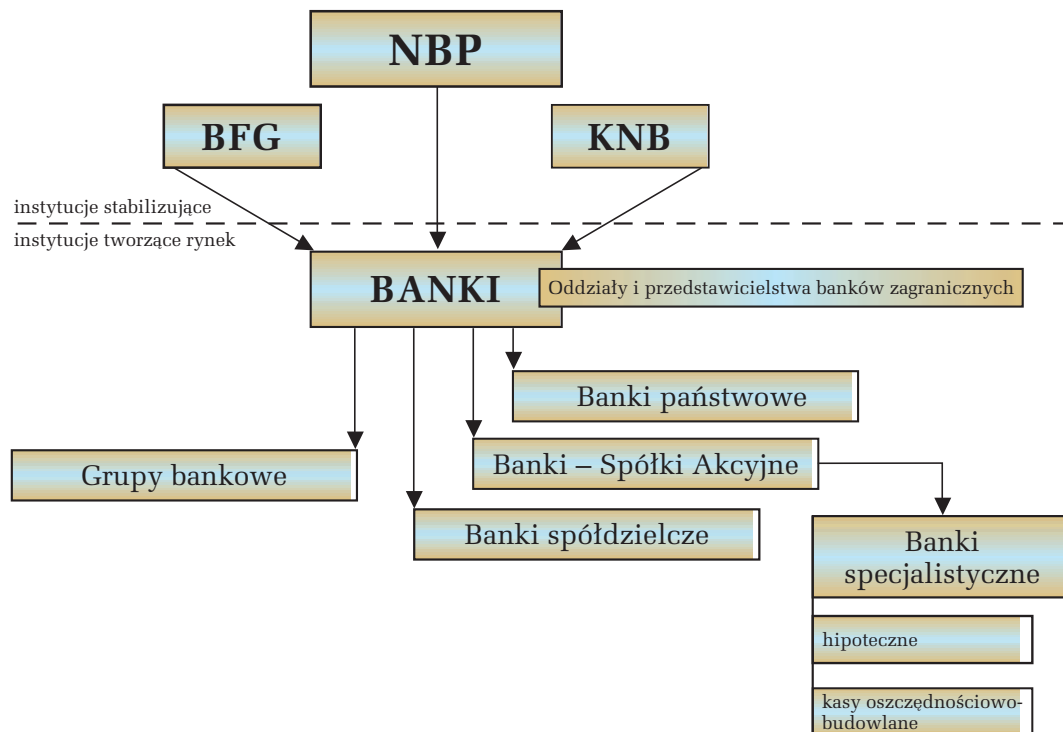
Należy podkreślić, że wykonywanie przez bank czynności bankowych lub innych czynności, które są traktowane jako czynności bankowe („stają się” nimi), niesie ze sobą możliwość używania przez banki *sui generis* „przywilejów bankowych”. Są to m.in. możliwości zastosowania bankowego tytułu egzekucyjnego, instytucji tajemnicy bankowej czy też nadania dokumentom bankowym mocy urzędowej. Te właśnie „przywileje” przysługują podmiotom, które uzyskają stosowne zezwolenie KNB.

Warto w tym momencie wspomnieć o normach zawartych w przepisach ustawy z dnia 14 grudnia 1994 r. o *Bankowym Funduszu Gwarancyjnym* (BFG)⁷. Ustawa ta zakłada bowiem, po pierwsze, funkcjonowanie obowiązkowego systemu gwarantowania środków pieniężnych powierzonych bankom przez deponentów zarówno w formie środków zgromadzonych na rachunkach bankowych, jak i w formie należności, które wynikają z innych czynności bankowych, potwierdzonych wystawionymi przez bank imiennymi dokumentami, z wyłączeniem papierów wartościowych określonych w przedmiotowej ustawie.

Podmiotami objętymi obowiązkowym systemem gwarantowania środków pieniężnych są: banki krajowe w rozumieniu ustawy Prawo bankowe oraz oddziały banków zagranicznych (zgodnie z kryteriami określonymi w przedmiotowej ustawie). Zgodnie z art. 13 omawianej ustawy, podmioty objęte obowiązkowym systemem gwarantowania składek obowiązane są do wnoszenia na rzecz BFG obowiązkowych opłat rocznych. Ich wysokość określona na podstawie art. 13 Rada BFG przekazuje podmiotom objętym systemem nie później niż do końca roku kalendarzowego poprzedzającego rok, w którym opłata ma być wniesiona.

⁷ Dz.U. nr 4 z 1995 r., poz. 18.

Schemat 1 Podmioty tworzące system bankowy



Po drugie zaś omawiana ustawa przewiduje funkcjonowanie BFG jako swoistego gwaranta w funkcjonowaniu systemu obrotu środkami pieniężnymi. Kluczowymi przepisami ustawy o BFG są art. 21 i następnym stanowiące, że celem obowiązkowego systemu gwarantowania środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych **jest zapewnienie deponentom wypłaty, do wysokości określonej ustawą, środków gwarantowanych w razie ich niedostępności**. Przedmiotem gwarancji jest wiarygodność deponenta, w związku z którą z dniem spełnienia warunków gwarancji nabywa on w stosunku do BFG uprawnienie do świadczenia pieniężnego. Dzień spełnienia warunków gwarancji jest to określony w ustawie dzień wydania postanowienia o ogłoszeniu upadłości banku. Niezależnie od tego, w jakiej wysokości i na ilu rachunkach bankowych deponent posiadał środki pieniężne w danym banku, omawiana ustawa określa maksymalną wysokość roszczeń deponenta w stosunku do BFG. Wysokość tzw. środków gwarantowanych kształtuje się od 1 stycznia 2002 r. na następującym poziomie:

a) równowartość w złotych 1.000 euro – w 100% wartości,

b) wysokość przekraczająca równowartość 1.000 euro, a nieprzekraczająca równowartości w złotych 18.000 euro – w 90% wartości (od 1 stycznia 2003 r. górna granica środków gwarantowanych w 90% osiągnie poziom 22.500 euro).

Pozostałymi uczestnikami systemu bankowego są: **Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo – Kredytowe (SKOK)** i **pośrednicy kredytowi**. Celem działania SKOK-ów jest

realizacja idei samopomocy finansowej polegającej na wzajemnym kredytowaniu się członków kas ze zgromadzonych przez siebie w kasie środków pieniężnych⁸. **Agencje pośrednictwa kredytowego**, zwane potocznie pośrednikami kredytowymi, udzielają natomiast kredytów na podstawie umów agencyjnych, zawartych z bankiem, których kształt określony jest w przepisach art. 758 i nast. k.c. Oba powyższe podmioty, a także istniejące wszelkiego rodzaju fundusze mikropożyczkowe należy uznać za *sui generis* uczestników systemu bankowego, którzy dopełniają i uzupełniają działalność banków, funkcjonując szczególnie w sektorach uboższych klientów indywidualnych, drobnych przedsiębiorców czy w lokalnych społecznościach.

Należy podkreślić, że zgodnie z nowelizacją ustawy Prawo bankowe, z dnia 23 sierpnia 2001 r., działalność bankową na terenie Rzeczypospolitej Polskiej będą również swobodnie prowadziły **oddziały instytucji kredytowych**, co nastąpi z chwilą uzyskania przez Polskę członkostwa w Unii Europejskiej. **Instytucją kredytową**, zgodnie z definicją zawartą w ustawie Prawo bankowe, która weszła w życie od 7 stycznia 2002 r., jest podmiot mający swoją siedzibę za granicą Rzeczypospolitej Polskiej - na terytorium jednego z państw członkowskich Unii Europejskiej. Podmiot ten prowadzi działalność polegającą na przyjmowaniu depozytów lub innych środków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym i udzielaniu kredytów lub na wydawaniu pieniądza elektronicznego.

⁸ Ustawa z dnia 14 grudnia 1995 r. (Dz.U. nr 1 z 1996 r., poz. 2).

Zakłady ubezpieczeń

Na podstawie przepisów ustawy z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej⁹, działalność ubezpieczeniowa bezpośrednia i pośrednia (reasekuracyjna) może być prowadzona wyłącznie za zezwoleniem Ministra Finansów przez **zakłady ubezpieczeń**. Są one zobowiązane do niezajmowania się bezpośrednio inną działalnością gospodarczą poza działalnością ubezpieczeniową i działalnością z nią związaną (z wyjątkiem określonej w ustawie możliwości prowadzenia przez zakłady ubezpieczeń działalności akwizycyjnej na rzecz otwartych funduszy emerytalnych).

Innymi słowy, ustawodawca upoważnił zakłady ubezpieczeń do prowadzenia bezpośrednio i na własny rachunek jedynie działalności ubezpieczeniowej. Wszelka inna działalność może być natomiast prowadzona za pośrednictwem podmiotów zależnych od zakładów ubezpieczeń¹⁰.

Prowadzenie przez zakłady ubezpieczeniowe działalności gospodarczej niezwiązanej bezpośrednio z działalnością ubezpieczeniową stanowi podstawę do cofnięcia przez Ministra Finansów, na wniosek organu nadzoru, zezwolenia na prowadzenie tej działalności, z uwagi na naruszenie prawa. Zgodnie z orzeczeniem Sądu Najwyższego dnia 16 kwietnia 1996 r., przedmiotem działalności ubezpieczeniowej może być także udzielanie przez zakłady ubezpieczeń gwarancji¹¹.

Zgodnie z przepisami ustawy, zakład ubezpieczeń nie może prowadzić jednocześnie działalności w dziale ubezpieczeń na życie i w dziale pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych. Zgodnie zatem z wolą ustawodawcy, zakład ubezpieczeń może prowadzić działalność wyłącznie w jednym z dwóch wymienionych powyżej działów. Celem tego zapisu jest zapewnienie bezpieczeństwa osób ubezpieczonych na życie, które w razie świadczenia wszelkiego rodzaju usług ubezpieczeniowych „pod jednym dachem” mogłyby zostać zagrożone poprzez straty spowodowane na przykład zbyt dużą ilością dokonywanych wypłat z tytułu ubezpieczeń majątkowych.

Zakłady ubezpieczeń mogą prowadzić działalność ubezpieczeniową wyłącznie w formie spółki akcyjnej lub **towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych**.

Zakład ubezpieczeń jako spółka akcyjna funkcjonuje na podstawie przepisów Kodeksu spółek handlowych (KSH)¹², przy czym zastosowanie mają również przepisy ustawy o działalności ubezpieczeniowej, traktowane jako *lex specialis* wobec KSH. **Towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych** („Towarzystwa”) są natomiast osobami prawnymi, które uzyskują osobowość z chwilą wpisu

do rejestru towarzystw wzajemnych, prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy¹³. Podobnie jak w przypadku zakładów ubezpieczeń, statut towarzystwa i jego ewentualne zmiany podlegają zatwierdzeniu przez Ministra Finansów przed dokonywaniem czynności przed sądem rejestrowym.

Cechą charakterystyczną funkcjonowania Towarzystwa jest ubezpieczanie swych członków na zasadzie wzajemności. Statut Towarzystwa określa zasady uzyskania i utraty członkostwa oraz jego rodzaje. Ponadto, jeśli nie stanowi on inaczej, uzyskanie członkostwa w Towarzystwie musi być związane z zawarciem umowy ubezpieczenia, utrata członkostwa zaś – z wygaśnięciem stosunku ubezpieczenia. Ustawa wyróżnia też kategorię tzw. **małych towarzystw ubezpieczeń wzajemnych**. Zakres ich działania jest ograniczony z uwagi na małą liczbę członków, niewielką liczbę lub niewielkie sumy zawieranych ubezpieczeń bądź też niewielki terytorialny zasięg działalności.

Zgodnie z omawianą ustawą o działalności ubezpieczeniowej, zakłady ubezpieczeń mogą korzystać z **pośrednictwa ubezpieczeniowego**. Polega ono na wykonywaniu czynności faktycznych lub prawnych związanych z zawarciem lub wykonywaniem umów ubezpieczenia lub reasekuracji. Pośrednictwem ubezpieczeniowym zajmują się wyłącznie *agenci ubezpieczeniowi* lub *brokerzy ubezpieczeniowi*, a w zakresie reasekuracji – wyłącznie *brokerzy reasekuracyjni*.

Warto dodać, że **zagraniczne zakłady ubezpieczeń** mogą podejmować i prowadzić działalność ubezpieczeniową na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na zasadzie wzajemności, stosując przepisy omawianej ustawy, jedynie poprzez **główny oddział** zagranicznego zakładu ubezpieczeń. Główny oddział działa na podstawie przepisów prawa polskiego i statutu określanego przez zagraniczny zakład ubezpieczeń, sporządzanego w formie aktu notarialnego.

Należy ponadto wspomnieć, że na podstawie przepisów ustawy o działalności ubezpieczeniowej utworzony został **Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny** („UFG”), do którego zadań należy:

- wypłacanie odszkodowań i świadczeń z tytułu ubezpieczenia obowiązkowego, o którym mowa w omawianej ustawie (odszkodowanie za szkodę na osobie, gdy szkoda została wyrządzona w okolicznościach uzasadniających odpowiedzialność cywilną posiadacza pojazdu lub kierującego pojazdem mechanicznym lub rolnika - gdy nie ustalono ich tożsamości i nie zidentyfikowano pojazdu),
- w przypadku ogłoszenia upadłości zakładu ubezpieczeń zaspokajanie roszczeń osób uprawnionych z tytułu umów ubezpieczenia, określonych w ustawie,

⁹ Dz.U. nr 11 z 1996 r., poz. 62.

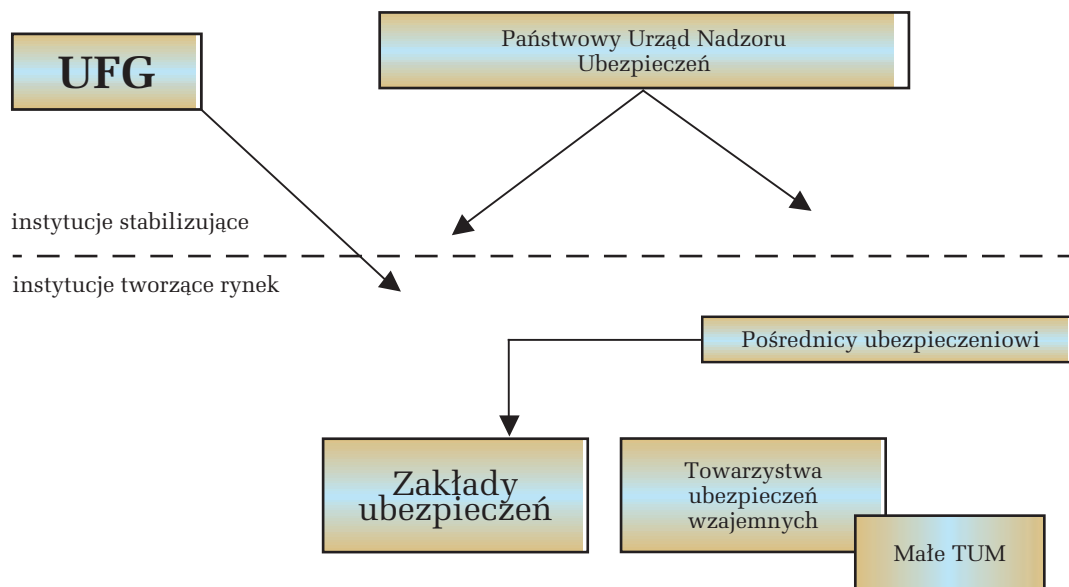
¹⁰ C. Gawlas, R. Mikulski: *Ustawa o działalności ubezpieczeniowej – komentarz*. Warszawa 1997 H.C. Beck.

¹¹ Wyrok z dnia 16 kwietnia 1996 r. SN U II CRN 38/96 OSNC 1996/9/122.

¹² Ustawa z 15 września 2000 r. (Dz.U. nr 94, poz. 1037).

¹³ Funkcjonowanie omawianego rejestru regulują przepisy Rozporządzenia Ministra Sprawiedliwości z dnia 4 lutego 1991 r. w sprawie prowadzenia rejestru towarzystw wzajemnych (Dz.U. nr 14 z 1991 r., poz.65).

Schemat 2 Podmioty tworzące rynek ubezpieczeń



oraz umów ubezpieczenia na życie w wysokości 50% wiarytelności, nie więcej jednak niż kwota będąca równoważnością w złotych 30.000 euro, według średniego kursu Narodowego Banku Polskiego, zgodnie z tabelą kursową ogłaszaną przez NBP, obowiązującą w dniu ogłoszenia upadłości.

Po wypłacie odszkodowania UFG dochodzi zwrotu wypłaconych kwot od sprawcy i osoby, która nie dopełniła obowiązku zwarcia umowy ubezpieczenia obowiązkowego. W uzasadnionych przypadkach UFG może odstąpić od dochodzenia części lub całości odszkodowania.

Fundusze inwestycyjne

Fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest **lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie lub niepublicznie, jeśli ustawa tak stanowi, w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe**¹⁴. Fundusz inwestycyjny prowadzi działalność, przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego określonych w ustawie. Celem powstania tego typu instytucji finansowych jest przekazywanie aktywów finansowych w zarządzanie podmiotom w tym wyspecjalizowanym. Ponieważ fundusze inwestycyjne gromadzą środki finansowe wielu uczestników, są traktowane jako „instytucje zaufania publicznego”.

Bardzo istotne z punktu widzenia funkcjonowania funduszy inwestycyjnych jest rozdzielenie pojęć: **funduszy inwestycyjnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych**.

Organem funduszu inwestycyjnego jest **towarzystwo funduszy inwestycyjnych** (zwane dalej „Towarzystwem”). Towarzystwo tworzy **fundusz inwestycyjny** po uzyskaniu zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG), która wydaje zezwolenie na utworzenie funduszu inwestycyjnego w terminie dwóch miesięcy od dnia złożenia wniosku. Każdorazowa zmiana statutu funduszu wymaga zezwolenia KPWiG. Utworzenie jakiegokolwiek funduszu inwestycyjnego uzależnione jest zatem najpierw od istnienia Towarzystwa. Ponadto, przedmiotem działalności Towarzystwa jest wyłącznie **tworzenie funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi oraz reprezentowanie ich wobec osób trzecich**. Towarzystwa zajmują się zatem zarządzaniem majątkiem funduszy i tylko do tego ograniczają swoje działania. Siedzibą funduszu inwestycyjnego jest siedziba Towarzystwa będącego jego organem. Towarzystwo może utworzyć więcej niż jeden fundusz.

Uczestnikami funduszu inwestycyjnego są osoby fizyczne, prawne oraz jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej, które za wpłaty wnoszone do funduszu nabywają **jednostki uczestnictwa** lub **certyfikaty inwestycyjne**. Jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne reprezentują prawa majątkowe uczestników funduszu, określone ustawą i statutem funduszu inwestycyjnego. Fundusz inwestycyjny zbywa jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne bezpośrednio lub za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską.

Uczestnicy funduszu nie odpowiadają za zobowiązania funduszu. Mienie funduszu inwestycyjnego, zwane „aktywami funduszu”, obejmuje środki z tytułu wpłat jego uczestników, prawa nabyte przez fundusz oraz pożytki z tych praw. Fundusz inwestycyjny doko-

¹⁴ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz. U. nr 933 z 1997 r., poz. 139, ze zmianami)

nuje wyceny posiadanych aktywów funduszu, ustala wartość aktywów netto oraz wartość aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny. Aktywa funduszu wycenia się według rynkowej wartości składników aktywów funduszu w dniu wyceny, z zachowaniem zasady ostrożnej wyceny, pomniejszając o jego zobowiązania. Obowiązki określone w ustawie jako przechowywanie aktywów funduszu inwestycyjnego wykonuje **depozytariusz**, z którym Towarzystwo zawiera umowę o przechowanie aktywów funduszu.

Towarzystwo zawiera w imieniu funduszu *umowę o przechowywanie aktywów funduszu*. Może ją zawrzeć wyłącznie z bankiem, którego siedziba znajduje się na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej i którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100.000.000 zł, albo z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych Spółką Akcyjną – o którym mowa poniżej. Umowa o przechowywanie aktywów funduszu określa szczegółowe obowiązki depozytariusza i funduszu inwestycyjnego, sposób ich wykonywania, a także wynagrodzenie depozytariusza, sposób kalkulacji kosztów obciążających fundusz oraz wskazuje osoby wyznaczone przez depozytariusza do wykonywania umowy.

Fundusz inwestycyjny może być utworzony jako: **fundusz otwarty**, **specjalistyczny fundusz otwarty**, **fundusz zamknięty** oraz **fundusz mieszany**.

Fundusze inwestycyjne różnią się głównie tym, jakie rodzaje papierów wartościowych oferują uczestnikom. **Fundusz inwestycyjny otwarty** zbywa jednostki uczestnictwa i odkupuje je na żądanie uczestnika funduszu. Jego jednostki uczestnictwa może nabyć każdy, gdyż ustawa nie przewiduje żadnych ograniczeń w tej kwestii. Z chwilą odkupienia jednostki uczestnictwa są umarzane z mocy prawa. Jednostki uczestnictwa danego funduszu inwestycyjnego otwartego reprezentują jednakowe prawa majątkowe (tj. mają taką samą wartość). Nie mogą być zbyte przez uczestnika na rzecz osób trzecich. Ponadto, podlegają one dziedziczeniu. Fundusz ten zbywa i odkupuje jednostki uczestnictwa z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na dwa tygodnie. Uczestnik tego funduszu może żądać ich odkupienia w punkcie obsługi klienta biura maklerskiego oraz innych punktach obsługi uczestników funduszu bez konieczności posiadania rachunku inwestycyjnego. Jednostki uczestnictwa są zbywane i odkupywane po cenie wynikającej z podzielenia wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek ustaloną na podstawie rejestru uczestników funduszu w dniu wyceny, odpowiednio powiększonej lub pomniejszonej o opłatę, które fundusz może pobierać za zbywanie jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych. Uwagę zwraca uzależnienie wartości jednostek uczestnictwa od wyceny aktywów funduszu, co powoduje prostą zależność zysków osiąganych przez uczestników funduszu od wyników zarządzania jego aktywami, osiągniętymi przez Towarzystwo.

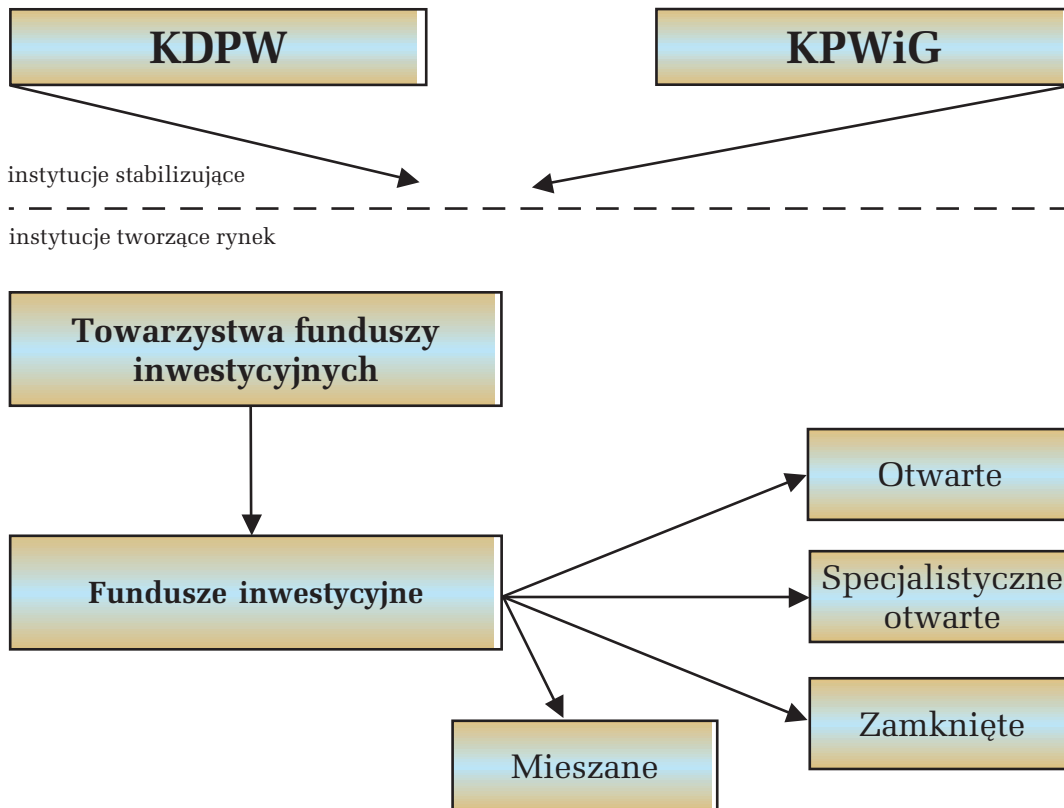
Statut **specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego** może stanowić, że uczestnikami funduszu mogą zostać podmioty określone w statucie lub takie, które spełniają warunki określone w statucie. Jest to bez wątplenia zawężeniem zakresem uczestników tego funduszu. Tą właśnie charakterystyczną cechą różnią się wymienione powyżej fundusze.

Fundusz inwestycyjny zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne, których sam nie nabywa. Certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym na okaziciela, jest niepodzielny i reprezentuje jednakowe prawa majątkowe, a umarza się go wyłącznie w przypadkach przewidzianych w ustawie. Do dopuszczenia certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu i do obrotu tymi certyfikatami stosuje się przepisy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, o ile ustawa nie stanowi inaczej (są one zatem emitowane na zasadzie akcji – w serii, w określonej ilości itp.). Wydanie przez KPWiG zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego zamkniętego jest równoznaczne z dopuszczeniem pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych do obrotu publicznego. Jest to zatem swoiste „zrównanie” certyfikatów inwestycyjnych z akcjami spółek giełdowych. Kolejne emisje certyfikatów inwestycyjnych również wymagać będą zgody KPWiG. Certyfikaty te można nabyć zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym, a zatem uczestnicy omawianego funduszu muszą posiadać rachunek inwestycyjny w domu maklerskim. Certyfikaty inwestycyjne stają się zatem przedmiotem obrotu, na zasadach publicznego obrotu papierami wartościowymi. Dlatego też ich wartość uzależniona jest od wartości rynkowej (giełdowej), jaką osiągają. Omawiany fundusz inwestycyjny nie ma ustawowego obowiązku nabywania emitowanych przez siebie certyfikatów. Jedynym sposobem zmiany ich właściciela jest zatem zbycie ich innemu inwestorowi na giełdzie. Fundusz inwestycyjny zamknięty dokonuje wyceny aktywów funduszu i ustala wartość aktywów netto oraz wartość aktywów netto przypadającą na certyfikat inwestycyjny z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz na sześć miesięcy, na siedem dni przed rozpoczęciem zbywania certyfikatów kolejnej emisji.

Cena emisyjna certyfikatów inwestycyjnych drugiej emisji i następnych nie może być niższa niż wartość aktywów netto funduszu przypadająca na certyfikat inwestycyjny według ostatniej wyceny aktywów poprzedzającej emisji. Cena certyfikatu może być powiększona o opłatę, jaką fundusz inwestycyjny może pobierać za zbywanie certyfikatów inwestycyjnych. Fundusz inwestycyjny zamknięty prowadzi rejestr certyfikatów inwestycyjnych.

Fundusz inwestycyjny mieszany, podobnie jak fundusz inwestycyjny zamknięty, emituje certyfikaty inwestycyjne. W przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych zamkniętych wykupuje je jednak na żądanie uczestnika funduszu. Z chwilą wykupienia przez fundusz

Schemat 3 Podmioty tworzące rynek funduszy inwestycyjnych



certyfikaty inwestycyjne są umarzone z mocy prawa. Certyfikaty inwestycyjne są wykupywane przez fundusz z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz w roku.

Fundusze emerytalne

Fundusz emerytalny (dalej „Fundusz”), jest osobą prawną prawa publicznego, utworzoną na podstawie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 20 listopada 1997 r.¹⁵ (dalej „ustawa”). Czas ich trwania jest - z mocy ustawy - nieograniczony.

Przedmiotem działalności Funduszu jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie, z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego. Fundusze stają się zatem, po pierwsze, instytucjami zaufania publicznego, po drugie zaś istotnym elementem całego programu i narzędziem realizacji pewnej filozofii systemu emerytalnego. Cel funkcjonowania Funduszy można zatem sprowadzić do inwestowania lub zyskowego lokowania środków finansowych członków Funduszu (czyli przyszłych emerytów), a następnie do ich wypłaty, w chwili określonej w przepisach dotyczących wymagalności tych wypłat.

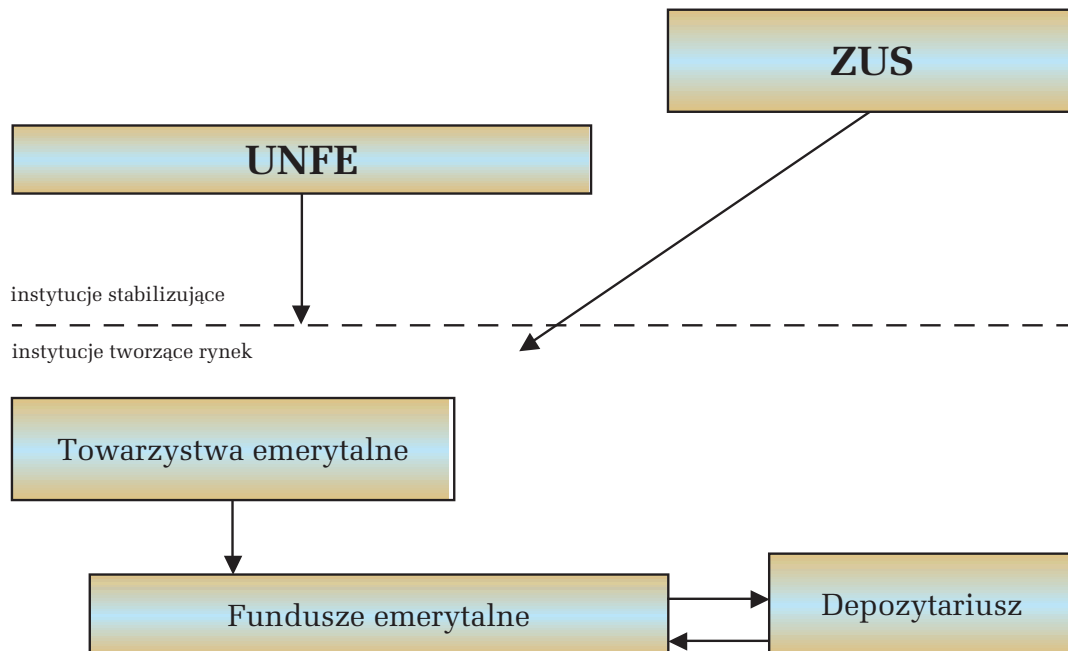
Organem funduszu ściśle związanym z funduszem emerytalnym jest towarzystwo emerytalne (zwane dalej „Towarzystwem”), utworzone - zgodnie z przepisami Ustawy - w formie spółki akcyjnej. Należy podkreślić, że Towarzystwo tworzy Fundusz oraz, jako jego organ, zarządza Funduszem i reprezentuje go w stosunkach z osobami trzecimi - w sposób określony dla reprezentacji Towarzystwa w jego statucie a siedziba Towarzystwa jest jednocześnie siedzibą Funduszu. Taką działalność może prowadzić wyłącznie Towarzystwo. Towarzystwo tworzy i zarządza tylko jednym Funduszem, chyba że zarządzanie więcej niż jednym Funduszem jest skutkiem przejęcia przez Towarzystwo zarządzania innym Funduszem albo połączenia Towarzystw.

Minimalna wysokość kapitału akcyjnego Towarzystwa nie może być niższa niż równowartość w złotych 4.000.000 euro. Ponadto, aktywa funduszu stanowią: składki wpłacane w imieniu członków funduszu oraz nabyte przez fundusz prawa i pożytki z tych praw. Wartość aktywów netto funduszu ustala się, pomniejszając wartość aktywów funduszu o jego zobowiązania.

Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi, (zwany dalej „UNFE”), który nadzoruje funkcjonowanie rynku funduszy emerytalnych, wydaje zezwolenie na utworzenie Funduszu. Po uzyskaniu tego zezwolenia, Towarzystwo niezwłocznie składa do sądu rejestrowego wniosek o wpisanie Funduszu do rejestru funduszy. Fundusz z chwilą wpisania do rejestru funduszy nabywa

¹⁵ Dz.U. nr 934 z 1997 r., poz. 139 ze zmianami.

Schemat 4 Podmioty tworzące rynek funduszy emerytalnych



osobowość prawną, natomiast Towarzystwo staje się organem Funduszu. Rejestr funduszy, który jest jawny i dostępny dla osób trzecich, prowadzi Sąd Wojewódzki w Warszawie.

Warto również podkreślić, że każdorazowe nabycie lub objęcie akcji Towarzystwa wymaga zezwolenia UNFE, a w szczególności przekroczenie progów: 20%, 25%, 33%, 50%, 66%, 75% lub 80% głosów na walnym zgromadzeniu.

Ze względów ostrożnościowych, związanych z ochroną powierzonych przez członków Funduszu środków finansowych, Towarzystwo musi respektować ustawowe ograniczenia związane szeroko rozumianą działalnością inwestycyjną, do których należy m.in. zakaz:

- nabywania lub obejmowania udziałów, akcji albo innych papierów wartościowych, jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych lub tytułów uczestnictwa emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę za granicą oraz uczestniczenia w spółkach nie mających osobowości prawnej;
- nabywania papierów wartościowych emitowanych przez Depozytariusza (o którym mowa poniżej);
- udzielania pożyczek, gwarancji i poręczeń, z wyjątkiem pożyczek z zakładowego funduszu świadczeń socjalnych;
- zaciągania pożyczek i kredytów, w tym także dokonywania emisji obligacji, jeżeli wysokość zobowiązań Towarzystwa z tego tytułu przekroczy łącznie 20% wartości kapitałów własnych.

Uzyskanie członkostwa w otwartym funduszu następuje z chwilą zawarcia umowy z Funduszem. Członkowie deklarują w niej, do którego z Funduszy

będą przekazywane miesięczne składki za pośrednictwem Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Skutkiem powyższej umowy jest również powstanie uprawnienia członków Funduszu do wypłaty przyszłej emerytury. Należy podkreślić, że członkowie Funduszu, czyli przyszli emeryci, nie odpowiadają za jego zobowiązania.

Fundusz jest obowiązany wybrać depozytariusza („Depozytariusz”), któremu – na podstawie umowy – powierza przechowywanie swoich aktywów. Depozytariuszem może być bank, który jest bankiem krajowym w rozumieniu ustawy Prawo bankowe oraz posiada fundusze własne w określonej w Ustawie wysokości. Do obowiązków Depozytariusza w zakresie przechowywania aktywów Funduszu należy m.in.: prowadzenie rejestru aktywów funduszu zapisywanych na właściwych rachunkach oraz przechowywanych przez Depozytariusza i inne podmioty, uprawnione do tego na mocy odrębnych przepisów lub na podstawie umów zawieranych za zgodą Depozytariusza; zapewnienie, aby aktywa funduszu były lokowane zgodnie z przepisami prawa oraz statutem funduszu, zapewnienie terminowego rozliczania umów dotyczących aktywów funduszu oraz umów z członkami funduszu.

Domy maklerskie

Istotnymi uczestnikami rynku finansowego są podmioty prowadzące działalność maklerską. Zgodnie z ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997 r.¹⁶, może być ona prowadzona

¹⁶ Dz.U. nr 118, poz. 754.

wyłącznie przez spółkę akcyjną z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej - przez **dom maklerski**.

Prowadzenie działalności maklerskiej wymaga zezwolenia KPWiG, wydanego na wniosek zainteresowanego podmiotu. Działalność maklerska obejmuje **wykonywanie czynności związanych z obrotem papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu**, polegających na:

- **Oferowaniu papierów wartościowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej.**
- **Nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych na cudzy rachunek, na zasadach określonych w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi jako usługi brokerskie.** W umowie o świadczenie usług brokerskich dom maklerski zobowiązuje się do zawierania umów zlecenia nabycia lub zbycia papierów wartościowych na rynku regulowanym, na warunkach określonych w tej umowie. Na podstawie umowy dom maklerski może zobowiązać się także do prowadzenia rachunku papierów wartościowych lub rachunku pieniężnego służącego do obsługi rachunku papierów wartościowych. Dom maklerski zobowiązuje się, wobec dającego zlecenie, do nabycia lub zbycia oznaczonych papierów wartościowych w imieniu własnym, lecz na rachunek dającego zlecenie.
- **Nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych na własny rachunek w celu realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego.**
- **Zarządzaniu cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie.** Przez zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie, zgodnie z omawianą ustawą, rozumie się odpłatne podejmowanie i realizację decyzji inwestycyjnych na rachunek zleceniodawcy, w ramach pozostawionych przez zleceniodawcę do dyspozycji zarządzającego środków pieniężnych i papierów wartościowych zapisanych na rachunkach zleceniodawcy.
- **Doradztwie w zakresie obrotu papierami wartościowymi.** Przez doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi, zgodnie z omawianą ustawą, rozumie się odpłatne udzielanie pisemnej lub ustnej rekomendacji nabycia lub zbycia oznaczonych papierów wartościowych albo powstrzymania się od zawarcia transakcji dotyczącej tych papierów.
- **Prowadzeniu rachunków papierów wartościowych oraz rachunków pieniężnych służących do ich obsługi.**

Przedmiotem czynności, o których mowa powyżej mogą być również papiery wartościowe będące w obrocie na zagranicznych rynkach regulowanych w krajach należących do OECD.

Dom maklerski mający zezwolenie na wykonywanie określonych wyżej czynności – zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie oraz doradztwa w zakresie obrotu papierami wartościowymi - jest zobowiązany, zgodnie z dyspozycją zawartą w omawianej ustawie, do zatrudniania **doradców**

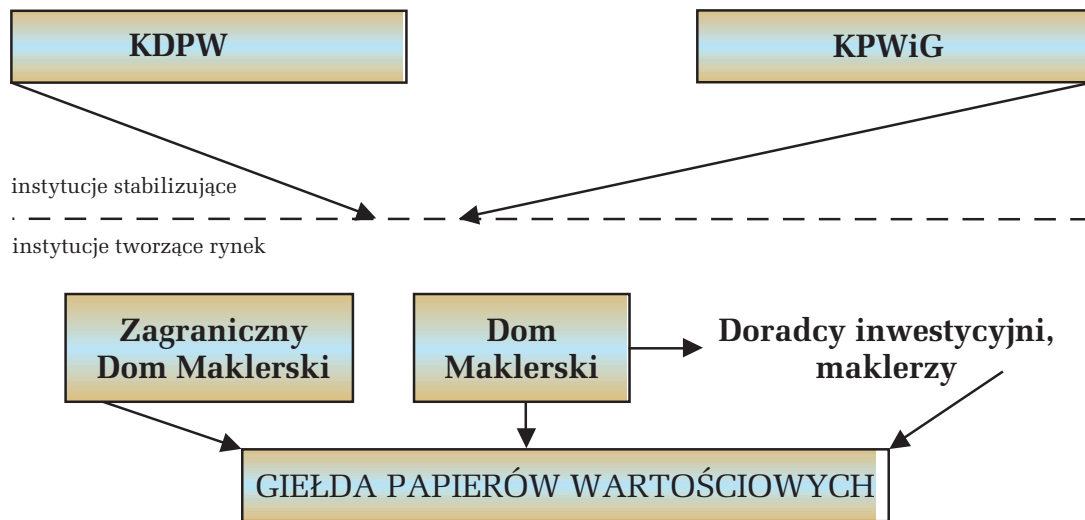
inwestycyjnych. Do wykonywania pozostałych czynności domu maklerskiego niezbędne jest zatrudnienie **maklerów papierów wartościowych**. Nabycie prawa do wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych lub doradcy inwestycyjnego wymaga spełnienia ustawowych warunków (art. 22 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi) oraz uzyskania zezwolenia KPWiG, czyli wpisania na listę maklerów papierów wartościowych lub listę doradców inwestycyjnych. Oba powyższe zawody są zawodami zaufania publicznego, gdyż ich wykonywanie wiąże się z operacjami finansowymi mającymi wpływ na majątek zleceniodawcy oraz interesy Skarbu Państwa.

Ponadto, za zezwoleniem KPWiG i na określonych w nim warunkach domy maklerskie mogą podejmować czynności faktyczne i prawne, których celem jest doprowadzenie do objęcia lub nabycia przez zleceniodawcę papierów wartościowych niedopuszczonych do publicznego obrotu, oraz inne czynności związane z obrotem takimi papierami lub z obsługą towarzystw funduszy powierniczych, towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, towarzystw emerytalnych i funduszy emerytalnych.

Domy maklerskie, w liczbie co najmniej 25, mogą utworzyć izbę gospodarczą, do której obowiązków należy w szczególności określanie i kodyfikacja zasad uczciwego obrotu oraz przyjętych w obrocie zwyczajów. Organizację władz izby, tryb ich powoływania, zakres kompetencji oraz zadania izby określa statut izby.

Zagraniczna osoba prawna, prowadząca działalność maklerską w kraju należącym do OECD, może *prowadzić działalność maklerską* na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w formie *oddziały* lub *przedstawicielstwa*. Do działalności maklerskiej prowadzonej przez zagraniczne osoby prawne w tej formie stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące domów maklerskich. Doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu może być prowadzone przez zagraniczne osoby prawne świadczące usługi o tym samym charakterze w krajach należących do OECD, bez zachowania warunku określonego powyżej, czyli działania w formie oddziały lub przedstawicielstwa. Dodatkowo, za zezwoleniem KPWiG i na warunkach w nim określonych **podmiot zagraniczny**, który przechowuje papiery wartościowe lub pośredniczy w obrocie papierami wartościowymi w krajach należących do OECD (czyli zagraniczny dom maklerski), może - działając na rachunek innych podmiotów zagranicznych i na podstawie udzielonego przez nie upoważnienia - zawierać umowy o świadczenie usług brokerskich lub otwierać rachunki papierów wartościowych w podmiotach, które na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej świadczą usługi brokerskie lub prowadzą rachunki papierów wartościowych. Istotą tej działalności jest dokonywanie czynności na polskim rynku kapitałowym przez zagraniczne domy maklerskie, które nie

Schemat 5 Funkcjonowanie domów maklerskich



zakładają własnych oddziałów lub przedstawicielstw w Polsce, lecz zlecają określone czynności polskim domom maklerskim.

Zgodnie z przepisami omawianej ustawy, prowadzenie działalności maklerskiej jest możliwe również przez **bank**. Wymaga to jednak zezwolenia KPWiG wydane na wniosek zainteresowanego banku.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA

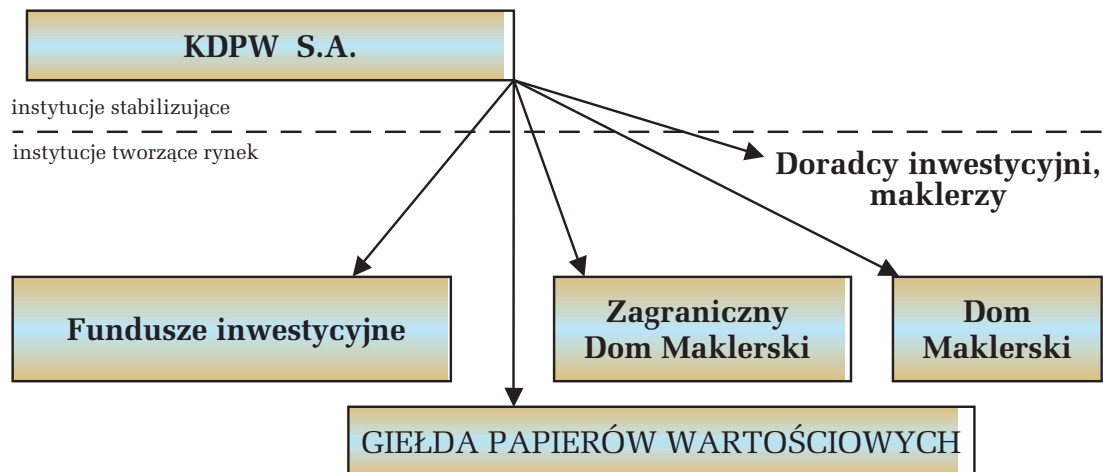
We właściwym funkcjonowaniu zarówno rynku kapitałowego, jak i całego rynku finansowego istotną rolę odgrywa **Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych** („Krajowy Depozyt”) mający formę spółki akcyjnej. Działa on na podstawie art. 124 i następnich ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Jego akcje mogą być wyłącznie imienne i są pozbawione prawa do dywidendy. Wynika to z faktu, że jest on spółką „non profit”, realizującą określone, niezmiernie ważne zadania w publicznym obrocie papierami wartościowymi. Akcjonariuszami Krajowego Depozytu mogą być wyłącznie: spółki prowadzące giełdę, domy maklerskie, spółki prowadzące rynek pozagiełdowy, Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski oraz banki.

Do zadań Krajowego Depozytu, określanego jako centralna instytucja depozytowo-rozliczeniowa w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi¹⁷, należy przede wszystkim prowadzenie depozytu papierów wartościowych. Polega ono na prowadzeniu systemu rejestracji papierów wartościowych, obejmującego rachunki papierów wartościowych i konta depozytowe prowadzone przez podmioty do tego upoważnione, a w szczególności na:

- **Rejestrowaniu papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu.** Polega to na ewidencji papierów wartościowych, prowadzonej na specjalnych kontach ewidencyjnych, służących do rejestracji papierów wartościowych zapisanych na kontach depozytowych i na rachunkach papierów wartościowych.
- **Nadzorowaniu zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych znajdujących się w obrocie.** W praktyce polega to na badaniu zgodności liczby papierów wartościowych znajdujących się na kontach emisyjnych z liczbą papierów wartościowych, która wynika z prowadzonych przez Krajowy Depozyt kont ewidencyjnych. Badanie to niewątpliwie można zaliczyć do czynności mających na celu przyczynienie się do pewności i bezpieczeństwa publicznego obrotu papierami wartościowymi.
- **Obsłudze realizacji zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z papierów wartościowych.** Krajowy Depozyt ma obowiązek współdziałania z emitentami papierów wartościowych przy obsłudze wykonywania ich zobowiązań z papierów wartościowych. Przejawia się to np.: w pośrednictwie przy dokonywaniu przez emitenta wypłaty dywidendy, przeprowadzaniu procedury prawa poboru akcji nowej emisji czy prawa zamiany obligacji zamiennych na akcje.
- **Rozliczaniu transakcji zawieranych na rynku regulowanym oraz transakcji wtórnego obrotu papierami wartościowymi.** Krajowy Depozyt organizuje i prowadzi rozliczenia transakcji zawieranych na rynku regulowanym. W ten sposób umożliwia stronom tych transakcji wymianę świadczeń, czyli ze strony nabywcy uzyskanie prawa własności do nabytych papierów wartościowych, ze strony zbywcy zaś - uzyskanie przysługującego świadczenia pieniężnego.

¹⁷ Prawo Handlowe. Praca pod red. J. Opalskiego. Warszawa 1999 KiK.

Schemat 6



Uwagę zwraca umowność terminu „depozyt” papierów wartościowych¹⁸. Zgodnie bowiem z art. 7 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu nie mają formy dokumentu; funkcjonują w formie zdematerializowanej, jako zapis na rachunku papierów wartościowych. Prowadzony przez Krajowy Depozyt „depozyt” papierów wartościowych należy zatem rozumieć jako rejestrację w formie zapisów komputerowych na odpowiednich kontach Krajowego Depozytu.

Ponadto, Krajowy Depozyt może obsługiwać obrót papierami wartościowymi niedopuszczonymi do publicznego obrotu. Do obsługi tej stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące prowadzenia depozytu papierów wartościowych, chyba że ustawa stanowi inaczej. Krajowy Depozyt może także prowadzić rachunki pieniężne, dokonywać rozliczeń pieniężnych, udzielać pożyczek oraz uczestniczyć w rozrachunkach dokonywanych przez Narodowy Bank Polski na zasadach stosowanych w przypadku rozrachunków międzybankowych. Czynności te mają służyć realizacji rozliczeń transakcji i innych operacji, związanych z należnościami lub zobowiązaniami pieniężnymi uczestników publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Powyżej syntetycznie przedstawiono kluczowe podmioty polskiego rynku finansowego, jak również podmioty o charakterze gwarancyjnym, służące zabezpieczeniu interesów osób, które powierzają swoje środki pieniężne instytucjom finansowym.

Podmiotami, których nie omówiono w artykule, a których działalność ma również istotne znaczenie dla funkcjonowania rynku finansowego, są: Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) oraz Generalny Inspektor Informacji Finansowej (GIIF). UOKiK, działający na mocy ustawy z dnia 15 grudnia 2000 r. o ochronie

konkurencji i konsumentów, przeciwdziała praktykom ograniczającym konkurencję, a w szczególności antykonkurencyjnym koncentracjom przedsiębiorców i ich związków. GIIF natomiast, działający na podstawie ustawy z dnia 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego wartości niemajątkowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł, przeciwdziała tzw. praniu brudnych pieniędzy, m.in. poprzez uzyskiwanie i analizowanie informacji o transakcjach finansowych, określonych w przedmiotowej ustawie.

Innym mechanizmem przewidzianym przez ustawodawcę w celu zabezpieczenia środków finansowych przekazywanych instytucjom zaufania publicznego, poza przedstawionym w niniejszym artykule systemem gwarancyjnym, jest - bez wątpienia wyrażenie umocowanie w polskim porządku prawnym - system instytucji nadzorczych nad rynkiem finansowym. Instytucjami nadzorczymi nad rynkami usług są: w przypadku usług bankowych - Komisja Nadzoru Bankowego, ubezpieczeniowych - Państwowy Urząd Nadzoru Ubezpieczeniowego, papierów wartościowych - Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, funduszy emerytalnych - Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi. Chronią one interesy klientów tych instytucji.

Jedną ze światowych tendencji, jest konsolidacja podmiotów nadzorczych, tak aby nadzór nad różnymi instytucjami rynku finansowego znajdował się „pod wspólnym dachem”. Jest to istotne, gdyż wielokrotnie instytucje finansowe tworzą wielopodmiotowe grupy kapitałowe, w ramach których działają zarówno banki, jak i domy maklerskie, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne czy zakłady ubezpieczeń, dokonujące czynności na różnych obszarach rynku finansowego. Nadzór nad rynkiem finansowym, dokonywany „pod wspólnym dachem” (wzorem brytyjskiej *Financial Services Authority*), miałby zatem, jak się wydaje, większe szanse na analizę omawianych dynamicznych

¹⁸ M. Romanowski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* - Komentarz. Warszawa 1999 C.H. Beck

zjawisk „przenikania się” usług i instytucji rynku finansowego. Proces dostosowywania podmiotów nadzorczych do zmieniających się potrzeb rynku powoli już następuje. Istniejące projekty zakładają stworzenie wspólnego organu nadzoru dla rynku ubezpieczeń i rynku funduszy emerytalnych – w formie Komisji Nadzoru Ubezpieczeniowego.

W przekonaniu autora niniejszej publikacji, polski rynek instytucji finansowych jest - pomimo istniejących niedoskonałości - zbliżony do standardów rynków finansowych świata. W oficjalnych dokumentach Rządu Rzeczypospolitej Polskiej, określających warunki dostosowania Polski do wymogów jednolitego rynku Unii Europejskiej¹⁹, wskazuje się raczej na konieczność radykalnej poprawy efektywności i wzmocnienia kapitałowego polskich instytucji finansowych jeszcze przed uzyskaniem członkostwa w Unii Europejskiej, nie zaś

¹⁹ NPPC (Narodowy Program Przygotowania Polski do Członkostwa) oraz inne dokumenty dotyczące następujących obszarów negocjacyjnych, m.in.: swobody świadczenia usług, swobody przepływu kapitału, unii gospodarczej i walutowej czy też ochrony konsumenta.

na konieczność zmian podmiotowych na polskim rynku finansowym. W okresie polskiego dochodzenia do członkostwa w Unii Europejskiej niezbędna jest zatem polityka wspierająca restrukturyzację, konsolidację i prywatyzację polskich instytucji finansowych – w tym także poprzez poszukiwanie zagranicznych inwestorów strategicznych. Wynikiem tych działań powinna być poprawa efektywności sektora finansowego i jego przygotowanie do unijnej konkurencji rynkowej.

Reasumując, omówione w niniejszym artykule podmioty są z systemowego punktu widzenia podobne do tych instytucji finansowych, które tworzą najbardziej rozwinięte rynki finansowe świata. Oczywiście, wciąż istnieją pewne różnice, które wynikają z zaślanych po 1989 r. zapóźnień o charakterze kapitałowym, organizacyjnym, a nawet kadrowym. Wydaje się jednak, że nie są one w stanie podważyć poglądu, iż oto istnieje gałąź polskiej gospodarki, która już teraz, będąc podmiotowo zbliżona do standardów rynków finansowych na świecie, powoli staje się elementem w pełni zintegrowanej globalnej gospodarki.

Cele i funkcje Prawa dewizowego w obliczu kryzysów walutowych

Michał Kubicz

Uwagi ogólne

Prawo dewizowe a interes dewizowy Państwa

Jedną z podstawowych funkcji prawa dewizowego, o których mowa w piśmiennictwie, jest ochrona szeroko rozumianego interesu dewizowego Państwa. Czym jest interes dewizowy Państwa? W minionym okresie można było uznać, że interes ten wyraża się w gromadzeniu przez Państwo, mające z założenia monopol na dokonywanie obrotu dewizowego, wszystkich środków dewizowych. Obecnie jednak tak pojmowany interes dewizowy Państwa stracił sens. Uważam, że w chwili obecnej nie można utożsamiać go z dbaniem o to, by w ręku Państwa skupione były określone tzw. wartości dewizowe. Po zmianie ustroju oraz po doświadczeniach minionego dziesięciolecia interes dewizowy Państwa może być utożsamiany z ochroną stabilności i integralności systemu finansowego Państwa. Taką definicję interesu dewizowego Państwa sugeruje też art. 18 ustawy z dnia 18 grudnia 1998 r. Prawo dewizowe¹, który odnosi się do uprawnień Rady Ministrów do ustanowienia tzw. nadzwyczajnych ograniczeń obrotu dewizowego. Innymi słowy, interes dewizowy Państwa to nic innego, jak ochrona tego Państwa przed ewentualnym wystąpieniem kryzysu walutowego oraz jego skutkami.

Zakres ochrony przed kryzysem walutowym poprzez regulacje dewizowe

Na wstępie należy zaznaczyć, że możliwe jest rozróżnienie kilku rodzajów szeroko rozumianych kryzysów w gospodarce danego kraju. Można wyodrębnić między innymi:

- kryzysy walutowe, czyli kryzysy na rynkach pieniężnych,
 - kryzysy na rynkach kapitałowych, np. na giełdzie papierów wartościowych,
 - kryzysy sektora bankowego.
- Powstanie wyżej wymienionych kryzysów przekłada się wcześniej czy później na sferę realną gospodarki, skutkując spadkiem produkcji, wzrostem bezrobocia, spadkiem dochodów itd.

Rola prawa dewizowego, jeśli chodzi o kryzysy walutowe, sprowadza się do dwóch podstawowych aspektów:

- po pierwsze: celem prawa dewizowego jest stwarzanie regulacji prawnych, zapobiegających narastaniu w gospodarce czynników kryzysogennych i przeciwdziałających potencjalnym, przyszłym kryzysom;
- po drugie: prawo dewizowe ma za zadanie ograniczać skutki kryzysu walutowego, który już nastąpił oraz ograniczać skalę odpływu kapitału spowodowanego kryzysem.

Zwracam jednak uwagę, że prawo dewizowe nie jest sposobem na całkowite zapobieżenie powstaniu kryzysów w gospodarce danego państwa, ale w konkretnych sytuacjach może zapobiec wystąpieniu niekorzystnych zjawisk, które sprzyjają powstaniu kryzysów.

Źródła kryzysu walutowego

Źródła kryzysów walutowych są bardzo zróżnicowane. Mogą nimi być w szczególności:

- duży deficyt w obrotach bieżących finansowany napływem kapitału spekulacyjnego²,
- narastające zadłużenie zagraniczne.

¹ Dz.U. nr 160/1998 poz.1063 z późniejszymi zmianami.

² W. Orłowski: *Makroekonomiczne przyczyny deficytu obrotów bieżących*. Praca zbiorowa pod red. U. Płowiec i W. Orłowskiego: *Bilans płatniczy Polski*. Warszawa 1999 Dom Wydawniczy BELLONA, s. 19.

Kryzys azjatycki w 1997 r. spowodowany był między innymi ogromnym zadłużeniem azjatyckich banków i przedsiębiorstw, przy czym zadłużenie to miało w znacznej części charakter krótkoterminowy. Gdy w 1997 r. opublikowano dane dotyczące skali i tempa wzrostu zadłużenia krótkoterminowego, inwestorzy zaczęli mieć obawy o wypłacalność gospodarek azjatyckich, co zaowocowało kryzysem walutowym³.

Oba powyższe czynniki mogące wywołać kryzys walutowy - kapitał spekulacyjny i zadłużenie zagraniczne pozostają w zasięgu zainteresowania prawa dewizowego, które ma zadanie kontrolowanie i reglamentowanie przepływów finansowych między krajami. Warunkiem kryzysu finansowego jest obecność inwestorów zagranicznych, których odpływ może wywołać kryzys walutowy. W tym sensie pełna i skuteczna reglamentacja dewizowa, zakazująca jakichkolwiek przepływów kapitałowych z zagranicy i za granicę, gwarantowałaby brak jakiegokolwiek ryzyka wystąpienia kryzysu walutowego. Jednak w sytuacji wzrostu wymiany handlowej między krajami, przepływających kapitałów i postępującej globalizacji taka restrykcyjność prawa dewizowego nie jest możliwa. Prawo dewizowe może być tylko instrumentem, poprzez który ustawodawca eliminuje jedynie najbardziej „niebezpieczne” rodzaje przepływów finansowych.

Mechanika kryzysu walutowego

Kryzysem walutowym jest nagła utrata zaufania rynków finansowych do danej waluty. Pojawia się natomiast przekonanie inwestorów, że nieuchronny jest spadek wartości waluty danego kraju. Problematyka kryzysów walutowych jest przedmiotem obszernej pracy zbiorowej pt. *Kryzysy walutowe*⁴. Poniżej przytoczę tylko ogólne wnioski wynikające z tej pracy.

Kryzysy walutowe mają zróżnicowany przebieg i mogą być wywołane bardzo wieloma czynnikami. Czynniki te są tak różne, że niekiedy nie można dokładnie określić ani czy, ani kiedy nastąpi kryzys walutowy. Kryzys walutowy rozpoczyna się, gdy bank centralny danego państwa nie może (z braku środków w postaci rezerw walutowych) lub nie chce (z powodu zbyt wysokich w jego ocenie, kosztów) bronić swej waluty. Obrona waluty polega na jej skupowaniu, co powoduje, że jej podaż jest równoważona przez wysoki popyt i kurs jest utrzymywany. W ten sposób wycofywanie się inwestorów z danego rynku nie powoduje od razu spadku wartości danej waluty.

Rezygnując z obrony waluty, bank centralny skazuje ją na spadek wartości, ponieważ nie ma jak zrównoważyć rosnącej jej podaży. Rozwój kryzysu walutowego wtedy nabiera tempa. Zaczyna się gwałtowna ucieczka kapitału

z rynku danego kraju. Równoległe szansę na szybki zarobek zaczynają widzieć tzw. inwestorzy krótkoterminowi, czyli po prostu spekulanci. Rozpoczynają oni spekulację lokalną walutą, z czym wiąże się wzmożony popyt na pożyczki krótkoterminowe. Wzmożony popyt na takie pożyczki skutkuje znacznym, skokowym wzrostem stóp procentowych. Jednak podwyższenie stóp procentowych ma swoje złe strony. Powoduje ono bowiem podwyższenie oprocentowania kredytów zaciągniętych w lokalnej walucie przez podmioty gospodarcze i wzrost kosztów ich obsługi.

W podobnej sytuacji znajdują się podmioty, które zaciągają zobowiązania finansowe w walutach obcych, np. kredyty dewizowe. Spadek wartości lokalnej waluty (wyrażający się wzrostem wartości walut obcych) skutkuje tym, że przedsiębiorstwa, które zaciągnęły kredyty dewizowe, również odczuwają wyższe koszty obsługi tych kredytów.

Wyższe oprocentowanie kredytów, wyższe koszty ich obsługi oraz trudności z terminowym wywiązywaniem się z zaciągniętych wcześniej zobowiązań sprawiają, że powiększa się pula złych kredytów. W dodatku spadek wartości papierów wartościowych powoduje, że obniża się wartość ustanowionych na nich zabezpieczeń kredytów. Na skutek tego banki domagają się ustanowienia nowych zabezpieczeń lub zwrotu pożyczonego kapitału, co tylko pogarsza sytuację podmiotów, które wcześniej ten kapitał pożyczły.

Trudności nie omijają sektora bankowego. Powiększająca się pula złych kredytów, trudności z wyegzekwowaniem należności, a na domiar złego wyższe koszty pozyskania kapitału (wyższe stopy procentowe!) oraz obniżenie przychodów dodatkowo pogarszają sytuację banków. Spadek dochodów banków powoduje, że słabsze banki bankrutują, a to z kolei podważa zaufanie do instytucji finansowych. Rozpoczyna się wycofywanie depozytów, co tylko pogłębia kryzys sektora bankowego. Przykładowo, na wieść o kryzysie walutowym w Meksyku z banków argentyńskich, w obawie przed podobnym kryzysem w tym kraju, wycofano ponad 18% depozytów.

To oczywiście czarny scenariusz. Władze państwowe interweniują, wprowadzając programy ratunkowe mające na celu zahamowanie odpływu kapitału i przywrócenie zaufania inwestorów. Władze mogą posłużyć się bronią o charakterze ekonomicznym, np. wyższymi stopami procentowymi oferowanymi przez siebie papierów wartościowych, lub argumentami o charakterze administracyjnym, które mają udaremnić zbyt szybki odpływ kapitału. O tych ostatnich będzie mowa w niniejszym opracowaniu.

Prawo dewizowe a kryzysy walutowe

Celem prawa dewizowego w związku z jego funkcją ochrony interesu dewizowego Państwa jest takie regulowanie przepływów finansowych, by zminimalizować

³ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piacecki, U. Żuławska: *Kryzysy walutowe*. Warszawa 2001 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 21 i nast.

⁴ Jak wyżej.

ryziko powstania kryzysu finansowego. Aby należycie spełniać tę funkcję, prawo dewizowe musi stać się instrumentem służącym kształtowaniu struktury kapitału zagranicznego w danym kraju.

W przypadku krajów mających ujemny bilans obrotów bieżących istotnym problemem jest odpowiednia struktura przepływów kapitałowych mających pokryć deficyt tych obrotów. Najogólniej rzecz ujmując, gdy w danym kraju istnieje duży deficyt obrotów bieżących, zachodzi konieczność zrównoważenia go poprzez np. przyciągnięcie inwestycji bezpośrednich, w tym poprzez prywatyzację, napływy inwestycji portfelowych.

O niekorzystnej strukturze kapitału zagranicznego możemy mówić w przypadku znacznej przewagi kapitału krótkoterminowego nad inwestycjami bezpośrednimi.

Postaram się wykazać, w jaki sposób regulacje prawodewizowe mogą wpływać na strukturę kapitału napływającego do kraju oraz w jaki sposób ustawodawca stara się przeciwdziałać potencjalnym kryzysom stosując regulacje prawodewizowe. Postaram się również przeanalizować skuteczność i szczelność poszczególnych restrykcji prawa dewizowego.

Kredyty i pożyczki krótkoterminowe a spekulacja

Jak już zaznaczyłem, jednym ze źródeł, ale i czynników napędzających kryzysy walutowe jest spekulacja walutą. Kiedy powstaje sytuacja, w której „inwestorzy krótkoterminowi” (czyli inaczej spekulanci finansowi) starają się wykorzystać zachwianie wartości danej waluty, by na tym zarobić, pojawia się zarodek kryzysu walutowego.

Mechanizm spekulacji walutą działa w następujący sposób. Inwestor zamierzający dokonać spekulacji pożyczka np. walutę polską na bardzo krótki okres. Następnie - licząc na szybki spadek wartości złotego - natychmiast wymienia ją na walutę obcą. Jeżeli jego przewidywania istotnie się spełnią, wówczas - kiedy nadejdzie termin spłaty pożyczki - inwestor sprzedaje dolary i kupuje złotówki po to, by spłacić swe zobowiązanie względem pożyczkodawcy. Jednak teraz żeby spłacić zobowiązanie, inwestor musi wydać znacznie mniej dolarów, by kupić złotówki (bo kurs złotego spadł). Tak więc inwestor spłaca pożyczkę, a różnica kursów pomniejszona o oprocentowanie pożyczki stanowi jego zysk. Taki mechanizm spekulacji walutą zaobserwowano np. podczas kryzysu walutowego w Czechach w 1997 r.

Jeżeli transakcje spekulacyjne mają charakter masowy, wówczas możliwe jest, że doprowadzą do powstania kryzysu walutowego, którego przebieg przedstawiłem wyżej.

Jak polskie prawo dewizowe stara się zapobiegać spekulacji walutą? Pożyczki i kredyty stanowią zasadniczo tzw. obrót kredytowy w rozumieniu prawa dewizowego. Poza obrotem kredytowym niektóre pożyczki i kredyty mogą w określonych sytuacjach stanowić:

– obrót bieżący (gdy są przeznaczone na finansowanie świadczeń niepieniężnych w ramach części umów stanowiących obrót bieżący),

– inwestycje bezpośrednie,

– pozagospodarczy obrót kapitałowy.

Jednak kredyty i pożyczki o charakterze spekulacyjnym mieszczą się raczej w definicji obrotu kredytowego niż w pozostałych rodzajach obrotu kapitałowego.

Zgodnie z art. 9 Prawa dewizowego, zezwolenia dewizowego wymaga dokonanie obrotu kredytowego skutkującego powstaniem długu, którego termin zapłaty jest krótszy niż rok. Ustawodawca wyszedł zatem z założenia, że pożyczki i kredyty służące spekulacji walutą są zaciągane w krótszych terminach. Tok rozumowania wydaje się słuszny.

Można jednak się zastanowić, czy mając do czynienia z taką regulacją inwestorzy krótkoterminowi nie będą próbowali jej ominąć:

– poprzez zaciąganie pożyczek i kredytów o terminie zapłaty powyżej 1 roku, ale z założeniem, że spłata nastąpi przed terminem zawartym w umowie (Prawo dewizowe nie uniemożliwia wcześniejszego uregulowania zobowiązania); jednak możliwość spekulacji w takich warunkach byłaby w praktyce ograniczona postanowieniami samych umów pożyczek i kredytów;

– zamiast zaciągania pożyczek inwestorzy mogliby zawrzeć umowy sprzedaży waluty ze zobowiązaniem jej odsprzedania po upływie określonego czasu po ustalonej wcześniej cenie; taka transakcja mogłaby jednak zostać uznana za stanowiącą obejście prawa i jako taka być nieważna zgodnie z art. 58 Kodeksu cywilnego.

Należy też zwrócić uwagę, że reglamentacja mająca na celu zakazanie spekulacji walutą jest o tyle nieskuteczna, że obejmuje tylko spekulację stanowiącą obrót dewizowy z zagranicą. Tymczasem nie można przecież wykluczyć, że ten sam mechanizm spekulowania polską walutą będzie wykorzystany przez podmioty będące rezydentami. Ponieważ nie będziemy mieli w takim przypadku do czynienia z obrotem dewizowym z zagranicą, więc taka spekulacja pozostanie poza jakimikolwiek restrykcjami dewizowymi. A przecież taka spekulacja może być tak samo groźna jak spekulacja dokonywana przez nierezydentów.

Jedynym ograniczeniem spekulacji dokonywanej przez rezydentów mogłyby być chyba skromniejsze środki, którymi dysponują nasi rezydenci i którymi mogliby się posłużyć do spekulacji. Niemniej jednak podczas kryzysu walutowego w Czechach, jeśli chodzi o spekulację koroną czeską zaobserwowano aktywność również rezydentów, co zdaje się potwierdzać potencjalne ryzyko związane ze spekulacją.

Jak iluzoryczna jest szczelność reglamentacji mającej nas chronić przed spekulacją walutą, widać szczególnie wyraźnie, gdy uświadomimy sobie, że nierezydent zamierzający sztucznie wywołać kryzys walutowy

i wykorzystać go do celów spekulacyjnych oraz posiadający konieczne do tego znaczne zasoby finansowe, może w Polsce utworzyć spółkę, która jako rezydent nie będzie podlegać znacznej części restrykcji dewizowych, bo dokonywane przez nią transakcje nie będą stanowić obrotu dewizowego z zagranicą. Spółka taka może uzyskać niezbędne środki pieniężne w celu przeprowadzenia ataku spekulacyjnego na polską walutę w każdej formie dofinansowania stanowiącej inwestycję bezpośrednią w rozumieniu prawa dewizowego. Zatem nie przepisy prawa dewizowego, lecz jedynie znaczne rezerwy walutowe banku centralnego mogą stanowić obronę przed spekulacją walutą. Regulacje dewizowe w tej dziedzinie należy ocenić jako wyjątkowo nieskuteczne.

Kredyty w walutach obcych

Jednym z czynników wpływających na powstanie zagrożenia kryzysem walutowym jest pojawienie się dużego zadłużenia zagranicznego. Zaciąganie kredytów w walutach obcych jest często bardzo korzystne w krajach, w których kredyty w rodzimej walucie są wysoko oprocentowane (z taką sytuacją mamy do czynienia w Polsce).

W przypadku wystąpienia kryzysu walutowego dla wielu przedsiębiorstw tani, w założeniu, kredyt w walutach obcych może jednak stanowić pułapkę. Podmioty finansujące swe inwestycje poprzez zaciąganie kredytów dewizowych powinny liczyć się z tym, że zaciągając takie zobowiązanie biorą na siebie ryzyko. Jeżeli bowiem wartość waluty, w której zaciągnięte zostało zobowiązanie, znacznie wzrośnie, wówczas koszty obsługi tego kredytu będą znacznie wyższe, niż pierwotnie zakładano. Ryzyko to dotyczy w zasadzie jedynie kredytów długoterminowych. Kredyty o krótkim terminie spłaty w mniejszym stopniu uzależniają kredytobiorców od zmian stopy oprocentowania.

Sytuację podmiotów korzystających z kredytów długoterminowych pogarsza dodatkowo fakt, że w krajach takich jak nasz instrumenty finansowe mające zabezpieczyć kredytobiorców przed ryzykiem kursowym są jeszcze relatywnie rzadko spotykane. Tymczasem korzystanie z takich instrumentów oferowanych przez podmioty zagraniczne jest restrykcyjnie reglamentowane przez prawo dewizowe.

Czy polskie prawo dewizowe stara się przeciwdziałać zaciąganiu kredytów zagranicznych? Jedynie w ograniczonym zakresie. Jeśli chodzi o pożyczki i kredyty krótkoterminowe zaciągane w zagranicznych instytucjach kredytowych, stosuje się kryterium 1 roku, o którym wspominałem już przy okazji omawiania spekulacji walutą. Jeżeli natomiast chodzi o kredyty i pożyczki o charakterze średnio- i długoterminowym, to nie podlegają one żadnym restrykcjom dewizowym. Kredyty i pożyczki udzielane rezydentom stanowią:

– inwestycję bezpośrednią, która nie wymaga żadnego zezwolenia dewizowego,

– obrót kredytowy, który również nie wymaga zezwolenia dewizowego (wymagają zezwolenia dewizowego jedynie pożyczki i kredyty krótkoterminowe).

Można zadać sobie pytanie: jeśli nadmierne zadłużenie w bankach zagranicznych stanowi takie zagrożenie, to dlaczego prawo dewizowe w żaden sposób ogranicza ich zaciągania? Wynika to stąd, że kredyty (przede wszystkim długoterminowe) jako inwestycje bezpośrednie stanowią jedno z podstawowych źródeł finansowania deficytu obrotów bieżących. W sytuacji, gdy oszczędności krajowe są niewielkie, kredyty udzielane z zagranicy w walutach obcych stanowią zatem jedno ze źródeł finansowania inwestycji w kraju. W rezultacie udzielanie kredytów z zagranicy jest korzystne z punktu widzenia interesu dewizowego Państwa.

Analizując kwestię kredytów, nie można nie wspomnieć o kredytach dewizowych zaciąganych w bankach krajowych. Kredyty te - jeśli ich łączna wartość jest znaczna - mogą mieć znaczenie w czasie kryzysu walutowego z uwagi na wzrost kosztów ich obsługi. Otóż w świetle prawa dewizowego kredyty dewizowe zaciągane przez rezydentów w bankach krajowych stanowią tzw. wewnętrzny obrót dewizowy. Dokonanie takiego obrotu nie wymaga zezwolenia dewizowego, co wynika z autonomii dewizowej banków określonej w art. 4 Prawa dewizowego.

Ustawodawca nie zastosował w prawie dewizowym żadnych szczególnych środków, które ograniczyłyby zaciąganie przez rezydentów kredytów w walutach obcych w bankach krajowych. Jedynym ograniczeniem zaciągania kredytów w bankach zagranicznych oraz kredytów w walutach obcych znajduje się w ustawie o finansach publicznych⁵. Art. 51 tej ustawy zakazuje jednostkom samorządu terytorialnego oraz innym podmiotom sektora finansów publicznych - poza Skarbem Państwa oraz podmiotami objętymi wyjątkami określonymi w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 28 września 1999 r.⁶ - zaciągania zobowiązań finansowych, których maksymalna wartość nominalna w złotych nie jest określona w dniu zawierania transakcji. Ograniczenie to nie jest zawarte w ustawie Prawo dewizowe, ale przyświecają mu te same cele, które legły u podłoża regulacji Prawa dewizowego. Ograniczenie to ma chronić jednostki sektora finansów publicznych przed zaciąganiem zobowiązań obciążonych ryzykiem kursowym.

Pochodne instrumenty finansowe

Pochodne instrumenty finansowe są to prawa majątkowe, których cena jest określona przez wartość danego instrumentu bazowego. Instrumenty bazowe mogą być

⁵ Dz.U. 155/1998, poz. 1014 z późn. zm.

⁶ Dz.U. 80/1999, poz. 905 z późn. zm.

bardzo różne: mogą to być waluty obce, kursy akcji, złoto, platyna, towary itd.

Rola instrumentów pochodnych na rynku finansowym jest bardzo złożona. Z pewnością mogą one stanowić sposób na ograniczenie ryzyka kursowego⁷. Z taką sytuacją będziemy mieli często do czynienia przypadku instrumentów pochodnych w rodzaju:

- *cap, floor, collar*,
- opcji na walutę obcą,
- transakcji typu swap.

Korzystanie z pochodnych instrumentów finansowych w tej roli świadczy o rozsądnym i rozważnym podejściu do zaciąganych zobowiązań finansowych w stosujących je przedsiębiorstwach. Z drugiej jednak strony korzystanie z pochodnych instrumentów finansowych może stanowić formę spekulacji⁸, która w określonych sytuacjach może okazać się wyjątkowo kryzysogenna⁹.

O szczególnej roli pochodnych instrumentów finansowych w czasie kryzysów walutowych świadczy przebieg kryzysu w Rosji. Inwestorzy zagraniczni dokonujący inwestycji w Rosji starali zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym poprzez zakup tzw. NDF (*non-delivery forward*). Polegają one na tym, że strony umowy ustalają określoną kwotę kapitału referencyjnego w danej walucie i referencyjny kurs tej waluty. W przypadku wzrostu rynkowego kursu tej waluty powyżej kursu referencyjnego jedna ze stron umowy musi zapłacić drugiej kwotę stanowiącą iloczyn różnicy kursów oraz ustalonej kwoty kapitału referencyjnego. Jeżeli natomiast rynkowy kurs będzie niższy od ustalonego, wówczas następuje płatność odwrotna¹⁰.

NDF były bardzo rozpowszechnionymi kontraktami, poprzez które inwestorzy zagraniczni chronili się przed ryzykiem kursowym w związku ze swoimi rosyjskimi inwestycjami. Banki rosyjskie szafowały tymi instrumentami, ponieważ w sytuacji panującej w Rosji przed kryzysem NDF były dla banków źródłem znacznych zysków, w związku z czym nie ponosiły one żadnych kosztów. Zyski te były jednak obciążone znacznym ryzykiem. Dopóki bank centralny Rosji podtrzymywał kurs rubla na wysokim poziomie, dopóty banki rosyjskie czerpały korzyści z NDF. Jednak w chwili kryzysu, gdy kurs rubla pikował w dół, a władze Rosji nie miały wystarczających rezerw walutowych, by go ratować, bankom rosyjskim przyszło wypłacić inwestorom różnicę między referencyjnym kursem rubla ustalonym w zawartych kontraktach NDF a kursem rynkowym. Zważywszy na znaczny spadek kursu rubla, którego banki się nie spodziewały, kwoty wypłacane inwestorom były

ogromne. Doprowadziło to w efekcie do licznych bankructw rosyjskich banków i kryzysu sektora bankowego w Rosji¹¹.

Powyższy przykład ilustruje, jak negatywną rolę mogą odegrać pochodne instrumenty finansowe w czasie kryzysu walutowego.

Polskie prawo dewizowe bardzo ostrożnie podchodzi do instrumentów pochodnych. Przepisy ustawy nie rozróżniają instrumentów pochodnych ze względu na ich funkcję i wszystkie instrumenty pochodne stanowią tzw. inwestycje portfelowe. Zgodnie z art. 9 Prawa dewizowego, inwestycje portfelowe w zakresie pochodnych instrumentów finansowych wymagają zezwolenia dewizowego. Z obowiązku uzyskania zezwolenia zwolnione są jedynie te derywaty, które są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych, na Warszawskiej Giełdzie Finansowej lub na CETO.

Czy takie rozwiązanie jest skuteczne i czy skutecznie chroni interes dewizowy Państwa w razie sytuacji kryzysowej? Kwestia ta jest, moim zdaniem, dyskusyjna. Trudno jest mi ocenić, jaka jest proporcja między transakcjami, których przedmiotem są derywaty na rynku regulowanym i poza tym rynkiem i jaki zatem jest rzeczywisty zakres reglamentacji dewizowej i ochrony, jaką daje prawo dewizowe przed spekulacją derywatami. Jedno jednak uważam za pewne :

- pochodne instrumenty finansowe notowane na rynkach regulowanych są bardziej płynne od tych, które są przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym,
- pochodne instrumenty finansowe będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w znacznie większym stopniu mogą być sposobem na spekulację.

Można więc wysnuć z tego wniosek, że pochodne instrumenty finansowe notowane na rynku regulowanym stanowią potencjalnie znacznie większe zagrożenie dla stabilności finansów Państwa niż pozostałe derywaty.

Dodatkowo, wyłączenie spod reglamentacji dewizowej znacznej części derywatów, w których stroną są banki (autonomia dewizowa banków), sprawia, że rzeczywisty zakres reglamentacji inwestycji portfelowych w zakresie pochodnych instrumentów finansowych jest bardzo wąski i chyba pozbawiony szczególnego sensu. Polskie banki mogą bowiem, w świetle przepisów dewizowych, proponować pochodne instrumenty finansowe w rodzaju NDF - tak jak robiły to banki rosyjskie. W przypadku banków jedynym ograniczeniem jest, by pula derywatów w portfelu banków nie przekroczyła progu 30%.

Nie można też zapominać, że rezydenci mogą spekulować derywatami na rynku krajowym poza jakąkolwiek reglamentacją dewizową, ponieważ spekulacja taka stanowić będzie „wewnętrzny obrót dewizowy”¹². Podobnie więc jak w przypadku spekulacji walutą,

⁷ G. Crawford, B. Sen: *Instrumenty pochodne - narzędzie podejmowania decyzji finansowych*. Warszawa 1998, s. 3.

⁸ Jak wyżej.

⁹ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piacecki, U. Żuławska: *op.cit.*, s. 147 i następne.

¹⁰ J. Zajac: *Polski rynek walutowy w praktyce*. Warszawa 1999 K.E. LIBER, s. 60 i następne.

¹¹ W. Małecki: *op.cit.*, s. 149.

¹² Na temat pojęcia „wewnętrzny obrót dewizowy” w: T. Borkowski, S. Jeżak: *Nowe prawo dewizowe*. Warszawa 2000 Wyd. DIFIN, s. 121 i następne.

o której mowa wyżej, nierezydenci mogą spekulować pochodnymi instrumentami finansowymi poprzez podmioty od nich zależne, kwalifikowane jako rezydenci w rozumieniu polskiego prawa dewizowego.

Depozyty bankowe

Prawo dewizowe odrębnie reglamentuje obrót depozytowy rezydentów i nierezydentów.

Obrót depozytowy rezydentów

Prawo dewizowe bardzo rygorystycznie reglamentuje obrót depozytowy rezydentów za granicą. Zasadą jest, że cały obrót depozytowy rezydentów wymaga zezwolenia dewizowego, z zastrzeżeniem nielicznych wyjątków.

Czym jest to uzasadnione? Nie sądzę, by obrót depozytowy rezydentów był reglamentowany z powodu ryzyka, związanego z potencjalnym kryzysem walutowym. Interes dewizowy Państwa jest w tym miejscu chroniony poprzez zapewnienie, by oszczędności były gromadzone na rachunkach w bankach krajowych. Tymczasem odpływ depozytów na zagraniczne rachunki bankowe, obojętnie czy podczas kryzysu walutowego, czy w „spokojnych czasach”, osłabia sektor bankowy i redukuje poziom oszczędności w kraju.

Obrót depozytowy nierezydentów

Przyjmowanie depozytów od nierezydentów jest bardzo pożądaną formą uzupełniania braku oszczędności w sektorze bankowym, oszczędności koniecznych do finansowania inwestycji. Dlatego odmiennie niż w przypadku obrotu depozytowego rezydentów, ustawodawca nie ogranicza nierezydentom możliwości deponowania środków pieniężnych na rachunkach bankowych w Polsce.

W określonych sytuacjach gwałtowne wycofywanie depozytów z banków może jednak pogłębić kryzys walutowy oraz przyczynić się do kryzysu sektora bankowego.

Ustawa Prawo dewizowe dąży do ograniczania obrotu depozytowego nierezydentów tylko w takim zakresie, w jakim jest to konieczne ze względu na ryzyko, które te depozyty mogą stanowić w razie ich nagłego wycofywania. Ustawodawca obawiał się, że deponowanie polskiej waluty na krótkie okresy może stanowić zagrożenie: z jednej strony dla sektora bankowego, a z drugiej strony dla stabilności finansów Państwa, która w przypadku masowego, jednoczesnego wycofywania przez inwestorów zagranicznych wkładów złotówkowych oraz wymiany ich na waluty obce mogłoby rozkręcić spiralę kryzysu walutowego.

Prawo dewizowe zastrzega konieczność uzyskania pozwolenia dewizowego na dokonanie obrotu depozytowego przez nierezydentów, jeżeli:

– obrót obejmuje deponowanie waluty polskiej w formie lokat terminowych o terminie zapadalności

krótszym niż 3 miesiące i w kwocie przekraczającej 500.000,00 zł, lub

– wymiana polskiej waluty zdeponowanej w formie lokat terminowych o terminie zapadalności dłuższym niż 3 miesiące i w kwocie powyżej 500.000,00 zł na zagraniczne środki płatnicze i transfer środków uzyskanych z takiej wymiany następuje przed upływem 3 miesięcy od daty zdeponowania.

Jaki jest cel takiej regulacji? Ustawodawca wyszedł z założenia, że lokaty o terminie zapadalności dłuższym niż 3 miesiące stanowią mniejsze zagrożenie dla finansów Państwa. Terminy ich zapadalności nie nadchodzą jednocześnie, a zatem w przypadku kryzysu ustawodawca i rząd będą mieli czas konieczny do wprowadzenia nowych regulacji i ewentualne przedsięwzięcie środków zaradczych przeciwdziałających kryzysowi i ucieczce kapitału.

Ustawodawca przewidział jednak, że inwestorzy mogą próbować ominąć ten zakaz poprzez deponowanie waluty na okres wprawdzie dłuższy niż 3 miesiące, ale z założeniem, że przed upływem 3-miesięcznego terminu wycofają swe depozyty. Stąd właśnie przepis art. 9 pkt 5 lit. b). Gdyby inwestorowi przyszło do głowy wycofać swój wkład przed upływem terminu, na jaki depozyt został złożony w banku, wymienić na walutę obcą i wytransferować za granicę, wówczas musiałby uzyskać zezwolenie dewizowe.

Można jednak zapytać, czy regulacja przyjęta w Prawie dewizowym w zakresie reglamentacji obrotu depozytowego nierezydentów faktycznie spełnia swój cel, jakim jest zapobieganie kryzysowi walutowemu? Otóż wydaje się, że jednak nie. Dlaczego - z dwóch podstawowych powodów:

- Po pierwsze ustawa nie zakazuje dzielenia deponowanych środków na wiele rachunków bankowych. Tym samym inwestor zagraniczny może zdeponować znaczne kwoty podzielone w taki sposób, by na żadnym rachunku bankowym zdeponowana kwota nie przekraczała 500.000,00 zł. Ten argument może się pozornie wydawać błahy i nieistotny, bo można go próbować obalić stwierdzeniem, że wielcy inwestorzy nie będą dzielić ogromnego kapitału na setki i tysiące rachunków tylko po to, by ominąć polskie regulacje dewizowe. Uważam jednak, że ucieczka niewielkiej liczby inwestorów dysponujących ogromnym kapitałem nie różni się niczym od zmasowanej ucieczki rzeszy drobnych inwestorów, z których każdy miał na kilku czy kilkunastu rachunkach zgromadzone środki nie przekraczające 500.000,00 zł każdy.
- Po drugie zaś trzeba zdać sobie sprawę, w jakim momencie ustawodawca zastrzega konieczność uzyskania zezwolenia dewizowego w przypadku wycofania depozytu przed upływem zastrzeżonego terminu, przekraczającego 3 miesiące. Otóż wydaje się, że obowiązek uzyskania zezwolenia dewizowego aktualizuje się dopiero w momencie, gdy nierezydent zamierza

środki uzyskane z wymiany waluty polskiej na walutę obcą wytransferować za granicę¹³. A przecież chyba nie sam transfer wartości dewizowych za granicę powoduje nakręcanie spirali kryzysu walutowego. Kryzys ten jest raczej powodowany przez fakt masowej wymiany waluty polskiej na waluty obce. To bowiem powoduje zwiększoną podaż złotych na rynku i redukcję podaży walut obcych.

Można więc powiedzieć, że przepisy ograniczające obrót depozytowy nierezydentów są bardzo nieszczerne i nieskuteczne.

Papiery wartościowe

Akcje

Akcje, pomimo że nie są papierami wartościowymi o charakterze dłużnym, nie mogą być uznawane za instrumenty całkowicie neutralne z punktu widzenia ryzyka powstania kryzysu walutowego. Ich rola polega przede wszystkim na tym, że kapitał odpływający z rynku pieniężnego danego kraju dotkniętego kryzysem walutowym powoduje na ogół ucieczkę inwestorów również z rynku kapitałowego. Akcje notowane na giełdzie papierów wartościowych dzięki swej płynności są szczególnie podatne na skutki kryzysów walutowych. W nowych opracowaniach zaznacza się ponadto, że w dzisiejszych czasach gracze na giełdzie - dzięki znacznej płynności posiadanych przez siebie akcji - mogą w chwilach kryzysu walutowego zachowywać się jak inwestorzy krótkoterminowi¹⁴.

W przypadku wystąpienia kryzysu walutowego tłum inwestorów uciekających z rynku pieniężnego danego kraju jest więc powiększony dodatkowo przez inwestorów pakujących walizki na giełdzie. Powoduje to spadek indeksów giełdowych i dodatkowe pogłębienie kryzysu. Spadek wartości papierów wartościowych - jak już zaznaczyłem - jest przyczyną dodatkowej deprecjacji wartości lokalnej waluty:

- uciekający inwestorzy sprzedają swe papiery wartościowe i uzyskane z tego tytułu środki w walucie krajowej wymieniają na walutę obcą,
- spadek kursów akcji powoduje kryzys sektora bankowego.

Taki scenariusz kryzysu zaobserwowano między innymi w czasie kryzysu w Meksyku na przełomie 1994 i 1995 r.¹⁵

W Polsce prawo dewizowe, moim zdaniem, nie chroni przed ryzykiem związanym z odpływem kapitału z giełdy. Wynika to z następujących okoliczności:

- inwestycje w akcje dające powyżej 10% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy stanowią inwestycje

bezpośrednie, które w praktyce pozostają poza jakimikolwiek restrykcjami dewizowymi,

- inwestycje w akcje dające poniżej 10% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy stanowią inwestycję portfelową. Zwracam jednak uwagę, że zgodnie z art. 9 Prawa dewizowego nie podlegają reglamentacji inwestycje portfelowe w zakresie papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych, na Warszawskiej Giełdzie Finansowej lub Centralnej Tablicy Ofert.

Tym samym reglamentacją dewizową objęte są jedynie transakcje dotyczące papierów wartościowych nie będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym i poniżej 10% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Ponieważ jednak na rozmiar kryzysu walutowego nie mają raczej większego wpływu małe transakcje na akcjach spółek nienotowanych (choćby z tego powodu, że charakteryzują się one znacznie mniejszą płynnością) więc ta sfera reglamentacji nie może odegrać większej roli w razie znaczącego kryzysu walutowego.

W praktyce o takim kształcie regulacji dotyczących akcji notowanych na giełdzie przesądza prawdopodobnie potrzeba zapewnienia polskiemu rynkowi kapitałowemu dopływu środków z zagranicy. Potrzeba ta przeważa nad koniecznością ochrony państwa przed konsekwencjami kryzysu walutowego.

Jeśli natomiast chodzi o operacje na akcjach, dających co najmniej 10% na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, to ustawodawca wychodzi z założenia, że ktoś, kto kupuje większy pakiet akcji, jest w mniejszym stopniu podatny na reakcje rynku pieniężnego i rynku kapitałowego. Inwestycja taka ma raczej charakter długoterminowy i transakcje tak dużymi pakietami akcji nie powinny stanowić większego zagrożenia dla interesu dewizowego państwa¹⁶.

Bony i obligacje skarbowe

Obligacje, jako papiery wartościowe średnio- i długoterminowe, powszechnie uważane są za stosunkowo bezpieczniejszą formę finansowania deficytu budżetu Państwa w porównaniu np. z bonami skarbowymi. Istotnie, w przypadku bonów skarbowych o krótkim terminie zapadalności istnieje możliwość, że inwestorzy, którzy stracą zaufanie do Państwa i zaczną wątpić w jego wypłacalność, nie będą chcieli wykupić nowej emisji papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa. Skarb Państwa, będąc zmuszonym do wykupienia wyemitowanych wcześniej bonów może znaleźć się w kłopotliwej sytuacji, w której nie będzie mógł sfinansować wykupu bonów wyemitowanych wcześniej bonami nowej emisji albo będzie musiał zaoferować inwestorom znacznie wyższe wynagrodzenie, żeby zachęcić ich do zakupu.

¹³ *Prawo dewizowe* - komentarz. Red. Michał Krakowiak. Warszawa 2000, s. 60.

¹⁴ A. Sławiński: *Finansowanie deficytu w obrotach bieżących*. Praca zbiorowa pod. red. U. Płowiec i W. Orłowskiego: op.cit., s. 130.

¹⁵ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piacecki, U. Zuławska: op.cit., s. 31 i następn.

¹⁶ W. Orłowski: *Makroekonomiczne przyczyny deficytu w obrotach bieżących*. Praca zbiorowa pod. red. U. Płowiec i W. Orłowskiego: op.cit., s. 21.

Obligacje skarbowe nie stanowią takiego samego zagrożenia dla finansów Państwa z racji znacznie dłuższego terminu ich zapadalności. Jednak fakt, że są one instrumentem o dużej płynności, w przypadku kryzysu walutowego może to doprowadzić do znacznego spadku ich wartości i wywołać takie skutki jak spadek wartości akcji.

Zważywszy jednak, że emitentem obligacji i bonów skarbowych jest Skarb Państwa i z uwagi na jego autonomię dewizową inwestowanie przez podmioty zagraniczne w te papiery wartościowe nie wymaga żadnego zezwolenia dewizowego i nie jest w żaden sposób ograniczone przez prawo dewizowe.

Możliwość ustanowienia nadzwyczajnych ograniczeń

Doświadczenia innych krajów wskazują, że w przypadku kryzysu walutowego najważniejsza jest szybkość działania. W czasie kryzysu walutowego w Meksyku w ciągu dwóch dni bank centralny musiał wydać na ratowanie peso ponad 4,5 mld dolarów¹⁷. W ciągu niecałych dwóch miesięcy wartość spółek giełdowych w Meksyku spadła ponad dwukrotnie. Również w Rosji w 1998 r. dramatyczny spadek kursu rubla dokonał się nagle¹⁸.

Jeśli w danym kraju dochodzi do kryzysu walutowego, tzn. że w pewnym sensie przepisy dewizowe nie spełniły swojej podstawowej funkcji: nie chroniły wystarczająco interesu dewizowego państwa. Oczywiście niedoskonałość przepisów dewizowych nie jest w takim wypadku jedynym czynnikiem odpowiedzialnym za kryzys; często w ogóle nie może być mowy o tym, że to przepisy doprowadziły do sytuacji kryzysowej. Kryzys może być przecież spowodowany innymi czynnikami: niedoskonałymi regulacjami sektora bankowego, złą polityką monetarną, pieniężną i gospodarczą albo jakąś sytuacją nadzwyczajną. Jeżeli jednak w danym kraju dochodzi już do kryzysu walutowego, wówczas prawo dewizowe jest jednym z czynników, które decydują o dalszym rozwoju wypadków i skali kryzysu. Przepisy dewizowe mają wówczas za zadanie uchronić kraj przed zbyt nagłą ucieczką kapitału, nawet jeśli miałyby się to odbyć kosztem wolności gospodarczej i wolności obrotu dewizowego.

Jak już zazaczyłem, podczas kryzysu walutowego liczy się szybkość działania, ponieważ rozwój wydarzeń wówczas nabiera błyskawicznego tempa. Władze zamierzające interweniować, by zredukować skutki kryzysu, mają do dyspozycji wiele środków, przede wszystkim ekonomicznych. Jednak nie bez znaczenia pozostają wtedy również możliwości władz w zakresie administracyjnego ograniczenia odpływu kapitału.

W ustawie Prawo dewizowe takie regulacje zawarły w rozdziale 3. ustawy pt. „Nadzwyczajne ograni-

czenia”. Przepisy te upoważniają Radę Ministrów do ustanowienia nadzwyczajnych ograniczeń dotyczących obrotu dewizowego w sytuacjach kryzysowych. Upoważnienia te mają trojaki charakter, w zależności od skali problemu, przed którym stoi Rada Ministrów:

- Przesłanki zastosowania pierwszego instrumentu są określone szeroko: dotyczą one zasadniczo sytuacji, w której zagrożona jest realizacja polityki pieniężnej. Środki, którymi dysponuje Rada Ministrów, są wówczas dosyć ograniczone.
- Zastosowanie drugiego instrumentu jest znacznie węższe. Rada Ministrów może wykorzystać środki określone w tym przepisie w taksatywnie wyliczonych przypadkach. Jest to nadzwyczajne zagrożenie stabilności i integralności systemu finansowego państwa. Jednak katalog środków, którymi może posłużyć się Rada Ministrów, jest znacznie szerszy i mają one znacznie surowszy, restrykcyjny charakter.
- Ostatni instrument może być wykorzystany przez Radę Ministrów jedynie w bardzo ograniczonym zakresie, tj. w wykonaniu rezolucji Rady Bezpieczeństwa Organizacji Narodów Zjednoczonych, zakazującej obrotów dewizowych z danym krajem lub ograniczającej je.

Pierwsze dwa rodzaje ograniczeń Rada Ministrów może wprowadzić jedynie na wniosek Rady Polityki Pieniężnej. Ma to swoje dobre i złe strony: niewątpliwie rozłożenie odpowiedzialności za wprowadzenie tych ograniczeń na dwa organy, i to kolektywne, powoduje spowolnienie reakcji na ewentualny kryzys walutowy. Zanim oba organy zdołają przeprowadzić konsultacje i uzgodnić rodzaj i skalę ograniczeń, może się okazać, że jest już po herbacie. Jak pamiętamy, rozwinięcie się kryzysu może być w skrajnych wypadkach kwestią kilku dni. Sprawę dodatkowo komplikuje fakt, że oba organy są powoływane w odmiennym trybie, co często skutkuje powstaniem sytuacji, z jaką mamy obecnie do czynienia: poglądy Rady Polityki Pieniężnej i Rady Ministrów w wielu kwestiach są rozbieżne. Może się więc zdarzyć, że oba organy odmiennie będą oceniać te same zjawiska, co doprowadzi do paraliżu decyzyjnego. Z drugiej jednak strony takie rozłożenie odpowiedzialności gwarantuje, że ewentualne ograniczenia, jeżeli już będą wprowadzane, to jedynie w skrajnych wypadkach, kiedy będzie to rzeczywiście konieczne.

W doktrynie prawa finansowego pojawiają się głosy, że przepisy umożliwiające Radzie Ministrów wprowadzenie nadzwyczajnych ograniczeń (z wyłączeniem tych, które wynikają z rezolucji Rady Bezpieczeństwa ONZ) są sprzeczne z Konstytucją, ponieważ dają Radzie Ministrów prawo do ograniczania - w drodze rozporządzenia wolności obrotu dewizowego określonej ustawą. Zarzuca się temu przepisowi, że zakres tego upoważnienia jest w praktyce nieograniczony¹⁹.

¹⁷ W. Małecki, A. Sławiński, R. Piacecki, U. Żuławska: op. cit., s. 42.

¹⁸ Na temat przebiegu kryzysu walutowego w Rosji ibidem, s. 137 i nast.

¹⁹ E. Ruśkowski: *Nowe prawo dewizowe - kontrowersyjne rozwiązania*. „Przegląd Podatkowy” nr 1999, s. 36.

Osobiście uważam jednak, że - choć przepis ten z prawnego punktu widzenia może rzeczywiście jest niekonstytucyjny - to w praktyce pełni funkcję wentyla bezpieczeństwa, który powinien pozostać „na wszelki wypadek”. Może właśnie ze względu na celowość tego przepisu, jego sprzeczność z Konstytucją nigdy nie była przedmiotem rozważań Trybunału Konstytucyjnego.

I wreszcie ostatnia uwaga. Przepis o nadzwyczajnych ograniczeniach może spełniać jeszcze jedną funkcję. Przez sam fakt, że istnieje - nawet jeśli nie miałby nigdy zostać użyty - stanowi sygnał, że państwo jest w stanie bronić swojego interesu dewizowego, co w pewnym zakresie może zniechęcać inwestorów spekulujących walutą do wywoływania kryzysu walutowego.

Wnioski

1. Rolę prawa dewizowego, jeśli chodzi o kryzysy walutowe, można określić jako ustanowienie regulacji prawnych, których celem jest zapobieganie narastaniu

w gospodarce czynników kryzysogennych oraz ograniczanie skutków kryzysu walutowego, który już wystąpił. W przypadku polskiego prawa dewizowego funkcja ta jest jednak wypełniana w sposób budzący wiele wątpliwości. Można zatem się zastanowić, czy w takim razie lepiej w ogóle nie zrezygnować z restrykcji dewizowych, które w razie kryzysu mogą okazać się nieskuteczne. Może lepiej poprzestać jedynie na uprawnieniu Rady Ministrów do wprowadzenia nadzwyczajnych ograniczeń.

2. Niekiedy cel w postaci uniemożliwienia powstania kryzysu walutowego musi zejść na dalszy plan z powodu innych, pilniejszych celów: konieczności dofinansowania sektora bankowego, giełdy papierów wartościowych, finansowania inwestycji środkami z zewnątrz. W takim przypadku prawo dewizowe nie może reglamentować wszystkich operacji, nawet jeśli przemawiałby za tym interes dewizowy państwa.

3. Istniejące w Polsce regulacje prawnodewizowe są nieprecyzyjne i choć mają na celu ograniczenie niektórych kryzysogennych operacji, część z tych regulacji wydaje się chybiona.

Analiza opłacalności kredytów indeksowanych i walutowych w warunkach gwałtownych zmian cen na rynku walutowym

Adam Adamczyk, Jolanta Iwin

Wstęp

Kryzys argentyński z końca 2001 r. wzbudził serię spekulacji co do możliwości wystąpienia podobnej sytuacji w Polsce. Zagrożenie to wiąże się z faktem, że nasz kraj należy do grupy państw przechodzących dynamiczne przemiany gospodarcze, a właśnie takie gospodarki, określane często mianem *emerging markets*, są najbardziej wyeksponowane na wspomniane ryzyko. Potwierdzeniem tej tezy jest fakt, że zjawisko kryzysu walutowego, polegające na nagłej utracie zaufania do stabilności danej waluty, występuje relatywnie często w krajach należących do wspomnianego grona państw. W latach dziewięćdziesiątych kryzysy walutowe dotknęły kolejno: Meksyk, Tajlandię, Czechy, Malezję, Indonezję, Filipiny, Koreę Południową, Rosję i Brazylię. W odróżnieniu od wcześniejszych, kryzysy mające miejsce w latach 90. nie dają się jednoznacznie wyjaśnić na gruncie tradycyjnej teorii kryzysów. Możliwe jest jednak stworzenie katalogu objawów najczęściej towarzyszących tym zjawiskom. Dobrymi wskaźnikami wyprzedzającymi kryzysy walutowe są¹:

- gwałtowny spadek realnego, efektywnego kursu walutowego,
- wskaźnik stosunku kredytu krajowego do PKB,
- wskaźnik stosunku rezerw walutowych do M2.

B. Liberska podaje wspólne cechy zaburzeń rynków finansowych, nazywanych kryzysami XXI wieku²:

- kryzysy występowały w krajach, które wcześniej przeprowadziły deregulację finansową i liberalizację przepływów kapitałowych;
- sektor finansowy był słaby, bez odpowiednich zabezpieczeń i reguł prawidłowego funkcjonowania systemu bankowego;
- kryzys walutowy poprzedzony był gwałtownym wzrostem napływu kapitału zagranicznego;
- napływ kapitału wzmacniał tendencję do aprecjacji i pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących;
- gwałtowny napływ kapitału nie wynikał ze zmiany polityki gospodarczej, ale z pogarszania się stanu bilansu płatniczego i wzrostu krótkoterminowego zadłużenia.

W Polsce o zagrożeniu kryzysem walutowym mówi się dopiero od drugiej połowy 1999 r., pod wpływem trzech tendencji zwiastujących możliwość wystąpienia wspomnianych zaburzeń gospodarczych:

- szybkiego zwiększania się krótkoterminowego zadłużenia walutowego polskich przedsiębiorstw;
- osiągnięcia przez stale pogłębiający się deficyt obrotów bieżących rozmiarów powszechnie uważanych za niebezpieczne;
- pogorszenia się struktury finansowania tego deficytu.

¹ D. Raus: *Determinanty i metody szacowania kryzysu walutowego*. „Materiały i Studia” nr 10. Warszawa 2000 Narodowy Bank Polski, s. 111.

² Wymienione zostały czynniki, które można zaadaptować do warunków gospodarki Polski. Por. B. Liberska: *Kryzysy finansowe. Wnioski z kryzysu w Meksyku i krajach Azji Południowo-Wschodniej*. Warszawa 1998 PTE, s. 13.

Tabela 1 Zadłużenie sektora pozapublicznego i pozabankowego w Polsce w latach 1999-2001

Rok	1999				2000				2001		
Kwartał	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Zadłużenie w mln USD	20 153	20 612	22 982	24 884	25 476	26 834	26 652	29 959	30 808	30 918	31 787

Źródło: NBP.

Pojawienie się powyższych symptomów kryzysu walutowego budziło wiele obaw ze względu na poważne reperkusje jego ewentualnego wystąpienia. Następstwem znacznego spadku kursu waluty krajowej oraz nieodzownego w tych warunkach zaostrzenia polityki makroekonomicznej bywa na ogół rozprzestrzenienie się kryzysu na inne rynki finansowe, a w konsekwencji również na sferę realną. Recesja gospodarcza w takim wypadku jest bezpośrednią konsekwencją tzw. kryzysu zadłużenia. Dochodzi do niego w wyniku zwielokrotnienia się wielkości zadłużenia podmiotów korzystających z kredytów zaciągniętych w walutach obcych. W takiej sytuacji znaczna część przedsiębiorstw nie jest w stanie obsługiwać swojego zadłużenia, w rezultacie czego bankrutuje. Pojawienie się efektów kryzysu zadłużenia nie musi być uzależnione od wystąpienia kryzysu walutowego; mogą one mieć miejsce także w wyniku silniejszej korekty wartości kursu waluty krajowej. O rosnącym ryzyku wystąpienia takiego wariantu w Polsce może świadczyć stale wzrastający poziom zagranicznego zadłużenia sektora pozapublicznego i pozabankowego (tabela 1).

Jednym z głównych powodów tak dynamicznego przyrostu zadłużenia zagranicznego jest wysoki koszt pozyskania pieniądza krajowego. Pomimo stałej tendencji do obniżania nominalnych stóp procentowych wysokość realnego oprocentowania pozostaje nadal na jednym z najwyższych poziomów w Europie.

Zarówno osoby fizyczne, jak i podmioty gospodarcze poszukujące zewnętrznych źródeł finansowania stają więc przed wyborem między tańszym, lecz obciążonym wyższym poziomem ryzyka kursowego kredytem walutowym, a droższym, lecz bezpieczniejszym kredytem złotowym. Celem niniejszego opracowania jest próba znalezienia metody pozwalającej na porównanie opłacalności obu wspomnianych instrumentów oraz wyodrębnienie zależności decydujących o poziomie podejmowanego ryzyka kursowego.

Ocena opłacalności oraz ryzyka kredytów indeksowanych i walutowych z wykorzystaniem metody granicznego poziomu kursu

Jednym z kluczowych czynników decydujących o potencjale rozwojowym przedsiębiorstw jest koszt kapitału obcego. Dla większości małych i średnich polskich przedsiębiorstw jedynym dostępnym źródłem finansowania zewnętrznego pozostaje kredyt bankowy. Jednak

wysoki poziom krajowych stóp procentowych utrudnia, a wręcz uniemożliwia firmom korzystanie z tego źródła kapitału. Sposobem na wysoką cenę kredytu okazała się możliwość jego indeksacji kursami walut obcych.

Oferowane przez banki kredyty indeksowane przyciągały nie tylko kilkukrotnie niższym oprocentowaniem; dodatkową zachętą dla kredytobiorców była także utrzymująca się tendencja do aprecjacji złotego. Kredyty denominowane w walutach obcych mimo swych niewątpliwych zalet obciążone są również istotną wadą – narażają kredytobiorcę na ryzyko zmiany kursu walutowego. W warunkach Polski ignorowanie tego rodzaju ryzyka, zważywszy na wspomniane już przypadki kryzysów walutowych w innych krajach zaliczanych do *emerging markets*, byłoby daleko idącą nieostrożnością. Opinię tę zdają się potwierdzać wypowiedzi specjalistów dotyczące przewartościowania kursu złotego.

Należy zauważyć, że źródłem największego ryzyka dla wspomnianej grupy kredytobiorców nie jest stopniowa zmiana, lecz nagły skok kursu waluty indeksacyjnej - właśnie taka sytuacja występuje w przypadku kryzysu walutowego. Położenie firm, szczególnie małych i średnich, pogarsza się na skutek braku dostępu do instrumentów pozwalających na zabezpieczenie się przed ryzykiem walutowym. W razie gwałtownego spadku wartości złotego podmioty korzystające z kredytów indeksowanych nie mają możliwości szybkiej reakcji, chroniącej je przed nieuniknionymi stratami.

Powstaje zatem problem sprowadzenia do stanu porównywalności dwóch czynników branych pod uwagę przy zaciąganiu kredytów indeksowanych: niższego kosztu obsługi zadłużenia indeksowanego oraz prawdopodobieństwa nagłego wzrostu wartości waluty indeksacyjnej. Konfrontacja wspomnianych kategorii możliwa jest poprzez porównanie ze sobą strumieni płatności dokonywanych podczas spłaty kredytu złotowego i denominowanego. W wyniku takiego porównania możliwe jest wyznaczenie granicznego kursu waluty indeksacyjnej, przy którym opłacalność obu wspomnianych instrumentów jest jednakowa. W przypadku gdy spodziewany wzrost kursu waluty indeksacyjnej jest niższy od poziomu granicznego, oznacza to, że bardziej opłacalny jest kredyt denominowany; w przeciwnym razie korzystniej jest zaciągnąć kredyt złotowy. Im wyższy zatem jest poziom kursu granicznego, tym lepiej zadłużać się w walucie obcej. W celu oszacowania wspomnianej wartości granicznej dla najbardziej rozpowszechnionego w polskiej praktyce bankowej rodzaju kredytu - o stałych ratach kapitałowych - można posłużyć się następującym wzorem:

$$W_{1s} = \frac{w_{0k}(n+n^2) \times R_z + 2nw_{0k} - w_{0s}(2nk - k^2 + k) \times R_w - 2kw_{0s}}{(n-k+1) \times (n-k) \times R_w + 2(n-k)}$$

gdzie:

n – liczba płatności,

k – liczba płatności, po uiszczeniu których następuje załamanie złotego ($0 \leq k < n$),

R_z – oprocentowanie kredytu złotowego w skali okresu odsetkowego,

R_w – oprocentowanie kredytu indeksowanego w skali okresu odsetkowego,

W_{0k} – początkowy kurs waluty indeksacyjnej (kurs kupna),

W_{0s} – początkowy kurs waluty indeksacyjnej (kurs sprzedaży),

W_{1s} – kurs graniczny (kurs sprzedaży).

Zaproponowany wzór wyprowadzony został przy założeniu, że poziom kursu waluty indeksacyjnej w trakcie całego okresu spłaty kredytu kształtuje się na dwóch poziomach W_{0s} - przed załamaniem waluty krajowej - i W_{1s} - po załamaniu³. Takie uproszczenie dyskwalifikuje proponowaną metodę jako narzędzie oceny opłacalności w warunkach płynnej zmiany cen na rynku walutowym, nie wykluczając jej jednak w przypadku szoku walutowego.

Dodatkowym uproszczeniem jest przyjęcie stałych poziomów stóp procentowych dla kredytu złotowego (R_z) i denominowanego (R_w).

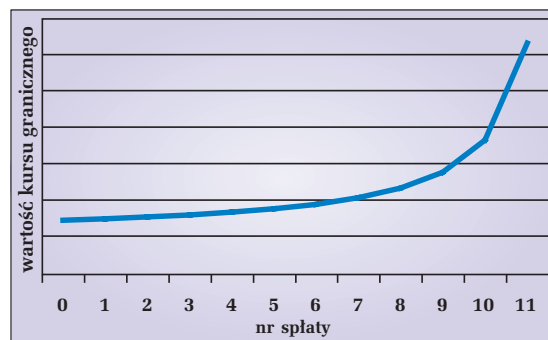
Do wyznaczenia poziomu kursu granicznego niezbędne jest określenie momentu ewentualnego kryzysu. Jak pokazuje praktyka, do takiej sytuacji dochodzi zazwyczaj w momentach kluczowych dla gospodarki, np. w trakcie politycznego przesilenia bądź po ogłoszeniu ważniejszych wskaźników makroekonomicznych. Innym czynnikiem mogącym wpływać na niedokładność metody jest fakt, że nie uwzględnia ona problemu wartości pieniądza w czasie.

Ze względu na wspomniane niedoskonałości zaproponowaną metodę powinno się traktować jako szacunkową, a jej wykorzystanie możliwe jest w odniesieniu do krótkich okresów. Niemniej jednak pozwala ona na zidentyfikowanie kilku podstawowych zależności, decydujących o opłacalności zaciągania kredytów indeksowanych:

1. Pierwszą i najbardziej oczywistą z nich jest dodatnia korelacja między różnicą oprocentowania złotowego i walutowego a korzyściami wynikającymi z zadłużania się w pieniądzu zagranicznym. Prawdopodobnie ta znajduje wytłumaczenie w fakcie rekompensowania ewentualnych strat, wynikających ze wzrostu kursu waluty indeksacyjnej, niższym kosztem bieżącej obsługi odsetek.

³ Należy pamiętać że banki przy wypłacie złotowego ekwiwalentu kredytu walutowego stosują kurs skupu natomiast przy jego spłacie - kurs sprzedaży waluty. Wartość graniczną powinno się więc porównywać z oczekiwanym kursem sprzedaży.

Wykres 1 Poziom kursu granicznego po kolejnych spłatach kredytu według kursu W_{0s}



Źródło: opracowanie własne.

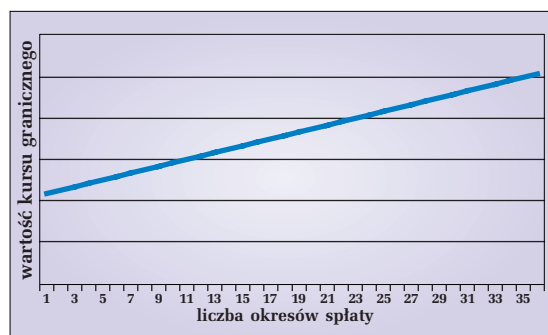
2. Równie ewidentną zależnością jest związek między spodziewanym momentem wystąpienia kryzysu walutowego a poziomem kursu granicznego. W przypadku gdy załamanie waluty krajowej spodziewane jest po większej liczbie spłat kredytu, poziom kursu granicznego jest wyższy – spada więc prawdopodobieństwo poniesienia straty. Znamienny jest fakt, że wysokość granicznego kursu rośnie coraz szybciej w miarę opóźniania się spodziewanego momentu załamania (wykres 1). Oznacza to, że po każdej spłacie kredytu poziom akceptowalnego kursu rośnie o większą wartość.

3. Ostatnią z relacji jest zależność między długością okresu kredytowania a wysokością kursu granicznego. W tym przypadku nie można mówić o jednoznacznej tendencji – zależec ona będzie od liczby dokonanych spłat przed załamaniem się kursu waluty krajowej. Jeżeli kryzys spodziewany jest jeszcze przed pierwszą ratą płatności ($k = 0$), to zależność między wspomnianymi wielkościami jest dodatnia i ma charakter liniowy (wykres 2). W takiej sytuacji wydłużanie okresu spłaty wpływa na zwiększenie opłacalności zaciągania kredytów walutowych.

Gdy jednak oczekiwany skok kursu waluty indeksacyjnej ma nastąpić po dłuższym okresie spłaty, relacja ta przyjmuje charakter krzywoliniowy (wykres 3).

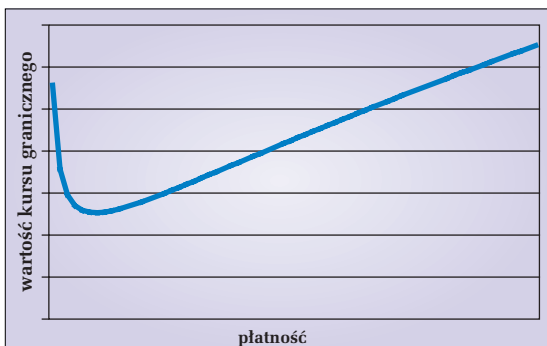
Takie kształtowanie się wspomnianej zależności jest skutkiem działania dwóch przeciwstawnych zjawisk. Pierwsze z nich wywołuje spadek granicznej wartości

Wykres 2 Wartość graniczna kursu a liczba spłat kredytu dla $k = 0$



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 3 Wartość kursu granicznego a długość spłaty kredytu dla $k > 0$



Źródło: opracowanie własne.

kursu, ponieważ wydłużanie się okresu spłaty kredytu powoduje wzrost liczby płatności rozliczanych po wyższym kursie. Drugie wpływa na podniesienie poziomu kursu granicznego i wiąże się z faktem, że wraz z wydłużaniem się okresu spłaty wzrasta suma kwot, od których naliczane są odsetki – rosną więc korzyści wynikające z niższego ich oprocentowania.

Wykazane współzależności dowodzą, że wybór między kredytem denominowanym w walucie obcej a kredytem złotówkowym jest złożony. Zależy on zarówno od czynników zewnętrznych, jak i indywidualnych preferencji oraz subiektywnych ocen kredytobiorców. Zaproponowana metoda oceny opłacalności kredytów indeksowanych pomimo swoich wad pozwala na prostą i syntetyczną analizę ich rentowności oraz ryzyka. Na podstawie zaprezentowanej formuły można wykazać, że w przypadku krótkoterminowych kredytów indeksowanych wzrost kursu waluty indeksacyjnej w ciągu najbliższych 3 miesięcy o około 2% może zniwelować korzyści wynikające z ich niższego oprocentowania. Dowodem mogą być wartości kursu granicznego wyznaczone według wspomnianej metody dla kredytu 12-miesięcznego, indeksowanego kursem euro (tabela 2).

W celu zobrazowania istoty wspomnianej metody poniżej dokonano porównawczej amortyzacji kredytu złotowego i kredytu indeksowanego kursem euro (tabela 3). Przeprowadzone obliczenia zostały dokonane przy następujących założeniach:

- okres spłaty – 12 miesięcy,
- oprocentowanie kredytu złotowego - 15% (w skali roku),

- oprocentowanie kredytu indeksowanego – 8,5% (w skali roku),
- początkowy kurs kupna euro = 3,5788 zł,
- początkowy kurs sprzedaży euro = 3,6511 zł.

Z zaprezentowanych w tabeli 3 obliczeń wynika, że aby całkowite koszty pozyskania kredytu w euro były niższe niż w przypadku kredytu złotowego, wzrost kursu euro po trzech spłatach dokonanych według niższego kursu musiałby być nie większy niż 1,78%. Należy jednak pamiętać, że założenie o skokowej zmianie kursu może wpływać na zawyżenie wartości kursu granicznego, a przez to zaniżać poziom faktycznego ryzyka związanego z wykorzystywaniem kredytów indeksowanych. W celu udowodnienia powyższego stwierdzenia, założenie o gwałtownym skoku kursu waluty indeksacyjnej należy odrzucić i przyjąć, że wzrost ten będzie miał charakter płynny, liniowy. W takim przypadku maksymalny przyrost kursu w momencie ostatniej spłaty kredytu (ΔW) względem początkowego kursu W_{0s} można obliczyć za pomocą wzoru:

$$\Delta W = 3n \times \frac{W_{0k} \times [2 + (n+1) \times R_z] - R_w \times (n+1) \times W_{0s} - 2W_{0s}}{(n+1) \times [R_w \times (n+2) + 3]}$$

Na podstawie przytoczonej formuły można więc obliczyć również graniczną wartość kursu dla każdego kolejnego okresu spłaty:

$$W_{is} = W_{0s} + \frac{\Delta W}{n} \times i$$

gdzie :

i – numer okresu spłaty,

ΔW – maksymalny przyrost kursu w okresie kredytowania.

Na podstawie powyższych wzorów oraz danych dotyczących kursów początkowych i stóp procentowych wykorzystanych do obliczeń zaprezentowanych w tabeli 3 wyznaczono poziomy kursu granicznego przy założeniu liniowego wzrostu kursu (tabela 4).

Jak wynika z tabeli 4, przy spełnionym warunku liniowego wzrostu kursu waluty indeksacyjnej graniczny kurs tej waluty po trzech płatnościach kredytu jest niższy niż przy założeniu skokowej zmiany kursu. Istnieje więc większe ryzyko, że faktyczny poziom kursu przekroczy wielkość graniczną. Płynie stąd wniosek, że wyznaczonego poziomu kursu granicznego nie należy traktować jako wielkości zapewniającej opłacalność kredytu walutowego w każdych warunkach, duże znaczenie ma tutaj realność przyjętych założeń.

Tabela 2 Wysokość kursu granicznego euro a moment spodziewanego załamania złotego

Liczba spłat dokonanych po niższym kursie (po których następuje nagły spadek kursu złotego)	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Poziom kursu granicznego PLN/EUR	3,70	3,70	3,71	3,72	3,72	3,74	3,75	3,77	3,80	3,85	3,95	4,25
Maksymalna akceptowalna dynamika kursu (%)	1,32	1,44	1,59	1,78	2,01	2,30	2,69	3,24	4,07	5,44	8,19	16,44

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3 Amortyzacja krótkoterminowego kredytu złotowego i indeksowanego

nr raty	Kredyt złotowy				Kredyt indeksowany w euro					
	stan początkowy	odsetki	rata kapitałowa	płatność	stan początkowy	odsetki	rata kapitałowa	płatność	kurs spłaty	płatność w złotych
1	10000,00	125,00	833,33	958,33	2794,23	19,79	232,85	252,65	3,6511	922,43
2	9166,67	114,58	833,33	947,92	2561,38	18,14	232,85	251,00	3,6511	916,41
3	8333,33	104,17	833,33	937,50	2328,53	16,49	232,85	249,35	3,6511	910,39
4	7500,00	93,75	833,33	927,08	2095,67	14,84	232,85	247,70	3,7160	920,43
5	6666,67	83,33	833,33	916,67	1862,82	13,19	232,85	246,05	3,7160	914,31
6	5833,33	72,92	833,33	906,25	1629,97	11,55	232,85	244,40	3,7160	908,18
7	5000,00	62,50	833,33	895,83	1397,12	9,90	232,85	242,75	3,7160	902,05
8	4166,67	52,08	833,33	885,42	1164,26	8,25	232,85	241,10	3,7160	895,92
9	3333,33	41,67	833,33	875,00	931,41	6,60	232,85	239,45	3,7160	889,79
10	2500,00	31,25	833,33	864,58	698,56	4,95	232,85	237,80	3,7160	883,66
11	1666,67	20,83	833,33	854,17	465,71	3,30	232,85	236,15	3,7160	877,53
12	833,33	10,42	833,33	843,75	232,85	1,65	232,85	234,50	3,7160	871,40
			suma	10812,5					suma	10812,5

Źródło: opracowanie własne.

Zakończenie

Analiza ostatnich danych dotyczących czynników decydujących o prawdopodobieństwie wystąpienia kryzysu walutowego pozwala stwierdzić, że ryzyko zaistnienia tego zjawiska w Polsce istotnie się zmniejszyło. Na poparcie tej tezy przytacza się statystyki dotyczące deficytu salda obrotów bieżących. Do 1999 r. widoczna była wyraźna tendencja do wzrostu deficytu na rachunku obrotów bieżących, jednak już w 2000 r. uległa ona załamaniu (tabela 5), a zgodnie z szacowanymi wielkościami deficytu za 2001 r. ujemne saldo nadal maleje.

W ostatnim roku poprawiła się również struktura finansowania tego niedoboru, bowiem aż w 85% został on pokryty inwestycjami bezpośrednimi netto czyli kapitałem o stabilnym charakterze.

W Polsce nie występują również czynniki uważane za bezpośrednie przyczyny kryzysu argentyńskiego. W przypadku Argentyny o załamaniu gospodarczym przesądziły: wysokie zadłużenie zagraniczne oraz stosowana polityka stałego kursu walutowego. Pomimo iż poziomy długów Polski i Argentyny są porównywalne, Polska zadłużona jest przede wszystkim w walucie krajowej, a kurs wymiany jest płynny. Nie występuje więc problem z pozyskaniem walut na obsługę zobowiązań.

Tabela 4

nr raty	Kredyt złotowy				Kredyt indeksowany kursem euro						
	stan początkowy	odsetki	rata kapitałowa	płatność	stan początkowy	odsetki	rata kapitałowa	płatność	kurs spłaty	Δ% kursu	płatność w złotych
1	10000	125	833,3333	958,3333	2794,233	19,79248	232,8527	252,6452	3,658602	0,21	924,3283
2	9166,667	114,5833	833,3333	947,9167	2561,38	18,14311	232,8527	250,9958	3,666104	0,41	920,1768
3	8333,333	104,1667	833,3333	937,5	2328,527	16,49373	232,8527	249,3465	3,6736059	0,62	916,0006
4	7500	93,75	833,3333	927,0833	2095,675	14,84436	232,8527	247,6971	3,6811079	0,82	911,7997
5	6666,667	83,33333	833,3333	916,6667	1862,822	13,19499	232,8527	246,0477	3,6886099	1,03	907,574
6	5833,333	72,91667	833,3333	906,25	1629,969	11,54561	232,8527	244,3983	3,6961119	1,23	903,3236
7	5000	62,5	833,3333	895,8333	1397,116	9,896241	232,8527	242,749	3,7036139	1,44	899,0484
8	4166,667	52,08333	833,3333	885,4167	1164,264	8,246867	232,8527	241,0996	3,7111159	1,64	894,7485
9	3333,333	41,66667	833,3333	875	931,4109	6,597494	232,8527	239,4502	3,7186178	1,85	890,4239
10	2500	31,25	833,3333	864,5833	698,5582	4,94812	232,8527	237,8008	3,7261198	2,05	886,0744
11	1666,667	20,83333	833,3333	854,1667	465,7055	3,298747	232,8527	236,1515	3,7336218	2,26	881,7003
12	833,3333	10,41667	833,3333	843,75	232,8527	1,649373	232,8527	234,5021	3,7411238	2,47	877,3014
				10812,5							10812,5

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5 Deficyt na rachunku obrotów bieżących w relacji do PKB w latach 1995-2000

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Relacja rachunku bieżącego bilansu płatniczego do produktu krajowego brutto w %	4,6	-1,0	-3,0	-4,4	-7,5	-6,3

Źródło: GUS.

Niskie prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu walutowego nie oznacza jednak, iż podmioty zadłużające się w walutach obcych mogą mieć pewność, że koszt obsługi kredytu walutowego lub indeksowanego nie przekroczy kosztu kredytu złotowego. Jak wykazano wcześniej, w przypadku korzystania z krótkoterminowego kredytu walutowego wystarczy kilkuprocentowy wzrost kursu waluty, w której rozliczany jest kredyt, aby zniwelować korzyści wynikające z niższego oprocentowania wspomnianych instrumentów. Sytuacja taka jest wysoce prawdopodobna, bowiem na polskim rynku walutowym, powszechnie uważanym za bardzo płytki, nawet błahe wydarzenia mogą wywołać znaczne wahania cen – czego przykładem może być gwałtowny spadek kursu złotego na początku lipca 2001 r.

Przytoczone tu argumenty dowodzą, że niższe oprocentowane kredyty indeksowane nie powinny być traktowane jako prosty substytut droższych kredytów

złotowych. Każdorazowe zaciągnięcie kredytu denominowanego w walucie obcej powinno być poprzedzone wnikliwą analizą, uwzględniającą możliwość, skalę i termin ewentualnego załamania waluty krajowej. Należy pamiętać, że o opłacalności kredytów indeksowanych w znacznym stopniu decyduje kurs waluty indeksacyjnej w trakcie pierwszych kilku okresów spłaty kredytu, kiedy dokonuje się największych kwotowo płatności (dotyczy analizowanych kredytów o stałych ratach kapitałowych). Dlatego szczególnie w przypadku kredytów krótkoterminowych istotne jest śledzenie bieżącego trendu kursu waluty indeksacyjnej.

Wyniki zaproponowanej formuły dowodzą błędności przekonania, że kredyt indeksowany jest sposobem na ograniczanie skutków restrykcyjnej polityki monetarnej. Ceną za nominalnie niższy poziom oprocentowania jest znaczny poziom ryzyka kursowego.

Jak prowadzić segmentację klientów? Metody wielowymiarowej segmentacji klientów na rynku usług bankowych

Mirosława Kaczmarek

Segmentacja rynku najczęściej definiowana jest jako podział rynku według określonego kryterium (kryteriów) na jednorodne grupy klientów (segmenty rynku), które wyznaczają dla banku obszar działania i stanowią punkt wyjścia w formułowaniu marketingowego programu działania. Dokonując segmentacji rynku, bank zyskuje możliwość lepszego rozpoznania potrzeb, preferencji i oczekiwań swoich klientów, a w rezultacie –

szansę przygotowania produktów bankowych uwzględniających te potrzeby i oczekiwania. Ponadto, wobec bardziej jednorodnych, „wyprofilowanych” grup klientów można także bardziej skutecznie prowadzić działalność informacyjno-promocyjną.

Jak zatem bank powinien przeprowadzać segmentację klientów? Wyodrębnienie określonych segmentów rynku zależy przede wszystkim od zastosowanych

kryteriów segmentacji oraz metody segmentacji. W sytuacji, gdy systemy informatyczne pozwalają na tworzenie bogatych baz danych o klientach, możliwe staje się prowadzenie wielowymiarowej segmentacji rynku, a nie - tak jak dotychczas - opartej tylko na jednym czy dwóch kryteriach: głównie dochodzie i wieku. Znacznie bardziej precyzyjnej segmentacji można dokonać stosując obok kryteriów demograficznych kryteria behawioralne, które bezpośrednio odnoszą się do zachowań klientów na rynku usług bankowych. Cennych informacji dostarcza analiza aktywności klientów w zakresie korzystania z usług bankowych, wyrażona poprzez takie kryteria, jak liczba i rodzaj posiadanych produktów bankowych, częstotliwość korzystania z usług bankowych. Zastosowanie kombinacji różnorodnych kryteriów segmentacji pozwala stworzyć wielowymiarowy profil klientów, a w związku z tym bardziej dokładnie określić potencjał wyodrębnionych segmentów. Przydatnym narzędziem w tym zakresie mogą być metody statystycznej analizy wielowymiarowej.

Kryteria segmentacji klientów detalicznych

Najczęściej wykorzystywanym przez banki kryterium różnicowania klientów jest wielkość dochodów, która znajduje bezpośrednie przełożenie w zaangażowaniu finansowym w banku. W bankach niemieckich na podstawie wartości realizowanych usług wyodrębia się dwa zasadnicze segmenty: klientów masowych (Kunden in Massengeschäft) i klientów wymagających indywidualnego podejścia, tj. o najwyższych dochodach (Kunden in Individualgeschäft)¹. **Segment klientów masowych** obejmuje bardzo szeroką grupę klientów korzystających z usług o niskim wolumenie obrotów jednostkowych. Charakterystyczną cechą kształtowania przez banki oferty dla tej grupy klientów jest wysoki stopień standaryzacji usług. Do typowych usług bankowych zaspokajających ich potrzeby należą: obsługa konta osobistego, kredyty konsumpcyjne, lokaty pieniężne. Segment klientów masowych, wbrew pozornie niewielkiej atrakcyjności finansowej, cieszy się dużym zainteresowaniem banków. To właśnie w tym segmencie najbardziej intensywnie poszukuje się możliwości dodatkowej sprzedaży usług. Przesądza o tym jego liczebność, pozwalająca zrekomensować niewielkie obroty jednostkowe efektem „korzyści skali”.

Segment klientów wymagających indywidualnego podejścia obejmuje niewielką grupę osób o wysokich i bardzo wysokich dochodach. Biorąc pod uwagę kryterium zawodu, w segmencie tym znajdują się przede wszystkim przedstawiciele wolnych zawodów, kadra kierownicza i urzędnicy na kierowniczych stanowiskach.

Ta grupa klientów postrzegana jest jako bardzo wrażliwa na warunki finansowe; dysponuje też - w związku z kontaktem z licznymi bankami - pewną siłą w negocjowaniu wysokości opłat i zakresu usług. W odróżnieniu od segmentu klientów masowych charakterystyczną cechą kształtowania oferty dla tej grupy jest wysoki stopień jej zindywidualizowania, na co bezpośrednio wpływa znacząca pozycja w portfolio usług doradztwa finansowego.

Na podstawie łącznej wielkości zdeponowanych środków, mierzonej najczęściej poprzez wartość salda na koncie osobistym i wartość depozytów, banki w Polsce dokonują podziału klientów z reguły na trzy segmenty²:

- **segment o nieznacznym zaangażowaniu finansowym** – będący najmniej atrakcyjną i pożądaną grupą klientów,
- **segment o średnim zaangażowaniu finansowym** – postrzegany jako przyszłościowy i stosunkowo atrakcyjny,
- **segment o dużym zaangażowaniu finansowym** – najbardziej atrakcyjny dla banku i będący segmentem strategicznym z punktu widzenia rozwoju banku.

Zróżnicowana siła finansowa klientów z poszczególnych segmentów przesądza nie tylko o ich atrakcyjności dla banku, ale także o zakresie oferowanych im usług. W odniesieniu do klientów posiadających niewielkie aktywa bank może poprzestać na sprzedaży podstawowych usług – konta osobistego oraz lokat terminowych. W przypadku klientów o najwyższym zaangażowaniu finansowym szczególnie aktywnie powinna być prowadzona sprzedaż takich produktów, jak: konto osobiste w powiązaniu z szeroką ofertą kart płatniczych i kredytowych, kredyty średnio- i długoterminowe (w tym kredyty budowlano-mieszkaniowe), obrót papierami wartościowymi oraz doradztwo inwestycyjne, finansowe i podatkowe. Ważnym narzędziem walki o klientów z najwyższej półki dochodowej staje się usługa *private banking*. Usługi bankowe „szyte na miarę”, jak określa się *private banking*, są nie tylko sposobem pozyskania najbogatszych klientów, ale - dzięki indywidualizacji obsługi - także lojalnych klientów. Do intensyfikacji wysiłków w celu pozyskania najzamożniejszych klientów zmusza banki dodatkowo konkurencja ze strony innych instytucji rynku finansowego.

Innym często stosowanym przez banki kryterium segmentacji klientów detalicznych jest wiek. Segmentacja na podstawie wieku opiera się na założeniu, że w różnych okresach życia człowiek ma odmienne zapotrzebowania na usługi bankowe. Istnieje wyraźny związek między wiekiem a popytem klientów na określone usługi bankowe. W ostatnich latach zmienił się zwłaszcza stosunek bankowców do **segmentu ludzi młodych**. Głównym celem działania banków w tym segmencie jest budowanie

¹ C. Kulich: *Bankdienstleistungen erfolgreich verkaufen*. Köln 1998 Expert Verlag, s. 32-35.

² P. Frąckowiak: *Segmentacja klientów a oferta podażowa i wykorzystywany system obsługi w uniwersalnym banku komercyjnym*. W: *Institucje finansowe - Marketing - Przedsiębiorstwa*. Praca pod red. J. Garczarczyka. Poznań 1996, AE Poznań, s. 146 - 151.

lojalności i „przywiązywanie” do banku klientów, którzy za kilka lat podejmą pracę zawodową i będą osiągać stałe dochody. W bankach zachodnioeuropejskich nastolatek zakładający rachunek bankowy korzysta z licznych przywilejów, np. prowadzony rachunek jest wolny od opłat, a w przypadku przekroczenia na nim salda pobierane są niższe stopy procentowe³. Podobnie dzieje się również na rynku usług bankowych w Polsce. Analiza struktury wiekowej ludności w Polsce pokazuje, że osoby do 18 roku życia stanowią aż 30% populacji i coraz więcej banków zaczyna dostrzegać wartość tego potencjału, przygotowując dla nich specjalną ofertę rachunków bankowych. Największy bank detaliczny - PKO BP oferuje osobom w wieku od 13 do 18 lat rachunek oszczędnościowy „Graffiti”, Konto Młodych. W ramach tego rachunku młody klient może otrzymać kartę PKO BP Visa Elektron „Graffiti”, pełniącą funkcję bankomatową i płatniczą. Bank Pekao SA proponuje młodym ludziom aż dwa rodzaje rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych: Eurokonto Junior, dla osób w przedziale wiekowym 13-25 lat, oraz Eurokonto OK, dla młodzieży w wieku 15-18 lat. W ofercie BIG Banku Gdańskiego SA znaleźć można Konto Młodzieżowe Bajer, zaś Banku Zachodniego WBK SA – Konto 24 Young.

Wśród osób młodych przedmiotem szczególnego zainteresowania banków są studenci – w przyszłości osoby z wyższym wykształceniem, a więc potencjalnie ze stosunkowo wysokimi dochodami. Pozyskiwanie tej grupy klientów odbywa się w dwojaki sposób - poprzez zakładanie przez uczelnie konta akademickiego w wybranym banku, na które przekazywane jest stypendium lub inne środki finansowe, oraz oferowanie kredytu na opłacenie nauki. Pionierem jeśli chodzi o konta studenckie jest PKO BP, który Akademickie Konto Osobiste wprowadził już w połowie lat 90. Wyzaczyło ono standard oferty bankowej dla studentów. W każdym niemal banku do założenia konta wystarczy okazanie legitymacji lub indeksu; większość banków wymaga też zdeklarowania minimalnej wpłaty, jednak zdecydowanie niższej niż dla osób pracujących. Posiadacz konta płaci też niższe opłaty i prowizje, ponadto otrzymuje zintegrowaną z kontem kartę bankomatowo-płatniczą – najczęściej Maestro lub Visę Electron. Większość banków oferuje konta studenckie z dostępem internetowym i telefonicznym.

Metody wielowymiarowej segmentacji rynku

W procesie segmentacji klientów obok wyboru określonych kryteriów kluczową rolę odgrywa zastosowana metoda podziału na segmenty. Spośród metod segmentacji w praktyce badań marketingowych najczęściej wykorzystuje się metodę tabelaryzacji korelacyjnej, prezentującą w formie tablic zależność dwóch zmiennych segmentacyjnych, np. liczby posiadanych przez

klientów banku lokat złotych w zależności od ich dochodu. Znacznie bogatszej charakterystyki wyodrębnionych segmentów dostarczają metody statystycznej analizy wielowymiarowej, które tym różnią się od technik jedno- czy dwuwymiarowych, że ich stosowanie daje możliwość jednoczesnej analizy wielu wymiarów, czyli wielu cech charakteryzujących badaną zbiorowość. Dzięki ich zastosowaniu możliwe staje się więc prowadzenie segmentacji jednocześnie według kryteriów charakteryzujących profil osobowy klienta oraz zmiennych odnoszących się do jego zachowania na rynku bankowym. Do przeprowadzenia analiz wielowymiarowych służą pakiety statystyczne Statistica lub SPSS, a konieczność korzystania ze specjalnego oprogramowania jest bodaj największym mankamentem tych metod.

Spośród ogółu metod statystycznej analizy wielowymiarowej w procesie segmentacji rynku - jak pokazuje praktyka głównie amerykańskich badań marketingowych - dużą przydatnością charakteryzują się **metody analizy skupień**⁴. Pierwszym krokiem w procesie segmentacji klientów banków z zastosowaniem analizy skupień jest wybór kryteriów podziału na segmenty. Spośród kryteriów charakteryzujących profil osobowy klientów mogą to być np. dochód i wiek, zaś spośród zmiennych odnoszących się do zachowań na rynku bankowym - np. liczba i rodzaj wykorzystywanych usług bankowych. Dalsze etapy stosowania analizy skupień wymagają przeprowadzenia odpowiednich procedur statystycznych (są one automatycznie realizowane przez wymienione wyżej pakiety statystyczne). Kolejno więc dokonuje się normalizacji zmiennych, określa miarę podobieństwa obiektów, buduje macierz odległości między obiektami, wybiera jedną z metod podziału na skupienia. Analizę kończy merytoryczna interpretacja uzyskanych wyników (charakterystyka segmentów) i ocena jakości przeprowadzonej analizy. Niewątpliwą zaletą analizy skupień jest wizualna prezentacja rezultatów segmentacji w postaci dendrogramu (tzw. drzewa skupień).

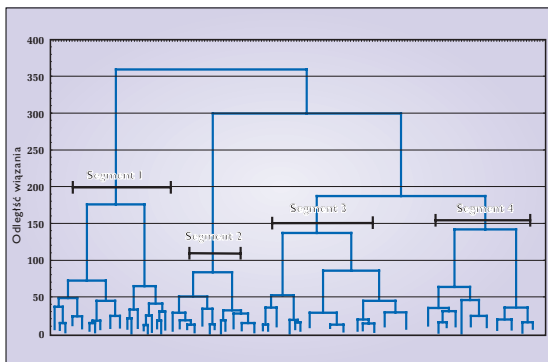
Do najczęściej stosowanych metod analizy skupień należy **metoda Warda**, a decyduje o tym sposób łączenia obiektów w skupienia⁵. Metoda zakłada mianowicie łączenie tych obiektów, które powodują możliwie najmniejszy przyrost wariancji w skupieniu, a więc zapewniają możliwie największą jednorodność utworzonego skupienia - segmentu.

⁴ Opis metod analizy skupień przedstawiony jest m.in. w: E. Nowak: *Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych*. Warszawa 1990 PWE; M. Walesiak: *Metody analizy danych marketingowych*. Warszawa 1996 PWN.

⁵ Spośród metod analizy skupień w procesie segmentacji rynku relatywnie najczęściej wykorzystywane są metody grupowania (aglomeracji) należące, obok metod podziału (deglomeracji), do tzw. metod hierarchicznych. Z uwagi na różnice w sposobie określania podobieństwa między obiektami oraz wyznaczania odległości między grupami obiektów w przestrzeni wielowymiarowej, wyodrębnia się kilka wariantów grupowania hierarchicznego, m.in. metodę najbliższego sąsiedztwa, metodę najdalszego sąsiedztwa, metodę mediany, metodę Warda.

³ G. Thalau: *Neue Aufgaben für die Sparkassen*. „Bank und Markt” nr 1/1986, s. 24.

Wykres 1 „Drzewo skupień” z wyodrębnionymi segmentami klientów



Źródło: opracowanie własne.

Przykład segmentacji klientów banku metodą Warda

Analizę dokonano na podstawie danych z prowadzonego w Katedrze Badań Marketingowych ogólnopolskiego monitoringu rynku usług finansowych. W prezentowanym przykładzie wykorzystano dane z badania przeprowadzonego metodą wywiadu bezpośredniego z zastosowaniem standardowego kwestionariusza wśród klientów indywidualnych na rynku usług bankowych w Poznaniu ($n = 182$). Dobór cech w analizie został zdeterminowany przez cel badania, a mianowicie dokonanie segmentacji klientów banków ze szczególnym uwzględnieniem ich aktywności na rynku usług bankowych. Aktywność ta została scharakteryzowana za pomocą takich zmiennych, jak:

- 1) liczba banków, z których korzysta gospodarstwo domowe,
Liczba wykorzystywanych produktów bankowych, w tym:
 - 2) ROR, realizacja zleceń w ramach ROR-u, karta płatnicza,
 - 3) rachunek a vista,
 - 4) terminowe lokaty złote.

- 5) terminowe lokaty walutowe.
 - 6) kredyty.
 - 7) pozostałe usługi dostępne dla klientów indywidualnych.
- Ponadto, w procesie segmentacji wykorzystano także cechy demograficzno-ekonomiczne:
- 8) wiek,
 - 9) wykształcenie (w latach nauki),
 - 10) dochód (miesięczny netto).

Segmentacja przeprowadzona metodą Warda pozwoliła wyodrębnić cztery segmenty o zróżnicowanym profilu bankowym (wykres 1).

Wyróżnione segmenty to: segment aktywnych depozytariuszy - innowatorów (segment 1), segment klientów kredytobiorców - tradycjonalistów (segment 2), segment klientów o przeciętnej aktywności bankowej (segment 3) oraz segment klientów pasywnych bankowo. Przyjęte nazwy mają charakter umowny, a zostały nadane z myślą o zaakcentowaniu specyfiki poszczególnych segmentów. Na potrzeby interpretacji uzyskanych wyników i opisu otrzymanych segmentów obliczono średnią arytmetyczną i odchylenie standardowe z wartości zmiennych dla obiektów w poszczególnych skupieniach (segmentach); przedstawia je tabela 1. Oceny jednorodności segmentów dokonano na podstawie analizy wariancji, według formuły: $F = V(J, G)/V(J)$, gdzie: $V(J, G)$ – wariancja zmiennej J w skupieniu G , $V(J)$ – wariancja zmiennej J obliczona dla wszystkich analizowanych obiektów.

Segment (skupienie) jest tym bardziej homogeniczny, im więcej zmiennych przyjmuje wartości F mniejsze od 1. Rezultaty oceny jednorodności wyróżnionych skupień przedstawia tabela 2.

Wyodrębnione segmenty charakteryzują się poniższymi cechami.:

Aktywni depozytariusze-innowatorzy

– wyróżniająca się grupa klientów w zakresie wszystkich rodzajów usług, z wyjątkiem rachunków a vista,

Tabela 1 Średnie arytmetyczne i odchylenia standardowe zmiennych dla wyodrębnionych segmentów klientów

Segmenty		Zmienne segmentacyjne									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ogółem	A	1,91	0,34	0,75	0,59	0,60	0,26	0,31	42,6	14,2	1751,3
	B	1,06	0,3	0,56	0,65	0,38	0,47	0,53	11,1	2,74	1095,8
Aktywni depozytariusze innowatorzy	A	3,00	0,40	0,83	1,15	0,70	0,33	0,60	42,9	16,5	2992,5
	B	1,34	0,5	0,6	0,74	0,65	0,5	0,63	8,89	1,52	1150,7
Kredytobiorcy tradycjoniści	A	1,47	0,58	1,01	0,37	0,26	0,52	0,21	40,3	13,2	1710,5
	B	0,7	0,55	0,55	0,53	0,45	0,51	0,42	10,49	2,37	918,8
Klienci przeciętni	A	1,72	0,30	0,70	0,71	0,14	0,32	0,32	43,9	11,6	1373,7
	B	0,81	0,49	0,54	0,66	0,36	0,48	0,51	12,03	0,87	606,9
Klienci pasywni	A	1,47	0,32	0,85	0,52	0,17	0,13	0,28	41,1	17,0	1322,1
	B	0,55	0,48	0,57	0,55	0,38	0,35	0,48	11,35	0	515,38

A – średnia arytmetyczna

B – odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2 Wartości statystyki F dla wyodrębnionych segmentów

Segment	1	2	3	4
Liczba banków	1,5878	0,4294	0,5803	0,2635
Rachunki a vista	1,0473	1,2066	0,7721	0,8694
ROR	1,1345	0,9537	0,9078	1,0068
Lokaty złotowe	1,2695	0,6524	1,0314	0,7102
Lokaty walutowe	1,8123	0,8744	0,5583	0,6166
Kredyty	1,1683	1,1846	1,0765	0,5610
Inne usługi	0,8694	0,8372	0,8694	0,3970
Wiek	0,6443	0,8985	1,1802	1,0518
Wykształcenie	0,3077	0,7494	0,0998	0,0000
Dochód	1,7325	0,7032	0,3068	0,2212

Źródło: opracowanie własne.

– w portfelu usług podstawowe znaczenie mają lokaty terminowe,

– w szerokim zakresie korzystają z pozostałych usług bankowych, np. usług maklerskich, doradztwa finansowego (stąd określenie innowatorzy),

– cechy profilu osobowego: wyższe wykształcenie, wysokie dochody.

Kredytobiorcy tradycyjni

– najważniejsze pozycje w portfelu usług to: konto osobiste i dostępne w ramach niego usługi (konto osobiste to typowy, tradycyjny produkt bankowy, stąd określenie tradycyjni),

– aktywnie korzystają z usług kredytowych.

Klienci o przeciętnej aktywności

– w strukturze portfela usług zwraca uwagę niewielkie znaczenie lokat walutowych,

– cechy profilu osobowego: średnie wykształcenie i niskie dochody.

Klienci pasywni

– charakteryzują się niższą niż przeciętna aktywnością na rynku usług bankowych,

– podstawowym produktem w portfelu usług jest konto osobiste,

– w niewielkim zakresie korzystają zarówno z lokat terminowych, jak i kredytów,

– charakterystyczną cechą ich profilu demograficznego są niskie dochody.

W odniesieniu do wyodrębnionych segmentów można mówić o pewnym podobieństwie, przynajmniej w zakresie niektórych cech. Niemniej jednak w przypadku każdego z wyróżnionych segmentów można wyodrębnić cechy charakterystyczne tylko dla niego, istotnie odróżniające go od pozostałych. Podstawową zaletą metod analizy skupień jest więc możliwość określenia specyfiki poszczególnych segmentów na tle innych. Prezentowana segmentacja klientów banków prowadzona jest w przekroju rynku, a nie określonego banku. Program marketingowy powinien być jednak formułowany przede wszystkim w odniesieniu do segmentów klientów konkretnego banku. Posługując się metodami statystycznej analizy wielowymiarowej, banki dysponujące bogatą bazą danych o klientach mogą dokonać bardzo precyzyjnej segmentacji. Istotą przygotowania skutecznej strategii produktu czy promocji jest zaś właściwe zdefiniowanie segmentów, w których ma być stosowana określona strategia marketingowa.

System obciążeń fiskalnych banków w Polsce

Aspekty prawno–finansowe

Marzena Wrona

System obciążeń finansowych banków w Polsce¹ jest dość skomplikowany. Ogólnie można wyróżnić kilka tytułów obciążeń:

- 1) pierwsze o charakterze podatkowym, do których zaliczamy podatek dochodowy od osób prawnych, podatek od nieruchomości i podatek od środków transportu;
- 2) drugie o charakterze niepodatkowym, tj. rezerwe obligatoryjną i wpłaty na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Podatek dochodowy od osób prawnych

Główną formę obciążeń fiskalnych banków stanowi – podobnie jak u innych osób prawnych – podatek dochodowy od osób prawnych. Początkowo, do końca 1996 r., wysokość stawki w tym podatku wynosiła 40% dochodu banku, od 1997 r. jest sukcesywnie obniżana i w 2001 r. osiągnęła poziom 28% dochodu. Pomimo znacznego obniżenia stawki w podatku dochodowym od osób prawnych jej poziom jest wciąż zbyt wysoki i w znacznym stopniu obciąża wyniki banku.

Przedmiotem opodatkowania w podatku dochodowym od osób prawnych jest dochód uzyskiwany przez podatnika, który ustawa definiuje jako nadwyżkę sumy przychodów nad kosztami ich uzyskania osiągniętą w roku podatkowym. Jeżeli koszty uzyskania przychodów przekraczają sumę przychodów, różnicą jest strata².

¹ Stan prawny na dzień 1 marca 2002 r.

² Zob. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych. (Dz.U. z 1993 r. nr 106, poz. 482 z późn. zm.), z zastrzeżeniem art. 10 i 11 tej ustawy.

Podstawa opodatkowania

Przychody bankowe

Przychody bankowe mają dwojaki charakter – część z nich stanowią przychody wynikające bezpośrednio ze specyfiki działalności bankowej, a drugą część stanowią przychody z innych źródeł. Przychodami bankowymi są różnice kursowe, odsetki należne z tytułu udostępnionego przez bank kapitału (cena kapitału), prowizje (koszt postawienia środków do dyspozycji klienta) oraz opłaty, stanowiące w głównej mierze zwrot poniesionych przez bank bezpośrednich kosztów, lub opłaty stałe, np. opłaty za wykonanie zleceń. Ponadto ustawa wskazuje, że przychodem charakterystycznym dla banku jako podatnika będzie kwota stanowiąca równowartość rezerwy na ryzyko ogólne³, którą rozwiązano lub wykorzystano w inny sposób⁴. Drugą grupę przychodów w rachunku zysków i strat banku są przychody z papierów wartościowych, przychody z operacji instrumentami finansowymi, przychody z operacji wymiany walutowej oraz przychody z tytułu rozwiązania rezerw celowych. Pozostałe pozycje przychodów stanowią w strukturze rachunku wyników pozycję mało znaczącą.

Przy korekcie zysku bilansowego odlicza się przychody, które nie są przychodami w rozumieniu przepisów podatkowych, oraz przychody wolne od opodatkowania, a stanowiące składnik zysku bilansowego. Do pierwszej

³ Zob. art. 12 ust. 6 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

⁴ R. Kosmalski: *Opodatkowanie banków*. W: *Encyklopedia Prawa Bankowego*. Praca pod red. W. Pyziola, Warszawa 2001 PWN, s. 466.

grupy przychodów zalicza się przychody z tytułu nieotrzymanych odsetek od należności (pożyczek i kredytów), dyskonto od papierów wartościowych, niezrealizowane dodatnie różnice kursowe. Do drugiej grupy należy zaliczyć: otrzymane odszkodowania na podstawie przepisów prawa administracyjnego, prawa cywilnego i na podstawie innych ustaw; dochody w wysokości nominalnej obligacji restrukturyzacyjnych otrzymanych na podstawie przepisów o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków, a także dotacje i inne przychody.

Korekcie podlegają przychody nie będące przychodami w rozumieniu przepisów bilansowych, a stanowiące przychód w ujęciu podatkowym. Są to przychody pobrane „z góry” – szczególnie prowizje z tytułu udzielonych zobowiązań pozabilansowych oraz skapitalizowane odsetki od należności. Pozycje te nie są rejestrowane na kontach przychodów do czasu ich otrzymania, powiększają jedynie sumę bilansową w pozycji dochodów zastrzeżonych⁵. Tak skorygowany wynik bilansowy (korekta przychodów memoriałowych do wysokości przychodów kasowych) należy następnie pomniejszyć o przychody z tytułu zwróconych lub umorzonych innych wydatków, niezaliczonych uprzednio do kosztów uzyskania przychodów. Dotyczy to między innymi rozwiązania rezerw celowych na należności zagrożone, tworzone uprzednio w ciężar kosztów nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów, oraz rozwiązania rezerw na deprecjację papierów wartościowych w przypadku ich sprzedaży.

Koszty uzyskania przychodu

Drugim elementem kształtującym dochód podatkowy są, obok przychodów, koszty uzyskania przychodu. Kosztem uzyskania przychodów nie jest jednak każdy wydatek, lecz koszty poniesione w celu osiągnięcia przychodu z wyjątkiem wymienionych w art. 16 ust. 1 ustawy.

Z punktu widzenia ekonomicznego kosztem działalności są każde celowe i gospodarczo uzasadnione poniesione nakłady, zaś nakłady niecelowe i nie dające efektów gospodarczych to straty nadzwyczajne.

Z punktu widzenia podatkowego tylko niektóre koszty ekonomiczne są potrącalne. Tymi kosztami są:

1) koszty związane z działalnością operacyjną banku – odsetki od pozyskanych depozytów, prowizje płacone bankom, opłaty, straty na operacjach wymiany, koszty operacji instrumentami finansowymi, koszty z tytułu zobowiązań pozabilansowych;

2) koszty ogólne działania banku;

3) koszty rezerw tworzonych w banku:

– na pokrycie ryzyka ogólnego związanego z prowadzeniem działalności bankowej,

– celowych – tworzonych obligatoryjnie na pokrycie przewidywanych strat z tytułu działalności kredytowej,

– rezerwy na odroczone podatki dochodowe;

4) odpisy z tytułu zużycia środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych⁶.

Rezerwy

Dla celów podatkowych istotne są rezerwy tworzone w banku zgodnie z przepisami Prawa bankowego⁷ i Prawa bilansowego. Nie wszystkie te rezerwy są kosztem uzyskania przychodów do celów podatku dochodowego⁸. Zdaniem ustawodawcy, budżet państwa nie powinien bowiem ponosić pełnego ciężaru ryzyka działalności bankowej.

Kosztem uzyskania przychodów jest tworzona w ciężar kosztów rezerwa na ryzyko ogólne, służąca pokryciu ryzyk związanych z prowadzeniem działalności bankowej. Wysokość tej rezerwy wynosi maksymalnie 1,5% ustalonej na koniec poszczególnych kwartałów roku obrotowego średniej kwoty niespłaconych kredytów i pożyczek pieniężnych, pomniejszonej o kwotę kredytów i pożyczek pieniężnych, na które bank utworzył rezerwy celowe, w wysokości 100% tych kredytów i pożyczek. Kwota odpisu nie może być jednak wyższa niż kwota odpisu dokonywanego w tym roku z zysku za rok poprzedni na fundusz ryzyka ogólnego. Odpisu dokonuje się w pierwszym miesiącu następującym po każdym kwartale.

Najpoważniejszą pozycją rezerw w bankach są rezerwy celowe tworzone na podstawie zindywidualizowanej oceny ryzyka obciążającego należności oraz udzielone gwarancje bądź poręczenia. Nie wszystkie rezerwy tworzone w bankach ustawodawca pozwala traktować jako koszt uzyskania przychodów do celów podatkowych. Od 1 stycznia 2001 r. kosztami podatkowymi są jedynie rezerwy utworzone na pokrycie takich nieściągalnych kredytów, których terminy płatności są już wymagalne. Wynika to z zastąpienia w przepisie art. 16 ust. 1 pkt 26 lit. b) i c) – podobnie jak w art. 16 ust. 1 pkt 25 lit. b) – wyrazu „straconych” wyrazami „wymagalnych a nieściągalnych”⁹. Podatkowym kosztem są rezerwy utworzone na pokrycie:

– kredytów wymagalnych, a nieściągalnych,

– wymagalnych, a nieściągalnych należności z tytułu udzielonych przez bank po 1 stycznia 1997 r. gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów lub pożyczek,

– 25% kwoty wątpliwych kredytów i 25% kwoty wątpliwych należności z tytułu udzielonych gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów lub pożyczek udzielonych przez bank po 1 stycznia 1997 r.

⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 17 stycznia 1997 r. w sprawie amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych (Dz.U. nr 6, poz. 35 z późn. zm.).

⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. nr 140, poz. 939 z późn. zm.).

⁸ Art. 16 ust. 26 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych definiuje, które rezerwy są potrącalne.

⁹ M. Olech: *Opodatkowanie osób prawnych w 2001 r. Najważniejsze zmiany w ustawie*. <http://www.INFOR.pl/>

⁵ J. Świdorski: *Finanse banku komercyjnego: nowe regulacje, standardy, przepisy*. Warszawa 1999 Biblioteka Menedżera i Bankowca, s. 158 – 159.

Rezerwy na wierzytelności, uznawane za koszt uzyskania przychodów, nie mogą przekraczać kwoty tych wierzytelności pomniejszonej o wartość zabezpieczeń¹⁰.

Wymienione wyżej rezerwy na wierzytelności są kosztem podatkowym po spełnieniu warunków wymaganych przez przepisy podatkowe. Niewystarczające jest zakwalifikowanie wierzytelności do wymagalnych, a nieściągalnych na podstawie przepisów prawa bilansowego (tylko na podstawie kryterium terminowości spłaty odsetek i kapitału oraz oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika) i uznanie tym samym takiej wierzytelności za koszt uzyskania przychodów. Aby rezerwa została uznana za koszt uzyskania przychodu, musi nastąpić uprawdopodobnienie nieściągalności należności. W myśl ustawy podatkowej nieściągalność wierzytelności uznaje się za uprawdopodobnioną w szczególności, gdy:

- dłużnik zmarł, został wykreślony z ewidencji działalności gospodarczej, postawiony w stan likwidacji lub została ogłoszona jego upadłość,

- na wniosek dłużnika wszczęto postępowanie ugodowe w rozumieniu przepisów o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków albo postępowanie układowe w rozumieniu przepisów o postępowaniu układowym,

- wierzytelność została potwierdzona prawomocnym potwierdzeniem sądu i skierowana na drogę postępowania egzekucyjnego,

- wierzytelność jest kwestionowana przez dłużnika na drodze powództwa sądowego.

Od 1997 r. kosztem podatkowym są również rezerwy tworzone na pokrycie wymagalnych, a nieściągalnych należności z tytułu udzielonych przez bank gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów i pożyczek. W przepisach podatkowych wskazane są warunki uznania powyższych wierzytelności za koszt podatkowy. Nie uznaje się za koszt podatkowy rezerwy na te wierzytelności, gdy bank udzielił gwarancji lub poręczeń z naruszeniem prawa, przy czym naruszenie to powinno być stwierdzone prawomocnym wyrokiem sądu.

Kosztem podatkowym są rezerwy na te wierzytelności, gdy gwarancje czy poręczenia zostały udzielone po 1 stycznia 1997 r. Nie będą zatem kosztem rezerwy na wierzytelności wymagalne, a nieściągalne w 1997 r., jeżeli gwarancje czy poręczenia były udzielone przed 1997 r.

Również od 1 stycznia 1997 r. kosztem podatkowym jest część rezerw na pokrycie wątpliwych kredytów czy pożyczek oraz wątpliwych należności z tytułu gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów i pożyczek. W obu rodzajach rezerw kosztem uzyskania przychodów jest 25%

kwoty rezerw utworzonych na pokrycie tych należności. W przypadku tych rezerw obowiązują także w całości wyżej wymienione warunki uznawania ich za koszt podatkowy. Z uwagi na to, że na te należności tworzy się 50% rezerwy, kosztem uzyskania przychodów jest jedna czwarta wartości należności¹¹.

Nieściągalność udzielonych kredytów należy udokumentować, gdy:

- 1) pierwsze dwa punkty są takie same jak w przypadku udokumentowania nieściągalności wierzytelności, albo

- 2) opóźnienie w spłacie kredytu (pożyczki) lub odsetek przekracza 6 miesięcy, a ponadto:

- wierzytelność jest kwestionowana przez dłużnika na drodze powództwa sądowego, albo

- wierzytelność została skierowana na drogę postępowania egzekucyjnego, albo

- miejsce pobytu dłużnika jest nieznanie i nie został ujawniony jego majątek mimo podjęcia przez wierzyciela działań zmierzających do ustalenia tego miejsca i majątku.

Strata z tytułu udzielonych kredytów lub gwarancji i poręczeń jest kwotą kapitału, czyli bez odsetek, w tym również skapitalizowanych. Straty banku uznane za koszt podatkowy z tytułu odpisanych należności i gwarancji powinny być pomniejszone o połowę części funduszu ryzyka, w jakiej pokryto w nim stracone należności.

Należy podkreślić, że jeżeli bank utworzył rezerwę na należności na kredyty wymagalne, a nieściągalne i w dacie jej utworzenia nie uprawdopodobnił jej nieściągalności, a zatem nie zaliczył do kosztów uzyskania przychodów, może tę rezerwę zaliczyć do kosztów nawet w innym roku podatkowym, o ile w tym roku podatkowym uprawdopodobni się jej nieściągalność zgodnie z przepisami podatkowymi¹².

Z dniem 1 stycznia 1999 r. weszła w życie uchwała nr 13/98 KNB w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków¹³. Nałożyła ona na banki obowiązek tworzenia rezerw celowych na nowe kategorie, tzn. na należności normalne w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych oraz na inne należności zaliczone przez bank do kategorii pod obserwacją. Uchwała ta spowodowała znaczny wzrost rezerw celowych nieuznawanych za koszt uzyskania przychodu. W celu złagodzenia skutków tej uchwały pod koniec 1999 r. KNB¹⁴ podjęła decyzję o zmianie zasad tworzenia rezerw na należności normalne i na należności

¹¹ M. Arnold: *Prawnofinansowe problemy podatku dochodowego od osób prawnych w bankowości*. Warszawa 1997 Instytut Studiów Podatkowych, s. 45.

¹² P. Wyrzykowski: *Opodatkowanie rezerw celowych*. „Prawo bankowe” nr 10/2000, s. 39–40.

¹³ Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego nr 13/98 z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.Urz. NBP nr 29, poz. 65).

¹⁴ Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego nr 8/1999 z dnia 22 grudnia 1999 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.Urz. NBP nr 26, poz. 43).

¹⁰ Katalog zabezpieczeń zawiera ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, a także paragraf 6, 7, 8 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2001 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków oraz załącznik nr 2 do tego Rozporządzenia.

pod obserwacją. Na tej podstawie banki mogą pomniejszać rezerwy celowe tworzone na te rodzaje należności o kwotę utworzonej rezerwy na ryzyko ogólne. Możliwość taka jest ograniczona do poziomu 25% utworzonej przez bank rezerwy na ryzyko ogólne – odrębnie na każdą z tych dwóch grup należności. Zasada ta pozostała utrzymana w mocy również przez obowiązujące od 1 stycznia 2002 r. Rozporządzenie Ministra Finansów¹⁵, zastępujące uchwałę nr 8/1999 KNB.

Ustawa o rachunkowości nakazuje tworzenie rezerw na odroczony podatek dochodowy z uwagi na rozbieżność między ustalonym metodą memoriałową wynikiem finansowym a podstawą opodatkowania podatkiem dochodowym¹⁶. Instytucja podatku dochodowego odrozonego ma na celu zachowanie współmierności podatku do wyniku finansowego. W związku z tym należy wyliczyć podatek dochodowy od zysku brutto skorygowany o trwałe różnice, mimo że jego zapłata zgodnie z deklaracją podatkową nastąpi w następnym okresie. Tak wyliczony podatek stanowi element obowiązkowego pomniejszenia wyniku finansowego (zysku brutto)¹⁷.

Pozostałe koszty

Bank, jako podatnik podatku dochodowego od osób prawnych, jest uprawniony do odpisów amortyzacyjnych w ciężar kosztów. Amortyzacja majątku banku odbywa się na zasadach przewidzianych przez ustawę o podatku dochodowym od osób prawnych. Bank najczęściej dokonuje amortyzacji metodą liniową, ponieważ zazwyczaj nie posiada majątku trwałego takiego typu, który jest wykazywany przez ustawodawcę jako ten, który można amortyzować metodą degresywną.

Odpisów amortyzacyjnych można dokonywać od środków trwałych przy zastosowaniu odpowiednich stawek amortyzacyjnych¹⁸. Podatnicy mogą indywidualnie ustalać stawki amortyzacyjne dla używanych lub ulepszonych środków trwałych, po raz pierwszy wprowadzonych do ewidencji¹⁹.

Ustawodawca przewidział ponadto stosunkowo niewielką swobodę w ustalaniu odpisów amortyzacyjnych dla wartości niematerialnych i prawnych. Dotyczy to oprogramowania (okres amortyzacji nie może być krótszy niż 2 lata), kosztów zakończonych prac rozwojowych (okres amortyzacji nie może być krótszy niż 3 lata), pozostałych wartości niematerialnych i prawnych (okres amortyzacji minimum 5 lat).

¹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2001 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.U. nr 149, poz. 1672).

¹⁶ W. Wąsowski: *Zarys ekonomiki banku komercyjnego*. Piła 1999 Korporacja Romaniszyn, s. 224-225.

¹⁷ W. Wąsowski: *Podatek dochodowy w banku*. „Bank” nr 3/1998, s.41.

¹⁸ Zob. Wykaz Rocznych Stawek Amortyzacyjnych – załącznik nr 1 do ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz art. 16i tej ustawy, który określa zasady podwyższania stawek amortyzacyjnych.

¹⁹ Zob. art. 16j ust. 1 pkt 3 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

Zgodnie z ustawą, do kosztów uzyskania przychodów zalicza się wydatki poniesione na reklamę niepubliczną i reprezentację do wysokości 0,25% przychodu w roku podatkowym. Wydatki poniesione na reklamę publiczną nie są natomiast ograniczone żadnym limitem.

Nawet przy limitowaniu wydatków na reprezentację i reklamę nie każdy wydatek w ramach ustalonego limitu może być kosztem uzyskania przychodu. Wymaga się, aby był on merytorycznie związany z odpowiednią kategorią przychodu.

Od stycznia 1999 r. wprowadzono do ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych przepisy dotyczące tzw. cienkiej kapitalizacji spółek²⁰. Według nowych zasad, podatnicy nie mogą zaliczyć do kosztu uzyskania przychodu odsetek od pożyczek (kredytów) udzielonych spółce przez jej udziałowca posiadającego nie mniej niż 25% udziałów/akcji tej spółki, jeżeli wartość zadłużenia spółki wobec jej udziałowców posiadających co najmniej 25% udziałów/akcji i wobec innych podmiotów posiadających co najmniej 25% udziałów w kapitale takiego udziałowca osiągnie łącznie trzykrotność wartości kapitału zakładowego (akcyjnego) spółki.

Takie rozwiązanie przyczynia się do wzrostu obciążenia podatkowego grup kapitałowych tworzonych przez banki. Wiele instytucji bankowych posiada spółki – córki wyspecjalizowane w świadczeniu wybranych usług niebankowych w znacznym stopniu finansowanych środkami kredytowymi uzyskanymi z firmy – matki (banku). Zważywszy na fakt niskich funduszy własnych tych firm – córek, udzielanie kredytu przez bank będzie związane z podwójnym płaceniem podatku od tej samej kwoty dochodu²¹.

Odliczenia od dochodu podatkowego

Banki, podobnie jak inne osoby prawne, mają uprawnienia do korzystania z odliczeń od dochodu podatkowego. W szczególności wchodzi w grę dwojaki rodzaj odliczenia: darowizny i wydatki inwestycyjne.

Banki mają prawo do zmniejszania podstawy opodatkowania z tytułu przekazanych darowizn według ogólnie obowiązujących przepisów. Od ustalonego dochodu odlicza się, dla otrzymania podstawy opodatkowania m.in. darowizny:

- na cele naukowe, oświatowe, rehabilitacji zawodowej i społecznej inwalidów, a także wspierania inicjatyw społecznych w zakresie budowy dróg i sieci telekomunikacyjnej na wsi oraz zaopatrzenia wsi w wodę – łącznie do wysokości nie przekraczającej 15% dochodu,
- na cele kultu religijnego, działalność charytatywno-opiekuńczą, cele bezpieczeństwa publicznego, obrony narodowej, ochrony środowiska, cele dobroczynne, cele

²⁰ Jest to finansowanie działalności danej spółki w drodze pożyczek od jej udziałowców bądź akcjonariuszy.

²¹ M. Zalewska: *Wpływ wybranych regulacji zewnętrznych na działalność polskich banków*. Warszawa 1999 SGH, s.144.

związane z budownictwem mieszkaniowym dla samorządu terytorialnego i na budowę strażnic jednostek ochrony przeciwpożarowej w rozumieniu przepisów o ochronie przeciwpożarowej oraz ich wyposażenie i utrzymanie – łącznie do wysokości nie przekraczającej 10% dochodu²².

Ponadto banki - podobnie jak pozostałe podmioty prawne - mają prawo kontynuować odliczenia od dochodu do opodatkowania całości lub części wydatków inwestycyjnych w zakresie i na zasadach określonych w ustawie²³. Ulga ta przysługuje podatnikom, którzy przed 1.01.2000 r. ponieśli wydatki inwestycyjne i nabyli prawo do odliczeń tych wydatków na podstawie art. 18a ustawy w brzmieniu obowiązującym przed 1.01.2000 r., oraz podatnikom, którzy poniosą – nie później niż w dniu 31.12.2002 r. – wydatki inwestycyjne na kontynuację objętej ulgą inwestycji rozpoczętej przed 1.01.2000 r.²⁴

Za wydatki inwestycyjne podlegające odliczeniu od podstawy opodatkowania uznaje się wydatki faktycznie poniesione w roku podatkowym, nie zwrócone podatnikowi w jakiegokolwiek formie, pomniejszone o naliczony podatek od towarów i usług oraz o podatek akcyzowy – jeżeli podatki te podlegają odliczeniu od należnego podatku VAT. Odliczenie ulgi inwestycyjnej następuje od wielkości dochodu do opodatkowania. Kwota wydatków inwestycyjnych odliczonych od podstawy opodatkowania nie mogła przekroczyć 35% dochodu do opodatkowania w 1998 r., 30% w 1999 r. i 25% w 2000 r.

Odliczenia od podatku

Ponadto, bank może odliczyć od kwoty naliczonego podatku na zasadach ogólnych kwotę zapłaconego podatku od otrzymanych dywidend i innych przychodów²⁵ w zyskach osób prawnych mających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej. W przypadku braku możliwości dokonania takiego odliczenia, na skutek wystąpienia straty w danym roku podatkowym, powyższą kwotę można odliczyć w następnych latach podatkowych²⁶.

W przypadku banków jest to istotne z racji specyfiki prowadzonej działalności. Banki prowadzą dość aktywną politykę w sferze inwestowania w akcje i udziały osób prawnych.

²² Zob. art. 7 ust. 3 i art. 7a ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

²³ Zob. art. 18a ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 1999 r. nr 95, poz. 1101).

²⁴ *Podatek dochodowy od osób prawnych*. Warszawa 2001 Wydawnictwo C.H.BECK, s. XIII – XIV.

²⁵ Dochód z dywidend i udziałów w zyskach osób prawnych nie jest wliczany do przychodu będącego podstawą wyliczenia dochodu do opodatkowania na zasadach ogólnych, ale jest cały opodatkowany zryczałtowanym podatkiem w wysokości 15%.

²⁶ J. Mroczkowska-Proczka: *Sterowanie kosztami banku komercyjnego w świetle obciążeń podatkiem dochodowym*. W: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*. Tom II: *Bankowość*. Praca pod red. E. Czerwińskiej. Materiały konferencyjne. Poznań 2000 r., s. 246.

Podatki lokalne

Drugi rodzaj obciążeń fiskalnych o charakterze podatkowym stanowią podatki lokalne²⁷, a wśród nich występujące w praktyce bankowej: podatek od nieruchomości i podatek od środków transportowych.

Podatek od nieruchomości

Charakterystyczne dla podatku od nieruchomości jest to, że w samej ustawie są określone jedynie maksymalne dopuszczalne stawki z jednoczesnym upoważnieniem gmin do obniżenia tych stawek o 50% w celach stymulacyjnych. Stawki podatkowe mają różną konstrukcję, choć w przeważającej części są to stawki kwotowe, ustalone uchwałą rady gminy, na której terenie położone są nieruchomości. Maksymalna wysokość stawki w 2001 r. w podatku od nieruchomości nie może przekroczyć rocznie: dla budynków oraz ich części związanych z działalnością gospodarczą, kwoty 15,86 zł od 1 m² powierzchni użytkowej, zaś od gruntów związanych z działalnością gospodarczą – 0,56 zł od 1 m² powierzchni. W odniesieniu do budowli związanej z prowadzeniem działalności gospodarczej stawka podatkowa ma charakter procentowy i wynosi 2% wartości budowli.

Podatek od środków transportu

Z kolei podatkiem od środków transportowych, mimo zmniejszającego się jego zakresu, objęte jest m.in. posiadanie samochodów ciężarowych. Obowiązek podatkowy w tym zakresie obciąża właścicieli tych środków, w tym również banki. Rada gminy określa, w drodze uchwały, wysokość stawek podatku od środków transportowych, przy czym maksymalne stawki kwotowe nie mogą być wyższe niż przewidziane przez ustawę o podatkach i opłatach lokalnych.

Wysokość tego typu obciążeń zależy przede wszystkim od skali prowadzonej działalności oraz od gminy, na której terenie jest prowadzona ta działalność.

Drugą grupę obciążeń fiskalnych, właściwych tylko dla banków, stanowią obciążenia paropodatkowe. Należy do nich zaliczyć: obowiązkowe rezerwy gromadzone w NBP oraz wpłaty na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Rezerwa obowiązkowa

Rezerwę obowiązkową stanowi wyrażona w złotych część środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych, a także środków uzyskanych przez banki ze sprzedaży papierów wartościowych oraz

²⁷ Ustawa o podatkach i opłatach lokalnych z dnia 12 stycznia 1991 r. (Dz.U. nr 9, poz. 31 z późn. zm.).

innych środków przyjętych przez bank i podlegających zwrotowi, z wyjątkiem środków przyjętych od innego banku krajowego, a także środków przyjętych od banku zagranicznego na podstawie umów zawartych przed dniem 1 stycznia 1998 r. lub środków pozyskanych z zagranicy na okres co najmniej 2 lat²⁸. Rezerwy obowiązkowej nie tworzy się również od innych środków, wymienionych w uchwale nr 10/98 Zarządu NBP²⁹.

Stopa rezerwy obowiązkowej banków była zróżnicowana do końca 1998 r. z uwagi na umowny okres przechowywania środków pieniężnych oraz rodzaj waluty. Suma rezerw obowiązkowych nie mogła przy tym przekraczać:

- 30% sumy środków pieniężnych od wkładów płatnych na każde żądanie,
- 20% sumy środków pieniężnych od wkładów terminowych.

W 1999 r. nastąpiły istotne zmiany w polityce NBP dotyczącej rezerw obowiązkowych. Najpierw w styczniu 1999 r. zmieniono zasady naliczania rezerwy poprzez odejście od zasady dekadowego ustalania podstawy obliczenia rezerwy na rzecz stosowania podstawy dziennej. Następnie, na mocy uchwały nr 12/99 Rady Polityki Pieniężnej³⁰, z dniem 30 września 1999 r. obniżono stawki rezerwy obowiązkowej do 5% od wszystkich środków podlegających obowiązkowi tworzenia i odprowadzania rezerwy. Stopa ta naliczana jest od stanów średniomiesięcznych, a jej kwota nie podlega oprocentowaniu.

Obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej odbyło się na zasadzie częściowej konwersji rezerwy obowiązkowej na papiery dłużne NBP. Banki zostały zobowiązane do objęcia długoterminowych obligacji, oprocentowanych na poziomie inflacji, w kwocie wynikającej z obniżenia stawki rezerwy³¹. Ostatecznie banki komercyjne nabyły obligacje w łącznej kwocie 13,03 mld zł³². Z zakupu obligacji zwolnione były banki, które odprowadzały rezerwę obowiązkową w kwocie mniejszej niż 5 mln zł.

Po obniżce rezerwy obowiązkowej udział rezerw obowiązkowych w aktywach banków znacznie się zmniejszył. W czwartym kwartale 1998 r. udział rezerw w aktywach wynosił 6,6%, zaś już rok później spadł do poziomu 2,76%, a w czwartym kwartale 2000 r. wynosił 2,83%.

Istnienie nieoprocentowanej rezerwy obowiązkowej i emisja obligacji NBP o oprocentowaniu wyraźnie niższym od rynkowej stopy procentowej powodują, że banki tracą znaczny potencjalny przychód. W okresie od października 1999 r. do września 2000 r. banki utraciły z powodu stosowania tych instrumentów polityki monetarnej dochód brutto w wysokości około 2,55 mld zł, z czego na nieoprocentowaną rezerwę obowiązkową przypada około 1,6 mld zł, a na obligacje NBP około 0,9 mld zł. Oznacza to, że gdyby banki nie musiały ponosić tych obciążeń ich dochód brutto w tym okresie mógłby być wyższy o 48%. Tym samym rentowność aktywów banków wzrosłaby o 0,6 pkt. proc.³³

Przyjęta przez bank centralny i banki komercyjne zasada konwersji dużej części rezerwy obowiązkowej nie była rozwiązaniem doskonałym. Nie może też być traktowana jako docelowe rozwiązanie problemu wysokich rezerw obowiązkowych w polskiej bankowości. Stanowi jednak ważny etap na drodze do dostosowania obciążeń polskich banków kosztami prowadzenia polityki pieniężnej do poziomu istniejącego w krajach Unii Europejskiej³⁴.

Wpłaty na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego

Drugą formą obciążeń parafiskalnych są wpłaty na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego³⁵, który został powołany w 1994 r. Zadaniem BFG jest udzielanie pomocy podmiotom objętym systemem gwarantowania - bankom - monitorowanie sytuacji tych podmiotów oraz wypłata środków gwarantowanych deponentom. W celu realizacji tych zadań banki muszą wnosić obowiązkowo wpłaty na rzecz BFG. Uzupełniające kwoty na rzecz Funduszu wnoszą również od 1998 r. NBP. Od 1999 r. udział banku centralnego wzrósł z 30% do 40%, zaś od 2001 r. wynosi 50%. Stawka opłaty rocznej na rzecz Funduszu w 2001 r. stanowiła 0,14% aktywów, gwarancji poręczeń ważonych ryzykiem, zaś stawka tworzonego przez banki funduszu ochrony środków gwarantowanych stanowiła 0,07% sumy zobowiązań pozabilansowych, w 2002 r. stawka wynosi odpowiednio 0,08% i 0,04%.

Podsumowanie

Podsumowując zagadnienie systemu obciążeń fiskalnych banków należy podkreślić, że jest to system rozbudowany, w znaczny sposób kształtujący dochody banków i ich

²⁸ M. Zalewska: *System rezerw obowiązkowych w świetle regulacji unijnych i polskich*. Studia i Prace SGH nr 14, Warszawa 2000, s. 171.

²⁹ Uchwała nr 10/98 Zarządu NBP z dnia 5 czerwca 1998 r. w sprawie zasad i trybu naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej (Dz.Urz. NBP z 1998 r. nr 12, poz. 23).

³⁰ Uchwała nr 12/99 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 21 lipca 1999 r. w sprawie stopy rezerwy obowiązkowej banków (Dz.Urz. NBP z 1999 r., nr 15, poz. 24).

³¹ Uchwała nr 36/28/PPK/1999 Zarządu NBP z dnia 25 czerwca 1999 r. w sprawie emisji przez Narodowy Bank Polski obligacji przeznaczonych dla banków w związku z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej (Dz.Urz. NBP nr 15, poz. 23).

³² M. Gołajewska, M. Józefowska, P. Wyczański: *Sytuacja finansowa banków w 1999 r.* Materiały i Studia NBP nr 98, Warszawa 2000, s. 4.

³³ *Banki 2000*. Raport o sytuacji ekonomicznej banków przygotowany przez fundację Edukacji i Badań Bankowych na zlecenie Związku Banków Polskich. Warszawa 2001, s. 32.

³⁴ *Banki 1999*. Raport o sytuacji ekonomicznej banków przygotowany przez fundację Edukacji i Badań Bankowych na zlecenie Związku Banków Polskich. Warszawa 2000, s. 30.

³⁵ Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (Dz.U. z 1999 r., nr 40, poz. 391 z późn. zm.).

rentowność. Z jednej strony są to obciążenia natury fiskalnej, wynikające z faktu, że bank jest przedsiębiorstwem i musi płacić podatki na takich samych zasadach, jak inne podmioty gospodarcze. Jest więc podatnikiem podatku dochodowego od osób prawnych oraz podatków lokalnych. Należy w tym miejscu podkreślić, że stawka w podatku dochodowym, pomimo jej ciągłego zmniejszania, jest zbyt wysoka i nie sprzyja tak potrzebnemu bankom wzrostowi kapitałów własnych. Ponadto, wysoka stawka w podatku dochodowym zmniejsza dochody banków, a tym samym zmniejsza wielkość środków na ich rozwój, wprowadzanie nowoczesnych technologii i produktów. Mniejsze znaczenie mają płacone przez banki podatki lokalne – od nieruchomości i podatek od środków transportowych. Skala tych obciążeń jest znikoma w porównaniu z obciążeniami podatkiem dochodowym.

Z drugiej strony bank - z uwagi na specyficzny charakter działalności - ponosi innego typu obciążenia, o charakterze parapodatkowym. Należy do nich zaliczyć rezerwy obowiązkowe w NBP i składki na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Najpoważniejszym obciążeniem z tej grupy są rezerwy obligatoryjne. Obowiązek utrzymywania środków na nieoprocentowanym rachunku w NBP powoduje znaczne zmniejszenie przychodów banku oraz istotnie obniża ich rentowność. Ponadto poziom stóp rezerwy obligatoryjnej, na tle poziomu stawek obowiązującego w Unii Europejskiej, był i nadal jest stosunkowo wysoki. Dodatkowo, płacenie obowiązkowych składek na rzecz BFG również obciąża banki: szczególnie było to widoczne w 2000 r. po upadku Banku Staropolskiego SA.

Biorąc pod uwagę konstrukcję obciążeń fiskalnych banków, można zauważyć, że banki mają ograniczoną możliwość wpływu na wysokość tych obciążeń, co wynika z charakteru działalności, jaką prowadzą. Bank może jedynie - poprzez aktywnie prowadzoną politykę w sferze podatków - a szczególnie podatku dochodowego, wpływać na wysokość obciążeń z tego tytułu.

Instrumentem, który bank może wykorzystać w celu obniżenia wysokości płaconego podatku, są m.in. amortyzacja i wykorzystanie na zasadach praw nabytych ulgi inwestycyjnej. Jednak te instrumenty odgrywają marginalną rolę. W przypadku amortyzacji wynika to z faktu, że bank nie posiada dużego rzeczowego majątku trwałego. Wykorzystanie ulgi inwestycyjnej jest zaś możliwe tylko przez podatników, którzy mają prawo do kontynuacji odliczeń wydatków inwestycyjnych na inwestycję rozpoczętą przed dniem 1 stycznia 2000 r. w zakresie i na zasadach określonych w ustawie. Wydatki na inwestycje, które rozpoczęto po 1 stycznia 2000 r., nie podlegają odliczeniu od podstawy opodatkowania. Powyższe zmiany w podatku dochodowym od osób prawnych wynikają z potrzeby stworzenia czytelnego, stabilnego i przewidywalnego systemu podatkowego.

W przeszłości nie zawsze system ten był przejrzysty i przewidywalny, co zwiększało niepewność przy podejmowaniu decyzji długookresowych. Mało precyzyjne

zapisy ustawowe - np. dotyczące uznania za koszt uzyskania przychodów należności odpisanych jako nieściągalne oraz rezerw celowych tworzonych na pokrycie należności „... których nieściągalność została uprawdopodobniona...” - powodowały możliwość ich rozbieżnej interpretacji i rodziły konflikty między bankami a organami podatkowymi.

W toczącej się dyskusji nad docelowym systemem podatkowym często podkreślano, że należy system ten uprościć. Zmniejszyłoby to niebezpieczeństwo powstania przypadkowych błędów w rozliczaniu zobowiązań podatkowych, a także pozwoliłoby na obniżenie kosztów związanych z naliczaniem wysokości podatku.

Uproszczenie systemu podatkowego wiąże się z redukcją stawek podatkowych i likwidacją ulg, w tym również ulgi inwestycyjnej. Środowisko bankowe popiera takie rozwiązanie. Wynika to z faktu, że korzystanie z ulg jest obwarowane wieloma warunkami, które musi spełnić podatnik – bank, aby mógł z danej ulgi skorzystać. Ponadto, w przypadku istnienia ulg powstaje niekiedy ryzyko związane z utratą prawa do skorzystania z odliczeń z tytułu ulgi i konieczności poniesienia przez podatnika dodatkowych sankcji finansowych. Korzystniejsze wydaje się więc zlikwidowanie ulg, w tym ulgi inwestycyjnej, w zamian za stopniowe obniżanie stawki podatkowej. Ten kierunek zmian jest już widoczny w polityce fiskalnej państwa. Od 1997 r. stawki w podatku dochodowym od osób prawnych zostały obniżone z początkowo obowiązującej wysokości 40% dochodu w 1996 r. do 28% w 2001 r. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych przewiduje dalszą redukcję stawek do poziomu 22 % podstawy opodatkowania w 2004 r. Ponadto zgodnie z zapowiedzią Ministerstwa Finansów, od 1 stycznia 2000 r. zlikwidowano ulgę inwestycyjną.

Rozwiązania te są dyskusyjne, ponieważ likwidacja ulg powoduje wzrost obciążenia z tytułu podatku dochodowego, obniżenie stawki podatku niekoniecznie musi zaś w pełni zrekompensować likwidację ulg. Dlatego też istnieje uzasadniona potrzeba dalszych zmian w zakresie podatku dochodowego od osób prawnych.

Korzystne byłoby również zbliżenie rozwiązań prawa bilansowego i prawa podatkowego. Rozbieżności między definicją kosztów uzyskania przychodu oraz przychodów w ujęciu bilansowym i podatkowym są dość duże, a ich istnienie powoduje trudności w prawidłowym ustalaniu wymiaru podatku.

Należy również zwrócić uwagę, że polskie prawo podatkowe będzie nowelizowane z uwagi na wymogi stawiane w tej kwestii Polsce przez Wspólnotę Europejską. Jednym z istotnych warunków przyjęcia Polski do Unii Europejskiej jest ujednoczenie przepisów prawnych w zakresie podatków bezpośrednich, w tym także podatku dochodowego od osób prawnych. Postuluje się również, aby przekształcić istniejący podatek dochodowy od osób prawnych w podatek od spółek, tak aby zapewnić

jednakowe warunki funkcjonowania przedsiębiorstw w ramach wspólnego rynku i uniemożliwić przerzucanie dochodów do krajów, gdzie warunki opodatkowania są korzystniejsze.

Ponadto, wprowadzony ostatnio podatek od dochodów kapitałowych, do których zalicza się m.in. odsetki z lokat bankowych, również spowoduje wzrost

kosztów w bankach, które będą odpowiedzialne za naliczenie i odprowadzenie należnego podatku.

W konkluzji należy stwierdzić, że jedyną możliwością zmniejszenia obciążeń fiskalnych banków jest obniżenie stopy rezerwy obligatoryjnej i kontynuacja zmian w podatku dochodowym od osób prawnych, a w szczególności dalsze obniżanie stawki w tym podatku.

Bibliografia

Literatura

1. M. Arnold: *Prawnofinansowe problemy podatku dochodowego od osób prawnych w bankowości*. Warszawa 1997 Instytut Studiów Podatkowych.
2. M. Gołajewska, M. Józefowska, P. Wyczański: *Sytuacja finansowa banków w 1999 r. Materiały i Studia NBP nr 98*, Warszawa 2000.
3. R. Kosmalski: *Opodatkowanie banków*. W: *Encyklopedia Prawa Bankowego*. Praca pod red. W. Pyziola. Warszawa 2001 PWN.
4. J. Mroczkowska-Proczka: *Sterowanie kosztami banku komercyjnego w świetle obciążeń podatkiem dochodowym*. W: *Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*. Tom II: *Bankowość*. Praca pod red. E. Czerwińskiej. Materiały konferencyjne, Poznań 2000.
5. M. Olech: *Opodatkowanie osób prawnych w 2001 r. Najważniejsze zmiany w ustawie*. [http:// www.INFOR..pl](http://www.INFOR.pl)
6. *Podatek dochodowy od osób prawnych*. Warszawa 2001 C.H.BECK.
7. J. Świdorski: *Finanse banku komercyjnego: nowe regulacje, standardy, przepisy*. Warszawa 1999 Biblioteka Menedżera i Bankowca.
8. W. Wąsowski: *Zarys ekonomiki banku komercyjnego*. Piła 1999 Korporacja Romaniszyn.
9. W. Wąsowski: *Podatek dochodowy w banku*. „Bank” nr 3/1998.
10. P. Wyrzykowski: *Opodatkowanie rezerw celowych*. „Prawo bankowe” nr 10/2000.
11. M. Zalewska: *Wpływ wybranych regulacji zewnętrznych na działalność polskich banków*. Warszawa 1999 SGH.
12. M. Zalewska: *System rezerw obowiązkowych w świetle regulacji unijnych i polskich*. Studia i Prace SGH, Warszawa 2000.

Ważniejsze akty prawne

1. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2001 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.U. nr 149, poz. 1672).
2. Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego nr 13/98 z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.Urz. NBP nr 29, poz. 65).
3. Uchwała Komisji Nadzoru bankowego nr 8/1999 z dnia 22 grudnia 1999 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.Urz. NBP nr 26, poz. 43).
4. Uchwała nr 10/98 Zarządu NBP z dnia 5 czerwca 1998 r. w sprawie zasad i trybu naliczania i utrzymywania rezerwy obowiązkowej (Dz.Urz. NBP nr 12, poz. 23).
5. Uchwała nr 36/28/PPK/1999 Zarządu NBP z dnia 25 czerwca 1999 r. w sprawie emisji przez Narodowy Bank Polski obligacji przeznaczonych dla banków w związku z obniżeniem stóp rezerwy obowiązkowej (Dz.Urz. NBP nr 15, poz. 23).
6. Uchwała nr 12/99 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 21 lipca 1999 r. w sprawie stopy rezerwy obowiązkowej banków (Dz.Urz. NBP z 1999 r., nr 15, poz. 24).
7. Ustawa o podatkach i opłatach lokalnych z dnia 12 stycznia 1991 r. (Dz.U. nr 9, poz. 31 z późn. zm.).
8. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych.(Dz.U. z 1993 r. nr 106, poz. 482 z późn. zm.).
9. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 1994 r. nr 121, poz. 591 z późn. zm.).
10. Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (Dz.U. z 1999 r., nr 40, poz. 391 z późn. zm.).
11. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. nr 140, poz. 939 z późn. zm.).

Inne materiały

1. *Banki 1999*. Raport o sytuacji ekonomicznej banków przygotowany przez Fundację Edukacji i Badań Bankowych na zlecenie Związku Banków Polskich. Warszawa 2000.
2. *Banki 2000*. Raport o sytuacji ekonomicznej banków przygotowany przez Fundację Edukacji i Badań Bankowych na zlecenie Związku Banków Polskich. Warszawa 2001.

Budget Policy in the Euro Zone (Part I)

Leokadia Oręziak

The Euro zone has been in operation since January 1, 1999. It comprises twelve EU countries which are full members of the Economic and Monetary Union. These countries have given up, in favour of the European Central Bank, their sovereign rights to conduct the monetary policy. This policy is now uniform for all the member countries. In contrast, budget policy has remained in the hands of the national governments, and remains decentralised. This involves many

potential threats to a smooth functioning of the common currency area. In order to minimise these, the Maastricht Treaty includes provisions aimed at preventing excessive deficits in the budgets of the member countries. It also provides for a procedure to apply to the countries which allow a serious deficit to arise. The so-called Growth and Stability Pact lays down a set of sanctions which may be used if a country refuses to reduce its budget deficit.

Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy Tightening

Andrzej Rzońca

In spite of ample empirical evidence to low taxation levels and sound public finance as the necessary conditions for long-term growth, economists disagree as to the short-run effects of fiscal impulses. Growth rates in EU countries, notwithstanding the improvement in public finances, have remained rather low over the past decade. This has provided new arguments for the Keynesians. At the same time, the experience of many economies shows that a fiscal impulse may cause effects directly opposite to those envisaged by the Keynesian model.

The first part of the paper describes the effects of a fiscal policy tightening in the light of economic theory. In particular, the author discusses the impact on private consumption, domestic demand and the real product. This is done first within the Keynesian and then the neoclassical framework. Next the paper considers the effects of temporary restrictions on public spending in the light of the real business theory.

The second part presents the findings of selected empirical research on non-Keynesian effects of a fiscal tightening.

The Making of a Single EU Financial Market - Current Status and Outlook

Malgorzata Janicka

The advent of the euro initiated a new stage in the economic history of the European Union countries. The introduction of the common currency does not mean that the Economic and Monetary Union is complete - it still lacks a single financial market, which is one of the

conditions to its creation. The EU countries want to change this: according to the plans, a common financial market is to take off by 2005.

In 1999, the European Commission presented a paper on the financial services sector, including a plan

for introducing changes. According to the paper, the most important measures on the way to a single financial market are as follows:

- providing the European Union with appropriate legal instruments;
- abolishing any barriers still existing in the capital market, so as to reduce the cost of capital in the European market;
- the introduction of appropriate protection for investors;
- tightening the cooperation of the supervising bodies;
- the integration of the financial market infrastructure.

The Financial Services Action Plan (FSAP) lists measures to be taken in order to implement a single financial market, including over 40 laws to be adopted.

Besides the document mentioned above, 2000 saw the publication of the "Initial Report of the Committee of Wise Men on the regulation of the European Securities Markets", the Committee working under the direction of A. Lamfalussy. The report presented an analysis of the current development stage of the European securities market, describing the barriers to its quick and effective integration. In the following year, a follow-up report was released, including a draft plan of a comprehensive reform of the law-making process in the EU financial market.

After many discussions, the main recommendations resulting from the two reports have been approved by the EU. This opens the way to establishing a single securities market, and, in the next step, a single European financial market.

The Institutions of the Polish Financial Market

Piotr Zapadka

The notion of financial market institutions comprises many categories of agents. These include agents managing the funds entrusted to them by third parties and dealing in broadly understood transactions in financial instruments. Others include guarantee funds, financial intermediaries and the central bank, whose statutory responsibility is to secure the liquidity of the entire monetary system.

The author outlines the institutions operating in the Polish financial market, giving a brief overview of the key problems of this market. The following organisations have been covered:

- 1) banks, SKOK cooperative credit associations and the Bank Guarantee Fund;
- 2) insurance companies and the Insurance Guarantee Fund;
- 3) investment funds;
- 4) pension funds;

5) brokerage houses;

6) the National Depository for Securities.

In the author's assessment, the institutions of the Polish financial market, in spite of certain shortcomings, generally meet the standards of world financial markets.

The official documents of the Polish Government concerning the country's adaptation to the requirements of the single EU market recommend that the Polish institutions should radically improve their performance; a need to strengthen them with more capital is also pointed out. No changes however are required to the institutions themselves.

Thus in the pre-accession period Poland needs a policy in support of restructuring, consolidation and privatisation of financial institutions, also through the involvement of foreign investors. These efforts should result in an increased efficiency of the sector, which would prepare it for the competition from the EU.

The Objectives and Role of Foreign Exchange Law In the Age of Currency Crises

Michał Kubiec

The main purpose of foreign exchange law is to protect the so called "foreign exchange interest" of the state. After the turmoil of the past decade and the spate of currency crises occurring almost simultaneously in different parts of the world, protecting this interest should mean being able to arrest any negative trends which might result in a crisis. Another function of foreign exchange law is to introduce mechanisms which, if a crisis does happen, create administrative barriers to capital outflow.

Foreign exchange law is not and cannot be a wonder remedy eliminating any eventuality of a currency crisis. However, in specific situations,

appropriate regulations may greatly compound the effect of strictly economic measures aimed at combatting the crisis.

Poland is currently in the middle of a debate over modifications to its foreign exchange law, which could be introduced in the course of its harmonisation with EU law. It may be a good time to consider the purpose of the current regulatory restrictions to capital movement, and, even more importantly, their effectiveness. In the author's opinion, many restrictions resulting from the current law are badly constructed. Therefore the basic functions of foreign exchange law – to protect the country's foreign exchange interest - is not fulfilled.

Profitability Analysis of Indexed and Foreign Currency Loans under Volatile Currency Market Conditions

Adam Adamczyk, Jolanta Iwin

The paper deals with the profitability of loans denominated in a foreign currency or indexed with the changes of the exchange rates of a foreign currency versus the zloty. This is done against the background of the current trends in the Polish currency market. The method assumed in the paper is to identify the threshold level of the exchange rate of the indexation currency at which the cost of a zloty and currency

denominated loan is identical. Having established this, the author identifies the key factors affecting the profitability and risk levels of the instruments under analysis, such as the term of the loan, foreign vs. domestic interest rate differentials, the expected time of a slump in the value of the domestic currency. The direction and strength of the relations have been also described.

How to Segment the Market?

Mirosława Kaczmarek

There are two key elements to the process of market segmentation: the criteria and the method applied in dividing the customer base into segments. With respect to individual customers, banks tend to use a simplified segmentation method based on a single criterion. Most often this criterion is the customer's income, as it directly affects his/her financial involvement with the bank. However, extensive customer databases banks have at their disposal,

which offer not only the demographic and economic profile of the customer but also reveal the patterns in his use of banking services, provide an opportunity to introduce a multi-criterion market segmentation. There exist specific instruments to achieve this, including the Ward method, which is a type of cluster analysis. The paper describes the procedure for its application and an empirical example of segmentation based on it.

System of Fiscal Liabilities of the Banks in Poland. Legal and Financial Aspects

Marzena Wrona

The article is devoted to financial issue related to bank's liabilities which include both tax and non-tax burdens. First group constitutes liabilities of fiscal nature resulting from the fact that a bank is company and is subject to taxes on the same rules as other economic entities. Bank is an income-taxes payer on legal entities and is subject to local taxes, in particular tax on property and tax on vehicles.

Second group of financial liabilities constitutes two non-tax liabilities, appropriate only for banks. It contains: obligatory reserve and charges for Bank Guarantee Fund.

The article presents an in-depth analysis of above-mentioned financial liabilities of banks, manner of determining an amount of liabilities and their significance for banks.