

Stabilność polskiego systemu finansowego w latach 1993–2001

Wybrane zagadnienia

Magdalena Kiedrowska, mgr

Wydział Ekonomii, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

Paweł Marszałek, mgr

Wydział Ekonomii, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

1. Wstęp

Polska jest jednym z niewielu krajów wschodzących (*emerging markets*), których dotychczas nie dotknął kryzys finansowy. Mimo dokonującej się wciąż transformacji i będących konsekwencją tego procesu wielu niedoskonałości zarówno w skali makro, jak i mikro, polska gospodarka wykazywała znaczną odporność na kryzysy finansowe w innych krajach (w tym na brazylijski, azjatycki i rosyjski). Następstwem było jedynie zwolnienie tempa wzrostu, niewywołujące znaczących perturbacji w gospodarce.

Pojawia się pytanie, w jakim stopniu wpłynęły na tę odporność odpowiednie posunięcia władz czy korzystne warunki zewnętrzne, a w jakim stopniu było to zasługą sprawnego, „zdrowego” systemu finansowego w Polsce. Celem opracowania jest więc zbadanie, czy polski system finansowy — ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego — cechuje się mikro- i makroekonomicznymi warunkami, niezbędnymi do uznania systemu za stabilny. Innymi słowy, chodzi o odpowiedź na pytanie, czy ewolucja systemu finansowego w naszym kraju przebiegała we właściwym, z punktu widzenia stabilności, kierunku.

Próbując odpowiedzieć na to pytanie, wykorzystaliśmy zestaw wskaźników zaproponowany przez nas we wcześniejszym opracowaniu. Wskaźniki te, odnoszące się zarówno do skali makro, jak i mikro, dobrano na podstawie mierników stabilności najczęściej spotykanych w praktyce gospodarczej i literaturze przedmiotu [Kiedrowska, Marszałek, 2002a, s. 20–35; 2002b, s. 18–35]. Wskaźniki opracowane na podstawie informacji dotyczących polskiej gospodarki przedstawiono w tabelach 2.–4. oraz na schemacie 1. W analizie przyjęto okres od 1993 roku, jednego z najtrudniejszych lat polskiej transformacji. Wystąpił wówczas cały szereg negatywnych zjawisk w polskich ban-

kach, przede wszystkim swoje apogeum osiągnął problem złych długów¹. Zaistniała sytuacja, jak wskazuje B. Pietrzak, miała zarówno przyczyny zewnętrzne (niezależne od banków), jak i wewnętrzne (tkwiące w samym systemie bankowym)². Mimo tych problemów, rok 1993 okazał się przełomowy dla całego sektora bankowego, wtedy bowiem rozpoczęto istotne działania mające na celu przewyciężenie zapaści w polskiej bankowości, a przez to — umacnianie stabilności całego systemu finansowego.

2. Ocena spełniania przez polski system finansowy mikro- i makroekonomicznych cech stabilnego systemu

2.1. Mikroekonomiczne uwarunkowania stabilności finansowej

Uwzględniając przyczyny pojawiających się w latach 90. kryzysów trzeciej generacji³, przy badaniu stabilności polskiego systemu finansowego należy zwrócić szczególną uwagę na słabości w sferze mikroekonomicznej oraz na aspekty strukturalne i instytucjonalne. Polska, jako kraj przechodzący transformację ustrojową, z natury rzeczy charakteryzuje się pewnym stopniem niestabilności. Procesy przemian dostosowujące gospodarkę naszego kraju do zasad wolnorynkowych (takie jak restrukturyzacja, prywatyzacja, demopolizacja i liberalizacja) zwiększają jej wrażliwość zarówno na rozmaite czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne.

Charakterystyczne, że tempo i przebieg dostosowań w sektorze finansowym i w przedsiębiorstwach znacznie się różniły. Transformacja sfery realnej przebiegała zdecydowanie mniej sprawnie. Natomiast pozytywnie można ocenić przeobrażenia systemu finansowego (w tym szczególnie sektora bankowego). W latach 90. dokonało się wiele zmian, mających zasadniczy wpływ na polski system finansowy. Charakterystykę tych zmian z punktu widzenia stabilności zawiera schemat 1.

¹ Udział złych długów (wątpliwych i zagrożonych należności) w kredytach i pożyczkach ogółem osiągnął wtedy niebezpieczny poziom 35% (na koniec roku złe długi stanowiły 31%). Niekiedy można się spotkać z twierdzeniem, że omawiany problem złych długów wywołał kryzys bankowy początku lat 90. w Polsce. Mimo rzeczywistej bardzo złej sytuacji w polskich bankach, zdaniem autorów nie wystąpiły w tym okresie przesłanki, które przesądzałyby o wybuchu kryzysu bankowego.

² Do pierwszej grupy zalicza się przede wszystkim wywołaną procesem transformacji recesję gospodarczą oraz związane z tym nagłe pogorszenie się sytuacji finansowej przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, nadmierny fiskalizm i brak instytucji ubezpieczającej ryzyko banków. Wśród czynników z drugiej grupy wymienia się głównie niedostosowanie się banków do ich nowej roli — banku komercyjnego, brak nowoczesnej, technicznej infrastruktury oraz niedopracowane uregulowania prawne [*System finansowy...*, 2001, s. 69].

³ Kryzysy trzeciej generacji, nazywane często eklektycznymi, nie wykluczają przyczyn związanych z występowaniem kryzysów pierwszej i drugiej generacji [por.: Kiedrowska, Marszałek, 2002b, s. 20–23]. Należy jednak zauważyć, że w latach 90. nie wystąpiły w Polsce klasyczne przesłanki kryzysów pierwszej i drugiej generacji [por.: Kokoszcyński, Sławiński, 2000, s. 138–146].

Schemat 1.

Ewolucja cech stabilności polskiego sektora finansowego (stan na koniec 2001 roku)

ramy prawne
<ul style="list-style-type: none"> + stopniowe dostosowanie przepisów prawnych do zmieniających się realiów (poprzez nowelizację obowiązujących i wprowadzanie nowych aktów prawnych)*; • po zwiększeniu restrykcji po 1993 roku — poprawa możliwości ustanawiania i właściwego oszacowania zabezpieczeń prawnych i osobowych (przy czym ich skuteczność nadal jest różna); – nadal nadmiernie długi proces egzekwowania postanowień podpisanych umów w przypadku nieprzestrzegania warunków umowy przez jedną ze stron (m.in. z winy powolnego działania sądów); – brak wyraźnej poprawy funkcjonowania prawa upadłościowego i likwidacyjnego;
rachunkowość, przejrzystość i wymóg jawności danych
<ul style="list-style-type: none"> + rosnący nacisk na właściwą klasyfikację kredytów i odprowadzanie odpowiednich rezerw (zwłaszcza po 1998 roku*), poprawa realności szacowania aktywów (przede wszystkim w sektorze bankowym); + zdecydowana poprawa dostępności do istotnych danych finansowych (wskaźników makroekonomicznych, poziomu rezerw, statystyk sektora finansowego) — publikowanych przez GUS, NBP, Ministerstwo Finansów itp.; + egzekwowany obowiązek zewnętrznego audytu w bankach, spółkach kapitałowych i pozostałych przedsiębiorstwach spełniających wymogi Ustawy o rachunkowości*; + zadowalający poziom i obiektywność informacji dotyczących możliwości zaciągnięcia kredytu; • powszechność informacji dotyczących sytuacji finansowej instytucji finansowych i przedsiębiorstw;
zarządzanie i corporate governance
<ul style="list-style-type: none"> + systematyczny wzrost poziomu adekwatności kapitałowej w sektorze bankowym (przeciętnie 15%, tylko trzy banki nie spełniają warunku 8% [w 1993 roku było ich 18])**; + rozpowszechnianie międzynarodowych standardów dotyczących nadzoru właścicielskiego (regulacja w Kodeksie spółek handlowych i ostatniej nowelizacji Prawa bankowego*); • rozpowszechnienie skutecznych systemów zarządzania ryzykiem w bankach — zwłaszcza po 1998 i 2001 roku*, pozytywna rola inwestorów zagranicznych; – zbyt mała odpowiedzialność menedżerów i nadal niewykształcony rynek pracy dla menedżerów;
struktura rynku
<ul style="list-style-type: none"> + właściwy przebieg restrukturyzacji, konsolidacji i wzrost udziału zagranicznych instytucji finansowych (inwestorzy zagraniczni posiadają 73,9% kapitałów i 69,2% aktywów sektora bankowego)**; + rosnące znaczenie pozabankowych pośredników finansowych (udział ich aktywów wzrósł z 4,8% w 1995 roku do 13% ogólnej sumy aktywów systemu w 2001 roku, a jako % PKB odpowiednio z 2,4% do 9,4%)**; + dobrze rozwinięty i płynny rynek międzybankowy; + istotna poprawa jakości, bezpieczeństwa i efektywności systemów płatniczych i rozliczeniowych (SORBNET, ELIXIR, SYBIR); + aktualizacja/poprawa limitów koncentracji wierzytelności (w 2001 roku*); – niedokończona prywatyzacja i restrukturyzacja sektora finansowego i nadal zbyt duża liczba niewielkich i mało efektywnych banków; – zbyt płytki rynek kapitałowy (mimo bezpośredniego lub pośredniego dostępu do wszystkich rodzajów instrumentów finansowych) i zbyt niska kapitalizacja GPW (co uniemożliwia monitorowanie zarządzania i wspieranie nadzoru właścicielskiego);

nadzór i kontrola
<ul style="list-style-type: none"> + widoczna poprawa zasad funkcjonowania organów systemu nadzoru (KNB, KPWiG, KNUiFE), dostosowywanie ich do zmian otoczenia, standardów międzynarodowych (przede wszystkim dyrektyw UE) i zasad dobrej praktyki; + ewolucja nadzoru bankowego w kierunku podejścia nadzorującego i dyscypliny rynkowej; + uregulowane wymogi odpowiednich kwalifikacji i przeprowadzania szkoleń personelu; + wprowadzenie w 2001 roku regulacji nadzoru skonsolidowanego*; – niewystarczające uprawnienia organów nadzoru do uzyskiwania potrzebnych informacji i egzekwowania kar (jedynie KNB ma prawo wydawania wiążących regulacji w odniesieniu do systemu bankowego); – niedostateczny poziom przejrzystości i niezależności (politycznej i finansowej) organów nadzoru;
sieć bezpieczeństwa
<ul style="list-style-type: none"> + Bankowy Fundusz Gwarancyjny utworzony w 1995 roku, jako jedyny jawny system gwarantowania depozytów nastawiony na ochronę drobnych deponentów (do końca 1999 roku trzy banki posiadały dodatkowe gwarancje Skarbu Państwa, górna granica środków gwarantowanych w 90% wzrosła w 2001 roku do 15 000 EUR, docelowo w 2003 roku osiągnie 22 500 EUR); + obowiązek stworzenia funduszu ochrony środków gwarantowanych (FOŚG) na zaspokojenie roszczeń deponentów upadłych banków przez każdego z udziałowców BFG; + stworzenie strategii dotyczącej koordynacji działań na wypadek kryzysu; <ul style="list-style-type: none"> • niejasne zasady funkcjonowania instytucji kredytodawcy ostatniej instancji (funkcję tę pełnią NBP i KNB) — nieco rozmyta odpowiedzialność; – korzystanie z możliwości zwalniania z obowiązku odprowadzania rezerwy obowiązkowej banków w trudnej sytuacji; – niewystarczająco surowe warunki wykorzystania publicznych źródeł finansowania.

Objaśnienia:

(+) ocena pozytywna, (•) właściwy kierunek przemian, wymagane dalsze dostosowania,

(-) ocena negatywna.

* Zob. tabela 1.

** Dane NBP i GINB.

Źródło: opracowanie własne.

Na przestrzeni lat 90., przy użyciu kombinacji odpowiednich instrumentów i polityki restrukturyzacji sektora finansowego, stworzono w Polsce w miarę silny i stabilny system finansowy. Również ewolucja prawa postępowła, jak się wydaje, w dobrym kierunku. Kolejność wprowadzania najważniejszych ustaw⁴ dotyczących systemu finansowego w latach 1993–2001 przedstawia tabela 1. Warto zwrócić uwagę na rok 1997, kiedy to przyjęto kilka ustaw o zasadniczym znaczeniu dla systemu bankowego oraz niebankowych pośredników finansowych. Następne lata przynosiły raczej nowelizacje wcześniej uchwalonych ustaw, mające dostosować polskie prawo do ustawodawstwa Wspólnoty⁵. Wiele potrzebnych zmian wprowadziły zwłaszcza prze-

⁴ Co nie oznacza oczywiście, że akty prawne niższej rangi były nieistotne. W rzeczywistości często miały one duże znaczenie, o czym będzie jeszcze mowa przy omawianiu zmian w systemie dewizowym.

⁵ Duża liczba nowelizacji jest jednak zjawiskiem negatywnym, nie najlepiej świadczy bowiem o jakości stanowionego prawa.

pisy uchwalone w 2001 roku — nowelizacja Prawa bankowego z 23 sierpnia 2001 roku (na jej mocy wprowadzono między innymi nadzór skonsolidowany) oraz Uchwała Komisji Nadzoru Bankowego w sprawie adekwatności kapitałowej (regulująca kwestię ryzyka rynkowego)⁶.

Jak wynika ze schematu 1., nie wszystkie cechy odpowiadają „wzorcowym” warunkom stabilnego systemu finansowego⁷. W wielu przypadkach konieczne są dalsze decyzje i kontynuacja rozpoczętych już zmian. Należy jednak podkreślić, że ewentualne niedociągnięcia starano się neutralizować. Na przykład słabości i niedodostatki w regulacjach systemu prawnego i działalności nadzoru skutecznie równoważono polityką skłaniającą do przejmowania i łączenia się instytucji finansowych oraz programem restrukturyzacji banków państwowych. Również spory udział kapitału obcego w sektorze bankowym, tak skądinąd krytykowany, okazał się istotnym czynnikiem stabilizującym (między innymi poprzez dokapitalizowanie instytucji finansowych, unowocześnienie zarządzania — w tym zarządzania ryzykiem — podniesienie efektywności funkcjonowania instytucji finansowych, wprowadzenie sprawdzonych praktyk i procedur) i wspomagającym prywatyzację.

Omówione zmiany w polskim systemie finansowym sprawiły, że już na początku 2000 roku został on oficjalnie uznany za stabilny przez Zarząd MFW [*Republic of Poland: Staff...*, 2000]. Ocena ta została potwierdzona w przygotowanym przez NBP *Raporcie o stabilności systemu finansowego* [2001] oraz w kolejnym *Raporcie MFW* [*Republic of Poland: Staff...*, 2002].

Tabela 1.

Ewolucja wybranych aktów prawnych odnoszących się do polskiego systemu finansowego w latach 1993–2001

Rok	Nazwa aktu prawnego
1993	Ustawa z 3 lutego 1993 roku o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw (DzU 1993, nr 18, poz. 82) Ustawa z 30 kwietnia 1993 roku o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji (DzU 1993, nr 44, poz. 202)
1994	Ustawa z 24 czerwca 1994 o restrukturyzacji banków spółdzielczych i Banku Gospodarki Żywnościowej oraz o zmianie niektórych ustaw (DzU 1994, nr 80, poz. 368) Ustawa z 2 grudnia 1994 roku Prawo dewizowe (DzU 1994, nr 136, poz. 103) Ustawa z 14 grudnia 1994 o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym (DzU 1995, nr 4, poz. 18)

⁶ Uchwała nr 5/2001 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, w tym z tytułu przekroczenia limitów koncentracji wierzytelności, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, z uwzględnieniem powiązań banków z innymi podmiotami zależnymi lub działającymi w tym samym holdingu, oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu i sposobu ich wyznaczania [Dz. Urz. NBP 2001, nr 22, poz. 43].

⁷ Warunki wzorcowe przedstawia schemat 1. w: [Kiedrowska, Marszałek, 2002a].

Rok	Nazwa aktu prawnego
1995	Ustawa z 8 czerwca 1995 roku — nowelizacja ustawy z 28 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej (DzU 1995, nr 95, poz. 478) Ustawa z 15 grudnia 1995 o Spółdzielczych Kasach Oszczędnościowo-Kredytowych (DzU 1996, nr 1, poz. 2)
1996	Ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (DzU 1996, nr 149, poz. 703)
1997	Ustawa z 22 sierpnia 1997 roku o organizowaniu i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 934) Ustawa z 22 sierpnia 1997 roku o pracowniczych programach emerytalnych (DzU 1997, nr 139, poz. 936) Ustawa z 22 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (DzU 1997, nr 139, poz. 933) Ustawa z 21 sierpnia 1997 roku o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 759) Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku o Narodowym Banku Polskim (DzU 1997, nr 140, poz. 938) Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku Prawo bankowe (DzU 1997, nr 140, poz. 939) Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych (DzU 1997, nr 140, poz. 940)
1998	Ustawa z 18 grudnia 1998 roku Prawo dewizowe (DzU 1998, nr 160, poz. 1063)
1999	Ustawa z 19 listopada 1999 roku Prawo o działalności gospodarczej (DzU 1999, nr 101, poz. 178)
2000	Ustawa z 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94, poz. 102) Nowelizacja ustawy o pracowniczych programach emerytalnych (DzU 2000, nr 22, poz. 220) Nowelizacja ustawy o rachunkowości z 9 listopada 2000 roku (DzU 2000, nr 113, poz. 1186) Ustawa z 16 listopada 2000 roku o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych (DzU 2000, nr 114, poz. 1192) Ustawa z 7 grudnia 2000 roku o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (DzU 2000, nr 119, poz. 1252)
2001	Ustawa z 23 sierpnia 2001 roku o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2000, nr 111 poz. 1195) Ustawa z 24 sierpnia 2001 roku o ostateczności rozrachunku w systemach płatności i systemach rozrachunku papierów wartościowych oraz zasadach nadzoru nad tymi systemami (DzU 2001, nr 84, poz. 907)

Źródło: opracowanie własne.

Jak już sygnalizowano, nawet najlepsze rozwiązania w zakresie systemu finansowego nie zapewnią samoistnie stabilności tego systemu. Jest on bowiem powiązany z pozostałymi obszarami gospodarki. Taka właśnie sytuacja miała miejsce w Polsce. W drugiej połowie 1999 roku pojawiły się zagrożenia stabilności systemu finansowego, będące bezpośrednią konsekwencją wolniejszego przebiegu transformacji w sferze realnej. Niedostateczna restrukturyzacja na szczeblu mikroekonomicznym oraz zbyt wolno przebiegająca demonopolizacja i prywatyzacja podmiotów gospodarczych, które doprowadziły do pogorszenia się ich sytuacji finansowej, przekładały się również na problemy banków.

Tabela 2.

Wybrane zagregowane wskaźniki mikroekonomiczne gospodarki polskiej w latach 1993–2001

Wskaźniki	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dynamika ¹ zadłużenia ogółem sektora prywatnego	—	—	115,4%	123,0%	120,1%	183,8%	125,5%
Zadłużenie długoterminowe sektora prywatnego (w mln PLN)	—	—	—	25175,1	36030,4	54290,4	76748,0
Udział kredytów bankowych w zobowiązaniach długoterminowych sektora prywatnego	—	—	—	68,0%	65,1%	58,6%	54,2%
Zadłużenie krótkoterminowe sektora prywatnego (w mln PLN)	—	—	—	51000,0	88617,0	123953,4	168080,4
Udział kredytów bankowych w zobowiązaniach krótkoterminowych sektora prywatnego	—	—	—	19,7%	19,3%	19,7%	19,1%
Dynamika ¹ zadłużenia zagranicznego sektora prywatnego ^{2a}	—	—	—	145,2%	126,9%	176,2%	131,1%
Udział dłużnych papierów wartościowych w zadłużeniu zagranicznym sektora prywatnego	—	—	0,19%	1,26%	3,22%	7,46%	10,87%
Udział należności w zadłużeniu zagranicznym sektora prywatnego ²	—	—	48,7%	41,3%	39,3%	41,0%	39,2%
Dynamika ¹ należności długoterminowych sektora prywatnego za granicą ²	—	—	114,0%	124,3%	120,4%	181,7%	124,1%
Dynamika ¹ należności krótkoterminowych sektora prywatnego za granicą ²	—	—	195,6%	81,8%	145,8%	265,7%	163,8%
Wynik finansowy netto podmiotów gospodarczych ogółem (w mln PLN)	—	—	—	8516,5	12588,7	5274,6	504,7
Wynik finansowy netto sektora prywatnego (w mln PLN)	—	—	—	5746,2	8673,6	7405,9	5244,0
Wskaźnik rentowności obrotu netto sektora prywatnego	0,3%	1,1%	1,9%	2,1%	2,0%	1,3%	0,8%
Płynność finansowa I stopnia sektora prywatnego	20,5%	24,4%	19,6%	21,2%	19,4%	16,5%	16,3%
Opłacalność inwestycji ³	—	—	4,2%	3,4%	3,6%	2,0%	1,6%
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski (w mln USD)	—	—	-27338	-29769	-30531	-41806	-49157

¹ Wartości na koniec roku, rok poprzedni równa się 100.² Liczone jako suma pozostałych (innych niż handlowe) kredytów i pożyczek dla sektora pozarządowego i pozabankowego.^{2a} Liczone jako zadłużenie zagraniczne sektora pozarządowego i pozabankowego.³ Mierzona jako stosunek zysku brutto i przychodów całkowitych z inwestycji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, GINB, GUS i MFW.

Szczególnie niepokojącym zjawiskiem był szybki wzrost zadłużenia polskich przedsiębiorstw za granicą w latach 1991–2001 (tabela 2.). Najbardziej, bo o 76,2%, wzrosło ono w 1998 roku. Znacznymi przyrostami krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego charakteryzowały się lata 1995, 1997, 1999 oraz przede wszystkim rok 1998, kiedy to wzrosło ono ponad dwuipółkrotnie w porównaniu z rokiem poprzednim (ze 105 do 279 mln USD) oraz sześciokrotnie w porównaniu z 1995 rokiem. Natomiast długoterminowe zadłużenie zagraniczne w tym samym okresie wzrosło trzykrotnie (największy przyrost również w 1998 roku). Charakterystyczne, że wiązało się to z jednoczesnym spadkiem udziału długoterminowych kredytów bankowych w zadłużeniu ogółem przedsiębiorstw. We wspomnianym okresie na dużą skalę korzystały one z niższego oprocentowania za granicą, nie zabezpieczając się jednak przed ryzykiem kursowym, podczas gdy kurs złotego nie był już sztywny (zob. tabela 5.). W 1999 roku, kiedy to złoty znacznie osłabł (m.in. na skutek pogłębiania się deficytu obrotów bieżących, niejasnej sytuacji finansów publicznych oraz osłabienia impulsów prywatyzacyjnych), zadłużone przedsiębiorstwa poniosły duże straty, będące wynikiem różnic kursowych. Nastąpił spadek dynamiki zadłużenia zagranicznego tych podmiotów (z 76,2% w 1998 roku do 31,1%, 20,6% i 14,3% w kolejnych latach). Na spadek ten wpłynęło głównie zmniejszenie się poziomu zadłużenia krótkoterminowego, co — przy jednoczesnym dążeniu przedsiębiorstw do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym oraz coraz powszechniejszym finansowaniu się na rynku kapitałowym — jest pozytywnym następstwem opisywanych procesów.

Jednak, jak wynika z tabeli 2., w latach 1998 i 1999 wynik finansowy netto podmiotów gospodarczych obniżył się z 12 588,7 mln PLN (8673,6 mln PLN w sektorze prywatnym) w 1997 roku do poziomu odpowiednio 5274,6 (7405,9) i 504,7 (5244,0) mln PLN, natomiast wskaźnik rentowności obrotu netto dla ogółu przedsiębiorstw wyniósł w 1999 roku zaledwie 0,1% (w sektorze prywatnym 0,8%). Prowadziło to do problemów ze spłatą zobowiązań.

Pewna poprawa nastąpiła w 2000 roku, kiedy to wynik finansowy netto przedsiębiorstw osiągnął poziom 6217,1 mln PLN (w sektorze prywatnym 6673,9 mln PLN), co stanowiło 117,9% (90%) wyniku z 1998 roku, ale tylko 49,3% (77%) wyniku z 1997 roku, a wskaźnik rentowności obrotu netto 0,7% (1,0%). Nadal jednak pogarszała się opłacalność inwestycji (z 4,2% w 1995 roku do 1,6% w 1999 roku) i płynność finansowa podmiotów gospodarczych (płynność I stopnia obniżyła się z 22,2% w 1996 roku do niebezpiecznego poziomu⁸ 15,5% w 2000 roku). Rok 2001 przyniósł dalsze zwolnienie tempa wzrostu polskiej gospodarki i pogorszenie się sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych, które osiągnęły ujemny wynik finansowy –2553,3 mln PLN (+1809,6 mln PLN w sektorze prywatnym). Ich wskaźnik rentowności netto ogółem spadł do poziomu –0,3% (w sektorze prywatnym wzrósł do 1,2%), natomiast płynność finansowa I stopnia wzrosła do poziomu odpowiednio 17,9%

⁸ Przyjmuje się, że bezpieczny poziom płynności finansowej I stopnia to 20%.

Tabela 3.

Wybrane zagregowane wskaźniki makroekonomiczne polskiego sektora bankowego w latach 1993–2001

Wskaźniki	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kredyty podmiotów gospodarczych w bankach komercyjnych ⁴ (w mln PLN)	—	—	—	57615,1	76022,6	96899,8	114723,8
w tym kredyty w walutach obcych	—	—	—	16,5%	20,3%	27,1%	25,5%
Złe długi w kredytach ogółem	31,0%	28,5%	20,9%	13,2%	10,5%	10,9%	13,7%
Przeciętne pokrycie złych długów rezerwami na nie tworzonymi ⁵	82,6%	103,1%	104,1%	103,1%	103,2%	102,0%	104,4%
Papiery wartościowe w aktywach banków komercyjnych (w mln PLN)	—	—	—	—	—	8457,8	85566,5
w tym papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa	—	—	—	—	—	61,1%	63,5%
Przeciętny wskaźnik adekwatności kapitałowej banków	9,4%	11,5%	11,5%	12,3%	12,5%	11,7%	13,2%
Przeciętny wskaźnik zwrotu na aktywach banków komercyjnych	—	—	—	—	—	0,7	1,0
Wynik finansowy netto banków komercyjnych (w mln PLN)	-214,4	316,7	2761,5	4229,1	4270,1	1648,4	2972,0
Rentowność netto banków komercyjnych (wynik finansowy netto/koszty całkowite)	-1,3%	1,5%	12,3%	16,6%	11,7%	2,9%	4,2%
Aktywa netto sektora bankowego/PKB ⁴	—	—	48,8%	51,1%	52,8%	58,0%	59,4%
Aktywa netto banków komercyjnych/PKB ⁴	—	—	46,1%	48,5%	50,9%	55,5%	56,7%

⁴ Stan na koniec roku.⁵ W procentach wymaganego poziomu, który wynosi: 20% dla kredytów poniżej standardu, 50% dla kredytów w całości utraconych.⁶ Stan na koniec czerwca.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, GINB, GUS i MFV.

(17,1%). Należy tu zwrócić uwagę na wyraźną różnicę w sytuacji podmiotów państwowych i prywatnych.

Zarówno nadmierne zadłużenie podmiotów gospodarczych za granicą oraz związane z tym (i innymi czynnikami koniunkturalnymi) pogorszenie się ich sytuacji finansowej, jak i malejąca opłacalność inwestycji⁹ miały bezpośrednio przełożenie na sytuację w sektorze bankowym. Jak wynika z tabeli 3., mimo iż przedsiębiorstwa ograniczyły udział kredytów bankowych w swoich portfelach, w latach 1996–2001 miał miejsce stały wzrost należności od podmiotów gospodarczych w bankach komercyjnych. Udział złych długów w kredytach ogółem banków komercyjnych, po ustabilizowaniu się na bezpiecznym poziomie w latach 1997–1998, zaczął ponownie rosnąć w 1999 roku, osiągając na koniec 2001 roku niepokojący poziom 18,3%. Niekorzystne zmiany zaszły również w strukturze należności zagrożonych. Na przykład udział należności straconych zwiększył się do 6,8% należności brutto w 2000 roku oraz do 8,1% w 2001 roku. Należności pod obserwacją (11,9 mld PLN w 2000 roku i 12,4 mld PLN w 2001 roku), potencjalne źródło złych długów w latach następnych, stanowiły odpowiednio 6,6% i 6,4% należności brutto banków komercyjnych od sektora niefinansowego [*Sytuacja finansowa...*, 2001, s. 37, tab. 22.; *Sytuacja finansowa...*, 2002, s. 41, tab. 24.]. Przeciętne pokrycie złych długów rezerwami na nie tworzonymi kształtowało się na w miarę stabilnym poziomie 102–104%. Przy rosnącym udziale złych długów oznaczało to zwiększenie odprowadzanych rezerw, co przekładało się na wyższe koszty operacyjne w sektorze bankowym.

Omówione tendencje znalazły odbicie w pogarszających się wynikach finansowych banków komercyjnych (tabela 3.). W 1998 roku osiągnęły one wynik finansowy netto na poziomie 1648,4 mln PLN, co stanowiło tylko 38,6% wyniku roku 1997. W 1999 roku nastąpiła poprawa — zysk netto był prawie dwukrotnie wyższy niż rok wcześniej. Do poziomu z lat 1996–1997 wynik finansowy netto banków komercyjnych powrócił jednak dopiero w 2001 roku. W latach 1998–2001 nie najlepiej kształtował się również przeciętny wskaźnik zwrotu na aktywach (osiągając zaledwie 0,7% i 1,0%). Od 1998 roku na niskim poziomie 3–4% kształtowała się również rentowność netto banków komercyjnych (w 2001 roku obniżyła się do 1,9%). Na uwagę zasługuje jednak zadowalający poziom (11,5–13%, 15% w 2001 roku) przeciętnego wskaźnika adekwatności kapitałowej banków (zob. tabela 3.), co potwierdza opinię o stabilnym (pomimo trudności zewnętrznych) charakterze samego systemu.

Nie najlepsza sytuacja przedsiębiorstw wpływała również negatywnie na konkurencyjność polskiej gospodarki w skali międzynarodowej¹⁰. Rosnące zadłużenie sektora prywatnego w dużej mierze przyczyniało się również do

⁹ Opłacalność inwestycji na tak niskim poziomie sprawia, że oprocentowanie kredytów, zaciągniętych na cele inwestycyjne, jest dla inwestorów relatywnie bardzo wysokie.

¹⁰ Por.: [Małecki, 2000, s. 13–14].

pogorszenia tzw. Międzynarodowej Pozycji Inwestycyjnej Polski (MPI)¹¹, przedstawionej w tabeli 2.

Niepokój budzi fakt, że MPI pogorszyła się ponad dwukrotnie w latach 1995–2001. Oznacza to rosnące uzależnienie Polski od kapitału zagranicznego i duże transfery zysków za granicę (co utrudnia ograniczanie deficytu na rachunku obrotów bieżących). Rośnie również ryzyko ataku spekulacyjnego na polską walutę¹² i ryzyko wywołania kryzysu walutowego wskutek gwałtownego odpływu kapitału. To z kolei może spowodować problemy banków, mimo pozytywnej oceny ich sytuacji.

2.2. Makroekonomiczne warunki stabilności finansowej

Oceniając makroekonomiczne cechy stabilności finansowej w Polsce, zwrócono uwagę na trzy grupy czynników, a mianowicie: (1) wybrane wskaźniki gospodarcze; (2) proces liberalizacji dewizowej w Polsce oraz (3) skuteczność działań polityki pieniężnej i fiskalnej, a także koordynację tych dwóch dziedzin.

Dokonująca się transformacja przyniosła znaczącą poprawę wskaźników gospodarczych. Charakterystyczne, że stan polskiej gospodarki oraz dokonujące się przemiany były dużo lepiej oceniane za granicą — gdzie Polskę często stawiano za przykład właściwie przeprowadzonych reform — niż w naszym kraju. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Polski w latach 1993–2001 przedstawia tabela 4.

Począwszy od 1992 roku odnotowywano wzrost PKB, najwyższy w latach 1995–1997. Zahamowanie produkcji nastąpiło w 2000 roku, a pierwsze półrocze 2001 przyniosło już znaczące osłabienie tempa wzrostu gospodarczego. PKB zwiększył się zaledwie o 0,7%. W warunkach słabszej koniunktury pogorszyła się sytuacja polskich przedsiębiorstw, a przez to — jakość portfela kredytowego banków (tabela 3.), co w rezultacie może zmniejszyć stabilność systemu finansowego.

Stale malała stopa inflacji, której wskaźnik dwunastomiesięczny zmniejszył się w latach 1993–2001 o 34,1 punktu procentowego. Zwiększając zaufanie inwestorów, sprzyjało to stabilności systemu finansowego. Nawrót inflacji nastąpił jedynie w 1999 roku, w wyniku przedwczesnej obniżki stóp procentowych oraz niekorzystnych uwarunkowań, pozostających poza wpływem NBP.

¹¹ Uwzględnia ona wszystkie pasywa i aktywa polskiej gospodarki z podziałem na inwestycje bezpośrednie, inwestycje portfelowe, derywaty finansowe i pozostałe inwestycje w przekroju Narodowego Banku Polskiego, sektora rządowego, bankowego oraz pozarządowego i pozabankowego. Obliczanie MPI, czym zajmuje się raz do roku NBP, pozwala na oszacowanie skali całkowitego zaangażowania kapitału zagranicznego w Polsce. Więcej informacji dotyczących MPI można znaleźć na stronie internetowej NBP: www.nbp.pl/statystyka/czasowe/m_poz_inwest.html.

¹² Kryzys walutowy w Czechach w 1997 roku został wywołany przez atak londyńskich banków na koronę, lecz do dużego spadku jej wartości przyczyniły się czeskie przedsiębiorstwa masowo kupujące waluty (zob. np. [Małecki, Sławiński, Piasecki, Żuławska, 2001, s. 83–98]).

Tabela 4.

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne Polski w latach 1993–2001 (według stanów na koniec roku)

Wskaźnik	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Stopa inflacji (XII/XII) w %	37,6	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8
Tempo wzrostu PKB w %	3,8	5,2	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1
Stopa oszczędności brutto w %	15,8	20,0	21,2	20,8	21,0	22,0	20,9
w tym gospodarstw domowych	9,0	8,6	9,8	11,5	9,1	9,5	9,5
Dług Skarbu Państwa/PKB w %	86,0	65,2	54,5	48,3	47,3	42,9	43,0
krajowy	23,1	22,3	21,5	20,8	22,2	21,9	21,9
zagraniczny	62,9	42,9	33,0	27,5	25,1	21,0	21,1
Deficyt budżetu państwa/PKB w %	-3,0	-3,3	-3,3	-2,3	-2,7	-2,4	-2,0
Oficjalne aktywa rezerwowe (w mld USD)*	4,3	6,0	14,2	18,2	21,4	28,3	27,3
Pokrycie importu rezerwami (w miesiącach)	7,2	6,7	6,7	7,5	7,5	8,0	7,6
Saldo rachunku obrotów bieżących/PKB w %	-0,7	2,4	4,6	-1,0	-3,0	-4,4	-7,5
Realny kurs walutowy (roczna stopa wzrostu) w %			8,2	13,0	1,7	4,8	-4,0
Rating polskiego długu zagranicznego (wg Fitch)	—	—	BB+	BBB	BBB	BBB+	BBB
Rating polskiego długu zagranicznego (wg Standard&Poor's)	—	—	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB+

* od 1999 roku kategorie rezerw oficjalnych brutto zastąpiono aktywami rezerwowymi brutto. Ta ostatnia kategoria aktywne operacje swap, nie zaś ich saldo, jak rezerwy oficjalne brutto.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Biuletynu Informacyjnego NBP, Raportów Rocznych NBP, Rocznika Stałopracy, opracowań MFW.

Z punktu widzenia stabilności finansowej szczególnie niebezpieczny był deficyt rachunku obrotów bieżących. Po raz pierwszy wystąpił on w 1993 roku. W dwóch następnych latach sytuacja poprawiała się, jednak już w 1996 roku deficyt ten wystąpił ponownie, by w 1999 roku znacznie przekroczyć poziom uznawany powszechnie za bezpieczny (5–7% PKB). W końcu pierwszego kwartału 2000 roku deficyt rachunku obrotów bieżących wyniósł nawet 8,3% PKB. Pojawiło się niebezpieczeństwo nagłego wycofania inwestorów zagranicznych¹³. Oprócz poziomu tego deficytu, groźny stał się również sposób jego pokrywania. Do 1998 roku deficyt bieżący był swobodnie pokrywany napływem inwestycji bezpośrednich i kapitału długoterminowego. Z czasem przestało to wystarczać, w efekcie część deficytu zaczęły finansować kapitały krótkookresowe [Małecki, 2000, s. 10].

Przyczyny powstania deficytu rachunku obrotów bieżących były dość zróżnicowane. Przede wszystkim, był on naturalną konsekwencją otwarcia się na wymianę międzynarodową gospodarki zapóźnionej technologicznie i wysoce niekonkurencyjnej. Polska, podobnie jak większość krajów posocjalistycznych, miała również niewielki poziom oszczędności krajowych. Dodatkowo, wskaźnik oszczędności brutto zaczął się pogarszać w końcu lat 90., co dotyczyło przede wszystkim gospodarstw domowych (tabela 4.). Rósł natomiast popyt wewnętrzny, w przeważającej mierze zaspokajany importem. Te niekorzystne dla bilansu płatniczego tendencje podsycała jeszcze silna realna aprecjacja złotego, pogarszająca cenową konkurencyjność eksportu, jak również niesprzyjające warunki zewnętrzne. Do tych ostatnich należał przede wszystkim kryzys rosyjski, który przyniósł załamanie eksportu na rynek wschodni.

Niepewność związaną z deficytem rachunku obrotów bieżących łagodził poziom rezerw walutowych. W latach 1998–2000 przekraczał 27 mld USD. Dość stabilny był wskaźnik pokrycia importu rezerwami — od 6,7 do 7,8 miesięcy. Korzystnie kształtował się również dług publiczny Polski. W końcu 2000 roku wynosił on prawie 40% PKB, a więc znacznie mniej niż ograniczenie wskazane w kryteriach z Maastricht. Od 1998 roku poprawiała się także ocena polskiego zadłużenia długoterminowego, dokonywana przez Fitcha, a rok później podobna ocena Standard&Poor's. Czynniki te, w połączeniu z pozytywną oceną kierunku polskich reform i zmniejszającą się inflacją, zmniejszyły niebezpieczeństwo przekształcenia się okresowych niestabilności w kryzys.

Bardzo dobrze oceniano za granicą również przebieg liberalizacji polskiego prawa dewizowego. Odbywała się ona stopniowo i, co istotne, we właściwej sekwencji. Obserwując przebieg liberalizacji, można w niej wyróżnić dwa etapy, a mianowicie okres przed 1998 rokiem oraz okres po 1998 roku. Do cech charakterystycznych tego pierwszego etapu można zaliczyć¹⁴:

¹³ W 2000 roku wymieniano Polskę, obok Czech i Węgier, wśród krajów zagrożonych ryzykiem walutowym, wskazując na niebezpieczny poziom deficytu obrotów bieżących tych państw [Wackernagel, 2001, s. 34–36].

¹⁴ Zob. np.: [System finansowy w Polsce..., 2001, s. 144–149].

- oparcie liberalizacji w dużej mierze na aktach prawnych niższej rangi;
- znaczny zakres swobody obrotów dewizowych przy dość wąskim zakresie zewnętrznej wymienialności złotego;
- asymetrię swobód co do wywozu i przywozu kapitału;
- restrykcje obrotu dewizowego wynikające również z aktów prawnych dotyczących innych dziedzin (głównie ustawa o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców).

Etap drugi wiąże się przede wszystkim z nowym Prawem dewizowym¹⁵. Wprowadzono w nim między innymi zewnętrzną wymienialność złotego, umożliwiono rezydentom zakup dowolnej kwoty walut obcych oraz zliberalizowało obrót instrumentami pochodnymi. Nie wszystkie ograniczenia zostały jednak zniesione. Pozostawiono przede wszystkim zakazy dotyczące krótkoterminowych transakcji kapitałowych (m.in. zakaz nabywania za granicą krótkoterminowych papierów wartościowych oraz pochodnych instrumentów finansowych o pierwotnym terminie wykupu krótszym niż 1 rok, zakaz przyjmowania przez banki krajowe depozytów złotych od nierezydentów, jeżeli są złożone na okres do trzech miesięcy, a kwota takiego depozytu przekracza pół miliona złotych czy też zakaz nabywania przez nierezydentów w Polsce krótkoterminowych papierów wartościowych i instrumentów pochodnych¹⁶).

Ograniczenia w krótkoterminowym przepływie kapitałów miały być zniesione do końca 1999 roku, jednak nadal obowiązują. Motywem ich utrzymania było przeciwdziałanie spekulacyjnym ruchom kapitału, a przez to wzmacnianie stabilności finansowej¹⁷. Bariery te można jednak ominąć, wykorzystując instrumenty pochodne¹⁸. Celowość tego zabezpieczenia jest zatem wątpliwa. Mimo to, zdaniem W. Małeckiego, ograniczenia te nie są całkiem bez znaczenia. Po pierwsze, niektórzy inwestorzy z założenia nie inwestują w krajach z kontrolą kapitału. Po drugie, ograniczenia te mogą być skuteczne wobec drobnych inwestorów, niekorzystających z inżynierii finansowej [Małecki, 2000, s. 14]. Trudno jednak wyobrazić sobie, aby ci ostatni mogli wywołać kryzys. Ponadto, jak wynika z raportu MFW, likwidacja ograniczeń nie spowodowałaby większych problemów dla sektora bankowego, a ułatwiłaby operacje hedgingowe [*Republic of Poland...*, 2001, s. 21].

Dyskusyjną kwestią w ocenie makroekonomicznych uwarunkowań stabilności polskiego systemu finansowego jest rola polityki fiskalnej. Mimo iż poziom deficytu budżetowego w latach 1996–2000 zmniejszył się, nie oznaczało to wcale restrykcyjnej polityki fiskalnej. W omawianym okresie deficyt całego sektora finansów publicznych był bowiem znacznie większy niż deficyt budżetu państwa. Złożyły się na to różne przyczyny. W latach 1995–1997 przy-

¹⁵ Ustawa z 18 grudnia 1998 roku — Prawo dewizowe (DzU 1998, nr 160, poz. 1063); weszła ona w życie 12 stycznia 1999 roku.

¹⁶ Nie dotyczy to papierów skarbowych, papierów oferowanych przez banki oraz oferowanych na GPW, CeTO, PGF i giełdach towarowych [Ustawa — Prawo dewizowe..., *op. cit.*].

¹⁷ Por.: [Sadowska-Cieślak, 2000, s. 25–39].

¹⁸ Rozwinięty i płynny rynek złotych instrumentów pochodnych znajduje się np. w Londynie.

czynił się do tego głównie wzrost zobowiązań jednostek budżetowych [Raport..., 2000, s. 5]. W 1999 roku sytuację pogorszyła jeszcze konieczność finansowania czterech reform strukturalnych w warunkach słabszego niż oczekiwano wzrostu gospodarczego. Wprowadzenie reformy emerytalnej bez właściwego przygotowania organizacyjnego i instytucjonalnego spowodowało drastyczne obniżenie ściągalności składek przez Fundusz Ubezpieczeń Społecznych, który w tej sytuacji musiał zaciągnąć kredyt w bankach komercyjnych oraz zobowiązania wobec funduszy emerytalnych. Negatywnie oddziaływał również ujemny wynik finansowy funduszy celowych oraz samorządów terytorialnych¹⁹. Skala problemu zwiększyła się dramatycznie latem 2001, gdy Ministerstwo Finansów poinformowało o sięgającej około 80 miliardów złotych dziurze w finansach publicznych, co przyniosło deficyt budżetu państwa za 2001 rok w wysokości 4,5% PKB.

Niekorzystnie na stabilność polskiego systemu finansowego (i oczywiście całej gospodarki) wpływał również brak przejrzystości polityki fiskalnej. Przejawiał się on między innymi eksternalizacją wydatków poza budżet, nieustanną niepewnością co do kształtu systemu podatkowego czy sposobem przyjmowania założeń makroekonomicznych do ustaw budżetowych. Często zdarzały się również działania sprzeczne z wcześniej deklarowanym kierunkiem polityki fiskalnej. W oczywisty sposób utrudniało to także formułowanie i realizację polityki pieniężnej.

Mimo to, polityka pieniężna była konsekwentnie nastawiona na utrzymanie stabilnego poziomu cen, co w polskich warunkach sprowadzało się do ograniczania inflacji. Praktycznie przez cały okres transformacji determinacja NBP w zwalczaniu inflacji nie podlegała dyskusji, co pozwoliło polskiemu bankowi centralnemu na zbudowanie dużej wiarygodności na rynkach finansowych. Dość wysoko ocenia się także przejrzystość działań banku centralnego²⁰. Spełniała ona w przeważającej mierze standardy ustalone przez MFW. Zwiększeniu przejrzystości miało też służyć wprowadzenie przez NBP w 1998 roku strategii bezpośredniego celu inflacyjnego²¹.

Niepowodzenia zdarzające się w realizacji przyjętych celów polityki pieniężnej (faktyczna inflacja niższa od planowanej) wynikały raczej z niekorzystnych uwarunkowań, na które bank centralny nie miał wpływu. Do najważniejszych z nich należy zaliczyć brak — aż do 1998 roku — faktycznej niezależności²² oraz nadpłynność sektora bankowego. Zdarzały się wprawdzie

¹⁹ Por.: [Knakiewicz, Marszałek, 2001, s. 157].

²⁰ Chociaż wątpliwości może niekiedy budzić sposób uzasadniania decyzji Rady Polityki Pieniężnej o zmianach stóp procentowych. Np. obniżono stopy w sierpniu, tuż po ujawnieniu gigantycznego deficytu finansów publicznych, choć wcześniejsze zaniechanie obniżki stóp procentowych wyjaśniano właśnie problemami budżetu.

²¹ Niektórzy autorzy zastanawiają się jednak, czy było to naprawdę konieczne, zob.: [Wojtyła, 2001, s. 107].

²² Planowany wskaźnik inflacji określano w ustawie budżetowej, natomiast odpowiedzialnością za jego wykonanie obciążano NBP. Ponadto, aż do uchwalenia Konstytucji, nie było prawnych przeciwwskazań w finansowaniu przez NBP deficytu budżetowego.

błędy, jak choćby przedwczesna obniżka stóp procentowych w styczniu 1999 roku, co zaowocowało zwiększeniem presji inflacyjnej i spadkiem skłonności do oszczędzania²³. Jak się wydaje, było to jednak raczej skutkiem niewłaściwej koordynacji polityki pieniężnej i fiskalnej. Obniżki dokonano bowiem, przyjmując deklarację rządu o zaostrzeniu polityki fiskalnej. Tymczasem deklaracje o większej dyscyplinie finansów publicznych okazały się bez pokrycia. Spowodowało to zaostrzenie polityki pieniężnej w okresie od połowy 1999 roku do początku 2001 roku (w marcu tego roku nastąpiła pierwsza od długiego czasu obniżka stóp procentowych) i w konsekwencji utrzymywanie się niekorzystnego wariantu *policy mix*.

Trzeba jednak pamiętać, że w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych możliwości polityki pieniężnej w zakresie ograniczania negatywnych zjawisk w bilansie płatniczym są niewielkie. Redukcję deficytu obrotów bieżących tego bilansu można osiągnąć jedynie poprzez zacieśnienie i zdyscyplinowanie polityki fiskalnej.

2.3. Działania prewencyjne

Ocena stabilności polskiego systemu finansowego w ostatnich latach nie jest jednoznaczna. Wraz z postępowaniem transformacji eliminowano wiele potencjalnych źródeł niestabilności, coraz lepiej do nowych warunków adaptowały się przedsiębiorstwa. Sprawnie przebiegały dostosowania w sektorze bankowym, a polityka gospodarcza była zasadniczo konsekwentna. Mimo to, w latach 1999–2001 pojawiły się przesłanki zaburzenia stabilności, niosąc ryzyko kryzysu finansowego. Bardziej prawdopodobny był przy tym wybuch kryzysu walutowego niż bankowego. Szczególne zagrożenie dla stabilności finansowej wiązało się przede wszystkim z deficytem obrotów bieżących i rosnącym zadłużeniem zagranicznym polskich przedsiębiorstw, w połączeniu z wysokim poziomem kursu walutowego.

Do kryzysu jednak nie doszło. Stan rachunku bieżącego zaczął się poprawiać, osiągając na koniec 2001 roku tylko 4,1% PKB. Poprawiło się przy tym jego finansowanie. Również wzrost eksportu w latach 2000–2001, będący w zasadzie jedynym czynnikiem podtrzymującym słabnący wzrost gospodarczy, pozwala domniemywać, że polskie firmy dostosowały się do wymogów konkurencji na rynkach europejskich i światowych. Mimo nadal pogarszającego się portfela kredytowego banków (udział złych długów w całości portfela wzrósł w grudniu 2001 aż do 18,3%), wynikającego z utrzymującej się nie najlepszej kondycji podmiotów gospodarczych, nastąpiła poprawa sytuacji finansowej banków komercyjnych (wynik finansowy netto w analogicznym okresie był o 12,4% wyższy od tego w 2000 roku).

Zaburzenia stabilności nie skończyły się więc kryzysem, co było niewątpliwie zasługą odpowiednich środków zapobiegawczych. Ciekawe wydaje się po-

²³ Jest to przy tym jedyny błąd, do którego przyznała się sama Rada Polityki Pieniężnej.

równanie zastosowanych w naszym kraju metod ochrony stabilności finansowej z rozwiązaniami opisanymi we wcześniejszych opracowaniach autorów.

Czynnikiem szczególnie korzystnie wpływającym na stabilność finansową była ewolucja systemu kursowego (tabela 5.). Jak pokazały doświadczenia ostatnich lat, prawdopodobieństwo wybuchu kryzysu jest większe w kraju stosującym kurs stały. W Polsce, od nominalnej kotwicy (*nominal anchor*), poprzez system pełzającej dewaluacji, doprowadzono ostatecznie do swobodnego kształtowania się kursu złotego. Ograniczyło to skłonność polskich przedsiębiorstw do zadłużania się za granicą bez odpowiedniego zabezpieczenia kursowego, przez uwypuklenie ryzyka kursowego. Pojawiły się również możliwości dostosowywania się kursu złotego do zmian zachodzących w bilansie płatniczym²⁴. Upłynnienie kursu nastąpiło oficjalnie 12 kwietnia 2000 roku, jednak kurs złotego w zasadzie już wcześniej kształtował się na rynku, czemu sprzyjało szerokie pasmo dopuszczalnych wahań. W tych warunkach NBP nie musiał podejmować interwencji nawet przed upłynnieniem kursu²⁵. Charakterystyczne, że po tym posunięciu ewentualnych spekulantów powstrzymywała od ataku na złotego sama możliwość interwencji NBP na rynku walutowym²⁶.

Czynnikiem przywracającym stabilność była również polityka pieniężna i wytrwałość banku centralnego w dążeniu do obniżenia poziomu inflacji. Znaczenie polityki pieniężnej było tym większe, że zarówno dyscyplina, jak i przejrzystość polityki fiskalnej pozostawiały wiele do życzenia. Co prawda z tabeli 4. wynika, że polityka fiskalna — zwłaszcza w latach 1999–2000 — nie była tak łagodna, jak ją postrzegano (i jak opisano to we wcześniejszej części artykułu), to jednak dla stabilności systemu miało to niewielkie znaczenie. Tak naprawdę, istotny jest nie tyle sam kształt polityki, ile właśnie jej percepcja przez rynki finansowe. Taki stan rzeczy stanowi konsekwencję wciąż rosnącej roli czynników niemierzalnych, psychologicznych w realizacji polityki gospodarczej.

Przy rozluźnieniu polityki fiskalnej NBP zmuszony był do utrzymywania wysokiego poziomu stóp procentowych. Polityka taka, choć krytykowana za osłabienie procesów rozwojowych w sferze realnej i przyczynianie się do nadmiernej aprecjacji złotego, przyniosła znaczne korzyści. Twarda polityka pieniężna okazała się szczególnie pomocna w końcu 1999 roku, kiedy spłot niekorzystnych okoliczności wywołał dużą niepewność inwestorów. Utrzymywanie wysokich stóp procentowych przyczyniło się wówczas do ograniczenia

²⁴ Zob. np.: [Małecki, Sławiński, Piasecki, Żuławska, 2001, s. 215].

²⁵ W. Małecki uważa jednak za błąd deklarację Rady Polityki Pieniężnej o niepodejmowaniu interwencji. Jego zdaniem, na takie oświadczenie może pozwolić sobie System Rezerwy Federalnej, a i to przy sprzyjających okolicznościach, nie zaś władze monetarne takiego kraju jak Polska [Małecki, 2000, s. 13].

²⁶ W tym kontekście dziwi pomysł (zgłaszany przez niektórych polityków i ekonomistów) wprowadzenia w Polsce systemu zarządu walutą (*currency board*), który raczej zwiększyłby ekspozycję polskiej gospodarki na ryzyko kryzysu walutowego, niż przyczyniłby się do stabilności systemu.

inflacji, co znacząco złagodziło nastroje. Jak bowiem informuje A. Sławiński, inwestorzy bardziej niż deficytu obrotów bieżących obawiali się powrotu dwucyfrowej inflacji (która wiązała się z opóźnioną realizacją zysków)²⁷.

Tabela 5.

Ewolucja polskiego systemu kursowego w latach 1995–2000

Data zmiany	System kursowy	Akcja władz
30.11.1994	System pełzającej dewaluacji (<i>crawling peg</i>)	Redukcja tempa dewaluacji do 1,4% miesięcznie
15.02.1995	<i>Crawling peg</i>	Redukcja tempa dewaluacji do 1,2% miesięcznie
16.05.1995	Pełzające pasmo wahań (<i>crawling band</i>), odchylenia od parytetu $\pm 7\%$	Utrzymane tempo <i>crawla</i>
22.12.1995	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 7\%$	6-procentowa rewaluacja złotego
8.01.1996	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 7\%$	Redukcja tempa dewaluacji do 1,0% miesięcznie
25.02.1998	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 10\%$	Redukcja tempa dewaluacji do 0,8% miesięcznie
17.07.1998	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 10\%$	Redukcja tempa dewaluacji do 0,65% miesięcznie
10.09.1998	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 10\%$	Redukcja tempa dewaluacji do 0,5% miesięcznie
29.10.1998	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 12,5\%$	Utrzymane tempo <i>crawla</i>
15.12.1998	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 12,5\%$	Wprowadzenie opłat od transakcji fixingowych, podniesienie minimalnej wartości transakcji, skrócenie czasu fixingu do 15 minut
1. 01.1999	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 12,5\%$	Zmiana koszyka; obecny podział euro 55%, dolar 45%
25.03.1999	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 15\%$	Redukcja tempa dewaluacji do 0,3% miesięcznie
7.07.1999	<i>Crawling band</i> , odchylenia od parytetu $\pm 15\%$	Likwidacja <i>fixingu</i>
12.04.2000		Kurs płynny (<i>floating rate</i>)

Źródło: opracowanie własne.

Stabilizujący wpływ miała również działalność NBP jako banku banków oraz prawidłowy i efektywny nadzór, sprawowany przez KNB. Należy podkreślić, że stosowane procedury oraz rozwiązania instytucjonalne w coraz większym zakresie odpowiadają zaleceniom MFW, BIS oraz Unii Europejskiej.

²⁷ [Małecki, Sławiński, Piasecki, Żuławska, 2001, s. 212]. Wysokie stopy procentowe korzystnie oddziaływały już wcześniej. Np. w latach 1996–1997 pozwoliły ograniczyć akcję kredytową i nadmierny popyt wewnętrzny, skutkujące wzrostem deficytu rachunku obrotów bieżących.

skiej. Szczególnie pozytywnie oceniono stopień wprowadzenia w naszym kraju zasad efektywnego nadzoru (*Core Principles*), opracowanych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego. Do obszarów wymagających ulepszenia w raporcie MFW za 1999 rok zaliczono w zasadzie tylko dwie dziedziny, a mianowicie [*Republic of Poland: Financial...*, 2000, s. 48]: (1) nadzór skonsolidowany i skonsolidowaną sprawozdawczość finansową oraz (2) możliwości wprowadzania i egzekwowania zasad *corporate governance*. W tej pierwszej dziedzinie znaczny postęp przyniosła nowelizacja Prawa bankowego z 2001 roku oraz gruntowna nowelizacja ustawy o rachunkowości, natomiast w drugiej — również nowelizacja Prawa bankowego oraz Kodeks spółek handlowych (zob. tabela 1.). Natomiast kolejny raport MFW wskazuje dwa główne problemy sektora bankowego — omawiany już wysoki poziom złych długów oraz kredytów w walutach obcych. Zaleca on również stworzenie nowych, dostosowanych do warunków niskiej inflacji, ram polityki pieniężnej [*Republic of Poland: Staff...*, 2002].

Sprawność nadzoru odnosi się nie tylko do nadzoru bankowego, ale dotyczy również instytucji nadzorujących pozostałe elementy systemu finansowego. Zarówno PUNU, KPWiG czy UNFE (a obecnie Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych — KNUiFE) spełniają w większości normy wyznaczone przez odpowiednie organizacje międzynarodowe, przyczyniając się do rozwoju niebankowych pośredników finansowych. Organy nadzorcze, oprócz dbałości o sprawne funkcjonowanie podległych im instytucji, dbają również o dostosowywanie swojej dziedziny do norm i standardów dobrego postępowania, opracowanych przez BIS, IOSCO czy MFW [*Republic of Poland: Financial...*, 2000, s. 43]. Sprzyjały temu odpowiednio nowelizowane bądź zmieniane akty prawne (np. ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi).

Również koordynacja między poszczególnymi instytucjami nadzorczymi przebiegała poprawnie. Odpowiednie *MoUs*²⁸ połączyły KNB z KPWiG oraz UNFE, a także te dwie ostatnie instytucje. Żadnej umowy o porozumieniu nie podpisał natomiast w czasie swojego funkcjonowania PUNU. Krajowi nadzorcy współpracowali także z partnerami zagranicznymi. Np. KPWiG łączy *MoUs* z instytucjami odpowiedzialnymi za nadzór nad rynkami kapitałowymi z Niemiec, Francji, Włoch, Austrii i Węgier. Istnieją również odpowiednie ustalenia dotyczące koordynacji na wypadek kryzysu [*Republic of Poland: Financial...*, 2000, s. 40–41]. Przeszkodą w rozwoju poszczególnych segmentów rynku finansowego oraz w usprawnianiu działań nadzoru mogą być wątpliwe posunięcia administracyjne, jak choćby likwidacja UNFE i PUNU oraz powołanie w ich miejsce KNUiFE, a więc jednego nadzorcy dla odmiennych segmentów rynku finansowego.

²⁸ *Memorandum of Understanding* — wystandaryzowana umowa określająca warunki współpracy instytucji nadzorczych.

Stabilność finansową umacniało również to, że Polskę postrzegano jako przyszłego członka UE, co wywierało pozytywny wpływ na decyzje inwestycyjne. Zaufanie do naszego kraju wzrosło także po przystąpieniu do OECD. W efekcie Polska, mimo zaliczania jej do rynków wschodzących, nie poniosła większych konsekwencji wybuchu kryzysów w innych krajach. Jak informuje L. Orłowski [2000, s. 179], kryzys rosyjski pokazał, że inwestorzy nie traktowali wszystkich krajów wschodzących jednakowo. Skutki tego kryzysu dla systemu finansowego Polski, Czech i Węgier były stosunkowo niewielkie. Nie wystąpiło więc zarażenie (*contagion*). Również kryzys brazylijski nie przyniósł negatywnych konsekwencji dla stabilności polskiego systemu finansowego. Wydaje się więc, że nasz kraj, wprowadzając i stosując odpowiednie środki prewencyjne, wypracował sobie solidną pozycję wśród inwestorów, ograniczając prawdopodobieństwo ataku spekulacyjnego. Nie oznacza to jednak, że nie jest potrzebny postęp, zwłaszcza w takich obszarach jak restrukturyzacja, umacnianie nadzoru właścicielskiego czy, przede wszystkim, umacnianie dyscypliny rynkowej.

3. Uwagi końcowe

Akcentowane w opracowaniu szczególne znaczenie stabilności finansowej dla rynków wschodzących (którym często brakuje wiarygodności politycznej i ekonomicznej) wypływa przede wszystkim z bezpośredniego jej przełożenia na zaufanie do danego kraju, jego waluty i polityki. Inwestorzy, jeżeli pozytywnie oceniają sytuację danego kraju, mogą zdecydować o niewycofywaniu się z jego rynku finansowego, nawet jeżeli kraj ten przynależy do grupy państw zagrożonych kryzysem. Przykładem może być Polska w czasie kryzysu brazylijskiego, kiedy to zasadniczo nie zachwiało się zaufanie inwestorów do naszego kraju. Odpowiednia troska o stabilność może być więc ważnym czynnikiem psychologicznym, pozwalającym ograniczyć efekt stadny inwestorów (*herding*) i efekt zarażenia (*contagion*).

Jak się wydaje, jest to dowodem na to, że grupa *emerging markets* straciła już swoją homogeniczność, zarówno pod względem odporności na kryzysy, jak i postępu w reformach czy percepcji przez inwestorów zagranicznych. W coraz większym stopniu można napotkać natomiast pojęcie *converging markets*, na określenie tych rynków wschodzących, które zasadniczo zakończyły już transformację systemową i skupiają się obecnie na procesie *catching up* oraz w coraz większym stopniu są równorzędnymi partnerami w światowym systemie finansowym. Dotyczy to również Polski.

Stabilność finansowa krajów transformujących swoją gospodarkę jest natomiast niezbędnym warunkiem utrwalenia efektów przeprowadzanych reform. Potencjalny kryzys finansowy może nie tylko zahamować postępy takiego kraju, ale i zaprzepaścić dotychczasowe osiągnięcia. Stabilny system finansowy pozwala również na odpowiednie kształtowanie i wykorzystywanie w polityce gospodarczej kanału oczekiwań, sprzyjając kontynuacji czy

przyspieszeniu reform. Ponownie więc, same działania na rzecz stabilności finansowej mogą oddziaływać jako ważny czynnik psychologiczny.

W przypadku Polski najważniejszą sprawą w dalszych dążeniach do zapewnienia stabilności finansowej wydaje się być umocnienie dyscypliny rynkowej. Obecnie, przy wciąż dużej liczbie przedsiębiorstw państwowych, licznych barierach administracyjnych i niesprawnym prawie upadłościowym, dyscyplinę tę można obserwować jedynie w pewnych segmentach rynku. Jej upowszechnienie hamują takie czynniki jak upolitycznienie gospodarki czy dopiero kształtujący się nadzór właścicielski. Inicjatywa zmian w tym obszarze leży prawie wyłącznie po stronie państwa. Trzeba jednak zaznaczyć, że mimo wprowadzenia wielu pożądaných zmian w ustawodawstwie, płytki rynek kapitałowy uniemożliwia właściwy rozwój *corporate governance* i sprawia, że tzw. koszty wyjścia dla kapitału obcego są relatywnie wyższe (płytki rynek kapitałowy powoduje, że nagłe zwiększenie podaży papierów wartościowych nie znajduje odpowiedniego popytu, co wywołuje znaczny spadek ich ceny).

Innym istotnym problemem jest zrównoważenie finansów publicznych i zapewnienie zdrowych, ogólnogospodarczych podstaw stabilności. Wymaga to zmiany *policy mix* w kierunku rozluźnienia polityki monetarnej i zaostrzenia fiskalnej. Chodzi więc o swoiste odciążenie tej pierwszej. Jak bowiem powszechnie wiadomo, w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych polityka monetarna ma o wiele mniejsze możliwości wpływania na gospodarkę. Ponadto, negatywne skutki restrykcyjnej polityki pieniężnej, do której prowadzenia zmuszała w ostatnich latach nadmierna ekspansja fiskalna, są zbyt kosztowne, grożąc pogłębianiem się niestabilności. Konieczne jest zwiększenie koordynacji obu polityk, co może się okazać trudne w warunkach niesprzyjającego nastawienia do NBP i Rady Polityki Pieniężnej (próby ograniczenia niezależności banku centralnego). Tymczasem niezależność NBP jest niezbędnym instytucjonalnym warunkiem stabilności każdego systemu finansowego oraz jednym z warunków, których muszą przestrzegać kraje kandydujące do członkostwa we Wspólnocie.

Bibliografia

- Kiedrowska M., 2002a, Marszałek P., *Stabilność finansowa — pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, część I, „Bank i Kredyt”, nr 3.
- Kiedrowska M., Marszałek P., 2002b, *Stabilność finansowa — pojęcie, cechy i sposoby jej zapewnienia*, część II, „Bank i Kredyt”, nr 4.
- Knakiewicz Z., Marszałek P., 2001, *Ograniczenia skuteczności polityki pieniężnej w Polsce w drugiej połowie lat 90.*, Materiały konferencyjne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im O. Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Kokoszcyński R., Sławiński A., 2000, *Poland's vulnerability to turbulence in financial markets*, w: *Managing foreign debt and liquidity risks*, BIS Policy Paper nr 8, September.
- Małecki W., 2000, *Ryzyko wystąpienia kryzysu walutowego w Polsce*, „Gospodarka Narodowa”, nr 4.

- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U., 2001, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Orłowski L. T., 2000, *Gospodarki środkowoeuropejskie po rosyjskim kryzysie płatniczym*, w: *Po dziesięciu latach — transformacja i rozwój w krajach postkomunistycznych*, CASE, Warszawa.
- Raport o inflacji 1999, 2000, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Raport o inflacji 2000, 2001, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Raport o inflacji 2001, 2002, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Raport o stabilności systemu finansowego. Styczeń 2000 — czerwiec 2001, 2001, opracowanie pod redakcją M. Gołajewskiej, R. Kokoszczyńskiego, Z. Polańskiego, NBP, Warszawa, grudzień.
- Republic of Poland: *Financial Stability Assessment*, 2000, IMF, Washington DC.
- Republic of Poland: *Staff Report for the 1999 Article IV Consultation*, 2000, IMF Staff Country Report nr 00/45, March.
- Republic of Poland: *Staff Report for the 2002 Article IV Consultation*, 2002, IMF Staff Country Report nr 02/127, June.
- Sadowska-Cieślak E., 2000, *Dylematy liberalizacji krótkoterminowych przepływów kapitałowych w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 5.
- System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, 2001, redakcja naukowa B. Pietrzak, Z. Polański, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sytuacja finansowa banków w 1999 roku. Synteza*, 2000, NBP — GINB, Warszawa, kwiecień.
- Sytuacja finansowa banków w 2000 roku. Synteza*, 2001, NBP — GINB, Warszawa, kwiecień.
- Sytuacja finansowa banków w 2001 roku. Synteza*, 2002, NBP — GINB, Warszawa, maj.
- Uchwała nr 5/2001 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, w tym z tytułu przekroczenia limitów koncentracji wierzytelności, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, z uwzględnieniem powiązań banków z innymi podmiotami zależnymi lub działającymi w tym samym holdingu oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu i sposobu ich wyznaczania (Dz. Urz. NBP z 2001 roku, nr 22, poz. 43).
- Ustawa z 18 grudnia 1998 roku — Prawo dewizowe (DzU 1998, nr 160, poz. 1063); weszła ona w życie 12 stycznia 1999 roku.
- Wackernagel M., 2001, *Emerging markets — round up the usual suspects*, w: „Central Banking”, t. XII, nr 1, August.
- Wojtyna A., 2001, *Kryzysy finansowe a skuteczność polityki makroekonomicznej*, „Bank i Kredyt”, nr 7–8.

Abstract Stability of the Polish Financial System in 1993–2001. Selected Problems



Poland is one of the few emerging markets that, till now, have not been affected by financial crisis. This fact prompts to ponder over the actual determinants and features of the Polish financial system that have contributed to its insusceptibility to crises as well as on the areas that require improvement. This resolves itself into the question whether the Polish financial system has evolved in the right direction from the point of view of financial stability.

In analyzing the stability of the Polish financial system (including the banking system), the authors concentrated on the period of 1993–2001. To this end they utilized a set of earlier elaborated indices regarding both the macro and microeconomic scale. They analyzed, from the point of view of the stability, the

most important developments and processes resulting from the transformation of the Polish economy.

The above analysis led to conclusions that favourably assessed the direction of the transformation and the stability of the Polish financial system. This, i.a. found expression in the sustained (despite some perturbations) confidence of foreign investors. In further aspiration after securing the financial stability it will be necessary to strengthen the market discipline, promote the corporate governance and consolidate sound, general economic foundations of stability.