

Marianna Księżyk\*, Robert Lisowski\*

## Wpływ kosztów alternatywnych na podejmowanie decyzji inwestycyjnych w przedsiębiorstwach prywatnych

---

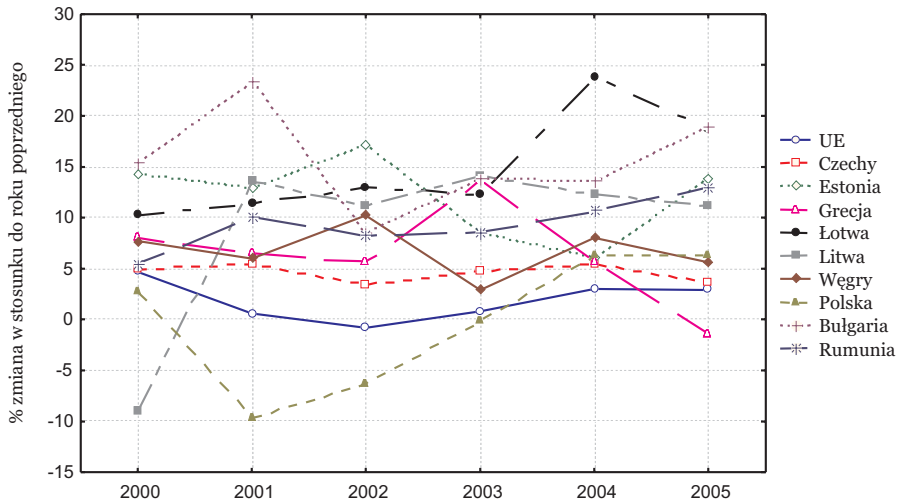
### 1. Wstęp

Polska, chcąc osiągać w długim okresie zrównoważony wzrost gospodarczy i istotnie obniżyć bezrobocie, powinna poszukiwać możliwości osiągnięcia szybkiego wzrostu gospodarczego, w drodze inwestycji w tworzenie miejsc pracy i w kapitał ludzki, a także eliminować przyczyny utrudniające inwestowanie i utrzymywanie odpowiedniej dynamiki. Dotychczasowa (w całym okresie transformacji gospodarki polskiej) dynamika nakładów inwestycyjnych w Polsce jest wysoce niezadowolająca. Niekorzystnie przedstawia się ona w Polsce także w ostatnim okresie, a mianowicie w latach 2001–2003, kiedy to zmiana wielkości nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w procentach do roku poprzedniego była ujemna i wyniosła w roku 2001 –9,7%, w 2002 roku –6,3%, w 2003 roku –0,1%. Dopiero w 2004 roku wzrosły one o 6,3%, a w 2005 roku o 6,5%. Wciąż stanowi to jednak zaledwie 98% nakładów 2000 roku. W tym samym czasie w wielu krajach, będących podobnie jak Polska w transformacji, obserwowano relatywnie wysoką w stosunku do Polski, dynamikę nakładów inwestycyjnych na środki trwałe. Na przykład w Bułgarii (w procentach do roku poprzedniego) wyniosła ona odpowiednio w latach 2001–2005: 23,3%, 8,5%, 13,8%, 13,5% i 19%, na Litwie odpowiednio 13,5%, 11,1%, 14%, 12,3% i 11,2%, na Łotwie 11,4%, 13%, 12,3%, 23,8% i 18,6%, w Estonii 13%, 17,2%, 8,5%, 6% i 13,9%, w Czechach 5,4%, 3,4%, 4,7%, 5,3% i 3,7%, w Rumunii 10,1%, 8,2%, 8,6%, 10,8% i 13%, na Węgrzech 6%, 10,2%, 2,8%, 8% i 5,6% [4]. Procentowe zmiany nakładów inwestycyjnych w Polsce na tle krajów

---

\* Wydział Zarządzania, Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie

Europy Środkowo – Wschodniej, będących podobnie jak Polska w transformacji, przedstawiono na rysunku 1.



**Rys. 1.** Procentowe zmiany nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w wybranych krajach

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4]

Konieczność osiągnięcia w Polsce zrównoważonego wzrostu gospodarczego w drodze inwestycji w miejsca pracy, skłania do szerokiej dyskusji nad zagadnieniem: jak firmy prywatne podejmują decyzje inwestycyjne dotyczące wyboru projektów inwestycyjnych w warunkach otwartej gospodarki rynkowej, czyli jakie stosują procedury przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz jakim kierują się kryterium przy określaniu możliwej do zaakceptowania efektywności inwestycji?

W Polsce tego typu dyskusja jest niezbędna głównie dlatego, że poza stwierdzeniem w podręcznikach ekonomii, czym jest koszt alternatywny kapitału, odczuwalny jest brak świadomości, że koszty alternatywne kapitału są powszechnie wykorzystywane w krajach gospodarki rynkowej przez inwestorów prywatnych w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Ponadto w Polsce są niezbędne profesjonalne analizy, pokazujące wpływ cen kredytów bankowych i możliwości ich pozyskiwania na inwestycje prywatne.

W związku z tym w opracowaniu koncentruje się uwagę na ważnym w tej dyskusji problemie, a mianowicie koszcie alternatywnym dla lokowania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa prywatne wytwarzające dobra finalne w warunkach otwartej gospodarki rynkowej.

Podstawę tych badań stanowi założenie, że w ocenie przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstwo prywatne wybierze projekt inwestycyjny zapewniający najwyższy zysk, przy uwzględnieniu kosztów alternatywnych kapitału. Nadając pojęciu kosztów alternatywnych kapitału pragmatyczny sens, przyjmuje się, że przedsiębiorstwa prywatne w decyzjach inwestycyjnych kierują się, jako kryterium, przy ustalaniu kosztu alternatywnego dla lokowania kapitału, stopą procentową płaconą za zaciągany kredyt inwestycyjny [13]. Stwierdzenie to rozumie się następująco:

Dany projekt zasługuje na podjęcie, jeśli firma zarabia na nim więcej, niż musi zapłacić za kredyt na jego sfinansowanie i przeznaczyć na amortyzację niezbędnego kapitału. Analogicznie, projekt, który przynosi mniej niż cena wynajmu, nie zasługuje na uruchomienie. Inwestycja niespełniająca tego kryterium jest nieefektywna i nie powinna być realizowana [3].

Podejmowanie decyzji dotyczących wyboru projektów inwestycyjnych jest procesem skomplikowanym i powinno odbywać się przy wykorzystaniu analizy kosztów i korzyści.

## **2. Etapy procedury przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa prywatne w warunkach gospodarki rynkowej**

Przedsiębiorstwa prywatne podejmują decyzje inwestycyjne stosując, jak stwierdza J.E. Stiglitz [13], procedurę obejmującą cztery następujące etapy:

1. Ustalenie zestawu możliwych wariantów decyzyjnych (projektów), to znaczy sporządzenie listy możliwych rozwiązań.
2. Określenie wszystkich konsekwencji każdego rozważanego wariantu, głównie określenie wielkości ponoszonych nakładów i oczekiwanych efektów.
3. Wyrażenie nakładów i efektów w wartościach pieniężnych, a także oszacowanie cen, które uzyska się za wytworzone i sprzedane wyroby. Przedsiębiorstwo wycenia swoje wydatki i przychody według cen rynkowych, a także uwzględniając konsekwencje projektów inwestycyjnych, które rzutują na jego zyski.
4. Podsumowanie całkowitych kosztów i korzyści oraz ocena ogólnej opłacalności projektów, a także podjęcie decyzji wyboru określonego projektu.

Ponieważ koszty i korzyści związane z funkcjonowaniem inwestycji występują w odpowiednio długim okresie czasu, aby ocenić opłacalność projektów inwestycyjnych przychody i koszty należy pomnożyć przez współczynnik dyskontowy, co doprowadzi do ich porównywalności z dzisiejszymi przychodami i wydatkami, a także umożliwi sumowanie oczekiwanych kosztów i przychodów w poszczególnych latach. Tak obliczona, zdyskontowana suma stanowi wartość zaktualizowaną projektu.

W ocenie przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstwa prywatne stosują stopę dyskontową zazwyczaj równą stopie procentowej płaconej za zaciągnięty kredyt [13]. Określenie wysokości stopy dyskontowej ma zasadnicze znaczenie w ocenie opłacalności projektu inwestycyjnego. Na przykład przy stopie dyskontowej wynoszącej 3% inwestycja może być opłacalna, a już przy stopie 6% – całkowicie nieopłacalna.

Zdaniem J.E. Stiglitz, gdyby rynki kapitałowe działały idealnie, rynkowa stopa procentowa wyrażałaby prawidłowo koszt alternatywny kapitału i relatywną wartość dochodów uzyskiwanych w różnych okresach, ale w rzeczywistości gospodarczej rynki kapitałowe nie funkcjonują dobrze. Poza tym zniekształcenia wywołują podatki od zysków, powodując duże różnice między zyskiem brutto i netto. Powszechna jest też opinia, że przy ocenie prywatnych projektów inwestycyjnych należy stosować stopę zwrotu liczoną z punktu widzenia producenta. Przy ocenie projektów inwestycyjnych obarczonych wysokim ryzykiem zaleca się dodatkowo uwzględniać „premię za ryzyko”. Ustalenie wysokości tej premii nie jest łatwe, gdyż metody oceny rozmiarów ryzyka oraz priorytetów przyjmowanych w dążeniu do jego ograniczania w odniesieniu do konkretnych rodzajów działalności wciąż budzą dyskusje [13].

Z powyższych ustaleń wynika więc, że inwestor podejmując decyzję inwestycyjną ustala, ile może zainwestować obecnie, aby po  $n$  latach przy stopie zwrotu  $k$  otrzymać przynajmniej zwrot kapitału zainwestowanego. Inwestor (w tym celu) musi dokonać zdyskontowania przyszłych zysków do okresu wyjściowego. Wykorzystuje przy tym następującą formułę [4]:

$$K_0 = \frac{TP_1}{1+k} + \frac{TP_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{TP_n}{(1+k)^n} = A_0$$

gdzie:

- $K_0$  – bieżąca wartość kapitału,
- $TP$  – oczekiwane przychody w kolejnych latach (od 1 do  $n$ ) funkcjonowania majątku produkcyjnego powstałego w drodze inwestycji,
- $A_0$  – wydatek inwestycyjny (nakłady inwestycyjne poniesione na wybudowanie, wyposażenie obiektu i koszty produkcji),
- $k$  – stopa zwrotu kapitału (*rate of return on capital*). Stopa zwrotu kapitału kalkulowana przez inwestora określa przewidywany zysk, pochodzący z zastosowania czynników produkcji w odsetku kapitału wyłożonego na ich zakup [9].

Gdy bieżąca stopa zwrotu ( $K_0$ ) będzie równa 0, to oczekiwane zyski pokryją wydatki odpowiednio do przyjętej przez inwestora stopy zwrotu kapitału. Jeżeli  $K_0$  będzie większe od 0, to inwestor zrealizuje wyższą stopę niż poniesione wydatki.

Zaplanowana przez inwestora stopa zwrotu kapitału stanowi wyraz jego subiektywnej oceny ryzyka i pesymistycznej oceny przyszłości.

Korzyść z inwestowania można też ustalić przy wykorzystaniu wewnętrznej stopy zwrotu kapitału. Wewnętrzna stopa zwrotu kapitału jest to taka stopa procentowa, przy której bieżąca wartość kapitału jest równa zero. Popyt na kapitał finansowy zależy więc od wewnętrznej stopy zwrotu kapitału, co określa następująca formuła [4]:

$$\frac{TP_1}{1+z} + \frac{TP_2}{(1+z)^2} + \dots + \frac{TP_n}{(1+z)^n} - A_0 = 0$$

gdzie:

- TP – oczekiwane przychody,
- z – wewnętrzna stopa zwrotu,
- $A_0$  – wydatek inwestycyjny.

Utrzymywanie w Polsce w okresie transformacji realnych cen kredytów (nominalna ich cena wraz z dodatkowymi opłatami w bankach komercyjnych minus stopa inflacji) na poziomie około 15% powodowało nieopłacalność wielu projektów inwestycyjnych, co potwierdzają dane empiryczne dotyczące poziomu i zakresu nowych inwestycji rodzimego kapitału prywatnego w Polsce.

### **3. Ceny kredytów w Polsce i w innych krajach gospodarki rynkowej**

Narodowy Bank Polski i Rada Polityki Pieniężnej, pod hasłem walki z inflacją, utrzymywały w okresie transformacji politykę wysokich stóp procentowych. Na przykład jeszcze w latach 1999–2000 stopa procentowa banku centralnego (dyskontowa) przekraczała 11%. Dopiero w 2002 roku wyraźnie obniżyła się do poziomu 5,36%, a w następnych latach do poniżej 5%.

Dane empiryczne pokazują, że w Polsce obniżka stopy dyskontowej banku centralnego nie wpływa istotnie na nominalne oraz realne ceny kredytów w bankach komercyjnych. W Polsce ceny kredytów dla podmiotów gospodarczych, w porównaniu z ich poziomem w innych krajach, w tym krajach unijnych, są bardzo wysokie. W niektórych okresach, jak pokazują dane z tabel 1 i 2, w Polsce były one nawet trzykrotnie wyższe niż w krajach rozwiniętych gospodarki rynko-

wej. Odnosi się to zarówno do stopy banku centralnego, jak i stopy kredytowej w bankach komercyjnych.

Różnice między realnymi cenami kredytów w bankach komercyjnych a stopami procentowymi banku centralnego, w krajach rozwiniętych gospodarki rynkowej i dokonujących transformacji, obrazują dane zawarte w tabelach 1 i 2.

**Tabela 1**

Realna stopa procentowa w wybranych krajach wyznaczona na podstawie stopy kredytowej przeciętnej banków komercyjnych i stopy banku centralnego

<b>Kraje</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
USA					
stopa kredytowa	4,61	6,03	5,83	4,12	3,08
stopa banku centralnego	1,1	2,45	2,6	-1,55	-0,85
Kanada					
stopa kredytowa	9,26	6,45	4,57	3,31	2,01
stopa banku centralnego	6,98	3,59	3,3	0	0,8
Japonia					
stopa kredytowa	3,85	3,61	2,77	2,67	2,77
stopa banku centralnego	2,9	0,6	1,2	0,8	1,00
Niemcy					
stopa kredytowa	8,89	9,24	7,73	7,51	3,63
stopa banku centralnego	3,3	1,3	3,85	1,75	1,25
Hiszpania					
stopa kredytowa	9,31	5,35	1,78	1,56	3,63
stopa banku centralnego	8,01	4,3	2,85	0,65	1,25
Belgia					
stopa kredytowa	9,5	6,92	5,48	5,96	3,63
stopa banku centralnego	7	1,5	3,25	1,75	1,25
Irlandia					
stopa kredytowa	2,99	4,06	-0,83	-0,06	3,63
stopa banku centralnego	7,95	4	-5,6	-4,9	1,25
Szwajcaria					
stopa kredytowa	1,72	3,68	2,69	3,3	1,73
stopa banku centralnego	0,3	-0,3	1,6	0,59	-1,7
Korea					
stopa kredytowa	1,4	4,5	6,25	3,41	3,97
stopa banku centralnego	-1,6	0,5	0,7	-1,8	-0,3
Nowa Zelandia					
stopa kredytowa	10,51	8,46	7,6	2,28	7,11
stopa banku centralnego	7,75	6,1	3,9	2,15	3,05

Źródło: [1]

Realne ceny kredytów w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej kształtują się na niskim, relatywnie do cen kredytów w Polsce, poziomie. W krajach azjatyckich przed kryzysem realne ceny kredytów były jeszcze niższe od podanych w tabeli 1. Na przykład w Japonii realne ceny kredytów dla dużych inwestycji proeksportowych w niektórych okresach kształtowały się na poziomie około (–2)% i dopiero po kryzysie azjatyckim ich poziom jest zbliżony do innych krajów rozwiniętych.

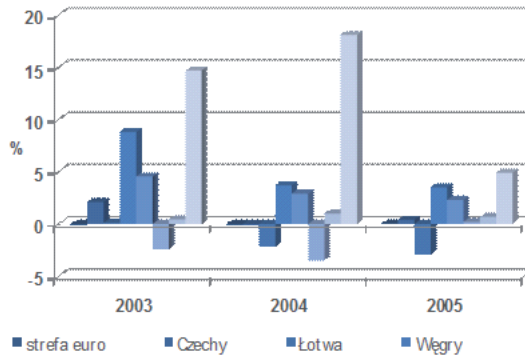
**Tabela 2**

Realna stopa procentowa w Polsce i krajach w transformacji wyznaczona na podstawie stopy kredytowej i stopy banku centralnego

<b>Wyszczególnienie</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Republika Czeska stopa kredytowa	3,74	4,7	2,21	6,58	3,26	2,36	2,26
stopa banku centralnego	3,6	6,25	–1,1	3,15	1,35	0,05	0,83
Estonia stopa kredytowa	–9,43	9,22	8,47	5,4	3,62	3,72	b.d.
stopa banku centralnego	–23,1	–10,6	–8,2	–3,3	–4	–5,7	b.d.
Węgry stopa kredytowa	3,91	3,47	5,08	6,34	2,8	3,02	4,87
stopa banku centralnego	–0,4	2,2	2,8	4,5	1,2	0,65	–1,98
Polska stopa kredytowa	6,28	9,86	12,79	9,68	9,91	12,86	12,27
stopa banku centralnego	2,2	9,4	6,55	11,7	11,4	8,5	5,36
Słowacja stopa kredytowa	3,5	7,34	9,55	3,77	–3,55	–0,84	6,95
stopa banku centralnego	8,12	12,55	14,47	10,47	2,89	3,94	3,03
Słowenia stopa kredytowa	5,38	4,09	1,94	0,64	–0,75	0,41	5,77
stopa banku centralnego	12,9	10,92	7,49	5,78	4,97	5,65	–2,47
Litwa stopa kredytowa	–10,65	–1,01	0,88	4,14	2,86	1,8	b.d.
stopa banku centralnego	–3,04	5,49	7,11	12,29	11,14	8,43	b.d.
Łotwa stopa kredytowa	–5,89	–2,5	0,63	2,64	1,68	2,74	9,17
stopa banku centralnego	8,18	6,85	9,59	11,8	9,17	8,67	1,01

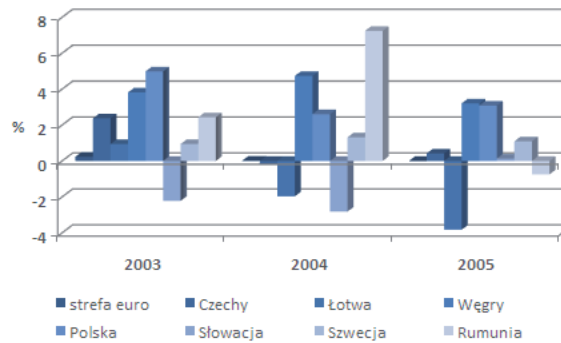
Źródło: [1]

Realne ceny kredytów w latach 1996–2002 w bankach komercyjnych w Polsce, w porównaniu z ich cenami w krajach dokonujących transformacji, jak to pokazują dane, są 2–3 krotnie wyższe.



**Rys. 2.** Realne stopy procentowe (depozytowe) banku centralnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4]



**Rys. 3.** Realne oprocentowanie 3-miesięcznych depozytów międzybankowych (w stosunku rocznym)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [4]

Rysunki 2 i 3 przedstawiają z kolei dane za lata 2003–2005. Widać na nich, że zarówno realne stopy procentowe banku centralnego, a zwłaszcza realne oprocentowanie 3-miesięcznych depozytów międzybankowych są w Polsce jednymi z najwyższych w Europie. Na podstawie ww. stóp banki komercyjne ustalają oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw oraz dla gospodarstw domowych, stąd też jest ono w Polsce wysokie.

Poza tym ceny kredytów w Polsce w ofercie banków komercyjnych nie obniżają się w roku 2005 w stosunku do podanych w tabeli 2, co obrazują dane zawarte w tabeli 3.



**Tabela 3**

Nominalne ceny kredytów w ofercie banków komercyjnych w Polsce w roku 2005

Nazwa banku	Nazwa kredytu	Oprocentowanie o%		Prowizja za uruchomie-
		Stale	Zmienne	
AIG Bank	Kredyt gotówkowy AIGO	16,90%	–	6,00 PLN
Bank BPH	Pożyczka hipoteczna	8,47%	od 9,11 do 11,11%	0,50% min. 200,00 PLN
Bank Millennium	MilleKredyt – Kredyt gotówkowy	od 16,60% do 17,25%	–	–
Bank Millennium	MillePożyczka Hipoteczna	–	od 7,64 do 9,64%	1,00%
Bank pocztowy	Kredyt gotówkowy	15,00%	od 19,29 do 20,79%	1,00%
Bank pocztowy	Pocztowa Pożyczka Hipoteczna	–	10,99%	1,00%
BGK	Pożyczka gotówkowa	15,00%	Od 16,00 do 17,00%	–
BGK	Pożyczka hipoteczna (pewne pieniądze)	–	od 9,96 do 10,46%	1,00%
BGŻ	Kredyt gotówkowy	od 4,90 do 16,00%	od 17,00% do 19,75%	–
BGŻ	Pożyczka hipoteczna	–	od 10,35 do 11,35	–
BISE	Pożyczka konsumpcyjna	13,35%	13,35%	–
BOŚ	Pożyczka gotówkowa	–	Od 12,80 do 16,10%	–
BOŚ	Pożyczka hipoteczna	–	od 9,35 do 11,35%	–
BZ WBK	Kredyt gotówkowy	od 14,15 do 16,25%	–	–
Citibank Handlowy	Kredyt Citibank	–	Od 19,95 do 25,95%	2,50%
DB PBC	Pożyczka konsumpcyjna	–	Od 14,50 do 15,50%	0,90%
Euro Bank	Europożyczka	od 12,00 do 18,50%	–	4,00%
Fortis Bank	Pożyczka Dowolny Cel	–	15,50%	2,00%
GETIN Bank S.A.	Kredyt konsumpcyjne	Od 17,90 do 19,90%	–	3,00% min. 60,00 PLN

Tabela 3 cd.

ING Bank Śląski	Pożyczka pieniężna	15,90%	Od 15,90 do 17,90%	1,00% min. 50,00 PLN
ING Bank Śląski	Pożyczka pieniężna	15,90%	Od 15,90 do 17,90%	1,0% min. 95,00 PLN
ING Bank Śląski	Pożyczka hipoteczna	–	–10,61%	2,00% min. 400,00 PLN
Invest-Bank	Kredyt gotówkowy	–	Od 11,60 do 17,60%	1,00%
Kredyt Bank	Kredyt gotówkowy	14,50%	15,00%	1,50%
Kredyt Bank	Pożyczka hipoteczna Ambicja	–	11,71%	–
LUKAS Bank	Kredyt gotówkowy	od 16,50 do 23,90%	–	10,00%

Źródło: oferty banków (otrzymane z banków)

Rzeczywiste koszty pozyskania kredytów przez podmioty gospodarcze są w Polsce wyższe niż to wynika z podanych w tabeli cen kredytów, gdyż banki zarabiają też na rozmaitych dodatkowych opłatach pobieranych przy zaciąganiu kredytów, o czym w swoich reklamach nie informują. Tymi opłatami dodatkowymi najczęściej są: opłata przygotowawcza, promesa, prowizja, opłata za rozpatrzenie wniosku.

Wysokie całkowite koszty kredytów dla podmiotów gospodarczych w Polsce nie sprzyjają inwestycjom prywatnym. Sytuację tę dodatkowo pogarsza mała dostępność kredytów. Wyraża się ona w trudnych do spełnienia warunkach stawianych polskim przedsiębiorstwom przez funkcjonujące w Polsce banki kapitału zagranicznego. Przy udzielaniu kredytów wymagają one zabezpieczeń majątkiem przedsiębiorstwa o wartości dwu- trzykrotnie przekraczającej wartość zaciągniętego kredytu bankowego, lub zabezpieczeń funduszem gwarancyjnym w wysokości 70–80% wartości kredytu, a pozostałe 20–30% wartości kredytu własnymi środkami przedsiębiorstwa. Przy niskiej rentowności przemysłu (wskaźnik rentowności obrotu brutto = 3,5%, a rentowności obrotu netto 2,5%), w tym przetwórstwa przemysłowego (wskaźnik rentowności obrotu brutto = 3,5%, a rentowności obrotu netto 2,3%), jak informuje GUS [11] i wysokiej cenie kredytów trudno oczekiwać dużych inwestycji prywatnych finansowanych kredytem bankowym. Utrzymywanie w Polsce stóp procentowych na wysokim poziomie jest wyrazem całkowitego ignorowania kosztów alternatywnych kapitału. Wysokie ceny kredytów powodują, że wiele polskich podmiotów gospodarczych, angażując się w działalność gospodarczą, marnotrawi kapitał, jak to określa J. Stiglitz [15], gdyż uzyskują one wyraźnie niższy wskaźnik zwrotu kapitału niż wynosi koszt jego pozyskania z kredytu bankowego.

Przy wysokich cenach kapitału pieniężnego polskie przedsiębiorstwa nie mogą być innowacyjne i rozwijać się. Wysokie stopy procentowe nie tylko hamują inwestycje prywatne, ale i popyt krajowy. Utrudniają też włączenie się gospodarki polskiej w rynek europejski oraz realizowanie przez rząd prorozwojowej polityki gospodarczej.

Poza tym wysokie ceny kredytów oraz mały udział kapitału narodowego w systemie bankowym jest przyczyną napięć w budżecie państwa. Te negatywne dla budżetu państwa skutki najczęściej ujmuje się następująco: wysokie ceny kredytów prowadzą do nadmiernych deficytów budżetowych, a nadmierne deficyty budżetowe nieuchronnie prowadzą do „efektu wypierania” i utrudniają tworzenie nowych miejsc pracy w drodze inwestycji przedsiębiorstw prywatnych. Przy wysokich cenach kredytów akumulacja długu publicznego powoduje wzrost kosztów jego obsługi do poziomu pozbawiającego władze publiczne możliwości ponoszenia wydatków na inwestycje w infrastrukturę, finansowanie edukacji, badań naukowych oraz wydatków socjalnych.

Na przykład wydatki budżetu państwa na szkolnictwo wyższe jako % PKB są w Polsce niższe niż w większości krajów wysoko rozwiniętych i krajów będących na podobnym jak Polska poziomie rozwoju. Na przykład w latach 2000–2002 w Polsce wyniosły one 19,5%, w Słowacji 20,2%, Wielkiej Brytanii 20,2%, Szwecji 28,3%, Austrii 22,6%, Finlandii 32,5%, Grecji 32,4%, Hiszpanii 22,8%, Holandii 25,2%, Irlandii 27,6%, Norwegii 27,5%, Szwecji 28,3%, Szwajcarii 24,2%, Australii 24,2%, USA 25,2%, a na Węgrzech 22,8% [5]. Natomiast wciąż nie ogranicza się w Polsce kosztów utrzymania zbyt rozbudowanej administracji centralnej. Państwo polskie w tym zakresie jest wciąż za drogie, a jego instytucje wciąż mało sprawne.

Wysokie ceny kredytów w Polsce oraz mały udział kapitału narodowego w systemie bankowym nie przynosi korzyści gospodarce polskiej, a jedynie kapitałowi zagranicznemu, w tym funkcjonującym w Polsce bankom zagranicznym.

Polska należy do krajów o najwyższym udziale kapitału zagranicznego w systemie bankowym. Nawet w krajach małych gospodarki rynkowej jego udział jest o wiele mniejszy niż w Polsce. Na przykład w Słowenii wynosi on tylko 9%, w Austrii 11% [8].

Obecnie podstawowym problemem Polski nie jest wysoki deficyt budżetowy (wiele krajów, w tym rozwiniętych, ma wyższe niż Polska deficyty budżetowe i długi publiczne), ale struktura wydatków publicznych i szybkie narastanie długu publicznego na skutek wysokich stóp procentowych. Polska, wzorem krajów UE, powinna realizować socjalno-rozwojowy model finansów publicznych, przy stopach procentowych nie wyższych niż w krajach unijnych, a nie nadal lansować jego stabilizacyjno-socjalny model.

Zbliżenie cen kredytów w Polsce do ich cen w krajach unijnych jest niezwykle istotne także i z uwagi na planowane wejście Polski do strefy euro.

Polska nie powinna też odrywać kursu złotego od rzeczywistej konkurencyjności gospodarki i dostosować politykę pieniężną do realiów gospodarki, gdyż wysokie stopy procentowe przyciągają do Polski zagraniczny kapitał spekulacyjny. Dodatkowo sprzedaż majątku narodowego kapitałowi zagranicznemu zwiększa podaż walut. Ostatecznym skutkiem tych decyzji jest utrzymująca się aprecjacja złotego względem walut innych krajów, w tym do euro.

Utrzymywanie się nadwartościowego kursu złotego bierze się z tego, że siła polskiej złotówki nie wynika z popytu zagranicy na polskie towary, jak się to dzieje w normalnych gospodarkach rynkowych, lecz z wysokich – w porównaniu z innymi krajami – stóp procentowych. Wysokie stopy procentowe zapewniają wysoką rentowność polskich papierów skarbowych, a tym samym wysoki popyt na złotówki niezbędne do ich zakupu. Z tych względów kurs złotówki nie ma związku ze stanem polskiej gospodarki i jej potrzebami kapitałowymi.

Nadwartościowa złotówka jest korzystna dla krajów UE, gdyż ułatwia sprzedaż ich towarów na polskim rynku [12]. Nadwartościowa złotówka jest też korzystna dla banków i firm krajowych zadłużonych za granicą w obcych walutach, a także inwestorów zagranicznych posiadających papiery dłużne denominowane w polskich złotówkach [10]. Utrzymywanie w długim okresie czasu nadwartościowej złotówki musi prowadzić do niekorzystnej sytuacji Polski w handlu zagranicznym, grozi niebezpieczeństwem destabilizacji gospodarki, a w konsekwencji wzrostem bezrobocia i spadkiem poziomu życia.

W celu uniknięcia jednostronnego przepływu kapitału na nadmierną skalę niezbędne jest skorelowanie krajowych stóp procentowych ze stopami procentowymi za granicą, w szczególności z krajami UE.

Dane empiryczne pokazują, że realna stopa procentowa osiągnęła w Polsce taki poziom, że spośród 25 krajów o wyłaniających się rynkach tylko Brazylia, Egipt i Turcja wykazują wyższe realne stopy procentowe [6]. Ten wysoki poziom stóp realnych wpływa na wzmocnienie kursu złotego i w konsekwencji na osłabienie skłonności do inwestowania.

Kraje rozwinięte gospodarki rynkowej, mając na uwadze negatywny wpływ wysokich cen kredytów na inwestycje, administracyjnie ograniczają poziom stóp procentowych. Na przykład we Francji i Stanach Zjednoczonych od dawna funkcjonują ustawy przeciw lichwie, wyznaczające maksymalne stopy procentowe, którymi banki i inni pożyczkodawcy mogą obciążać różnego rodzaju pożyczki [1]. Natomiast wprowadzona w Polsce w roku 2006 podobna ustawa zamiast istotnie obniżyć ceny kredytów utrzymuje je na poziomie 23%, co oznacza sankcjonowanie lichwy.

Zwolennikiem kształtowania polityki pieniężnej, a nie pozostawienia jej całkowicie mechanizmom rynkowym jest także wpływowy ekonomista amerykański P. Krugman. Zaleca on by w sytuacji zagrożenia kryzysem nie podwyższać stóp

procentowych, ale wprowadzać reglamentację obrotów kapitałowych oraz aktywnie zniechęcać krajowe spółki do zadłużania się w obcych walutach, na przykład poprzez opodatkowanie spółek zaciągających kredyty w obcych walutach. Według niego wyjście z recesji w krajach ją przeżywających, powinno następować w taki sposób jak ma to miejsce w Stanach Zjednoczonych, a mianowicie przez obniżkę stóp procentowych, obniżenie podatków i zwiększenie wydatków, aby gospodarka mogła szybciej rozwijać się. Europejską politykę pieniężną określa jako zbyt konserwatywną i niepobudzającą popytu. Uważa, że pierwszoplanowym zadaniem w polityce krajów gospodarki rynkowej jest utrzymanie zatrudnienia i uniknięcie wysokiej inflacji. Według niego prawidłowa inflacja to 2%. Utrzymywanie wysokich stóp procentowych, w sytuacji kiedy występuje wysokie bezrobocie i niski wzrost gospodarczy, uważa za strategię ze wszech miar „poronioną”. Ubolewa, że MFW i Departament Skarbu USA, ze strachu przed spekulantami, takiej strategii nie zalecają krajom rozwijającym się, posiadającym wysokie bezrobocie i niski wzrost gospodarczy [7].

Rozważania dotyczące tych kwestii P. Krugman kończy stwierdzeniem „Jedynymi ważnymi przeszkodami strukturalnymi na drodze do światowej prosperity są przestarzałe doktryny, kłębiące się bezładnie w ludzkich umysłach” [7].

To ostatnie stwierdzenie jest aktualne w odniesieniu do polskiej koncepcji transformacji gospodarki, którą niesłusznie oparto na doktrynie liberalizmu dogmatycznego, leseferyzmu. Na początku transformacji, kiedy należało budować program rozwoju społeczno-gospodarczego kraju oraz tworzyć trwałe podstawy do pomnażania kapitału narodowego i inwestycji produkcyjnych kapitału zagranicznego w nowe miejsca pracy w nowoczesnych strukturach produkcji, królowały hasła „najlepsza polityka to brak polityki”.

Historia wielu krajów, w tym Japonii i Korei Południowej, a obecnie także Chin, pokazuje, że dzięki niskim cenom kredytów pochodzących z krajowego systemu bankowego, można prowadzić na szeroką skalę działalność inwestycyjną, utrzymywać wysokie tempo wzrostu gospodarczego i niski poziom bezrobocia.

W Polsce w całym okresie transformacji występowały wysokie (wynoszące w cenie realnej 14%–15% wręcz lichwiarskie ceny kredytów). Dochodziły do tego wysokie opłaty dodatkowe, pobierane przy zaciąganiu kredytów. Skutkiem tego wiele polskich przedsiębiorstw (70% MŚP) w ogóle nie korzystało i nadal nie korzysta z kredytów, zarówno z uwagi na ich ceny, jak i ich trudną dostępność.

Wysokie ceny kredytów w Polsce są skutkiem restrykcyjnej polityki banku centralnego, niewłaściwego ustawowego ujęcia jego zadań, a w szczególności błędnego rozumienia niezależności banku centralnego, a także popełnienia tak kardynalnego błędu, jakim była sprzedaż w ok. 80% polskich banków kapitałowi zagranicznemu.

Określając rolę i miejsce banku centralnego w nowej polskiej rynkowej gospodarce, kierowano się wyłącznie kryterium tworzenia bezpiecznego dla depozyta-

riuszy systemu bankowego. Nie ulega wątpliwości, że „bezpieczny i zdrowy system bankowy jest ważny, ale musi to być jednocześnie system dostarczający kapitału na finansowanie przedsiębiorstw i tworzenie miejsc pracy” [14].

Kilkuletni okres obowiązywania ustawy o NBP wykazał negatywne skutki, jakie dla gospodarki wynikają z kształtowania polityki pieniężnej wyłącznie za pomocą instrumentów monetarnych (tzn. stopy procentowej, wskaźnika rezerw obowiązkowych, kursu walutowego) i braku mechanizmów koordynowania polityki pieniężnej z polityką gospodarczą rządu.

Jeśli chodzi o rolę banków centralnych w czołowych krajach gospodarki rynkowej, w tym krajach UE, to nie jest ona jednakowa. Na przykład niezależność Banku Anglii dotyczy instrumentów działania, bo cel wyznacza tam rząd. W USA istnieje ścisła współpraca między Systemem Rezerwy Federalnej, a prezydentem. Do obowiązków FED należy dbałość o wzrost gospodarczy, zatrudnienie i inflację. Ponadto „Na ogół Rezerwa Federalna stosuje się do życzeń prezydenta i godzi się na stosowanie aktywistycznej, dyskrecyjnej, kompensacyjnej polityki finansowej, która jest w swej istocie polityką celowej nierównowagi budżetu federalnego i oznacza finansowanie programów gospodarczych deficytem” [1].

W odróżnieniu od wielu krajów gospodarki rynkowej w Polsce (od lutego 1998 roku) Narodowemu Bankowi Polskiemu, a ściślej Radzie Polityki Pieniężnej, przyznano wyłączne prawo ustalania zasad polityki pieniężnej, a także, co budzi wręcz zdziwienie, prawo opracowywania przez nią samą (tzn. Radę Polityki Pieniężnej) „Regulaminu Rady Polityki Pieniężnej” [10]. Pozbawiając w ten sposób wpływu rządu, a nawet sejmu, na ustalanie zasad polityki pieniężnej, w Polsce wyalienowano politykę pieniężną z polityki gospodarczej kraju. Sprzedaż polskich banków kapitałowi zagranicznemu dodatkowo pogarsza realia krajowego systemu finansowego, gdyż prywatyzując banki zabrakło świadomości, że dopuszczenie banków zagranicznych na rynek danego kraju nie musi prowadzić do udzielania większej liczby kredytów, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw krajowych.

Otwierające się kraje powinny nakładać na banki prywatne pewne obowiązki, to znaczy podobne do przewidzianych w amerykańskiej Ustawie o reinwestowaniu we wspólnotach (*Community Reinvestment Act*), które by zapewniały, że po otwarciu rynku dla kapitału zagranicznego miejscowe małe przedsiębiorstwa nie będą cierpieły na brak kapitału [14].

Reformując w Polsce w okresie transformacji system bankowy, czyli wprowadzając niezależność banku centralnego i sprzedając banki kapitałowi zagranicznemu, jak widać, zapomniano o kapitale pieniężnym jako istotnym czynniku produkcji; o tym, że system bankowy powinien nie tylko być bezpieczny dla depozytariusza, ale i dostarczać kapitału pieniężnego na inwestycje. Skutkiem tego polska gospodarka jest niedokapitalizowana, co wpływa hamująco na wzrost gospodarczy i osiąganie równowagi na tak ważnym rynku, jakim jest rynek pracy.

Funkcjonujące obecnie w Polsce banki kapitału zagranicznego coraz częściej angażują środki depozytariuszy w papiery wartościowe bezryzykowne (np. obligacje państwowe), zamiast w kredyty dla podmiotów gospodarczych. Powstała taka sytuacja, że banki nie chcą podejmować ryzyka udzielania kredytów, mimo występującej nadpłynności, a jednostki gospodarcze są coraz mniej skłonne do ich zaciągania, z uwagi na ich wysoką cenę i trudną dostępność.

Na zakończenie wypada dodać, że obniżenie stóp procentowych jest w Polsce konieczne, gdyż zapewni to podmiotom gospodarczym tańszy kapitał i zwiększy efektywność inwestowania w Polsce, a także zmniejszy atrakcyjność lokat zagranicznych w polskie papiery wartościowe i atrakcyjność kredytów zagranicznych dla polskich podmiotów gospodarczych, co byłoby niewątpliwie korzystne dla bilansu płatniczego kraju.

Wypada również przypomnieć, że Europejski Bank Centralny ustalił, iż począwszy od 5 grudnia 2002 roku stopy procentowe w krajach strefy euro mają wynosić tylko 2,75%, a więc bez porównania mniej niż w Polsce, co przesądza w zdecydowany sposób o stopniu konkurencyjności gospodarek poszczególnych krajów.

Ponadto Polska jako kraj członkowski UE powinna przy kształtowaniu stóp procentowych uwzględniać kryteria zbieżności systemów finansowo-monetarnych (tzw. kryteriów konwergencji) krajów członkowskich Unii, przyjętych w Traktacie z Maastricht, z którego m.in. wynika, że długookresowa stopa procentowa, służąca do oceny oczekiwanego wzrostu cen, w przyszłości może być wyższa, co najwyżej o 2% od przeciętnej w trzech krajach najskuteczniej zwalczających inflację. W tej sytuacji Polska nie może pozostawać krajem, w którym polityka kredytowa nie sprzyja efektywnemu inwestowaniu, biorąc pod uwagę koszt alternatywny kapitału [8].

## 6. Podsumowanie

Przeprowadzone analizy pozwalają na następujące wnioski końcowe:

- 1) Mając na uwadze negatywne, dla inwestycji prywatnych w Polsce, skutki prowadzenia przez bank centralny restrykcyjnej polityki finansowej, istnieje potrzeba dostosowania polityki pieniężnej do realiów gospodarki, a także zmiany zadań banku centralnego i Rady Polityki Pieniężnej, czyniąc je współodpowiedzialnym za wzrost gospodarczy i zatrudnienie, a nie tylko za inflację.
- 2) Podstawowe źródło środków na inwestycje powinny stanowić kredyty bankowe oraz nierozdzielone zyski przedsiębiorstw. Aby miało to w Polsce miejsce, niezbędna jest obniżka stóp procentowych do przeciętnego poziomu występującego w krajach UE.



- 3) Celem zwiększenia inwestycji prywatnych w Polsce, niezbędna jest ustawa istotnie obniżająca obecne ceny kredytów, to znaczy do poziomu zbliżonego do występującego w krajach UE. Obecna ustawa (obowiązująca od 20 lutego 2006) ustalająca maksymalne ceny kredytów na poziomie 23% sankcjonuje lichwę, natomiast nie czyni kapitału pieniężnego tańszym dla producentów dóbr.

## Literatura

- [1] „Bank i Kredyt” 2003, X.
- [2] Bowden E.V., Bowden J.H., *Ekonomia nauka zdrowego rozsądku*, Fundacja Innowacja, Warszawa 2002.
- [3] Hall R.E., Taylor J. B., *Makroekonomia*, PWN, Warszawa 2004.
- [4] <http://epp.eurostat.cec.eu.int>.
- [5] *Human Development Report 2005. International cooperation at a crossroads. Aid, trade and security in an unequal world*, UNDP, New York 2005.
- [6] Królak Z., *Samowola Rady „Przegląd”* 2003, nr 42, s. 49.
- [7] Krugman P., *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, PWN, Warszawa 2001.
- [8] Księżyk M., Drożdż M., *The possibilities of achieving economic growth under globalization conditions by the countries of Central and Eastern Europe*, [w:] *Ekonomika fakulta TU v Kosiciach. Narodna a regionalna ekonomika*, Herlany IV October 2004.
- [9] Księżyk M., *Podstawowe zagadnienia ekonomii*, Zakamycze, 2002, s. 205–206.
- [10] Łukawer E., *Makroekonomiczne dylematy sfery finansów i pieniądza w procesie transformacji (jak widzą to ekonomiści)*, PTE, Kraków 2004.
- [11] GUS, *Mały rocznik statystyczny Polski*, Warszawa 2004.
- [12] Nieckarz S., *Kiedy euro powinno zastąpić złotego?*, „Przegląd” 2002, nr 48, s. 51–52.
- [13] Stiglitz J.E., *Ekonomia sektora publicznego*, PWN, Warszawa 2004.
- [14] Stiglitz J.E., *Globalizacja*, PWN, Warszawa 2004.
- [15] *Wywiad z J. Stiglitzem*, „Przegląd Ekonomiczny. Ecoinform” 2003, nr 317.