

Stefan Kawalec  
Katarzyna Błażuk

# BANKI I INWESTYCJE

## - ZAGROŻENIA DLA DALSZEGO ROZWOJU POLSKIEJ GOSPODARKI

Warszawa, styczeń 2021

 **CAPITAL  
STRATEGY**

Raport powstał na zlecenie fundacji Forum Obywatelskiego Rozwoju „FOR” i został przygotowany przez Capital Strategy. Raport przedstawia opinie autorów, które nie muszą być zgodne ze stanowiskiem FOR.



# SPIS TREŚCI

<b>Wstęp</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Podsumowanie i rekomendacje</b> .....	<b>5</b>
1.1 Podsumowanie diagnozy .....	5
1.2 Rekomendacje .....	7
<b>2. Kilka stwierdzeń na temat wpływu sektora finansowego na gospodarkę realną</b> .....	<b>9</b>
2.1 Pożądane rozmiary sektora finansowego .....	9
2.2 Pożądana struktura sektora finansowego: banki <i>versus</i> rynek kapitałowy .....	10
2.3 Efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw .....	14
<b>3. Polski sektor bankowy i jego dotychczasowy wpływ na gospodarkę realną</b> .....	<b>17</b>
3.1 Rozmiar sektora bankowego w Polsce .....	17
3.2 Sprawność techniczna polskich banków .....	17
3.3 Historyczne doświadczenia z efektywnością alokacji kredytu dla przedsiębiorstw .....	18
<b>4. Zagrożenia dla efektywności alokacji finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw</b> .....	<b>20</b>
4.1 Spadek rentowności banków .....	20
4.2 Bardzo niskie stopy procentowe.....	23
4.3 Straty kredytowe w wyniku pandemii COVID-19 .....	24
4.4 Ryzyko prawne związane z walutowymi kredytami mieszkaniowymi .....	25
4.5 Wypieranie finansowania bankowego przez środki rządowe.....	27
4.6 Wzrost udziału banków kontrolowanych przez państwo .....	29
4.7 Konsekwencje kumulacji omawianych zjawisk.....	31
<b>5. Zagadka inwestycji – efekty ryzyka instytucjonalnego</b> .....	<b>32</b>
5.1 Dlaczego firmy nie inwestują.....	32
5.2 Skomplikowany system podatkowy .....	35
5.3 Nieoczekiwane i nierespektujące interesów przedsiębiorców zmiany regulacyjne.....	37
5.4 Naruszające prawo działania władz podatkowych.....	37
5.5 Wymiar sprawiedliwości i obawy o niezależność sądów.....	38
5.6 Skutki pandemii mogą zwiększyć obawy przed inwestowaniem .....	39
5.7 Inwestycje publiczne nie zrekompensują braku inwestycji firm .....	39
<b>6. Ramki</b> .....	<b>41</b>
6.1 Ramka 1. Pożądane rozmiary sektora finansowego – wnioski z analiz po 2008 r. ....	41
6.2 Ramka 2. Przykłady boomów giełdowych związanych z finansowaniem gwałtownego rozwoju nowych, przełomowych branż gospodarki .....	41
6.3 Ramka 3. Wpływ kryzysu bankowego na PKB i finanse państwa .....	42
6.4 Ramka 4. Jak można mierzyć efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw? .....	43
6.5 Ramka 5. Negatywne doświadczenia państwowej kontroli nad bankami.....	44
6.6 Ramka 6. Firmy „zombie” .....	45
<b>Literatura</b> .....	<b>47</b>

## WSTĘP

Niniejszy raport kończymy na początku 2021 r., gdy nie wiemy jeszcze, jaki będzie dalszy przebieg pandemii COVID-19 oraz recesji, którą ta pandemia wywołała w gospodarce światowej i w Polsce. Prognozy gospodarcze na rok 2020 były wielokrotnie zmieniane przez ekonomistów i to samo dotyczy może projekcji na 2021 r., a także formułowanych obecnie prognoz wieloletnich. Ośrodki prognostyczne snują rozmaite alternatywne scenariusze rozwoju gospodarki światowej i gospodarki europejskiej w epoce post-COVID-19. Zastanawiają się: które z trendów gospodarczych, widocznych przed pandemią, będą obecne również w przyszłości? Które przyspieszą? A które osłabną lub wręcz ulegną odwróceniu?

Nas interesuje zaś, co stanie się z trendem polskiej konwergencji – czyli procesem zmniejszania luki rozwojowej naszego kraju w stosunku do Zachodu, który trwa jak dotąd nieprzerwanie od 1992 r., gdy zakończyła się transformacyjna recesja. Czy powinniśmy oczekiwać, że w epoce post-COVID-19 trend ten: przyspieszy? Utrzyma się? Osłabnie? Ulegnie odwróceniu?

Przyglądamy się dwóm obszarom, w których widzimy ryzyko dla kontynuacji naszej konwergencji.

Pierwszy obszar ryzyka to sektor bankowy. Na początku transformacji, w wyniku wprowadzonych reform, banki zmieniły swoje zachowanie i zaczęły kierować środki finansowe do przedsiębiorstw, opierając się w przeważającym stopniu na ich rentowności. Ta poprawa efektywności alokacji kredytu bankowego była istotnym i niezbędnym czynnikiem umożliwiającym szybki wzrost gospodarczy Polski przez następne dekady. Dziś polski sektor bankowy jest nowoczesny, technicznie sprawny i ma odpowiedni do potrzeb gospodarki potencjał kredytowy. Jednocześnie jednak w systemie bankowym i w jego otoczeniu występują zjawiska, których kumulacja może sprawić, że zewnętrzne finansowanie (łącznie z banków i z programów pomocy rządowej) w nieproporcjonalnie dużym stopniu trafić będzie do firm nieefektywnych. Przez to polska gospodarka rozwijać się będzie wolniej.

Drugi analizowany obszar ryzyka to inwestycje. Ich niski poziom, a w szczególności spadający poziom inwestycji przedsiębiorstw, od lat zastanawia i niepokoi ekonomistów. Przyczyną awersji inwestycyjnej firm nie są jednak brak środków finansowych lub niezdolność systemu finansowego do dostarczenia takich środków firmom zainteresowanym inwestycjami. Istotnym czynnikiem zniechęcającym do inwestycji są skomplikowany system podatkowy, wprowadzanie nagłych zmian w podatkach oraz stosunek instytucji skarbowych do przedsiębiorców. Do pogorszenia klimatu inwestycyjnego przyczynia się w ostatnich latach również polityka prowadząca do uzależnienia sędziów od władz politycznych.

COVID-19 nadszarpnął finanse publiczne, co może motywować rząd do zdobywania dochodów za wszelką cenę. Przedsiębiorcy mogą się więc obawiać, że negatywne tendencje w polityce podatkowej i zachowaniu władz skarbowych ulegną nasileniu, a w przypadku konfliktu z władzami podatkowymi lub prokuraturą nie będą mogli oni liczyć na skuteczną ochronę przez sąd. Grozi nam więc utrzymanie bardzo niskiego poziomu inwestycji firm.

Zjawiska omawiane w raporcie prowadzić mogą do tego, że wiele bardzo efektywnych przedsięwzięć inwestycyjnych nie zostanie podjętych ze względu na ryzyko polityczno-instytucjonalne lub ograniczenie dostępności finansowania, a rosnąć będzie populacja firm „zombie” – firm o minimalnej lub ujemnej rentowności, które przez lata kontynuują działalność dzięki pobłażliwemu traktowaniu przez banki, bardzo

niskim stopom procentowym, pomocy rządowej lub specjalnej ochronie przed wierzycielami. Efektem mogą być spowolnienie, zatrzymanie lub wręcz odwrócenie trwającego nieprzerwanie od 28 lat procesu konwergencji.

Pomyślny rozwój gospodarki zależy od wielu czynników. Dobry stan systemu bankowego oraz odpowiedni poziom inwestycji przedsiębiorstw nie są do tego warunkami wystarczającymi, lecz wydają się niezbędne. Stąd raport jest istotnym przyczynkiem do odpowiedzi na pytanie o perspektywy polskiej gospodarki – o to, czy Polska zdoła kontynuować proces zmniejszania luki rozwojowej w stosunku do krajów Zachodu.

Autorzy dziękują następującym osobom, które przekazały swoje uwagi i sugestie, bądź raport recenzowały: Leszkowi Balcerowiczowi, Alfredowi Bieciowi, Marii Bieć, Andrzejowi Halesiakowi, Jarosławowi Myjakowi, Andrzejowi Reichowi, Maciejowi Stańczukowi i Dorocie Szubielskiej. Odpowiedzialność za kształt raportu ponoszą wyłącznie autorzy.

# 1. PODSUMOWANIE I REKOMENDACJE

## 1.1 Podsumowanie diagnozy

### 1.1.1 SEKTOR BANKOWY W POLSCE I JEGO WPŁYW NA GOSPODARKE

1. Ze względu na relatywnie nieduże rozmiary rynku kapitałowego, polski sektor bankowy odgrywa zdecydowanie dominującą rolę w finansowaniu gospodarki.
2. Polski system bankowy jest technicznie sprawny i nowoczesny. Dzięki tym cechom banki w Polsce są wykorzystywane przez państwo do pełnienia istotnych funkcji publicznych.
3. Rozmiary polskiego sektora bankowego są odpowiednie do rozmiarów gospodarki.
4. Dla wpływu sektora bankowego na gospodarkę zasadnicze znaczenie ma efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw. Banki przyczyniają się do rozwoju gospodarki, gdy finansowana przez nie populacja firm i projektów ma dobre (zagregowane) wskaźniki efektywności. Natomiast, wykorzystywanie kredytu do wspierania firm o znikomej lub ujemnej rentowności przyczynia się do stagnacji lub wręcz spadku PKB.
5. W latach 1991–1992 nastąpiła w Polsce zdecydowana poprawa efektywności alokacji kredytu bankowego dla przedsiębiorstw, co – jak można przypuszczać – stało się jednym ze źródeł nieprzerwanego wzrostu gospodarczego w następnych latach.
6. Obserwacje z wielu krajów wskazują, że pogorszeniu efektywności alokacji kredytu w gospodarce sprzyjają następujące sytuacje:
  - a) gdy straty banków zagrażają obniżeniem ich współczynników adekwatności kapitałowej poniżej wymaganego przez regulacje poziomu;
  - b) długotrwałe utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych;
  - c) gdy decyzje kredytowe banków są podejmowane pod wpływem rządu lub nacisków politycznych (do czego dochodzi szczególnie w przypadku państwowej własności banków).
7. Obecnie w polskim sektorze bankowym i w jego otoczeniu narastają zjawiska sprzyjające obniżeniu efektywności alokacji środków zewnętrznych dopływających do firm (w tym efektywności alokacyjnej kredytu bankowego). Te zjawiska to:
  - utrzymywanie się, począwszy od 2015 r., rentowności kapitału własnego banków, zarówno poniżej przeciętnej rentowności sektora przedsiębiorstw, jak i poniżej kosztu kapitału własnego;
  - perspektywa strat kredytowych w wyniku problemów finansowych przedsiębiorstw wskutek pandemii;
  - ryzyko prawne związane z kredytami walutowymi;
  - bardzo niskie stopy procentowe;
  - wzrost udziału banków kontrolowanych przez państwo (z 20 proc. udziału w aktywach sektora w 2012 r. do ponad 40 proc. w roku 2020);
  - wypieranie finansowania bankowego przez środki rządowe kierowane bezpośrednio do przedsiębiorstw.

Skumulowanie efektów tych zjawisk może sprawić, że zewnętrzne środki finansowe w nieproporcjonalnie dużym stopniu napływać będą do firm nieefektywnych, a firmy efektywne, mające szanse rozwoju, wzrostu zatrudnienia i inwestycji, będą miały relatywnie trudniejszy dostęp do finansowania. W efekcie rosnąć może populacja firm „zombie”, a wzrost gospodarczy będzie słaby.

8. Problemy banków mogą w istotnym stopniu wpłynąć na proces wychodzenia gospodarki z covidowego kryzysu. Dane historyczne wskazują, że recesje współwystępujące z kryzysem sektora finansowego trwały średnio blisko dwukrotnie dłużej niż recesje, w których takiego współwystępowania nie było.
9. Co najważniejsze, skutkiem trwałego obniżenia efektywności alokacji zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw mogłoby być spowolnienie, zatrzymanie lub wręcz odwrócenie trwającego nieprzerwanie od 28 lat procesu konwergencji (czyli zmniejszania luki w poziomie życia między Polską a Zachodem).

### 1.1.2 NARASTAJĄCE RYZYKO INSTYTUCJONALNE PRAWDOPODOBNIIE GŁÓWNĄ PRZYCZYNĄ SPADKU INWESTYCJI FIRM

1. Niski poziom inwestycji w Polsce, a w szczególności niski poziom inwestycji przedsiębiorstw, od lat niepokoi i zastanawia ekonomistów. Plan na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju Wicepremiera Mateusza Morawieckiego stawiał sobie za cel trwale zwiększenie stopy inwestycji. Jednakże po 2015 r. nastąpiły w Polsce dalszy spadek udziału inwestycji w PKB i spadek stopy inwestycji przedsiębiorstw.
2. Przyczyną awersji inwestycyjnej firm nie jest brak środków finansowych lub niezdolność systemu finansowego do dostarczenia takich środków firmom zainteresowanym inwestycjami. Istotnym czynnikiem zniechęcającym do inwestycji jest skomplikowany system podatkowy, wprowadzanie nagłych zmian w podatkach oraz stosunek instytucji skarbowych do przedsiębiorców.
3. Do pogorszenia klimatu inwestycyjnego przyczynia się w ostatnich latach również polityka zmierzająca do uzależnienia sędziów od władz politycznych. Przedsiębiorcy mogą się obawiać, że w przypadku konfliktu z władzami podatkowymi lub prokuraturą nie będą już mieli żadnej szansy na skuteczną ochronę przez sąd. To sprawia, że od kilku lat narasta obawa przed inwestowaniem. Nasilać się może dążenie do lokowania środków w bezpiecznych miejscach za granicą.
4. COVID-19 nadszarpnął finanse publiczne, co może motywować rząd, by zdobywać dochody za wszelką cenę. Przedsiębiorcy mogą się więc obawiać nasilenia negatywnych tendencji w polityce podatkowej i zachowaniu władz skarbowych. Grozi nam utrzymanie bardzo niskiego poziomu inwestycji firm, co może skutkować spowolnieniem lub zahamowaniem wzrostu produktywności w gospodarce.
5. Inwestycje publiczne nie są w stanie zastąpić inwestycji firm jako motoru wzrostu produktywności. Rozwój publicznej infrastruktury poprawia jakość życia obywateli i stwarza warunki potrzebne do prowadzenia biznesu, jednakże nie powoduje bezpośredniego wzrostu produktywności. Produktywność gospodarki, która przekłada się na poziom PKB i dochód na głowę mieszkańca, rośnie wtedy, gdy firmy poprzez inwestycje tworzą nowe, bardziej wydajne miejsca pracy lub modernizują istniejący aparat produkcyjny.
6. Jeżeli poziom inwestycji firm będzie bardzo niski, to – prędzej czy później – odbije się to w postaci spowolnienia lub zahamowania wzrostu gospodarczego.

## 1.2 Rekomendacje

### 1.2.1 DZIAŁANIA REKOMENDOWANE W CELU OGRANICZENIA RYZYKA KRYZYSU BANKOWEGO I UTRZYMANIA EFEKTYWNOŚCI ALOKACYJNEJ BANKÓW

- Uwzględnianie w decyzjach dotyczących polityki monetarnej negatywnego wpływu bardzo niskich stóp procentowych na stabilność sektora bankowego, efektywność alokacji kredytu i ryzyko „zombifikacji” gospodarki.
- Zniesienie podatku bankowego (ewentualnie tylko w odniesieniu do nowych kredytów lub tylko w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw).
- Usunięcie przeszkód podatkowych zniechęcających banki do sprzedaży złych kredytów (NPL – *non-performing loans*) i utrudniających handel długami. W szczególności należy uznawać dyskonto przy sprzedaży NPL za koszt podatkowy, w przypadku, gdy sprzedaż odbyła się w trybie publicznym (z wyłączeniem możliwości nabycia długu przez dłużnika lub podmiot z nim powiązany)<sup>1</sup>.
- Wprowadzenie do systemu prawnego specjalnej procedury pozasądowej umożliwiającej szybką i skuteczną restrukturyzację firm mających perspektywę rentownej działalności. Procedurę taką na wniosek dłużnika mógłby uruchomić i prowadzić bank pod warunkiem, że uwierzy w realność planu ratowania firmy i zadeklaruje wsparcie kredytowe w trakcie tego procesu. Projekt takiej procedury, wykorzystujący doświadczenia bankowego postępowania ugodowego z lat 1993–1996, przedstawiony jest w raporcie *Capital Strategy (2020a)*<sup>2</sup>.
- Ustawowe uregulowanie kwestii kredytów frankowych i gwarancji dotyczących odpowiedzialności banków wobec konsumentów.
- Zmniejszenie udziału banków kontrolowanych przez Skarb Państwa w sektorze bankowym.
- Monitorowanie i publikowanie wskaźników efektywności alokacji kredytu sektora bankowego oraz środków pomocy publicznej dla firm.

---

<sup>1</sup> Dzisiaj dyskonto przy sprzedaży NPL stanowi koszt podatkowy tylko w przypadku, gdy nabywcą długu są fundusz sekurytyzacyjny lub towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI) tworzące taki fundusz. Jednakże fundusze sekurytyzacyjne i TFI kupują od banków w praktyce jedynie portfele kredytów gospodarstw domowych lub drobnych firm. Nabywcami przeterminowanych kredytów dla średnich i większych firm mogłyby być dłużnicy tych firm, którzy kupując te wierzytelności z dyskontem i dokonując kompensaty, uwalnialiby się od własnego długu za kwotę niższą niż jego wartość nominalna. Tak było w przypadku publicznej sprzedaży przeterminowanych długów w latach 1993–1994, gdy nabywcami w dużej mierze byli właśnie dłużnicy zadłużonych w bankach firm (por. Kawalec, Rymaszewski, Sikora, 1994, s. 56). Wówczas dyskonto przy sprzedaży długu nie było traktowane jako koszt podatkowy, lecz banki dokonywały sprzedaży ze względu na obowiązek wynikający z Ustawy (1993, art. 38–42 i art. 53 ust. 2).

<sup>2</sup> Wprowadzenie takiego rozwiązania zostało uznane za potrzebne przez Radę Przedsiębiorczości skupiającą organizacje pracodawców (Business Centre Club, Federacja Przedsiębiorców Polskich, Konfederacja Lewiatan, Krajowa Izba Gospodarcza, Polska Rada Biznesu, Pracodawcy RP, Związek Banków Polskich, Związek Liderów Sektora Usług Biznesowych ABSL oraz Związek Rzemiosła Polskiego). Stanowisko Rady Przedsiębiorczości w tej sprawie przekazał na ręce wicepremier Jadwigi Emilewicz rotacyjny Przewodniczący Rady Przedsiębiorczości, prezydent Konfederacji Lewiatan Maciej Witucki. W korespondencji z dnia 31 maja 2020 r. przewodniczący Maciej Witucki zaznaczył, że zawarte w tzw. Tarczy 4.0. rozwiązanie „przyspieszonego postępowania restrukturyzacyjnego” nie usuwa potrzeby wprowadzenia procedury proponowanej przez Radę, a oba te postępowania można traktować jako komplementarne zgodnie z argumentami zawartymi w komentarzu *Capital Strategy (2020b)*.

### **1.2.2 DZIAŁANIA REKOMENDOWANE W CELU OGRANICZENIA CZYNNIKÓW HAMUJĄCYCH INWESTYCJE PRYWATNE**

- Uproszczenie systemu podatkowego i zmiana polityki władz skarbowych wobec przedsiębiorców. Paweł Dobrowolski (2021, s. 66–67) proponuje, aby w tym celu:
  1. zacząć mierzyć skomplikowanie prawa podatkowego, by stworzyć kulturę uproszczania;
  2. upubliczniać na bieżąco informacje o ściągalności podatków i represyjności aparatu skarbowego;
  3. przygotować proces dyskusji i decydowania o tym, jak uprościć system podatkowy.
- Odejście od polityki ograniczenia niezawisłości sędziów i niezależności sądów.

### **1.2.3 DZIAŁANIA REKOMENDOWANE W CELU ZMIANY STRUKTURY SYSTEMU FINANSOWEGO SPRZYJAJĄCEJ FINANSOWANIU PRZEŁOMOWYCH ZMIAN STRUKTURALNYCH W GOSPODARCE I ROZWOJOWI INNOWACJI**

Należy usuwać przeszkody i wspierać rozwój rynku kapitałowego, w tym również segmentu niepublicznego obejmującego *private equity* i *venture capital* (kwestia szczegółowych działań w tym obszarze nie wchodzi w zakres niniejszego raportu).



## 2. KILKA STWIERDZEŃ NA TEMAT WPŁYWU SEKTORA FINANSOWEGO NA GOSPODARKE REALNĄ

Należy stwierdzić, że choć istnieje mnóstwo danych historycznych dotyczących sektora finansowego i gospodarki na całym świecie, to nie ma dojrzałych teorii wiążących rozwój sektora finansowego z rozwojem gospodarki realnej. Dominujące przekonania ekonomistów na ten temat ulegały znacznym zmianom. Zmieniały się poglądy na to, jak rozmiary, struktura, a także sposób funkcjonowania sektora finansowego wpływają na zachowanie się gospodarki w cyklu koniunkturalnym, i na długookresowe procesy wzrostu.

### 2.1 Pożądane rozmiary sektora finansowego<sup>3</sup>

W latach 90. XX w. i w pierwszych latach XXI w., przede wszystkim za sprawą prac Roberta G. Kinga i Rossa Levine'a (King, Levine, 1993), przywiązywano dużą wagę do faktu występowania korelacji między poziomem rozwoju gospodarczego poszczególnych krajów a rozmiarami sektora finansowego (względny, odnoszonymi do PKB). Warto jednak pamiętać, że korelacja nie oznacza związku przyczynowego. Stwierdzenie korelacji jest stosunkowo proste, natomiast stwierdzenie lub wykluczenie związku przyczynowego jest zadaniem bez porównania trudniejszym i w praktyce nie zawsze możliwym do wykonania.

Tymczasem przed wybuchem światowego kryzysu finansowego w 2008 roku sądzono dość powszechnie, że im większy sektor finansowy w relacji do PKB, tym lepiej dla rozwoju gospodarczego. Niektóre kraje, m.in. Islandia i Irlandia, miały sektory bankowe o aktywach wielokrotnie większych niż PKB. W 2008 r. wiele państw, a w szczególności właśnie Islandia i Irlandia, przekonało się w sposób niezmiernie bolesny, że nadmierne rozmiary sektora bankowego stwarzają poważne ryzyko dla gospodarki.

Po roku 2008 powstały miarodajne analizy wskazujące, że za duży sektor finansowy jest szkodliwy dla gospodarki oraz że, w szczególności w Europie Zachodniej, sektor bankowy jest zbyt duży, co niesie ze sobą negatywne konsekwencje (por. **Ramka 1. Pożądane rozmiary sektora finansowego – wnioski z analiz po 2008 r.**).

---

<sup>3</sup> W tym podrozdziale i w Ramce 1. wykorzystujemy tekst Kawalec (2019a).

## 2.2 Pożądana struktura sektora finansowego: banki versus rynek kapitałowy

Aby uniknąć wątpliwości terminologicznych, w **Tabeli 1** zestawiamy wybrane kategorie terminologiczne dotyczące różnych przekrojów podziału sektora finansowego.

**Tabela 1. Wybrane kategorie terminologiczne podziału sektora finansowego**

Sektor finansowy	Sektor bankowy i parabanki	Sektor bankowy	Finansowanie dłużne
		Firmy leasingowe	
		Firmy faktoringowe	
		Firmy pożyczkowe	
	Rynek kapitałowy	Rynek długu korporacyjnego (obligacje i krótkoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez firmy)	Finansowanie kapitałem własnym
		Publiczny rynek akcji	
Niepubliczny rynek akcji/udziałów ( <i>private equity</i> i <i>venture capital</i> )			

Można wyróżnić dwa modele systemu finansowego:

1. system finansowy zdominowany przez sektor bankowy, którego przykładami są gospodarki Japonii, Niemiec, a także byłych krajów socjalistycznych;
2. system finansowy zdominowany przez rynek kapitałowy, występujący przede wszystkim w USA.

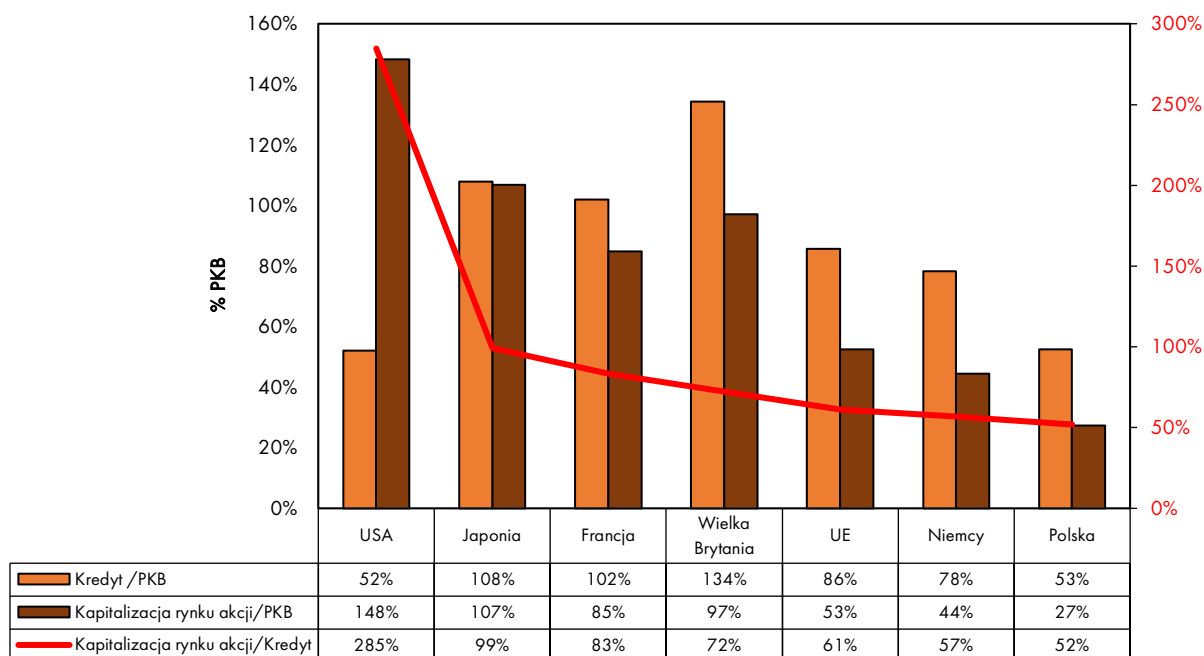
Od wielu lat toczy się dyskusja na temat zalet i wad obu tych modeli.

W II poł. XX w., w okresie dynamicznego wzrostu gospodarek Niemiec i Japonii, sukcesy tych krajów przypisywano częściowo właśnie zaletom systemu finansowego zdominowanego przez banki. Zwolennicy tej opinii podkreślali, że banki, mając wgląd w sytuację finansową przedsiębiorstw, mogą skutecznie kontrolować zarządzanie nimi, zapewniając jednocześnie stabilność niezbędną do opracowania i realizacji długoterminowej strategii. Podkreślali też, że w systemie zdominowanym przez rynek kapitałowy, uzależnienie od aktualnej oceny rynku może zmuszać menedżerów do koncentracji na bieżących zyskach kosztem zaniedbania długoterminowego rozwoju.

Począwszy od lat 90. XX w., gdy po okresie dynamicznego wzrostu Japonia popadła w długotrwałą stagnację, a gospodarka amerykańska rosła i przewodziła światu w rewolucji technologicznej związanej z rozwojem komputerów i Internetu, w dyskusjach ekonomicznych mówiono więcej o słabościach systemu zdominowanego przez banki oraz o zaletach systemu zdominowanego przez rynek kapitałowy. Zwracano uwagę, że finansowanie bankowe prowadzi do bardziej zachowawczej i inercyjnej alokacji środków finansowych w gospodarce, podczas gdy finansowanie poprzez rynek kapitałowy ułatwia zmiany strukturalne, sprzyja innowacjom i rozwojowi nowych branż. Wielokrotnie w przeszłości rynek akcji pozwalał na mobilizację olbrzymich środków finansowych umożliwiających szybkie rozpowszechnianie przełomowych rozwiązań technicznych, takich jak m.in. Internet, kolej czy telegraf (por. **Ramka 2. Przykłady boomów giełdowych związanych z finansowaniem gwałtownego rozwoju nowych, przełomowych branż gospodarki**).

Poniżej przedstawiamy wykresy ilustrujące relatywne znaczenie różnych segmentów rynku kapitałowego oraz sektora bankowego w czołowych gospodarkach świata zachodniego i w Polsce. **Wykres 1** ukazuje relacje wielkości kapitalizacji rynku akcji i wielkości kredytu dla sektora pozarządowego.

**Wykres 1. Kredyt dla sektora pozarządowego i kapitalizacja rynku akcji 2018 r.**

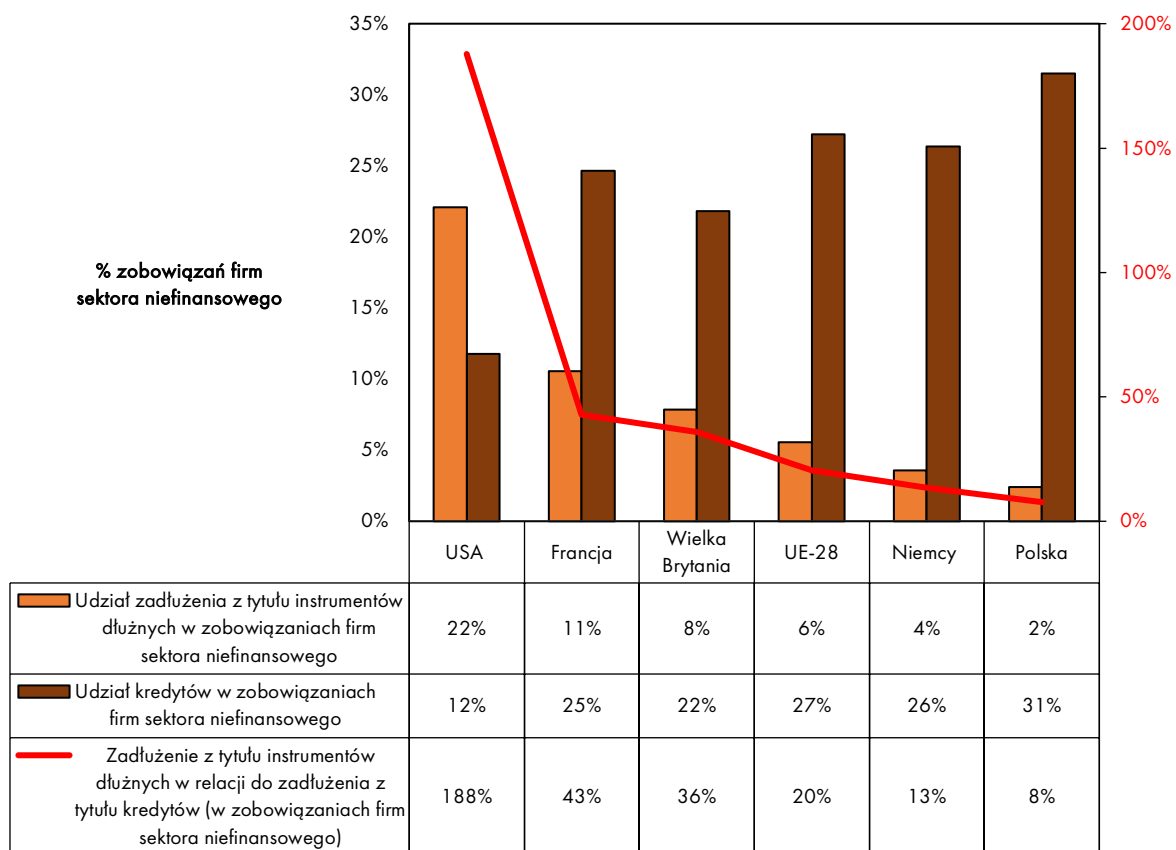


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego: *Domestic credit to private sector by banks (% of GDP)* oraz *Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)* (pobrano 22 grudnia 2020 r.). Dane dotyczące kapitalizacji rynku akcji w Wielkiej Brytanii na podstawie danych CEIC Data (pobrano 22 grudnia 2020 r.).

W prezentowanej grupie gospodarek, kapitalizacja rynku akcji w stosunku do wartości kredytu jest zdecydowanie największa w USA, a najmniejsza w Polsce.

**Wykres 2** prezentuje znaczenie instrumentów dłużnych emitowanych przez firmy w porównaniu z kredytem bankowym.

Wykres 2. Znaczenie instrumentów dłużnych emitowanych przez firmy w porównaniu z kredytem



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (Financial balance sheets) oraz FRED (Balance Sheet of Nonfinancial Corporate Business). Pobrano 5 stycznia 2021 r., a dla Wielkiej Brytanii – 7 stycznia 2021 r.

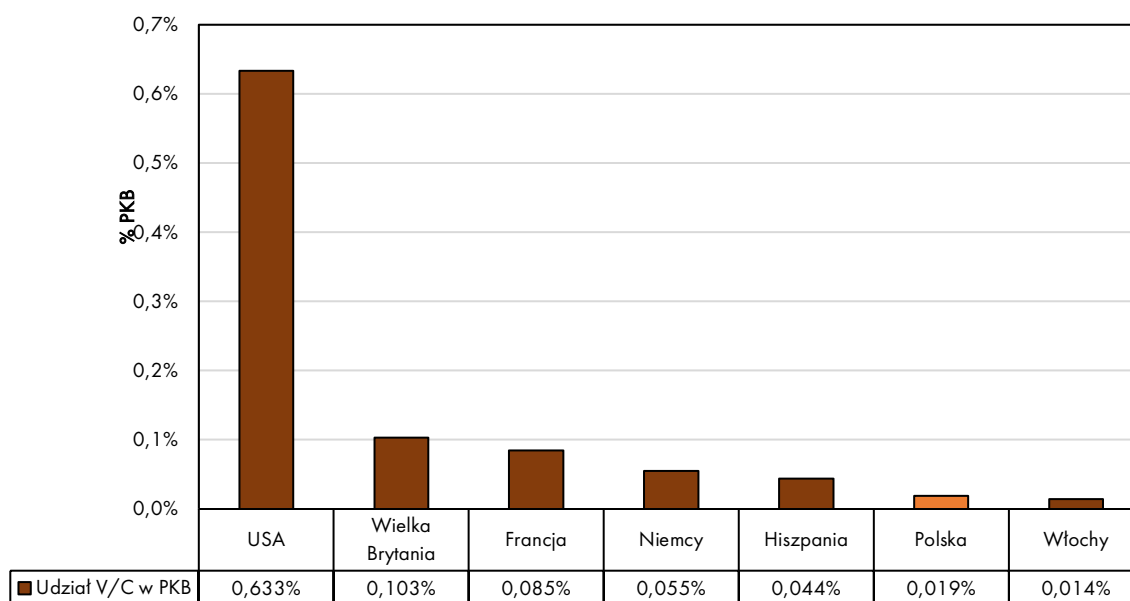
Udział instrumentów dłużnych w porównaniu z kredytem jest zdecydowanie największy w USA, a najmniejszy w Polsce.

Z punktu widzenia wpływu na zmiany strukturalne w gospodarce i rozwój innowacji duże znaczenie ma, oprócz rynku publicznego, również niepubliczny rynek akcji/udziałów (*private equity* i *venture capital*). W ostatnich 30 latach zwracano uwagę, że niedorozwój inwestycji typu *private equity*, w tym szczególnie segmentu *venture capital* w Unii Europejskiej, w stosunku do gospodarki amerykańskiej ogranicza innowacyjność europejskiej gospodarki i jej zdolność do tworzenia nowych miejsc pracy. Taka diagnoza stała u podstaw ogłoszonego w 1998 r. przez Komisję Europejską planu działań mających ułatwić firmom dostęp do kapitału wyższego ryzyka (*Risk Capital Action Plan*)<sup>4</sup>. Pod względem udziału inwestycji *venture capital* w PKB Europa pozostaje jednak nadal daleko w tyle za Stanami Zjednoczonymi, a Polska pozostaje w tyle za głównymi gospodarkami UE oprócz Włoch (por. Wykres 3).

<sup>4</sup> European Commission (2003).



Wykres 3. Inwestycje Venture Capital w relacji do PKB w 2019 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD (dostęp do bazy: 22 grudnia 2020 r.).

Z **Wykresów 1–3** wynika, że znaczenie wszystkich głównych segmentów rynku kapitałowego (wskazanych w **Tabeli 1**) w finansowaniu gospodarki, w porównaniu z sektorem bankowym, jest w USA niepomierne większe niż w głównych gospodarkach UE. Polska natomiast pod tym względem pozostaje jeszcze w tyle za głównymi gospodarkami UE.

Po światowym kryzysie finansowym 2008 r. w ocenie obu omawianych modeli systemu finansowego zaczęto zwracać uwagę na dodatkowy aspekt, jakim jest ryzyko systemowe<sup>5</sup>. Zauważono, że finansowanie przez rynek, a szczególnie przez rynek akcji, jest bezpieczniejsze z punktu widzenia utrzymania wzrostu gospodarczego i stabilności finansowej państwa. Ewentualne załamanie i przecena na rynku akcji nie muszą powodować długotrwałej recesji i generalnie nie są przyczyną zobowiązań dla finansów państwa<sup>6</sup>. Kryzys bankowy prowadzi natomiast zwykle do poważnej recesji lub sprawia, że recesja wywołana innymi przyczynami staje się głębsza i dłuższa. Jednocześnie we współczesnej gospodarce kryzys bankowy powoduje zwykle bezpośrednie koszty fiskalne, gdyż państwo – aby uniknąć paniki bankowej – udziela wsparcia finansowego bankom lub realizuje swoje zobowiązania wynikające z gwarancji depozytów bankowych. Niezależnie od bezpośrednich kosztów fiskalnych wspierania banków i deponentów, kryzys bankowy i związana z nim recesja pociągają za sobą inne negatywne konsekwencje fiskalne – w wyniku spadku dochodów podatkowych lub wskutek uruchamiania programów antyrecesyjnych angażujących środki budżetowe. W efekcie kryzys bankowy łączy się zwykle z bardzo poważnym wzrostem długu publicznego (por. **Ramka 3. Wpływ kryzysu bankowego na PKB i finanse państwa**).

<sup>5</sup> Por. Langfield and Pagano (2015) oraz Bats and Houben (2017).

<sup>6</sup> Siła argumentu o mniejszym ryzyku stwarzanym przez kryzys na rynku kapitałowym w porównaniu do kryzysu bankowego słabnie w przypadku, gdy inwestorzy na rynku kapitałowym lewarują się w dużej skali przy pomocy kredytu bankowego. Wówczas w przypadku załamania rynku akcji inwestorzy poważnie zadłużeni w bankach stać się mogą niewypłacalni, co automatycznie przełoży się może na kryzys bankowy. Por. Halesiak (2017, przypis 55, s. 33).

W praktyce w krajach rozwiniętych gospodarczo nie ma systemów finansowych, które opierałyby się tylko na bankach lub tylko na rynku kapitałowym. Obie te formy finansowania są jedynie w pewnym stopniu alternatywne, a w dość szerokim zakresie mają charakter komplementarny. Nawet w krajach, w których system finansowy jest zdominowany przez rynek kapitałowy, banki pozostają głównym źródłem finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw<sup>7</sup>. Zarazem banki – mające fundusze własne wielokrotnie mniejsze niż wielkość portfeli kredytowych i finansujące kredyty przede wszystkim depozytami klientów – nie mogą w działalności kredytowej podejmować zbyt dużego ryzyka. Dlatego banki udzielają zwykle kredytów wyłącznie firmom o sprawdzonych źródłach przychodów. W przypadku nowych przedsięwzięć, banki finansują z reguły tylko przedsięwzięcia obciążone niezbyt wysokim ryzykiem i podejmowane przez firmy dysponujące odpowiednim potencjałem finansowym lub odpowiednimi zabezpieczeniami. Nie należy oczekiwać od banków finansowania start-upów bądź innych ryzykownych przedsięwzięć, nawet jeżeli w przypadku powodzenia mogą one przynieść inwestorom bardzo wysokie zyski.

## 2.3 Efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw

### 2.3.1 O WPŁYWIE BANKÓW NA WZROST GOSPODARCZY DECYDUJE KREDYT DLA FIRM

Dla rozwoju gospodarczego istotny jest przede wszystkim kredyt udzielany przez banki firmom. Wpływ kredytu dla gospodarstw domowych na wzrost gospodarczy jest znacznie mniej oczywisty i ekonomiści badający to zagadnienie twierdzą, że brakuje dowodów, iż w dłuższym okresie jest on pozytywny<sup>8</sup>.

### 2.3.2 KREDYT POWINIEN TRAFIAĆ DO ZDROWYCH I EFEKTYWNYCH FIRM

Aby rosła produktywność gospodarki, środki finansowe powinny trafiać nie do wszystkich firm po równo i wcale nie do tych, którym najbardziej ich brakuje, lecz do tych, które wykorzystują je bardziej efektywnie. Dotyczy to łącznego finansowania zewnętrznego firm, a więc zarówno z sektora bankowego i parabankowego oraz rynku kapitałowego, jak i środków z instytucji publicznych. W niniejszym podrozdziale przyglądamy się kwestii jakości alokacji kredytu bankowego.

Banki wywierają pozytywny wpływ na efektywność gospodarki, gdy relatywnie więcej kredytu trafia do firm bardziej efektywnych niż do firm mniej efektywnych. Możemy powiedzieć wówczas, że *efektywność alokacji kredytu bankowego dla przedsiębiorstw jest pozytywna*. W przeciwnym przypadku natomiast powiemy, że efektywność alokacyjna kredytu dla firm jest negatywna (por. **Ramka 4. Jak można mierzyć efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw**).

---

<sup>7</sup> Por. Halesiak (2017, s. 15).

<sup>8</sup> Por. Beck i inni (2008) oraz Lombardi, Mohanty and Shim (2017).

### 2.3.3 SYTUACJE WPŁYWAJĄCE NA POGORSZENIE EFEKTYWNOŚCI ALOKACYJNEJ KREDYTU DLA FIRM

Sytuacje pogorszenia efektywności alokacji kredytu – i tym samym negatywnej zmiany wpływu kredytu na efektywność gospodarki – występują w szczególności, gdy banki ograniczają dostęp do finansowania zdrowym firmom, a dużą część nowych kredytów kierują na podtrzymanie działalności nierentownych firm lub finansowanie nierentownych przedsięwzięć inwestycyjnych. Doświadczenie historyczne z wielu krajów wskazuje, że sprzyjają temu następujące sytuacje.

#### 1. Gdy decyzje kredytowe banków podejmowane są pod wpływem nacisków rządu lub partii politycznych.

Wówczas banki często są zmuszane do kontynuacji kredytowania dużych, nierentownych firm lub do finansowania komercyjnie wątpliwych przedsięwzięć inwestycyjnych sponsorowanych przez rząd bądź realizujących polityczne ambicje rządzącej formacji politycznej (por. **Ramka 5. Negatywne doświadczenia państwowej kontroli nad bankami**).

#### 2. W sytuacji kryzysu bankowego, tzn. gdy straty banków zagrażają obniżeniem ich współczynników adekwatności kapitałowej poniżej wymaganego przez prawo poziomu.

Wówczas banki starają się ograniczać wielkość swojego portfela kredytowego, a jednocześnie unikać sytuacji, które zmuszałyby je do tworzenia nowych rezerw obniżających kapitał. Paradoksalnie może to skłaniać banki do ograniczania kredytu dla dobrych i wysoce rentownych firm, a kierowania proporcjonalnie większego strumienia finansowania do firm na skraju rentowności lub wręcz nierentownych. Wynika to z faktu, że w przypadku firmy finansowo słabej, obniżenie przez bank limitu kredytowego lub odmowa udzielenia dodatkowego kredytu mogą sprawić, że klient będzie miał kłopoty z terminowym regulowaniem swoich dotychczasowych zobowiązań kredytowych, co zmusi bank do utworzenia rezerw obniżających kapitał. Bank może być więc skłonny utrzymać, a nawet zwiększyć dotychczasowy limit kredytowy dla firmy słabej, aby uniknąć sytuacji powstania zaległości w obsłudze lub spłatach kredytu i konieczności utworzenia przez bank rezerw<sup>9</sup>. Natomiast obniżenie limitu kredytowego lub odmowa dodatkowego finansowania firmie wysoce rentownej nie są obciążone takim ryzykiem, gdyż taka firma sobie poradzi i dotychczas udzielone kredyty nie będą zagrożone.

Groźba strat banku i spadku adekwatności kapitałowej poniżej wymaganego prawem poziomu skłaniają często menedżerów do rozmaitych patologicznych działań, które pogarszają jeszcze sytuację banków i – używając naszej terminologii – dodatkowo obniżają ich efektywność alokacyjną. Píše o tym Aristobulo de Juan w eseju *From Good Bankers to Bad Bankers* (De Juan 2019, s. 1–16).

#### 3. Długotrwałe utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych.

Doświadczenia międzynarodowe pokazują, że przy bardzo ekspansywnej polityce monetarnej rośnie prawdopodobieństwo finansowania projektów o niskiej produktywności (por. Halesiak 2017, s. 17).

---

<sup>9</sup> Otwartą kwestią pozostaje to, na ile takie zjawisko zostanie w praktyce ograniczone w wyniku obowiązującego nowego międzynarodowego standardu sprawozdawczości finansowej MSFF 9 (*IFRS 9*), zgodnie z którym banki powinny dokonywać antycypacyjnej oceny ryzyka i w przypadku podwyższonego ryzyka tworzyć rezerwy na oczekiwane straty, nawet jeśli nie występują zaległości w spłatach kredytu. Działanie tej regulacji, obowiązującej w Polsce od 2018 r., nie zostało dotąd w naszym kraju przetestowane w sytuacji kryzysowej, a w okresie pandemii wprowadzono zmiany przepisów powodujące rozluźnienie wymogów w zakresie tworzenia rezerw i odpisów na ryzyko kredytowe (por. NBP 2020, s. 23).

Przy bardzo niskich stopach procentowych banki mogą być skłonne do dostarczania kredytu przedsiębiorstwom bez względu na ich kondycję finansową. Przy stopach procentowych bliskich zera niemal każdy podmiot jest w stanie regulować przynajmniej odsetki od swojego długu. Nawet jeżeli dług ten jest gigantyczny, to płatności odsetkowe są niewielkie (por. Rzońca i Parosa, 2020a i 2020b).

Przejawem długotrwałego pogorszenia się efektywności alokacji kredytu bankowego jest zjawisko wzrostu populacji tzw. firm „zombie”, czyli firm o minimalnej lub ujemnej rentowności, które nie upadają ani nie są przejmowane, lecz przez lata kontynuują działalność dzięki pobłażliwemu traktowaniu przez banki, bardzo niskim stopom procentowym, pomocy rządowej lub specjalnej ochronie przed wierzycielami. Dwa najszersze analizowane dotychczas w literaturze przypadki znacznego wzrostu udziału firm „zombie” to: Japonia w okresie tzw. straconej dekady lat 90. XX w. oraz Włochy w okresie kryzysu po 2008 r. W obu przypadkach towarzyszyła temu wieloletnia stagnacja gospodarki. Obecnie wyrażane jest zaniepokojenie, że ubocznym skutkiem potężnej interwencji rządów i banków centralnych, wspierającej gospodarkę w czasie pandemii COVID-19, będzie utrzymywanie przy życiu coraz większej liczby firm „zombie”, co będzie miało negatywny wpływ na możliwości wzrostu gospodarki (por. **Ramka 6. Firmy „zombie”**).



## 3. POLSKI SEKTOR BANKOWY I JEGO DOTYCHCZASOWY WPŁYW NA GOSPODARKĘ REALNĄ

### 3.1 Rozmiar sektora bankowego w Polsce

Relacja kredytu sektora pozarządowego do PKB w Polsce (por. **Wykres 1**), wynosząca 53 proc., jest znacznie niższa niż w całej UE, Niemczech, Francji, Wielkiej Brytanii czy Japonii, gdzie wskaźnik ten kształtuje się w granicach od 78 do 134 proc. Przed 2008 r. większość obserwatorów najpewniej zinterpretowałaby niższą w porównaniu ze średnią UE relację kredytu do PKB jako dowód niedorozwoju polskiego sektora bankowego. Dziś jednak, w świetle analiz opublikowanych po 2008 r., można twierdzić, że to sektory bankowe głównych gospodarek Europy Zachodniej i Japonii są nadmiernie rozrośnięte, zaś rozmiary polskiego sektora bankowego są odpowiednie do potrzeb gospodarki<sup>10</sup> (por. **Ramka 1. Pożądane rozmiary sektora finansowego – wnioski z analiz po 2008 r.**).

Strukturalną słabością polskiego sektora finansowego jest zbyt mały w stosunku do potrzeb naszej gospodarki potencjał rynku kapitałowego. Finansowanie gospodarki zależy w Polsce od sektora bankowego w stopniu większym, niż ma to miejsce w wielu krajach rozwiniętych, i większym, niż można by to uznać za pożądane. Ten stan rzeczy należy starać się zmienić poprzez wspieranie rozwoju rynku kapitałowego (zarówno publicznego, jak i niepublicznego), lecz sytuacja ta nie poprawi się z dnia na dzień. Dlatego szczególnie istotna staje się efektywność alokacji kredytu bankowego.

### 3.2 Sprawność techniczna polskich banków

Polski sektor bankowy jest technicznie sprawny i nowoczesny. Infrastruktura polskich banków była tworzona często od podstaw w latach 90 XX w. i w XXI w., co pozwoliło przeskoczyć etapy w rozwoju technologii (tzw. *leapfrogging*). Polskie banki są generalnie bardziej zaawansowane technicznie niż banki w większości krajów rozwiniętych, w znacznym zakresie korzystające wciąż ze starszych systemów informatycznych. Polskie banki aktywnie wprowadzają innowacje, a ich rozwiązania technologiczne wielokrotnie zdobywały prestiżowe nagrody międzynarodowe i są eksportowane do banków w krajach Europy Zachodniej<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Andrzej Halesiak (2017, s. 27 i 32), oceniając polski system finansowy, stwierdza, że jego rozmiary są odpowiednie do potrzeb gospodarki, i zwraca uwagę, że jest to sytuacja relatywnie komfortowa, szczególnie na tle krajów o wyraźnie przerośniętych systemach finansowych.

<sup>11</sup> Por. Czernicki (2017), Consdata.com (2019), Mazurek (2020).

Stopień korzystania z transakcji bezgotówkowych w Polsce jest niższy niż w wielu innych krajach UE (NBP 2020b, s. 45), lecz rośnie, a Polacy chętnie akceptują nowe rozwiązania technologiczne. Polskie społeczeństwo należy do europejskiej czołówki pod względem zaufania do transakcji bezgotówkowych, częstotliwości przeprowadzania transakcji w Internecie oraz korzystania z płatności zbliżeniowych<sup>12</sup>. Na uwagę zasługuje również fakt, że Polska jest krajem o najniższym odsetku transakcji oszukańczych w wartości transakcji kartowych spośród wszystkich krajów UE (NBP 2020b, s. 34).

Dzięki swojej nowoczesności i sprawności polskie banki są wykorzystywane do wykonywania istotnych funkcji publicznych.

- Poprzez identyfikację i uwierzytelnienie w systemie bankowości elektronicznej obywatel może uzyskać tzw. profil zaufany, umożliwiający elektroniczne komunikowanie się z jednostkami administracji publicznej.
- Banki są wykorzystywane do dystrybucji świadczeń w ramach programu „500 plus”.
- Banki odgrywały kluczową rolę w obsłudze i dystrybucji pomocy rządowej dla firm poszkodowanych wskutek pandemii COVID-19.

### 3.3 Historyczne doświadczenia z efektywnością alokacji kredytu dla przedsiębiorstw

Badania ilościowe prowadzone przez ekonomistów związanych z Bankiem Światowym wskazują, że w początkowych latach transformacji nastąpiła w Polsce zasadnicza zmiana efektywności alokacji kredytu bankowego. W latach 1990–1991 kredyt bankowy otrzymywały przede wszystkim firmy, którym brakowało pieniędzy ze względu na generowane straty. Natomiast w 1992 r. nowy kredyt dostawały przede wszystkim przedsiębiorstwa, które osiągały zyski. Brian Pinto i Sweder van Wijnbergen (1995) piszą:

*Ogólnie ekonometryczna analiza kredytów bankowych daje bardzo wyraźny obraz. Początkowo banki odgrywały rolę, o którą zwykle są oskarżane: bezkrytyczne finansowanie strat przedsiębiorstw. Jednak zdecydowana reforma zarządzania w polskich bankach dokonana przez polskie ministerstwo finansów w ostatnim kwartale 1991 r. przyniosła uderzające efekty. Dowody ekonometryczne silnie potwierdzają pogląd, że już w 1992 r. banki komercyjne kierowały się rentownością w swoich decyzjach o przyznaniu kredytu. Ponieważ, wobec niechęci rządu do kontynuacji dotacji, banki są głównym źródłem zewnętrznych funduszy dla przedsiębiorstw, ta zmiana zachowania banków miała duży wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw.<sup>13</sup>*

Zmiana zachowania banków – które zaczęły kierować kredyt tam, gdzie mógł być on efektywnie wykorzystany – przyczyniła się do tego, że w 1992 r. (po ponad dwuletniej recesji) gospodarka zaczęła rosnąć.

---

<sup>12</sup> Por. omówienie badań IPSOS na zlecenie Grupy ING „Finansowy Barometr ING: Społeczeństwo Bezgotówkowe” i badań Master Card „Masterindex – ogólnoeuropejskie trendy w handlu elektronicznym i nowych metodach płatności” (NBP 2017, s. 136–137 i 138–139).

<sup>13</sup> Te same badania są omawiane w artykule Pinto, Belka, Krajewski (1993).

Później nie prowadzono regularnych badań efektywności alokacji kredytu bankowego. Biorąc jednak pod uwagę kontynuację reform w sektorze bankowym, prywatyzację banków, poprawiający się stopniowo stan portfela kredytowego banków i nieprzerwany wzrost polskiej gospodarki, można zaryzykować hipotezę, że efektywność alokacji kredytu utrzymywała się na przyzwoitym poziomie.

## 4. ZAGROŻENIA DLA EFEKTYWNOŚCI ALOKACJI FINANSOWANIA ZEWNĘTRZNEGO PRZEDSIĘBIORSTW

Obecnie w polskim systemie bankowym i w jego otoczeniu występują zjawiska, które grożą obniżeniem efektywności alokacyjnej środków zewnętrznych dopływających do firm (w tym efektywności alokacyjnej kredytu bankowego). Zjawiska te omawiamy w kolejnych podrozdziałach.

### 4.1 Spadek rentowności banków

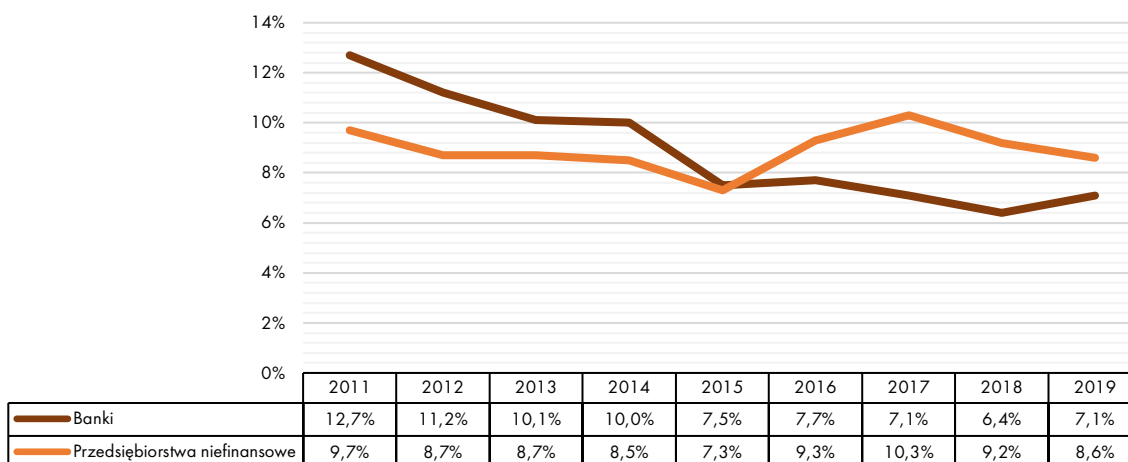
W tym podrozdziale, mówiąc o rentowności, mamy na myśli zwrot z kapitału własnego (*Return On Equity* – ROE). Zgadamy się z poglądem Andrzeja Halesiaka (2017, s. 17), który pisze:

*Biorąc pod uwagę wspierającą rolę w gospodarce, system finansowy powinien w średnim okresie wykazywać przeciętną na tle gospodarki rentowność. Utrzymywanie się przez dłuższy czas zbyt wysokiej – na tle gospodarki – rentowności oznacza z reguły, że z punktu widzenia gospodarki jako całości system finansowy znajduje się w uprzywilejowanej sytuacji i w efekcie nakłada nadmierny koszt na gospodarkę. Z kolei zbyt niska zyskowność podważałaby zdolność systemu finansowego do akumulacji kapitałów, które są niezbędne do prowadzenia (rozwoju) podstawowej działalności.*

Jak pokazuje **Wykres 4**, w latach 2011–2015 rentowność banków w Polsce była wyższa niż rentowność sektora przedsiębiorstw, natomiast począwszy od 2016 r. rentowność banków kształtuje się poniżej rentowności przedsiębiorstw.



Wykres 4. Zwrot z kapitału własnego (ROE) banków i przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS (dostęp: 20 listopada 2020 r.).

Istotne jest również porównanie rentowności banków z kosztem kapitału własnego. Koszt kapitału (inaczej: cena kapitału) to stopa zwrotu, jakiej oczekuje akcjonariusz wnoszący kapitał do spółki. Jak pisze Marcin Borsuk (2017, s. 5–6, 10–11, 14) koszt kapitału nie jest wielkością jednoznaczną. Nie jest to bowiem zmienna bezpośrednio obserwowalna na rynku, lecz szacowana na podstawie cen rynkowych, przy czym w tym celu badacze stosują różne modele, a także posługują się różnymi metodami określenia wartości kluczowych parametrów. Stąd wyliczenia kosztu kapitału dokonywane przez poszczególnych badaczy mogą się nieco różnić. Publikowane szacunki kosztu kapitału własnego dają jednak dość klarowny obraz.

Według szacunku dokonanego przez Borsuka (2017, Rysunek 2, s. 14) w latach 2005–2008 ROE polskich banków było znacznie wyższe od kosztu kapitału, następnie kształtowało się przez pewien czas poniżej kosztu kapitału, a w latach 2011–2016 oscylowało wokół kosztu kapitału, przy czym na koniec analizowanego okresu, tj. w grudniu 2016 r., ROE było niższe od kosztu kapitału.

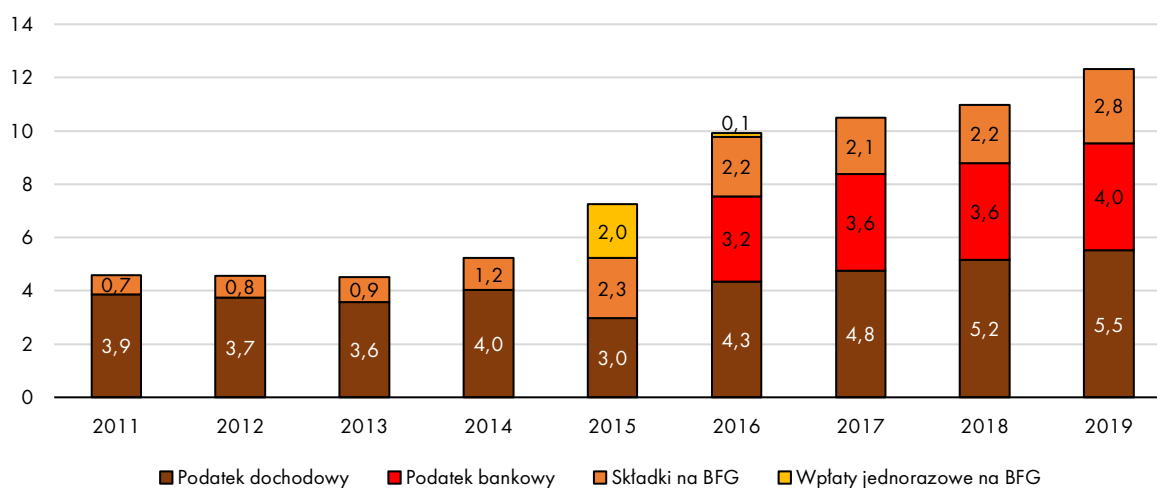
NBP (2019, Wykres 2.56, s. 74) przedstawia szacunek kosztu kapitału własnego dla banków notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (które w czerwcu 2019 r. reprezentowały blisko 80 proc. aktywów polskiego sektora bankowego). Wynika z tego, że w latach 2010–2015 ROE banków giełdowych oscylowało wokół kosztu kapitału własnego. Natomiast od grudnia 2015 r. aż do końca analizowanego okresu, tj. do czerwca 2019 r., ROE było stale znacznie niższe niż koszt kapitału własnego banków.

Długotrwałe utrzymywanie się rentowności banków zarówno poniżej przeciętnej rentowności sektora przedsiębiorstw, jak i poniżej kosztu kapitału własnego podważa możliwości racjonalnego funkcjonowania i rozwoju sektora na zasadach rynkowych. Stan taki skłania do wycofywania się kapitału prywatnego z bankowości, co stwarza ryzyko dla stabilności sektora<sup>14</sup>. Stan taki prowadzić może do wymuszonej konsolidacji sektora, gdzie przejmującymi będą kierujące się motywami politycznymi banki kontrolowane przez państwo (o niebezpieczeństwach takiego scenariusza piszemy dalej w podrozdziałach 4.6 i 4.7).

<sup>14</sup> „Raport o stabilności systemu finansowego” (NBP 2019, s. 73–74), zwraca uwagę, że utrzymywanie się zyskowności banków poniżej szacowanego implikowanego kosztu kapitału ogranicza możliwość pozyskania przez banki kapitału akcyjnego ze źródeł zewnętrznych w sytuacji, gdy polskie banki w najbliższych latach będą zmuszone uzupełnić kapitał, by sprostać wymaganiom regulacyjnym.

Główną przyczyną spadku rentowności banków w latach 2015–2019 był wzrost obciążeń fiskalnych i parafiskalnych wskutek wprowadzenia podatku bankowego i wzrostu obciążeń na Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG). **Wykres 5** pokazuje, że obciążenia fiskalne i parafiskalne banków (z tytułu: podatku dochodowego, podatku bankowego, składek i wpłat jednorazowych na BFG) wzrosły z 5,2 mld zł w 2014 r. do 12,3 mld zł w 2019 r., co oznacza wzrost o 137 proc. w ciągu 5 lat.

**Wykres 5. Obciążenia fiskalne i parafiskalne banków w mld zł**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF, BFG, danych statystycznych ze strony internetowej Cezarego Stypułkowskiego (cezarystypulkowski.pl) oraz wybranych artykułów prasowych (dostęp: 9 listopada 2020 r.).

Warto zwrócić uwagę, że wymienione obciążenia fiskalne i parafiskalne nie stanowią kosztu podatkowego, a więc w pełnej kwocie obniżają zyski netto banków. W stosunku do zysku roku bieżącego, obciążenia fiskalne i parafiskalne banków wzrosły z ok. 30 proc. w latach 2011–2014 do blisko 90 proc. w 2019 r. (por. **Tabela 2**).

**Tabela 2. Obciążenia fiskalne i parafiskalne banków jako % zysku roku bieżącego**

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
30%	29%	30%	33%	65%	71%	77%	84%	89%

Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych KNF, BFG, danych statystycznych ze strony internetowej Cezarego Stypułkowskiego (cezarystypulkowski.pl) oraz wybranych artykułów prasowych (dostęp: 9 listopada 2020 r.).

W stosunku do PKB, obciążenia fiskalne i parafiskalne banków wzrosły z ok. 0,3 proc. w latach 2011–2014 do ponad 0,5 proc. w latach 2016–2019 (por. **Tabela 3**).

**Tabela 3. Obciążenia fiskalne i parafiskalne banków jako % PKB**

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
0,29%	0,28%	0,27%	0,31%	0,40%	0,53%	0,53%	0,52%	0,54%

Źródło: Wyliczenia własne na podstawie danych KNF, BFG, GUS, danych statystycznych ze strony internetowej Cezarego Stypułkowskiego (cezarystypulkowski.pl) oraz wybranych artykułów prasowych (dostęp: 9 listopada 2020 r.).

Gdyby stosunek obciążeń fiskalnych i parafiskalnych banków do PKB w latach 2015–2019 utrzymywał się na poziomie stosunku z roku 2014, to średnia rentowność banków w latach 2015–2019 wyniosłaby nie 7,2 proc. (jak było w rzeczywistości), lecz 9,3 proc. To uzasadnia sformułowany wyżej pogląd, że główną przyczyną spadku rentowności banków w latach 2015–2019 był właśnie wzrost obciążeń fiskalnych i parafiskalnych (ten czynnik pozwala wyjaśnić ponad  $\frac{2}{3}$  z wynoszącej 2,8 punktu procentowego różnicy między rentownością banków w 2014 r. a przeciętnym poziomem rentowności w latach 2015–2019).

Na rentowność banków w 2020 r. i w następnych latach wpłyną negatywnie, w bardzo dużym stopniu również inne czynniki, które omawiamy w następnych podrozdziałach:

- bardzo niskie stopy procentowe;
- straty kredytowe w wyniku pandemii COVID-19;
- straty związane z rozwiązywaniem problemu prawnego dotyczącego kredytów walutowych.

Na koniec listopada 2020 r. wskaźnik ROE dla sektora bankowego wyniósł 3,2 proc., co oznacza spadek o ponad  $\frac{1}{2}$  w stosunku do poziomu sprzed roku (KNF 2021). Warto pamiętać, że ROE za cały rok 2020 może się istotnie różnić od poziomu z listopada 2020 r., gdyż kluczowe decyzje o klasyfikacji kredytów oraz wysokości rezerw i odpisów będą podejmowane po zamknięciu transakcji 2020 r.

## 4.2 Bardzo niskie stopy procentowe

Stopa referencyjna NBP<sup>15</sup>, którą przez ponad 5 lat (od 5 marca 2015 r. do 18 marca 2020 r.) utrzymywano na niezmiennym poziomie 1,5 proc., po wybuchu pandemii COVID-19 w 2020 r. została trzykrotnie obniżona, aż do poziomu 0,1 proc. W tej sytuacji bankom trudno jest znaleźć odbiorców dla kredytu, którego marża pokryłaby zarówno podatek bankowy (obciążający kredyty opłatą wynoszącą łącznie 0,44 proc. w skali roku), jak i koszty ryzyka kredytowego oraz pozwoliłaby jeszcze kredytodawcy liczyć na zarobek. Motywuje to banki do inwestowania w papiery skarbowe, które są wyłączone z podatku bankowego.

Skala obniżki stóp procentowych została uznana przez większość wypowiedających się w tej kwestii ekonomistów za nadmierną<sup>16</sup>. Wyrażano opinię, że bardzo niskie stopy procentowe podkopią rentowność banków, a nie wesprą wcale akcji kredytowej (por. Rudke 2020). Szacowano, że w wyniku spadku stóp

<sup>15</sup> Najważniejsza stopa procentowa określana przez Narodowy Bank Polski, która wpływa na wysokość stóp procentowych na rynku międzybankowym i na oprocentowanie kredytów.

<sup>16</sup> Por. Europejski Kongres Finansowy (2020c, s. 5).

procentowych w 2020 r. zysk sektora bankowego spadnie o połowę, przez co poważne problemy mogą mieć szczególnie mniejsze banki (por. Frączyk 2020).

Niezależnie od negatywnego wpływu na rentowność banków, długotrwałe utrzymywanie bardzo niskich stóp procentowych może powodować bezpośrednio pogorszenie efektywności alokacji kredytu bankowego, skłaniając banki, by dużą część nowych kredytów kierowały na podtrzymanie działalności firm „zombie” (piszemy o tym w podrozdziale 1.3.3. „Sytuacje wpływające na pogorszenie efektywności alokacyjnej kredytu dla firm” i w **Ramce 6**. Firmy „zombie”).

### 4.3 Straty kredytowe w wyniku pandemii COVID-19

Epidemia COVID-19 powoduje najgłębsze załamanie, jakiego gospodarka światowa doświadczyła w okresie pokoju od czasu wielkiego kryzysu lat 30. XX w. W Polsce jest to pierwsze załamanie gospodarcze od początku lat 90. XX w. Od początku recesji spodziewano się, że w jej wyniku wiele firm w Polsce nie zdoła spłacić swoich zobowiązań, a banki nie będą mogły odzyskać sporej części udzielonych kredytów. Na tym tle sytuacja finansowa przedsiębiorstw przedstawia się jak dotąd zaskakująco dobrze.

Według raportu Banku Pekao (2020) w połowie 2020 r., a więc po najtrudniejszym II kwartale (w którym polski PKB był o 8,2 proc. niższy niż w analogicznym kwartale poprzedniego roku), przeciętny wskaźnik płynności bieżącej sektora przedsiębiorstw był wyższy niż w latach 2018 i 2019. W pierwszej połowie 2020 r. przedsiębiorstwa odnotowały, co prawda, spadek przychodów, lecz zostało to zrekompensowane przez obniżkę kosztów oraz środki z pomocy rządowej, a do poprawy płynności przyczyniły się również moratoria kredytowe<sup>17</sup>. Po trzech kwartałach 2020 r. wskaźniki płynności przedsiębiorstw niefinansowych były wyższe niż przed rokiem (GUS, 2020). Jednakże płynność finansowa, będąca efektem historycznych i niepowtarzalnych zdarzeń, nie dowodzi, że firma ma dobre perspektywy. Wiele firm, które mają dziś, dzięki tarczom PFR i moratorium kredytowym, dobre wskaźniki płynności, lecz których możliwości generowania przychodów trwale ucierpią w wyniku zmian spowodowanych pandemią, może za jakiś czas upaść<sup>18</sup>.

Raport NBP (2020a, s. 19) stwierdza, że koszty odpisów na straty kredytowe w I półroczu 2020 r. istotnie wzrosły, co wpłynęło na znaczne obniżenie wyników finansowych sektora bankowego. Naszym zdaniem wzrost tych kosztów o ok. 0,3 proc. wartości portfela kredytowego netto można ocenić jako niewielki w sytuacji głębokiej recesji. NBP (2020a, s. 20–23) zaznacza, że istotna część wzrostu tych kosztów w I półroczu 2020 r. wynikała z wyprzedzającego tworzenia odpisów na oczekiwane w przyszłości straty kredytowe, przy czym ze względu na niepewność co do przyszłej koniunktury gospodarczej niektóre banki tworzyły wyższe odpisy na oczekiwane straty, niż wynikało to z wykorzystywanych przez nie modeli ryzyka kredytowego. Natomiast, poza przypadkiem kredytów dla przedsiębiorców indywidualnych, nie doszło do istotnego wzrostu udziału kredytów opóźnionych w spłacie.

---

<sup>17</sup> Na koniec pierwszego półrocza 2020 r. moratoriami objęte było 12,3 proc. kredytów dla przedsiębiorstw i 8,4 proc. kredytów dla gospodarstw domowych. Okres wygaszania pierwszych moratoriów rozpoczął się we wrześniu 2020 r. Wpływ wygaszania moratoriów na wskaźniki ryzyka kredytowego będzie się ujawniać stopniowo w sprawozdawczości dotyczącej IV kwartału 2020 r. i roku 2021. Por. NBP (2020, s. 21–22).

<sup>18</sup> Banerjee i Kharroubi (2020), analizując dane z siedmiu krajów strefy euro w latach 2008–2016, stwierdzają, że zwykle mija ok. 2 lat, zanim strukturalne problemy finansowe (*financial vulnerabilities*) doprowadzą firmę do upadku. Uważają, że w przypadku pandemii COVID-19 proces ten może zostać wydłużony m.in. przez bezprecedensowe publiczne wsparcie dla gospodarki i firm, co w krótkim okresie powstrzyma falę upadłości.

Można stwierdzić, że straty kredytowe w wyniku pandemii jeszcze się nie ujawniły, lecz wszyscy oczekują, że to nastąpi. Skala tych przyszłych strat jest trudna do oszacowania.

Raport NBP (2020a, s. 25–31) rozpatruje dwa scenariusze dotyczące kształtowania się strat kredytowych i adekwatności kapitałowej banków.

1. W *scenariuszu referencyjnym* zysk sektora bankowego spadnie z 12,8 mld zł w 2019 r. do 2,9 mld zł w 2020 r., a w roku 2021 sektor jako całość poniesie stratę wysokości 2,9 mld zł.
2. W *scenariuszu pesymistycznym* w 2020 r. sektor bankowy poniesie stratę rzędu 1 mld zł, a w roku 2021 strata sektora bankowego wyniesie 22 mld zł.

W obu scenariuszach projekcje wskazują, że większość banków zdoła zamortyzować straty, wykorzystując do tego posiadane nadwyżki kapitału. Nawet w pesymistycznym scenariuszu współczynnik kapitałowy całego sektora w 2022 r. kształtowałby się na całkiem przyzwoitym poziomie 17,3 proc., a udział w aktywach całego sektora banków mających niedobór kapitału nie przekraczałby 10 proc.

Raport sygnalizuje, że analizowane scenariusze makroekonomiczne są obarczone niepewnością, a kluczowym czynnikiem ryzyka są dalszy przebieg pandemii i związane z nią restrykcje. Warto też zwrócić uwagę, że niepewność dotyczy nie tylko tego, jaka będzie przyszła sytuacja makroekonomiczna, lecz także tego, jak konkretna sytuacja makroekonomiczna przełoży się na zdolność firm do regulowania ich zobowiązań. Przedstawione wyniki i projekcje strat kredytowych przy obu scenariuszach są symulacjami na podstawie modelu, w którym – jak można przypuszczać – niektóre istotne parametry musiały zostać wyznaczone w sposób w pewnym stopniu arbitralny, gdyż obecna recesja jest zupełnie bezprecedensowa. Dodatkowym czynnikiem niepewności jest to, jak zmieni się sytuacja płynnościowa firm w wyniku wygaszenia moratoriów kredytowych i wyczerpania się środków z pomocy w ramach rządowych „tarcz”.

Dane po 11 miesiącach 2020 r. prezentują obraz nieco lepszy niż omówiony wyżej scenariusz referencyjny z raportu NBP (2020a): po 11 miesiącach roku sektor bankowy osiągnął zysk netto wysokości 7,9 mld zł, co oznacza spadek o 45,5 proc. w stosunku do analogicznego momentu ubiegłego roku (KNF 2021). Wyniki za cały rok 2020 mogą się jednak znacznie różnić od wyników po 11 miesiącach wskutek podejmowanych przy okazji zamykania roku decyzji o tworzeniu rezerw i dokonywaniu odpisów.

Raport (NBP 2020a) zaznacza, że przedstawione scenariusze adekwatności kapitałowej banków nie uwzględniają ewentualnych kosztów związanych ze sporami prawnymi dotyczącymi walutowych kredytów mieszkaniowych.

## 4.4 Ryzyko prawne związane z walutowymi kredytami mieszkaniowymi

Raporty NBP (2019, s. 31–34 i 2020, s. 34–37) omawiają kwestie prawne związane z walutowymi kredytami mieszkaniowymi (denominowanymi najczęściej we frankach szwajcarskich – CHF). Raporty zwracają uwagę na ryzyko finansowe związane z ewentualnymi rozstrzygnięciami dotyczącymi tego portfela, zaznaczając, że niepewność co do przyszłej linii orzecznictwa i liczby pozwów złożonych przez klientów utrudnia określenie wysokości odpisów i rezerw jakie z tego tytułu banki powinny dodatkowo utworzyć. Raport NBP (2019, s. 73) sygnalizował jednakże, iż straty z tego tytułu mogą spowodować, że w następnych

latach banki nie zdołają spełnić wymogów regulacyjnych bez dodatkowego zewnętrznego zasilenia kapitałowego. Należy podkreślić, że to spostrzeżenie zostało sformułowane, zanim wraz z pandemią pojawiły się nowe, omawiane tutaj zagrożenia dla rentowności i adekwatności kapitałowej banków. Raport NBP (2020a, s. 32) stwierdza, że ryzyko finansowe związane z omawianym portfelem wzrosło znacznie po wydaniu w październiku 2019 r. orzeczenia Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie C-260/18 Dziubak. Po tym orzeczeniu nastąpił wzrost liczby pozwów sądowych oraz zwiększenie odsetka niekorzystnych dla banków wyroków sądowych. Raport NBP (2020a, s. 36) informuje, że na koniec I półrocza 2020 r. wartość odpisów i rezerw utworzonych przez banki na pokrycie kosztów tego ryzyka wynosiła ok. 2,9 mld zł i stwierdza:

*...można szacować, że w przyszłości dodatkowe koszty poniesione przez niektóre banki z największymi portfelami kredytów w CHF mogą być wysokie w relacji do ich funduszy własnych.*

Problemy prawne związane z walutowymi kredytami mieszkaniowymi mogą przyczynić się do pogorszenia efektywności alokacji kredytu z dwóch powodów:

- po pierwsze, w połączeniu z innymi omawianymi tu czynnikami mogącymi wpłynąć negatywnie na rentowność banków (m.in. stratami kredytowymi w wyniku pandemii), stwarzają ryzyko obniżenia współczynników adekwatności kapitałowej niektórych banków poniżej wymaganego przez prawo poziomu, co, jak wskazywaliśmy w podrozdziale 1.3.3., jest okolicznością sprzyjającą obniżeniu efektywności alokacji kredytu);
- po drugie, ze względu na swój potencjalny wpływ na sytuację banków oraz prawne i polityczne skomplikowanie kwestie kredytów frankowych angażują olbrzymią część czasu i energii członków kierownictw banków, odciągając ich uwagę od kwestii kluczowych dla rozwoju efektywnego biznesu bankowego wspierającego wzrost gospodarczy<sup>19</sup>.

W grudniu 2020 r. przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego Jacek Jastrzębski (2020) uznał, że sprawa kredytów hipotecznych we frankach szwajcarskich „jest tematem numer jeden na liście problemów, które wymagają rozwiązania”, i że „nadszedł moment, kiedy należy się z tą kwestią zmierzyć systemowo”. Przewodniczący KNF stwierdził:

*Uważam, że rozwiązanie polegające na zaoferowaniu przez banki ich klientom dobrowolnej możliwości zawarcia porozumień, na mocy których klient rozliczałby się z bankiem tak, jak gdyby jego kredyt od początku był kredytem złotowym oprocentowanym według odpowiedniej stopy WIBOR powiększonej o stosowaną historycznie dla takich kredytów marżę, jest rozwiązaniem spójnym, wokół którego można zbudować stosunkowo najszerszy konsensus społeczny (Jastrzębski, 2020).*

---

<sup>19</sup> Podczas X Europejskiego Kongresu Finansowego organizowanego w 2020 r. w formie wideokonferencji problem kredytów walutowych okazał się w praktyce tematem nr 1 zarówno w debacie szefów ryzyka banków nt. kluczowych wyzwań na lata 2020–2023 (Europejski Kongres Finansowy 2020a), jak i w debacie prezesów czołowych banków pt. „Mapa wyzwań przed sektorem bankowym” (Europejski Kongres Finansowy 2020b).



Janecki i Stańczuk (2021) piszą, że propozycja przewodniczącego KNF oznaczałaby dla banków koszty rzędu 20 mld zł, i zestawiają to z kwotą z 4 mld zł szacowanej wartości dotychczas przegranych spraw sądowych. Zaznaczają jednak, że nie wiadomo, jaka będzie przyszła linia orzecznictwa i ilu klientów zostanie zachęconych do złożenia pozwów sądowych, a dotychczas banki przegrywają 90 proc. spraw.

Zgadza się z przewodniczącym KNF, że kwestia wymaga rozwiązania systemowego. Nie jest jednak jasne, czy realne jest rozwiązanie sprawy za pomocą propozycji ugód ze strony banków, jeżeli nie będzie gwarancji, że zawarcie takiej ugody da pewność prawną i ochroni przed dalszymi roszczeniami. Taką pewność prawną mogłoby potencjalnie zagwarantować rozwiązanie ustawowe.

## 4.5 Wypieranie finansowania bankowego przez środki rządowe

Raport NBP (2020a, s. 40–41) dowodzi, że począwszy od czerwca 2020 r. zadłużenie przedsiębiorstw w bankach było niższe niż przed rokiem. Raport stwierdza:

*Zjawisko to wynikało przede wszystkim ze zmniejszenia się popytu na kredyt, nie zaś z ograniczenia jego podaży. Wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród firm nie wskazują na nadmierne ograniczenie dostępności finansowania bankowego. Deklarowane przez banki zastrzeganie kryteriów i warunków udzielania kredytów nie przełożyło się na spadek udziału zaakceptowanych wniosków kredytowych w całym sektorze przedsiębiorstw.*

Raport NBP (20, s. 41–44) zwraca uwagę, że w okresie pandemii dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w Polsce jest odmienna niż w większości krajów Unii Europejskiej. Podczas gdy w Polsce zadłużenie przedsiębiorstw wobec banków zmniejszyło się, w strefie euro – znacznie wzrosło. Różnica ta, zdaniem NBP, spowodowana jest odmiennymi formami organizacji publicznego wsparcia dla firm w Polsce w porównaniu z rozwiązaniami stosowanymi w innych krajach. Głównym instrumentem pomocy finansowej w krajach UE były gwarancje rządowe dla kredytów bankowych, a bezpośrednie pożyczki lub dotacje ze środków publicznych stosowane były w mniejszym zakresie. Natomiast w Polsce głównym instrumentem publicznego wsparcia finansowego były subwencje w ramach „Tarczy Finansowej” Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR). Jeżeli obok kredytu uwzględnić również środki wypłacone z Tarczy Finansowej, to można stwierdzić, że w drugim kwartale 2020 r. nastąpił w Polsce wzrost finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw, podobnie jak w innych krajach UE. Jednakże w Polsce kredyt bankowy został w dużym stopniu zastąpiony oferowanymi na atrakcyjnych warunkach subwencjami publicznymi administrowanymi przez PFR.

*Względna łatwość w otrzymaniu subwencji, rozpoczęcie spłat dopiero po roku oraz możliwość bezwrotnego zatrzymania do 75% otrzymanych środków sprawiły, że ta forma jest korzystnym źródłem finansowania, ograniczającym zapotrzebowanie na kredyt bankowy (NBP 2020a, s. 44).*

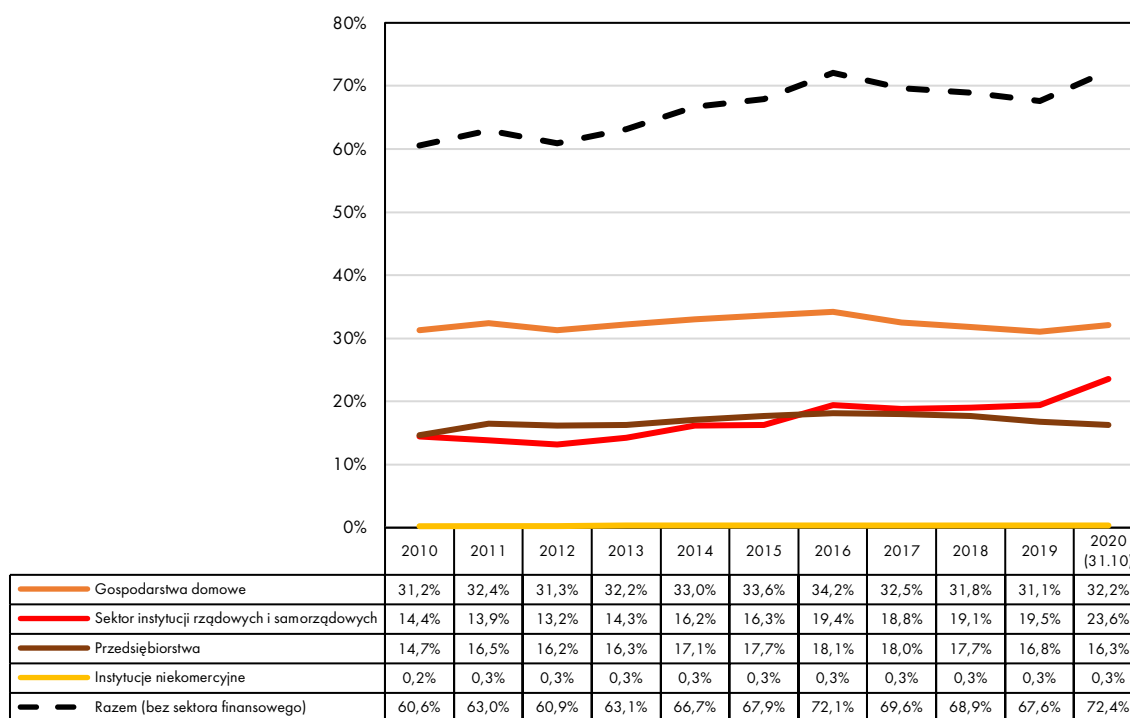
Firmy odkładały część subwencji publicznych na rachunkach bankowych, w efekcie czego w czerwcu 2020 r. wartość depozytów przedsiębiorstw stała się wyższa od wartości kredytów dla przedsiębiorstw, a we wrześniu 2020 r. nadwyżka depozytów przedsiębiorstw nad ich kredytami wyniosła 36,5 mld zł (NPB 2020a, s. 44).

Raport NBP (2020a, s. 42) zwraca uwagę, że w strefie euro wzrost akcji kredytowej był stymulowany przez długoterminowe operacje zasilające w płynność (TLTRO), które pozwalały bankom obniżyć koszt kredytu dla kredytobiorców, dzięki korzystnym warunkom finansowania z Europejskiego Banku Centralnego. Raport przytacza szacunki (Altavilla i inni 2020), według których bez TLTRO dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w strefie euro w latach 2020–2022 byłaby niższa o 3 punkty procentowe.

W Polsce natomiast po radykalnej obniżce stóp procentowych zwiększyło się relatywne znaczenie podatku bankowego jako hamulca akcji kredytowej (o czym pisaliśmy w podrozdziale 4.2.), co zwiększa motywację banków do inwestowania w papiery skarbowe, które są wyłączone z tego podatku.

Jak pokazują dane na **Wykresie 6**, w 2015 r., bezpośrednio przed wprowadzeniem podatku bankowego, więcej finansowania bankowego trafiało do przedsiębiorstw niż do instytucji rządowych i samorządowych (17,7 proc. PKB *versus* 16,3 proc.). Po wprowadzeniu podatku bankowego sytuacja się odwróciła i już w 2016 r. więcej finansowania bankowego ulokowanego było w instytucjach rządowych i samorządowych. Prawdziwy skok nastąpił w ciągu pierwszych dziesięciu miesięcy 2020 r. W tym krótkim okresie wielkość finansowania bankowego dla instytucji rządowych i samorządowych w stosunku do PKB wzrosła o ponad 4 punkty procentowe (z 19,5 proc. do 23,6 proc.), a wielkość finansowania bankowego dla przedsiębiorstw w stosunku do PKB uległa dalszemu obniżeniu do poziomu 16,3 proc. (na **Wykresie 6** jest to zilustrowane przez czerwoną linię odginającą się gwałtownie do góry i przez obniżającą się brązową linię).

**Wykres. 6. Segmenty należności banków w stosunku do PKB\***



\* Należności, w tym instrumenty dłużne wg rezydenta. Sektor niefinansowy przypisano do przedsiębiorstw.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych statystycznych KNF, GUS i AMECO (pobrano 22 i 28 grudnia 2020 r.).

Stan, w którym podatek bankowy hamuje akcję kredytową banków, skłaniając banki do inwestowania w obligacje rządowe, w tym obligacje PFR, a PFR zastępuje banki w alokacji środków finansujących przedsiębiorstwa, na dłuższą metę może mieć bardzo negatywny wpływ na wzrost polskiej gospodarki.

Dyrektor z firmy PwC Jan Domanik w debacie „Dziennika Gazety Prawnej” (2020) powiedział:

*Państwo udzielało pomocy, nie analizując, komu daje pieniądze, wystarczyło zgłoszenie z minimalnym uzasadnieniem. Banki muszą się zmierzyć z oceną firm.*

Przy masowej dystrybucji pomocy dla średnich i małych przedsiębiorstw, w czasie pierwszej fali pandemii, PFR nie miał możliwości przeprowadzać pogłębione oceny tysięcy aplikujących firm i nie zakładano, że takie oceny będą przeprowadzane. Założeniem programu było szybkie przekazanie środków na rachunki firm po to, aby oddalić niebezpieczeństwo dramatycznej zapaści gospodarki. Możliwości indywidualnej oceny są natomiast w przypadku mniej licznych i dłużej rozpatrywanych wniosków dużych firm. Decyzje o największych kwotach pomocy, takich jak 3 mld zł dla Polskich Linii Lotniczych LOT S.A.<sup>20</sup>, czy 1 mld zł dla Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A.<sup>21</sup>, wskazują, że mamy do czynienia z przypadkami pomocy publicznej mającej umożliwić przetrwanie dużych, przeżywających problemy, kontrolowanych przez państwo firm. Nie wypowiadamy się tutaj na temat celowości tych indywidualnych decyzji podjętych w okresie pandemii. Twierdzimy natomiast, że środki wydane w ramach takiej pomocy to działanie awaryjne, a nie alokacja finansowania, która przyczynić się może do zwiększenia produktywności polskiej gospodarki.

Aby rosła produktywność w gospodarce, środki powinny trafiać nie do wszystkich po równo i wcale nie do tych, którym najbardziej pieniędzy brakuje, lecz do tych, którzy potrafią je najefektywniej wykorzystać. Na takie selektywne rozdzielanie finansowania nastawione są banki, natomiast instytucje publiczne udzielające pomocy działają według odmiennej logiki. Dlatego zjawisko wypierania kredytu bankowego przez środki pomocy publicznej kierowane bezpośrednio do przedsiębiorstw jest niebezpieczne dla rozwoju gospodarczego.

## 4.6 Wzrost udziału banków kontrolowanych przez państwo

W ostatnich latach gdy zagraniczny inwestor decydował się na sprzedaż banku w Polsce, kilkakrotnie bank był przejmowany przez kontrolowane przez państwo instytucje. W okresie rządów PO-PSL, Skarb Państwa przejął w 2014 r. kontrolę nad Nordea Bank Polska, a w 2015 r. nad Alior Bankiem. Z kolei za rządów PiS Skarb Państwa przejął w 2017 r. kontrolę nad drugim co do wielkości bankiem w Polsce – Pekao S.A. Na przełomie lat 2020 i 2021 Bankowy Fundusz Gwarancyjny (2020) ogłosił o wszczęciu przymusowej restrukturyzacji Idea Banku S.A. i jego przejęciu przez kontrolowany przez Skarb Państwa Bank

---

<sup>20</sup> Zgodnie z informacją Zarządu PLL LOT S.A., bez pomocy rządowej spółka utraciłaby płynność 31 grudnia 2020 r. (PAP, 2020).

<sup>21</sup> Por. „Business Insider Polska” (2020). W ciągu pierwszych 9 miesięcy 2020 r. Jastrzębska Spółka Węglowa S.A. odnotowała stratę netto wysokości blisko 1,1 mld zł (JSW 2020).

Pekao S.A. Udział banków bezpośrednio lub pośrednio kontrolowanych przez Skarb Państwa w aktywach sektora bankowego, który w 2012 r. wynosił ok. 20 proc. przekroczył obecnie 40 proc.

Jest prawdopodobne, że w następnych latach chęć wycofania się z Polski niektórych inwestorów zagranicznych, ze względu na spadek rentowności banków, kłopoty kapitałowe niektórych instytucji, a także dążenie rządu do zwiększenia wpływu na politykę kredytową, prowadzić mogą do dalszego wzrostu udziału banków kontrolowanych przez Skarb Państwa. Byłby to scenariusz groźny dla polskiej gospodarki.

Nie możemy w tym miejscu pominąć faktu, że na początku ubiegłej dekady proponowaliśmy strategię „udomowienia”, czyli zwiększenia w sektorze udziału banków, które mają centra decyzyjne w Polsce (por. Kawalec 2011 i Capital Strategy 2012). Postulowaliśmy, aby w sytuacji wycofywania się zagranicznego inwestora strategicznego z dobrze funkcjonującego banku w Polsce, sprzedaż akcji następowała poprzez giełdę przy jednoczesnym wprowadzeniu rozwiązań, które zapewnią utrzymanie stabilnej struktury własnościowej z rozproszonym kapitałem prywatnym. Zwracaliśmy przy tym uwagę, że choć struktura rozproszonego akcjonariatu ma pewne zidentyfikowane słabości, którym przeciwdziała się poprzez odpowiednie rozwiązania regulacyjne i nadzorcze, to *per saldo* rozproszenie akcjonariatu traktowane jest jako czynnik zwiększający bezpieczeństwo banku. Regulatorzy obawiają się sytuacji, gdy kontrolę nad bankiem sprawuje pojedynczy inwestor, niebędący regulowaną instytucją finansową. Liczne złe doświadczenia wskazują, że taki inwestor może skłonić bank do podjęcia nadmiernego ryzyka lub wykorzystywać go jako źródło uprzywilejowanego kredytu dla swoich firm. Dlatego regulacje w wielu krajach sprzyjają rozproszeniu akcjonariatu banków<sup>22</sup>.

Mówiąc o „udomowieniu”, nie proponowaliśmy ani całkowitego wyeliminowania banków będących spółkami zależnymi zagranicznych grup bankowych, ani stworzenia monokultury banków z rozproszonym akcjonariatem. Postulowaliśmy zmniejszenie nadmiernego udziału banków kontrolowanych z zagranicy i wprowadzenie – rozpowszechnionego w krajach rozwiniętych gospodarczo, a nieobecnego w Polsce – modelu banku z rozproszonym kapitałem prywatnym tak, aby stworzyć bardziej zrównoważoną strukturę własnościową sektora z różnymi modelami kontroli korporacyjnej. Przestrzegaliśmy wielokrotnie, by unikać najgorszego wariantu – ewidentnie szkodliwego z punktu widzenia interesu kraju – jakim jest przejmowanie kontroli nad bankami przez państwo. (Kawalec, 2019b).

Wzrost udziału banków kontrolowanych przez państwo prowadzi do tego, że prędzej czy później kryteria polityczne zaczynają wpływać na decyzje kredytowe. Skutkiem tego pogarsza się efektywność alokacji kredytu bankowego, co wpływa hamująco na wzrost gospodarczy. Po kilku latach ujawniają się konsekwencje w postaci wzrostu udziału kredytów niespłacalnych w całym sektorze bankowym (por. **Ramka 5. Negatywne doświadczenia państwowej kontroli nad bankami**).

---

<sup>22</sup> Przykładowo, w USA przedsiębiorca kontrolujący firmy w branżach niefinansowych nie może mieć jednocześnie pakietu kontrolnego akcji w holdingu bankowym. W Kanadzie, gdzie – co warto podkreślić – banki okazały się odporne na zapoczątkowany w 2008 r. w USA światowy kryzys finansowy, duży bank nie może mieć pojedynczego akcjonariusza – niebędącego bankiem lub firmą ubezpieczeniową – dysponującego pakietem kontrolnym (por. Capital Strategy 2012, s. 28–29).

## 4.7 Konsekwencje kumulacji omawianych zjawisk

Okres po pandemii może przenieść niebezpieczną kumulację omawianych w niniejszym rozdziale zjawisk i ich skutków.

1. Problemy banków (bardzo niskie stopy procentowe, utrudniające działalność kredytową obciążenia fiskalne, straty kredytowe w wyniku pandemii, koszty rozwiązania problemów prawnych z kredytami frankowymi) zagrażają rentowności banków i mogą zagrozić ich adekwatności kapitałowej. Już sama perspektywa tej sytuacji może wpływać na zachowanie menedżerów banków i powodować obniżenie efektywności alokacji kredytu dla przedsiębiorstw (zanim będzie można ocenić faktyczny wymiar strat kredytowych i kosztów związanych z kredytami walutowymi).
2. Wypieranie finansowania bankowego przez środki z pomocy publicznej kierowane bezpośrednio do przedsiębiorstw będzie powodować obniżenie zagregowanej efektywności alokacji wszystkich środków zewnętrznych docierających do firm (zarówno w formie kredytów, jak i subwencji rządowych), gdyż alokacja subwencji rządowych zazwyczaj nie jest kierowana efektywnością.
3. Wzrost udziału banków kontrolowanych przez państwo grozi zwiększeniem wpływu kryteriów politycznych na decyzje kredytowe banków, kosztem kryterium efektywności.

Skumulowanie efektów wymienionych w punktach 1., 2. i 3. może sprawić, że finansowanie zewnętrzne przedsiębiorstw (zarówno z banków, jak i z bezpośrednich programów rządowych) w nieproporcjonalnie dużym stopniu trafiać będzie do firm nieefektywnych, a firmy efektywne, mające szanse rozwoju, wzrostu zatrudnienia i inwestycji, będą miały relatywnie trudniejszy dostęp do finansowania. W efekcie rosnąć może populacja firm „zombie”, a wzrost gospodarczy będzie słaby. Skutkiem trwałego obniżenia efektywności alokacyjnej zewnętrznych środków finansowych dopływających do firm mogą być spowolnienie, zatrzymanie lub wręcz odwrócenie trwającego nieprzerwanie od 28 lat procesu konwergencji.

## 5. ZAGADKA INWESTYCJI – EFEKTY RYZYKA INSTYTUCJONALNEGO

### 5.1 Dlaczego firmy nie inwestują

Niski poziom inwestycji w Polsce, a w szczególności niski poziom inwestycji przedsiębiorstw, od lat niepokoi i zastanawia ekonomistów<sup>23</sup>. Plan na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju wicepremiera Mateusza Morawieckiego z 2016 r. stawiał sobie za cel trwale zwiększenie stopy inwestycji. Jednakże w okresie pierwszej kadencji rządów koalicji kierowanej przez PiS, w latach 2016–2019, udział inwestycji w PKB oraz stopa inwestycji przedsiębiorstw były niższe niż w okresie 2012–2015. Nastąpił przy tym spadek wskaźników inwestycji w Polsce w stosunku do wskaźników dla krajów UE. Pogłębiła się niekorzystna różnica w stosunku do wskaźników dla grupy krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW), które – podobnie jak Polska – muszą nadganiać zapóźnienie rozwojowe w stosunku do najbogatszych krajów Zachodniej Europy. Ilustrują to **Tabela 4** i **Wykres 7** w odniesieniu do udziału inwestycji w PKB oraz **Tabela 5** i **Wykres 8** w odniesieniu do stopy inwestycji firm.

**Tabela 4. Udział inwestycji w PKB (%)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Polska	20,4%	22,5%	23,1%	21,4%	20,3%	20,7%	19,9%	18,9%	19,8%	20,1%	18,0%	17,5%	18,2%	18,5%
UE-28	21,8%	22,4%	22,3%	20,5%	20,0%	20,1%	19,6%	19,2%	19,3%	19,7%	20,0%	20,4%	20,6%	21,5%
Grupa krajów EŚW*	26,0%	28,6%	28,7%	24,3%	23,6%	24,2%	23,3%	22,8%	23,1%	24,3%	22,1%	22,7%	23,3%	24,6%
Wskaźnik dla Polski jako % wskaźnika dla UE-28	94%	100%	104%	104%	102%	103%	102%	98%	103%	102%	90%	86%	88%	86%
Wskaźnik dla Polski jako % wskaźnika dla grupy krajów EŚW*	78%	79%	81%	88%	86%	85%	85%	83%	86%	83%	82%	77%	78%	75%

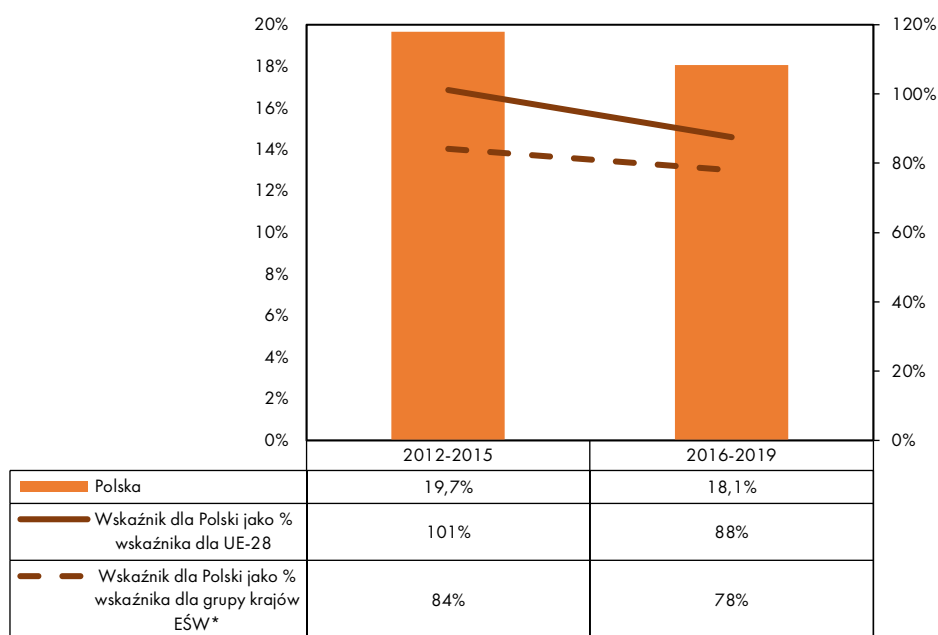
\*Średnia arytmetyczna wskaźników dla Czech, Rumunii, Słowacji i Węgier.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (pobrano: 13 listopada 2020 r.).

<sup>23</sup> Uwaga: Mówiąc o **inwestycjach**, odnosimy się do nakładów na środki trwałe zgodnie z definicją inwestycji GUS. Tak określone inwestycje nie obejmują w szczególności inwestycji w kapitał ludzki. Mówiąc o **inwestycjach firm**, omawiamy łącznie inwestycje firm prywatnych i firm kontrolowanych przez państwo, gdyż nie mamy danych pozwalających na odrębne traktowanie tych kategorii (do kwestii tej odnosimy się jeszcze w przypisie 34).



Wykres 7. Udział inwestycji w PKB (średnie w okresach czteroletnich)



\* Średnia arytmetyczna wskaźników dla Czech, Rumunii, Słowacji i Węgier.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (pobrano: 13 listopada 2020 r.).

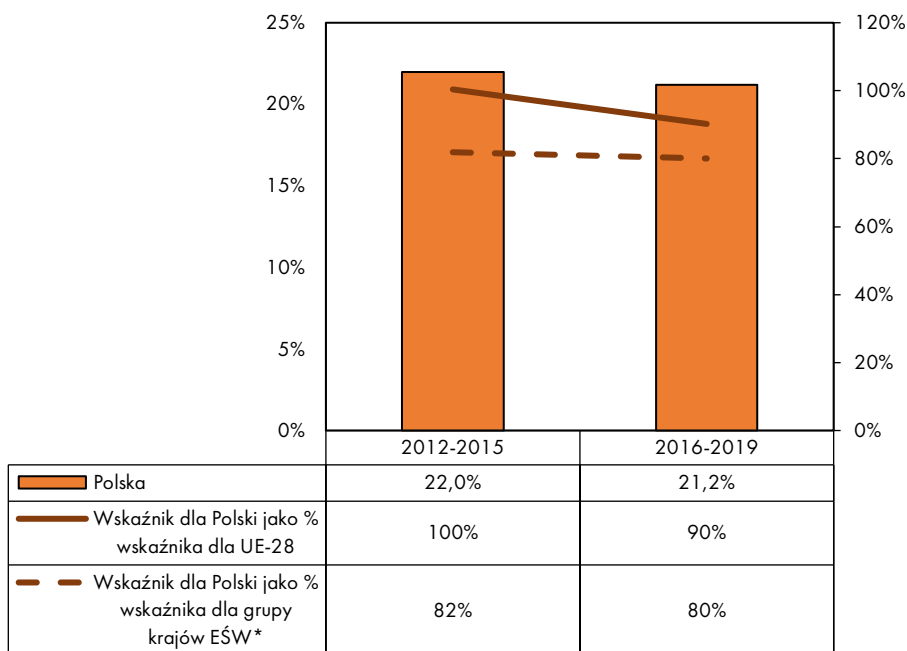
Tabela 5. Stopa inwestycji przedsiębiorstw<sup>A)</sup>

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Polska	25,2%	27,8%	27,9%	24,0%	21,2%	21,8%	21,6%	21,5%	21,9%	22,9%	21,5%	20,4%	20,7%	22,1%
UE-28	23,6%	24,1%	23,7%	21,3%	21,1%	21,7%	21,8%	21,5%	21,8%	22,5%	23,0%	23,1%	23,4%	24,4%
Grupa krajów EŚW*	32,4%	34,6%	34,4%	28,0%	26,9%	29,1%	27,8%	27,3%	26,4%	26,1%	25,9%	25,5%	25,7%	28,9%
Wskaźnik dla Polski jako % wskaźnika dla UE-28	107%	116%	117%	113%	100%	101%	99%	100%	100%	102%	93%	88%	89%	91%
Wskaźnik dla Polski jako % wskaźnika dla grupy krajów EŚW*	78%	81%	81%	86%	79%	75%	78%	79%	83%	88%	83%	80%	81%	77%

<sup>A)</sup>Nakłady brutto przedsiębiorstw niefinansowych na środki trwałe w relacji do wytworzonej wartości dodanej.

\* Średnia arytmetyczna wskaźników dla Czech, Rumunii, Słowacji i Węgier.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (pobrano: 13 listopada 2020 r.).

**Wykres 8. Stopa inwestycji przedsiębiorstw (średnie w okresach czteroletnich)**

\* Średnia arytmetyczna wskaźników dla Czech, Rumunii, Słowacji i Węgier.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu (pobrano: 13 listopada 2020 r.).

Ekonomiści dyskutują o tym, jakie są przyczyny i jakie mogą być skutki niskiego poziomu inwestycji firm<sup>24</sup>. Wszystko wskazuje na to, że powodem niechęci do inwestowania przez firmy nie są brak środków finansowych lub niezdolność systemu finansowego do dostarczenia takich środków firmom zainteresowanym inwestycjami. Wydaje się, że istotną przyczyną niskiego poziomu inwestycji firm jest niepewny klimat inwestycyjny, związany ze skomplikowaniem, niepewnością i nieprzestrzeganiem reguł państwa prawa w obszarze podatków<sup>25</sup>. Składają się na to czynniki omówione w kolejnych podrozdziałach:

- skomplikowany system podatkowy;
- nieoczekiwane i niespektujące interesów przedsiębiorców zmiany regulacyjne (w tym podatkowe);
- naruszające prawo działania władz podatkowych;
- funkcjonowanie wymiaru sprawiedliwości i obawy o niezależność sądów.

Wszystko to sprawia, że w ostatnich latach narasta obawa przed inwestowaniem i nasilać się może dążenie do lokowania środków w bezpiecznych miejscach za granicą.

<sup>24</sup> Por. np. Łaszek (2015), Halesiak i inni (2019), „Dziennik Gazeta Prawna” (2020), Dobrowolski (2021).

<sup>25</sup> Por. Łaszek (2015, rozdział „6. Inwestycje”, s. 108–133); wypowiedzi Kawalca i Dobrowolskiego w debacie „Dziennik Gazeta Prawna” (2020); Dobrowolski (2021, rozdział „7.3.3. Istotne ograniczenie: skomplikowane i nieprzewidywalne prawo podatkowe”, s. 61–66).

## 5.2 Skomplikowany system podatkowy

Polska jest jedynym krajem w grupie 34 państw Europy Wschodniej i najbardziej rozwiniętych krajów Zachodu, w którym w raportach World Economic Forum w ostatniej dekadzie skomplikowanie systemu podatkowego (skomplikowanie i inne problemy stwarzane przez regulacje podatkowe – nie zaś wysokość podatków) wymieniane było systematycznie jako główna przeszkoda w prowadzeniu działalności gospodarczej<sup>26</sup>.

Pod pojęciem skomplikowania systemu podatkowego kryje się wiele powiązanych ze sobą zjawisk, a w szczególności:

1. rozbudowanie przepisów, wielość stawek podatkowych i rozmaitych wyjątków;
2. niejednoznaczność przepisów;
3. skomplikowane i kosztowne obowiązki informacyjne i sprawozdawcze nakładane na podatników.

Jaskrawym przykładem skomplikowania systemu podatkowego w Polsce jest podatek VAT, gdzie ten sam produkt może być obciążony różnymi stawkami „w zależności od przeznaczenia, rodzaju działalności sprzedającego, niewielkich różnic składu lub stanu, w jakim się znajduje”<sup>27</sup>. Polska należy do krajów UE o największej liczbie stawek bazowych VAT i największej liczbie stosowanych stawek obniżonych, a także największym zakresie stosowania wielu stawek VAT w ramach jednej grupy produktowej<sup>28</sup>.

Rozbudowanemu, skomplikowanemu i niejednoznacznie określone stawek podatkowych towarzyszą skomplikowane, wciąż zmieniające się, i przez to dodatkowo kosztowne, obowiązki informacyjno-sprawozdawcze nakładane na podatników.

Należy zaznaczyć, że nakładanie obowiązków informacyjnych jest zasadne zarówno z punktu widzenia interesu skarbu państwa, jak i przedsiębiorców-podatników, jeśli obowiązki takie są dobrze pomyślane, proporcjonalne i przyczyniają się do zapewnienia warunków równej konkurencji dzięki ograniczeniu możliwości nadużyć i unikania podatków. Warto przypomnieć, że pierwszy polski raport na temat oszustw w VAT (PwC 2013) powstał z inicjatywy prywatnej firmy poszkodowanej przez działania konkurentów dokonujących takich nadużyć<sup>29</sup>. Celem tego raportu były zwrócenie uwagi na skalę wyłudzeń VAT i presja na władze, by podjęły odpowiednie działania ograniczające możliwości takich praktyk. Raport PwC (2013) proponował środki zaradcze, z których część została po pewnym czasie w Polsce wprowadzona (m.in. mechanizm podzielonej płatności, stworzenie centralnej bazy monitorującej VAT, cykliczne przekazywanie władzom podatkowym pliku audytowego w ustalonym standardzie).

---

<sup>26</sup> Por. Dobrowolski (2021, s. 60). W raportach World Economic Forum „The Global Competitiveness Report” (aż do Raportu 2017–2018) przedstawiano wyniki odpowiedzi na pytanie o najbardziej problematyczne czynniki w prowadzeniu działalności gospodarczej w danym kraju. W każdym z analizowanych badań (tj. w Raportach od 2011–2012 do 2017–2018) w przypadku Polski na pierwszym miejscu wskazywano regulacje podatkowe (jako czynnik odrębny od osobno ocenianej kwestii wysokości stawek podatkowych). Raporty 2018 i 2019 nie prezentują już wyników odpowiedzi na to pytanie.

<sup>27</sup> Łaszek (2015, s. 121–122).

<sup>28</sup> Dobrowolski (2021, s. 64–65)

<sup>29</sup> Mówił o tym autor raportu PwC (2013) Mateusz Walewski (2018).

Są jednocześnie obowiązki informacyjne niezasadne, nieprzemysłane lub nieproporcjonalne, np. gdy nakłada się na podatników obowiązek wielokrotnego raportowania tych samych danych, którymi organy podatkowe już dysponują, lecz wobec nadmiaru informacji nie są ich w stanie przerobić. Przykłady takiego nieproporcjonalnego obciążenia sprawozdawczego służącego wygodzie organów podatkowych, a lekceważącego obciążenia i interesy podatników to m.in.:

- nałożony w 2020 r. na spółki jawne obowiązek złożenia informacji, kim są wspólnicy oraz kto pośrednio osiąga dochody z danej spółki, choć informacje te zostały już uprzednio udostępnione przez podatników w Krajowym Rejestrze Sądowym oraz Centralnym Rejestrze Beneficjentów Rzeczywistych. Niezłożenie dostępnych już organom informacji spowoduje opodatkowanie spółki jawnej podatkiem CIT. Narusza to zasadę z art. 306d ordynacji podatkowej zabraniającą organowi podatkowemu żądania oświadczenia na potwierdzenie faktów, które są znane z urzędu lub mogą być uzyskane z publicznych rejestrów;
- obowiązek informowania o strategii podatkowej nałożony od 2020 r. na największych podatników CIT (podatkowe grupy kapitałowe, podatnicy osiągający obrót ponad 50 mln euro rocznie). Podatnicy obowiązani są do publicznego ujawnienia na swoich stronach internetowych informacji, w posiadaniu których znajdują się już organy podatkowe – np. o złożonych wnioskach interpretacyjnych, zgłoszonych schematach podatkowych. Ta czasochłonna procedura, oznaczająca dublowanie informacji posiadanych już przez organy podatkowe, może przynieść szkody podatnikom w wyniku ujawnienia zamierzeń biznesowych wobec konkurencji.

Konsekwencje skomplikowania systemu podatkowego to w szczególności:

- a) konieczność poświęcenia sprawom podatkowym dużej ilości czasu i pieniędzy.

Wskutek skomplikowania systemu podatkowego przedsiębiorcy muszą sprawom podatkowym poświęcać bardzo dużo własnego czasu i ponosić wysokie koszty związane z rozliczaniem podatków w firmie oraz z zewnętrznym doradztwem podatkowym;

- b) ryzyko nierównej konkurencji.

W sytuacji niejednoznacznych przepisów podatkowych firmy narażone są na ryzyko utraty rynku w przypadku, gdy część konkurentów stosować będzie interpretacje podatkowe skutkujące niższym obciążeniem podatkowym prowadzonej działalności;

- c) ryzyko wstecznego obciążenia zobowiązaniami podatkowymi.

W sytuacji niejednoznacznych przepisów podatkowych istnieje poważne ryzyko, że stosowana przez firmę praktyka ustalania wysokości należnych podatków zostanie w pewnym momencie zakwestionowana przez organy skarbowe i firma zostanie narażona na konieczność zapłaty zaległych zobowiązań podatkowych z wielu lat, co może zachwiać jej wartością lub wręcz doprowadzić ją do upadłości. Przepisy podatkowe przewidują możliwość zabezpieczenia się przed takim ryzykiem poprzez uzyskanie wiążącej interpretacji podatkowej od władz skarbowych. Instytucja ta została jednak w praktyce w znacznym stopniu podważona przez kwestionowanie wcześniej wydanej interpretacji oraz naruszające prawo działania aparatu skarbowego, o czym mowa niżej.

## 5.3 Nieoczekiwane i nierespektujące interesów przedsiębiorców zmiany regulacyjne

Decyzje inwestycyjne podejmuje się z perspektywą wieloletnią. Nieoczekiwana zmiana przepisów, a w szczególności zmiana zasad opodatkowania, może sprawić, że atrakcyjna i starannie zaplanowana inwestycja przestanie nagle być opłacalna.

Zmiany regulacyjne i podatkowe są zjawiskiem normalnym we współczesnej gospodarce. Powinny być one jednak przeprowadzane w sposób racjonalny, co oznacza w szczególności:

- wprowadzanie zmian w miarę możliwości w ramach publicznie ogłoszonej długofalowej polityki krajowej (lub unijnej), do której podmioty gospodarcze mogą się dostosowywać;
- poprzedzanie konkretnych zmian procesem konsultacji obejmującym m.in. wysłuchanie publiczne po to, aby ocenić skutki proponowanej regulacji dla różnych kategorii interesariuszy i móc wprowadzić uzasadnione modyfikacje;
- wprowadzanie rozwiązań przejściowych, takich jak:
  - wydłużone *vacatio legis*,
  - wprowadzanie zmian w sposób etapowy,
  - ochrona praw nabytych,
  - rekompensata tym, którzy działając w dobrej wierze, zostaną przez nowe regulacje zaskoczeni i poszkodowani.

W Polsce w ostatnich latach niejednokrotnie wprowadzano zmiany regulacyjne lub podatkowe o fundamentalnym znaczeniu dla opłacalności rozmaitych rodzajów działalności w sposób jaskrawo lekceważący wspomniane wyżej zasady.

- Jaskrawym przykładem było podwyższenie opodatkowania elektrowni wiatrowych podatkiem od nieruchomości za 2017 r. Na skutek nowelizacji przepisów prawa budowlanego oraz uchwalenia ustawy o inwestycjach w zakresie elektrowni wiatrowych – nie zaś ustaw podatkowych – doszło do całkowitej zmiany zasad opodatkowania: organy podatkowe, a za nimi sądy administracyjne zaczęły określać podatek od nieruchomości od budowli nie jak dotychczas wyłącznie od części budowlanych elektrowni wiatrowej (od fundamentu i masztu), lecz od całej elektrowni. Spowodowało to wielokrotny wzrost kwoty podatku, co w niektórych przypadkach prowadziło do zakończenia tego typu działalności. Dostrzegając skutki wprowadzonych zmian, ustawodawca 29 czerwca 2018 r. przywrócił poprzednie zasady opodatkowania – z mocą wsteczną od początku 2018 r. (por. „Dziennik Gazeta Prawna” 2018). Natomiast spory o wymiar podatku za 2017 r. trwają do dziś.

## 5.4 Naruszające prawo działania władz podatkowych

Polskie władze podatkowe podejmują niejednokrotnie wobec podatników sprzeczne z prawem decyzje skutkujące zwiększeniem zobowiązania podatkowego podatnika lub pozbawieniem go należnych mu

gwarancji i ochrony<sup>30</sup>. Dowodem bezprawności tych decyzji są wyroki sądowe uznające działania organów podatkowych za niezgodne z prawem. Na uwagę zwracają praktyki stosowane przez organy skarbowe wielokrotnie, mimo wyroków sądowych uznających takie postępowanie za naruszenie prawa.

- Powtarza się praktyka nierespektowania wiążących interpretacji podatkowych pod fałszywymi pretekstami, co doprowadziło w znacznej mierze do podważenia instytucji interpretacji.
- Powtarza się praktyka wszczynania w ostatnim możliwym momencie przed upływem terminu przedawnienia postępowania karnego skarbowego, w którym nie są wykonywane żadne faktyczne czynności, a chodzi wyłącznie o zawieszenie biegu terminu przedawnienia ewentualnych zobowiązań podatkowych z przeszłości<sup>31</sup>.
- Często praktyką organów podatkowych jest kwestionowanie statusu przenoszonych składników materialnych i niematerialnych jako zorganizowanej części przedsiębiorstwa (ZCP). Transakcje obejmujące ZCP nie podlegają bowiem ustawie o podatku VAT, a zatem późniejsze ich kwestionowanie przez organ podatkowy wiąże się z powstaniem zaległości podatkowych (23 proc. ceny) powiększonej o odsetki. Szczególnie popularne ostatnio bywa kwestionowanie statusu galerii handlowych jako ZCP (mimo uzyskiwania przed transakcją korzystnych interpretacji podatkowych).
- Do nadużycia prawa często dochodzi w przypadkach stosowania przez organy podatkowe klauzuli ogólnej unikania opodatkowania w postępowaniach dotyczących lat podatkowych 2016 i wcześniejszych, gdy klauzula nie obowiązywała w systemie prawnym.

## 5.5 Wymiar sprawiedliwości i obawy o niezależność sądów

Przewlekłość postępowań sądowych była od lat wymieniana jako czynnik zniechęcający do inwestycji w Polsce (Łaszek 2015, s. 30–32). Prowadzona po 2015 r. polityka wobec sądownictwa, według rządowych deklaracji, miała prowadzić do zwiększenia sprawności sądów m.in. poprzez dyscyplinowanie sędziów. Nastąpił jednak efekt odwrotny: według danych Ministerstwa Sprawiedliwości średni czas trwania postępowania sądowego wydłużył się z 4,2 miesiąca w 2015 r. do 5,8 miesiąca w 2019 r.<sup>32</sup>, co oznacza wzrost o 38 proc. Jednocześnie narastają obawy, że sądy zostaną podporządkowane władzom politycznym. W rankingu World Economic Forum „The Global Competitiveness Report” w podkategorii Niezależność sądownictwa (*Judicial independence*) Polska w spadła aż o 64 pozycje w porównaniu z Raportem 2014–2015 i według Raportu 2019 zajmuje 118. miejsce, wyprzedzając jedynie 23 państwa spośród 141 ocenianych.

---

<sup>30</sup> Paweł Dobrowolski (2021, s. 65–66) pisze: „Skrajną formą komplikowania są wsteczne zmiany w prawie mające uzupełnić wpływ podatkowe (...). Zmiany interpretacji prawa podatkowego działające wstecz, obejmujące działania już zaistniałe, uniemożliwiają racjonalne podejmowanie decyzji gospodarczych i są sprzeczne z zasadą państwa prawa, która wymaga, by prawo było na tyle jasne, by umożliwiała obywatelom rozporządzanie swoimi sprawami z wyprzedzeniem. Nie powinno dziwić, że w takiej sytuacji polscy przedsiębiorcy decydują się na inwestycje tylko wtedy, gdy jest to absolutnie niezbędne (...).” Na poparcie tej tezy Dobrowolski (s. 66) cytuje stwierdzenia z analizy NBP (2018, s. 15): „Analizy danych z *Szybkiego Monitoringu NBP* sugerują, że w przypadku przedsiębiorstw zbliżających się do granic zdolności produkcyjnych, dopiero utrzymujący się deficyt zapasów produktów gotowych skłania firmę do podjęcia inwestycji w rozbudowę możliwości produkcyjnych (firmy o wysokim wykorzystaniu potencjału, które nie odczuwają deficytu zapasów, nie planują inwestycji, inwestują zaś przedsiębiorstwa o zbyt niskich zapasach)”.

<sup>31</sup> „...państwowe organy administracji skarbowej wszczynając postępowania karne skarbowe w celu zawieszenia biegu terminu przedawnienia zobowiązań podatkowych, a zatem w celu innym niż przewidziany przez ustawodawcę cel wszczęcia postępowania karnego skarbowego, przekraczają swoje ustawowe kompetencje i naruszają przepisy prawa, w tym przepisy prawa karnego.”, Lądziński i inni (2019, s. 10).

<sup>32</sup> ciekaweliczby.pl (2021).



Obawy o niezależność sądownictwa przyczyniają się do pogorszenia klimatu inwestycyjnego. Warto pamiętać, że choć działanie sądów, w tym przewlekłość postępowań, budziło i budzi niezadowolenie przedsiębiorców, to niejednokrotnie sądy wydawały wyroki chroniące firmy, ich zarządy i właścicieli przed błędnymi decyzjami i samowolą administracji podatkowej.

- W głośnych przed laty sprawach firm komputerowych Optimusa i JTT – gdzie decyzje aparatu skarbowego zmusiły właściciela pierwszej firmy do jej sprzedaży, a drugą firmę doprowadziły do upadłości – wyroki sądów ostatecznie spowodowały uchylenie decyzji władz podatkowych i zwrot niesłusznie naliczonego podatku wraz z odsetkami<sup>33</sup>. Pozwoliło to właścicielom firm zachować część swojego majątku, a następnie kontynuować działalność biznesową lub charytatywną.
- W omawianych w podrozdziale 5.4. aktualnych przypadkach, sądy stanowią istotną linię obrony dla podatników kwestionujących decyzje organów skarbowych i często uchylają te decyzje jako sprzeczne z prawem.

Dziś przedsiębiorcy mogą się obawiać, że jeśli dojdzie do uzależnienia sędziów od władz politycznych, to w przypadku konfliktu z organami podatkowymi lub prokuraturą nie będą już oni mieli żadnej szansy na skuteczną ochronę przez sąd.

## 5.6 Skutki pandemii mogą zwiększyć obawy przed inwestowaniem

W pierwszych 9 miesiącach 2020 r. nastąpił spadek inwestycji firm w stopniu większym niż spadek sprzedaży (GUS, 2020), co można uznać za zjawisko naturalne w warunkach niepewności co do przyszłych warunków epidemicznych i stanu koniunktury. Istotne jest pytanie: jak kształtować się będą inwestycje firm po pandemii?

Skutkiem pandemii może być zwiększenie obaw dotyczących omawianego w tym rozdziale ryzyka instytucjonalnego. COVID-19 nadszarpnął bowiem finanse publiczne. Przedsiębiorcy mogą się obawiać, że w tej sytuacji, dążenie rządu do zdobywania dochodów tam, gdzie jest to możliwe, nasili omówione wyżej negatywne tendencje w polityce podatkowej i postępowaniu władz skarbowych.

## 5.7 Inwestycje publiczne nie zrekompensują braku inwestycji firm

Andrzej Halesiak (2019, s. 17–18) pisze: *Sytuacja w Polsce w obszarze inwestycji każe postawić pytanie, czy dynamiczny obecnie wzrost PKB nie będzie stopniowo wygasać.*

---

<sup>33</sup> Ministerstwo Finansów (2006).

Ryzyko instytucjonalne, które w naszej ocenie jest kluczową barierą hamującą wzrost inwestycji firm, może w epoce postcovidowej jeszcze się nasilić. W tej sytuacji pojawić się może pytanie: czy niedostateczny poziom inwestycji firm można zrekomensować wyższym poziomem inwestycji publicznych?

Dlatego trzeba podkreślić, że inwestycje publiczne i inwestycje firm to dwie kategorie inwestycji w środki trwałe odgrywające odmienne role w gospodarce. Ich wzajemna zastępowalność możliwa jest tylko w ograniczonym zakresie.

Aby zwiększał się dochód na głowę mieszkańca i rósł PKB, musi następować wzrost produktywności, a w tym wzrost wydajności pracy. Choć inwestycje w publiczną infrastrukturę są niezbędne do tego, by w gospodarce następował wzrost produktywności, to same tego wzrostu nie powodują. Bezpośrednim źródłem wzrostu produktywności w gospodarce są inwestycje firm tworzących nowe, bardziej wydajne miejsca pracy lub modernizujących istniejący aparat produkcyjny.

Jeżeli poziom inwestycji firm będzie bardzo niski, to – prędzej czy później – odbije się to w postaci spowolnienia lub zahamowania wzrostu gospodarczego, nawet jeśli poziom inwestycji publicznych byłby bardzo wysoki<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> Można zadać pytanie, czy rząd nie może wywrzeć bezpośredniego wpływu na inwestycje firm, zobowiązując firmy kontrolowane przez Skarb Państwa do wysokiego poziomu inwestycji. Ze względu na znaczący udział takich firm w polskiej gospodarce wzrost ich stopy inwestycji może wpłynąć na wskaźniki statystyczne inwestycji w gospodarce. Nie należy jednak oczekiwać, że takie działanie przyniesie efekt w postaci wzrostu produktywności gospodarki (i tym samym trwałego wzrostu PKB), jaki przynoszą inwestycje firm przeprowadzane na podstawie ocen oczekiwanej opłacalności dokonywanych w sposób nieskrepowany przez kierownictwa firm. Wzrost produktywności w gospodarce jest bowiem łącznym efektem wielkości nakładów inwestycyjnych firm oraz przeciętnej efektywności tych inwestycji. Ewentualne naciski rządu zwiększające nakłady inwestycyjne w firmach kontrolowanych przez Skarb Państwa spowodują nieuchronnie obniżenie przeciętnej efektywności tych inwestycji, co może sprawić, że większe nakłady inwestycyjne nie spowodują wcale zwiększenia efektów w zakresie wzrostu produktywności, a mogą nawet spowodować ich zmniejszenie.

## 6. RAMKI

### 6.1 Ramka 1. Pożądane rozmiary sektora finansowego – wnioski z analiz po 2008 r.

1. Badacze Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), w analizie pt. „Too Much Finance?” (Berkes, Panizza, Arcand, 2012), stwierdzili, że wpływ rozmiarów sektora finansowego na wzrost gospodarczy zmienia się wraz ze zmianą relatywnych rozmiarów tego sektora. Gdy relacja kredytu dla sektora prywatnego do PKB jest bardzo niska, jej wielkość nie ma statystycznie istotnego wpływu na wzrost gospodarczy, natomiast gdy relacja znajduje się w przedziale 30–70 proc., jej wielkość pozytywnie oddziałuje na wzrost gospodarczy. Gdy relacja ta osiągnie 70 proc., dalszy jej wzrost nie przynosi korzyści, a po przekroczeniu granicy 100 proc. ma już negatywny wpływ na wzrost gospodarczy.
2. W analizie ekspertów MFW (Sahay i inni, 2015) stwierdzono, podobnie jak w cytowanym wyżej opracowaniu „Too Much Finance?”, że rozwój sektora finansowego tylko do pewnego momentu jest korzystny dla wzrostu gospodarczego, a po przekroczeniu określonego punktu zaczyna wywierać negatywny wpływ. W tej analizie zamiast wskaźnikiem relacji kredytu dla sektora niefinansowego do PKB, posłużono się specjalnie skonstruowanym indeksem rozwoju finansowego. Stwierdzono, że wartość tego indeksu dla Polski znajduje się na optymalnym poziomie (co znaczy, że wzrost wartości tego indeksu miałby negatywny wpływ na wzrost gospodarczy). Natomiast jako kraje o zbyt wysokiej (z punktu widzenia wpływu na wzrost gospodarczy) wartości indeksu rozwoju finansowego wymieniono Irlandię, USA i Japonię (tamże, s. 16).
3. W raporcie Doradczego Komitetu Naukowego Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego pt. „Is Europe overbanked?” (European Systemic Risk Board, 2014) stwierdzono, że w Europie relacja kredytu bankowego do PKB jest nadmierna.

### 6.2 Ramka 2. Przykłady boomów giełdowych związanych z finansowaniem gwałtownego rozwoju nowych, przełomowych branż gospodarki

Wielki boom na akcje spółek kolejowych w Wielkiej Brytanii w latach 40. XIX w. zaowocował olbrzymim rozwojem brytyjskiej sieci kolejowej. Choć boom zakończył się załamaniem cen akcji i wielu inwestorów poniosło duże straty, to projekty kolejowe uruchomione w latach 1844–1846 przyniosły ok. 10 tys. km

linii kolejowych (co można porównać z długością współczesnej sieci kolejowej w Wielkiej Brytanii liczącej 18 tys. km<sup>35</sup>).

W USA wielki boom kolejowy wystąpił w latach 80. XIX w. Zbudowano wówczas ok. 114 tys. km linii, niemal podwajając długość dotychczasowej sieci kolejowej kraju. W 1894 r. nastąpił krach. Firmy reprezentujące 1/4 potencjału amerykańskich kolei upadły. Inwestorzy ponieśli straty, lecz zbudowana infrastruktura nie zniknęła – została przejęta przez firmy, które przetrwały kryzys. Nastąpił znaczny wzrost dostępności połączeń kolejowych i spadek cen przewozów. W różnych branżach powstało wiele firm, korzystających z możliwości, które dla prowadzenia biznesu na terenie całego kraju stworzył transport kolejowy<sup>36</sup>.

Boom telegraficzny rozpoczął się w USA wkrótce po uruchomieniu pierwszego pilotowego połączenia między Washingtonem a Baltimore, co nastąpiło w maju 1844 r. Między 1846 a 1852 r. długość linii telegraficznych w Stanach Zjednoczonych wzrosła ponad dziesięciokrotnie, z ok. 3200 km do 37 200 km. Nadmiar przepustowości spowodował gwałtowny spadek cen i większość firm telegraficznych wypadła z rynku. Ale stworzona infrastruktura nie zniknęła. Zaczęły powstawać nowe firmy usługowe, których model biznesowy opierał się na wykorzystaniu łączności telegraficznej<sup>37</sup>.

Związany z rozwojem Internetu boom na akcje spółek informatycznych i telekomunikacyjnych w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie lat 90. XX w. umożliwił firmom nowych technologii łatwe pozyskiwanie kapitału. Zdaniem Davida Hale'a (2000) *nastąpiła wówczas w USA realokacja kapitału z tradycyjnych branż gospodarki do nowych sektorów, z szybkością i w skali nie do pomyślenia w krajach, gdzie banki są głównym źródłem finansowania zewnętrznego firm*. Choć po boomie nastąpiło załamanie cen akcji w latach 2000–2002 i większość inwestorów poniosła znaczne straty<sup>38</sup>, to inwestycje techniczne i wydatki marketingowe poczynione w okresie boomu spowodowały skokowy rozwój infrastruktury i przyciągnięcie do sieci internetowej milionów klientów, co w następnych latach stanowiło bazę dalszego rozwoju usług internetowych i źródło międzynarodowej przewagi konkurencyjnej gospodarki amerykańskiej.

## 6.3 Ramka 3. Wpływ kryzysu bankowego na PKB i finanse państwa

W „Monetarnej historii Stanów Zjednoczonych” Milton Friedman i Anna Schwartz (1963) pokazali, że kolejne fale bankructw banków w czasie wielkiego kryzysu lat 30. XX w. spowodowały drastyczne ograniczenie podaży pieniądza, co doprowadziło do załamania aktywności gospodarczej. Tezy te zostały rozwinięte 20 lat później przez Bena Bernanke (1983), który podkreślał, że załamanie systemu bankowego było przyczyną, dla której tąpnięcie giełdy w 1929 r. przerodziło się w długotrwałą i głęboką

<sup>35</sup> Por. Wikipedia – English, „Railway Mania”.

<sup>36</sup> Por. Gross (2007b).

<sup>37</sup> Por. Gross (2007a).

<sup>38</sup> Por. Wikipedia – English, „Dot-com bubble”.

recesję. Dopiero rządowy program wsparcia kapitałowego dla banków w latach 1933–1935 umożliwił przełamanie recesji. Do swoich doświadczeń badacza wielkiego kryzysu odwoływał się Bernanke, gdy jako szef amerykańskiego banku centralnego przekonywał we wrześniu 2008 r. kongresmenów o konieczności przeznaczenia olbrzymich środków publicznych na ratowanie banków (Wessel 2009, s. 203–204).

Badacze Międzynarodowego Funduszu Walutowego, analizując historyczne przypadki recesji, stwierdzili, że w porównaniu z recesją niepowiązaną z kryzysem finansowym, recesja współwystępująca z kryzysem finansowym trwa średnio o 70 proc. dłużej, a jej koszt dla gospodarki w postaci skumulowanej utraty PKB jest blisko trzykrotnie większy (Claessens, Kose, Terrones 2014, s. 228).

Autorzy z Departamentu Spraw Fiskalnych MFW przeanalizowali 65 kryzysów bankowych, w 56 krajach wysoko lub średnio rozwiniętych w latach 1980–2011. Bezpośrednie koszty fiskalne tych kryzysów (wspierania banków lub deponentów) wynosiły w kilku przypadkach ponad 40 proc. PKB, przy medianie wysokości 6 proc. PKB. Całkowite skutki fiskalne objawiające się wzrostem długu publicznego w okresie kryzysu przekraczały w niektórych przypadkach 80 proc. PKB, przy medianie wysokości ponad 14 proc. PKB (Amaglobeli i inni 2015, s. 8).

## 6.4 Ramka 4. Jak można mierzyć efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw?

1. Proponujemy, aby obliczać **współczynnik efektywności alokacji** kredytu sektora bankowego dla przedsiębiorstw (dla danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa), przez co rozumiemy *stosunek (iloraz) średniej ważonej efektywności firm korzystających z kredytu bankowego (gdzie wagą jest kwota wykorzystywanego kredytu) do zagregowanej efektywności całego sektora przedsiębiorstw.*

Można to zapisać w postaci formuły:

$$x = y/z$$

gdzie x, y, z oznaczają odpowiednio:

*x – współczynnik efektywności alokacji kredytu dla przedsiębiorstw (dla danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa),*

*y – średnia ważona wartości danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa dla firm korzystających z kredytu bankowego, gdzie wagą jest kwota wykorzystywanego kredytu,*

*z – skonsolidowana wartość danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa dla całego sektora przedsiębiorstw.*

2. Będziemy mówić, że efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw (dla danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa) jest **pozytywna**, jeśli współczynnik x (dla tego wskaźnika) jest *wyższy od jedności* – co oznacza, że banki kierują relatywnie więcej środków finansowych do firm bardziej efektywnych (wg tego wskaźnika efektywności firmy), a ograniczają dostęp do kredytu firmom mniej efektywnym.
3. Będziemy mówić, że efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw (dla danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa) jest **neutralna**, jeśli współczynnik x (dla tego wskaźnika) jest *równy*

*jedności* – co oznacza, że banki kierują relatywnie tyle samo środków finansowych do firm bardziej efektywnych i mniej efektywnych (wg tego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa).

4. Będziemy mówić, że efektywność alokacji kredytu dla przedsiębiorstw (dla danego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa) jest **negatywna**, jeśli współczynnik  $x$  (dla tego wskaźnika) jest *niższy od jedności* – co oznacza, że banki kierują relatywnie mniej środków finansowych do firm o wyższej efektywności (wg tego wskaźnika efektywności przedsiębiorstwa), a więcej do firm, których efektywność jest niższa od przeciętnej dla gospodarki.
5. Dla oceny efektywności przedsiębiorstwa używa się różnych wskaźników. Zatem, opierając się na różnych wskaźnikach efektywności przedsiębiorstwa, będziemy otrzymywali różne współczynniki efektywności alokacji kredytu dla przedsiębiorstw, np.: współczynnik oparty na rentowności aktywów (ROA), współczynnik oparty na rentowności zaangażowanego kapitału (ROCE), współczynnik oparty na rentowności kapitału własnego (ROE), współczynnik oparty na wydajności pracy, współczynnik oparty na rentowności wynagrodzeń.
6. Proponowane wskaźniki (współczynniki efektywności alokacji kredytu) nie służyłyby do oceny pojedynczych decyzji kredytowych, lecz do analizy tego, jak cały agregat, jakim jest kredyt dla przedsiębiorstw, wpływa na efektywność gospodarki.
7. Za pomocą analogicznych wskaźników można analizować, jak wpływają na efektywność gospodarki subwencje publiczne.

## 6.5 Ramka 5. Negatywne doświadczenia państwowej kontroli nad bankami

Raport Banku Światowego (The World Bank 2001, s. 2) stwierdza, że własność państwowa w sektorze bankowym jest niezwykle rozpowszechniona, szczególnie w krajach nisko i średnio rozwiniętych, pomimo wyraźnych dowodów na to, że cele takiej własności są rzadko osiągane, a własność taka zazwyczaj nie wzmacnia systemu finansowego, lecz go osłabia. Własność państwowa w bankowości prowadzi zwykle do wolniejszego rozwoju, mniejszego dostępu do kredytów poza największymi firmami i większego ryzyka kryzysu (The World Bank 2001, s. 154).

W bankach kontrolowanych przez państwo los menedżerów zależy od ich relacji z politykami i od kalendarza politycznego. Doświadczenia wielu krajów pokazują, że taka sytuacja skłania do ulegania w polityce kredytowej naciskom politycznym, czego efektem stają się straty banków, mogące zagrozić ich wypłacalności.

Można przypomnieć przykład z Francji, z czasów socjalistycznego prezydenta François Mitterranda, na przełomie lat 80. i 90. XX w. Francuskie elity polityczne wspierały wówczas ekspansję państwowego banku Credit Lyonnais, realizującego ambicje budowy narodowego championa – konkurenta dla niemieckiego Deutsche Banku. Efektem były olbrzymie straty i konieczność dokapitalizowania banku przez rząd kwotą 20 mld USD, co magazyn „The Economist” (1997) określił jako „największą pojedynczą katastrofę finansową, jaka zdarzyła się kiedykolwiek w świecie zachodnim”.



Możliwości efektywnego nadzorowania banków przez nadzór bankowy są w przypadku banków kontrolowanych przez państwo znacznie mniejsze niż w przypadku banków zagranicznych lub innych banków kontrolowanych przez kapitał prywatny. Bank, mający państwowego właściciela, gdy ma poparcie swoich politycznych mocodawców, może zlekceważyć rekomendacje nadzoru. Przykładem może być sytuacja z czasów światowego kryzysu finansowego, gdy polska Komisja Nadzoru Finansowego zwróciła się do banków o niewypłacanie dywidendy za rok 2008 ze względu na poważne ryzyko i niepewność w gospodarce i w sektorze bankowym. Banki kontrolowane przez zagraniczne grupy bankowe podporządkowały się temu zaleceniu, mimo że ich banki matki bardzo potrzebowały wówczas wsparcia finansowego. Jedynym bankiem, który zlekceważył zalecenie KNF, był PKO Bank Polski S.A., który wypłacił znaczną dywidendę, a jej odpowiednia część trafiła do kieszeni państwowego właściciela, czyli do budżetu państwa (por. Halesiak 2017, s. 35 i Kawalec 2019b). Nie należy więc oczekiwać, że w przypadku zdominowania sektora bankowego przez banki kontrolowane przez państwo nadzór bankowy zdoła powstrzymać niebezpieczne tendencje mogące prowadzić do kryzysu bankowego.

Warte uwagi jest doświadczenie Czech. Tam, podobnie jak w Polsce i w innych krajach regionu, na początku lat 90. XX w., w pierwszych latach transformacji, banki poniosły straty w wyniku złych kredytów i aby zapobiec ich niewypłacalności, zostały wsparte finansowo przez rząd. Po dokapitalizowaniu banki w Czechach zostały częściowo sprywatyzowane, lecz w taki sposób, że państwo utrzymało nad nimi kontrolę. Efekty zachowania kontroli państwa nie okazały się szczęśliwe. Złe kredyty pojawiły się ponownie i pod koniec lat 90. XX w. trzeba było powtórnie przeznaczyć środki podatników na dokapitalizowanie banków. Wówczas zdesperowani politycy zdecydowali się na sprzedaż czeskich banków bankom zagranicznym, aby uniknąć powtórzenia takiej sytuacji. Podczas debaty na Forum Ekonomicznym w Krynicy w 2015 r. członek zarządu czeskiego banku centralnego mówił, że po tych doświadczeniach nikt już w Czechach nie myśli o przywróceniu czeskiej kontroli nad bankami. Ci, którym zależy na tym, by centra decyzyjne działających w naszym kraju banków znajdowały się w Polsce, powinni mieć w pamięci to czeskie doświadczenie. Przejmowanie kolejnych banków przez zależne od państwa instytucje może doprowadzić, w perspektywie kilku lub kilkunastu lat, do sytuacji, w której polska opinia publiczna i rządzący będą przekonani, że trzeba niezwłocznie oddać banki pod zagraniczną kontrolę (por. Kawalec 2019 b).

## 6.6 Ramka 6. Firmy „zombie”

Pojęcie „zombie” używane jest do określenia firm o minimalnej lub ujemnej rentowności, które nie wypadają z rynku, lecz przez lata kontynuują działalność. Terminu tego użyto po raz pierwszy przy okazji analizy wpływu źle ulokowanych kredytów bankowych na przedłużanie stagnacji gospodarki Japonii, która rozpoczęła się na początku lat 90. XX w. (Caballero, Hoshi, Kashyap 2008). Kolejna fala zainteresowania firmami „zombie” związana była z analizą funkcjonowania gospodarek strefy euro w okresie kryzysu po roku 2008.

*Coraz więcej firm „zombie”*

Ekonomiści z Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei (Banerjee, Hofmann 2020, s. 3) szacują, że w grupie 14 badanych przez nich krajów rozwiniętych gospodarczo udział firm „zombie” w populacji spółek notowanych publicznie wzrósł z ok. 4 proc. w latach 80. XX w. do 15 proc. w 2017 r., przy czym aktywa firm „zombie” stanowiły w 2017 r. ok. 6–7 proc. łącznych aktywów spółek giełdowych.

W przypadku Włoch szacuje się, że udział kapitału utopionego w firmach „zombie” w całkowitym kapitale przemysłowym kraju wzrósł z 7 proc. w 2007 r. do 19 proc. w 2013 r. (Andrews, McGowan, Millot 2017, s. 10).

#### *Skutki dla gospodarki*

Firmy „zombie” zużywają zasoby kapitału i pracy, które w innym przypadku mogłyby trafiać do firm bardziej efektywnych. Zwiększanie się udziału firm „zombie” w gospodarce obniża więc przeciętną produktywność zasobów w gospodarce i negatywnie wpływa na dynamikę oraz poziom PKB.

Ekonomistka z Banku Anglii Belinda Tracey (2019, s. 31–32) szacuje, że w latach 2011–2014 w strefie euro blisko 7 proc. kredytu bankowego trafiało do firm „zombie”. Z jej modelu symulacyjnego wynika, że gdyby firmy „zombie” nie otrzymały tego kredytu, natomiast byłaby możliwa ich szybka, uporządkowana likwidacja, to PKB strefy euro w roku 2014 byłoby o 4,6 proc. Wyższe, niż w było w rzeczywistości.

#### *Przyczyny*

Jako główną przyczynę pojawienia się firm „zombie” literatura wskazuje **nierozwiązane problemy banków z niedoborem kapitału**, co skłania je do kontynuacji finansowania firm „zombie”, aby uniknąć sytuacji, że firmy te będą miały zaległości w spłacie kredytów, na które banki będą musiały zrobić odpisy z własnego kapitału<sup>39</sup>. Istotny wpływ na rozpowszechnianie się firm „zombie” mogą mieć również inne czynniki.

- Andrews i Petroulakis (2017) wskazują, że przeszkodą dla uporania się z firmami „zombie” są **niewydolne systemy upadłościowe utrudniające uporządkowaną restrukturyzację lub likwidację firm.**
- Banerjee i Hofmann (2018) oraz Rzońca i Parosa (2020a i 2020b) uzasadniają, że kluczowym czynnikiem dla wzrostu udziału firm „zombie” w gospodarkach krajów rozwiniętych jest **obniżona presja finansowa związana z utrzymywaniem przez długi okres niskich stóp procentowych.**

#### *Obawa przed wzrostem udziału firm „zombie” w wyniku pandemii COVID-19*

W Europie i w USA wyrażane jest zaniepokojenie, że ubocznym skutkiem potężnej interwencji rządów i banków centralnych, wspierającej gospodarkę w czasie pandemii COVID-19, będzie utrzymywanie przy życiu coraz większej liczby firm „zombie”, co będzie miało negatywny wpływ na możliwości wzrostu gospodarki. Por. „Financial Times” (2020), „The Economist” (2020), Lynch (2020).

<sup>39</sup> Por. Caballero i inni (2008), Schivardi, Sette, Tabellini (2017), Andrews, McGowan, Millot (2017), Banerjee i Hofmann (2020, s. 3).

## LITERATURA

- Altavilla, Carlo, Francesca Barbiero, Miguel Boucinha, Lorenzo Burlon (2020), „The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions”, *ECB Working Paper Series*, No 2465, September.
- Amaglobeli, David, Nicolas End, Mariusz Jarmuzek, Geremia Palomba (2015), „From Systemic Banking Crises to Fiscal Costs: Risk Factors”, *IMF Working Paper*, WP/15/166, International Monetary Fund, July.
- Andrews, Dan, Müge Adalet McGowan, Valentine Millot (2017), „Confronting the Zombies: Policies for Productivity Revival”, *OECD Economic Policy Paper* No. 21, December.
- Andrews, Dan, Filippos Petroulakis (2017), „Breaking the Shackles: Zombie Firms, Weak Banks and Depressed Restructuring in Europe”, *OECD Economics Department Working Papers* No. 1443, 16 November.
- Banerjee, Ryan, Boris Hofmann (2018), „The rise of zombie firms: causes and consequences”, *BIS Quarterly Review*, Bank for International Settlements, September, s. 67–78.
- Banerjee, Ryan, Boris Hofmann (2020), „Corporate zombies: Anatomy and life cycle”, *BIS Working Papers* No 882, Bank for International Settlements, September.
- Banerjee, Ryan, Enisse Kharroubi (2020), „The financial vulnerabilities driving firms to the exit”, *BIS Quarterly Review*, December, s. 57–69.
- Bankowy Fundusz Gwarancyjny (2020), „BFG wszczął przymusową restrukturyzację Idea Bank S.A., który zostanie przejęty przez Bank Pekao S.A”, 31 grudnia, <https://www.bfg.pl/bfg-wszczal-przymusowa-restrukturyzacje-idea-bank-s-a-ktory-zostanie-przejety-przez-bank-pekao-s-a/> [Dostęp 10 stycznia 2021, godz.10:40]
- Bank Pekao (2020), „Krajobraz po bitwie. Wyniki sektora przedsiębiorstw w pierwszym półroczu 2020 roku” (Autorzy: Krzysztof Mrówczyński i Kamil Zduniuk), Wrzesień.
- Bats, Joost, Aerd Houben (2017), „Bank-based versus market-based financing: implications for systemic risk”, *DNB Working Paper*, No. 577, De Nederlandsche Bank NV.
- Beck, Thorsten, Berrak Büyükkarabacak, Felix Rioja, Neven Valev (2008), „Who Gets the Credit? And Does It Matter?: Household vs. Firm Lending across Countries”, *Policy Research Working Paper* 4661, The World Bank, July.
- Berkes E. G., Panizza U., Arcand J-L. (2012), „Too Much Finance?”, *IMF Working Papers*, No. 12/161.
- Bernanke, Ben S. (1983), „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression”, *American Economic Review*, vol. 73 (3), ss. 257–276.
- Borsuk, Marcin (2017), „Implikowany koszt kapitału własnego w polskim systemie bankowym”, *Zarządzanie i Finanse*, Vol 15, no 1, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, s. 5–16.
- Business Insider Polska (2020), „Miliard złotych z PFR dla polskiego producenta węgla. JSW z umową”, 9 grudnia, <https://businessinsider.com.pl/gielda/wiadomosci/tarcza-dla-duzych-firm-jsw-ma-umowe-na-miliard/ffx0v4x> [Dostęp 10 stycznia 2021, godz. 1:45]
- Caballero, Ricardo J., Takeo Hoshi, and Anil K. Kashyap (2008), „Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan”, *American Economic Review*, Vol. 98, no 5, p. 1943–1977.

- Capital Strategy (2012), „Raport dotyczący optymalnej struktury polskiego systemu bankowego w średnim okresie”, Autorzy: Stefan Kawalec i Marcin Gozdek, Warszawa, 31 października, [http://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2013/12/CS-Optymalna\\_struktura\\_sektora\\_bankowego-2012-10-31-Ze\\_streszczeniem.pdf](http://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2013/12/CS-Optymalna_struktura_sektora_bankowego-2012-10-31-Ze_streszczeniem.pdf)
- Capital Strategy (2020a), „Restrukturyzacja finansowa po epidemii COVID-19. Propozycja specjalnego pozasądowego postępowania restrukturyzacyjnego”, Autorzy: Stefan Kawalec, Katarzyna Błazuk i Dariusz Jaszczyński, Warszawa, Wersja druga, 30 kwietnia, <http://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2020/06/Capital-Strategy-Restrukturyzacja-finansowa-po-epidemii-COVID-19-2020-04-30.pdf>
- Capital Strategy (2020b), „Czy specjalne postępowanie restrukturyzacyjne jest nadal potrzebne w świetle rozwiązań zawartych w projekcie Tarczy 4.0.?, Warszawa, 29 maja, <http://www.capitalstrategy.pl/wp-content/uploads/2020/06/Komentarz-2020-05-291.pdf>
- ciekaweliczby.pl (2021), „Ile trwają postępowania sądowe w Polsce?”, [https://ciekaweliczby.pl/sprawnosci\\_sadow\\_2019/#more-3314](https://ciekaweliczby.pl/sprawnosci_sadow_2019/#more-3314) [Dostęp 23 stycznia 2021, godz. 23:50].
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones (2014), „The Global Financial Crisis: How Similar? How Different? How Costly?”, [w:] Stijn Claessens *et al.* (ed), „Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses”, International Monetary Fund, Washington D.C., s. 209–238.
- Consdata.com (2019), „Ultra-Modern Banks in Poland and Their Impact on the Global Banking Sector”, 6 August, <https://www.consdata.com/en/blog/ultra-modern-banks-in-poland-and-their-impact-on-the-global-banking-market> [Dostęp 3 stycznia 2021]
- Czernicki, Łukasz (2017), „The Polish Banking Sector in an Innovation Race”, *The Warsaw Institute Review*, 26 June 2017, [Dostęp 3 stycznia 2021, godz. 13:50].
- De Juan, Aristóbulo (2019), „From Good to Bad Bankers: Lessons Learned from a 50-Year Career in Banking”, Palgrave Macmillan.
- Dobrowolski, Paweł (2021), „Diagnozowanie barier rozwoju. Jak wypracować model rozwoju, który zamieni trwający trzy dekady epizod rozwoju w wielodekadowe dogonienie najbogatszych?”, Raport specjalny, Polski Fundusz Rozwoju, [http://www.dobrowol.org/drobiazgi/diagnostics\\_raport\\_diagnozowanie\\_barier\\_rozwoju.pdf](http://www.dobrowol.org/drobiazgi/diagnostics_raport_diagnozowanie_barier_rozwoju.pdf)
- Dziennik Gazeta Prawna (2018), „Właściciele wiatraków przegrali: NSA każe im płacić podatek od całej elektrowni”, 23 października, <https://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/1314929,wiatraki-w-nsa-podatek-od-farm-od-calej-elektrowni.html> [Dostęp 8 stycznia 2021, godz. 21:25].
- Dziennik Gazeta Prawna (2020), „Bank musi zachować się roztropnie” [*sprawozdanie z debaty pt. „Banki a inwestycje przedsiębiorstw i państwa”*], Prowadzący Łukasz Wilkowicz, uczestnicy: Jan Domanik, Paweł Dobrowolski, Stefan Kawalec, Tomasz Mirończuk, 9 października, <https://www.gazetaprawna.pl/niemaprzyszloscibezprzedsiębiorczosci/artykuly/1493005,debata-nppb-bank-musi-zachowac-sie-roztropnie.html> [Dostęp 10 października 2020, godz.9:05]
- European Commission (2003), „Risk Capital Action Plan: final report highlights success over five years and shows buy-outs up but venture capital down in 2002”, Press release, 6 November.
- European Systemic Risk Board (2014), „Is Europe Overbanked?” (*ed.* Marco Pagano), *Reports of the Advisory Scientific Committee*, No. 4/June (wersja polska: *Zeszyt mBank – CASE nr 132/2014*).
- The Economist (1997) „The lesson of Credit Lyonnais”, „The other scandal of Credit Lyonnais”, July 5.
- The Economist (2020), „The corporate undead: Zombies at the gates”, „Ailing companies: The corporate undead”, September 26.

- Europejski Kongres Finansowy (2020a), „EFC Round-table on Banking Risk – Map of Challenges 2020–2023”, 10 listopada.
- Europejski Kongres Finansowy (2020b), „Mapa wyzwań przed sektorem bankowym. Debata prezesów”, 9 grudnia, <https://www.efcongress.com/wideo/#youtube-1>
- Europejski Kongres Finansowy (2020c), „Makroekonomiczne wyzwania i prognozy dla Polski”, VI edycja, Grudzień, <https://www.efcongress.com/wp-content/uploads/2020/12/Makroekonomiczne-wyzwania-i-prognozy-dla-Polski-grudzień-2020-1.pdf> [Dostęp 5 stycznia 2021, godz. 9:05]
- Financial Times, (2020), „Reasons to fear the march of the zombie companies” (by the Editorial Board), June 24.
- Frączyk, Jacek (2020), „Banki tracą miliardy na niskich stopach. Dla tych mniejszych to zagrożenie”, Business Insider, 30 maja, <https://businessinsider.com.pl/finanse/niskie-stopy-procentowe-nbp-banki-straca-polowe-zyskow/whdrct2> [Dostęp 4 stycznia 2021, godz. 23:45]
- Friedman, Milton, Anna Jacobson Schwartz (1963), „A Monetary History of the United States, 1867–1960”, Princeton University Press.
- Gross, Daniel (2007a), „The bubbles that built America”, [https://money.cnn.com/2007/05/13/news/economy/bubbles\\_gross/index.htm](https://money.cnn.com/2007/05/13/news/economy/bubbles_gross/index.htm) [Dostęp 13 grudnia 2020, 01:55 CET]
- Gross, Daniel (2007b), „The bubbles that built America: The Railroad”, <https://money.cnn.com/galleries/2007/news/0705/gallery.bubbles/2.html> [Dostęp 13 grudnia 2020, 19:00 CET]
- GUS (2020), „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych okresie styczeń-wrzesień 2020 roku”, 23 listopada.
- Hale, David (2000), „Can America Achieve a Soft Landing or Why the Equity Market Boom is an Experiment in Corporate Resource Allocation”, Zurich Financial Services, Inc. [Chicago].
- Halesiak, Andrzej (2017), „Jaki system finansowy dla Polski? Synteza wiedzy na temat zależności pomiędzy systemem finansowym a sferą realną. Rekomendacje dla Polski”, Raporty TEP, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa.
- Halesiak, Andrzej (2019), „Finansowanie polskiej gospodarki: perspektywy i zagrożenia”, [w:] Halesiak i inni (2019), s. 5–29.
- Halesiak, Andrzej, Ernest Pytlarczyk, Stefan Kawalec i Mariusz Więckowski (2019), „Finansowanie polskiej gospodarki: perspektywy i zagrożenia”, *Zeszyt mBank-CASE* nr 160/2019.
- Janecki, Jarosław i Maciej Stańczuk (2021), „Sektor bankowy na zakręcie”, TEP o gospodarce, Informacja prasowa, Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Warszawa, 15 stycznia.
- Jastrzębski, Jacek (2020), „Przewodniczący KNF: Jak rozwiązać problem kredytów frankowych”, *Rzeczpospolita*, 9 grudnia, <https://www.rp.pl/Opinie/312089881-Przewodniczacy-KNF-Jak-rozwiazac-problem-kredytow-frankowych.html> [Dostęp 5 stycznia 2021, godz. 20:20].
- JSW (2020), Raport kwartalny Grupy Kapitałowej JSW S.A. za okres 9 m-cy zakończony 30 września.
- Kawalec, Stefan (2011), „Udomowić banki”, *Gazeta Wyborcza*, 7 listopada.
- Kawalec, Stefan (2019a) „O zależności między rozmiarem sektora finansowego a wzrostem gospodarczym i o tym czym nie powinno być ‘udomawianie’ banków w Polsce”, w: Halesiak i inni (2019), s. 34–38.
- Kawalec, Stefan (2019b), „Udomowienie – tak! Upanstwowienie – nie!”, *Rzeczpospolita*, 26 listopada, <https://www.rp.pl/Opinie/311269893-Udomowienie--tak--Upanstwowienie--nie.html>



- Kawalec, Stefan, Sławomir Sikora, Piotr Rymaszewski (1994), "Dealing with Bad Debts – The Case of Poland", w: "Building Sound Finance in Emerging Market Economies", edited by G. Carpio, D. Folkers-Landau, and T. D. Lane, Proceeding of a Conference held in Washington, D.C., June 10-11, 1993. International Monetary Fund and the World Bank.
- King, Robert G., Ross Levine (1993), „Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol 108 (3), ss. 717–737.
- KNF (2021), „Dane miesięczne sektora bankowego – Listopad 2020”, data aktualizacji: 12 stycznia,
- Ładziński, Andrzej, Joanna Waśko, Tomasz Burczyński, Wioletta Waśko i Kacper Kudlek (2019), „Instrumentalne wszczynanie postępowań karnych skarbowych w trakcie postępowań kontrolnych i podatkowych – Analiza praktyki stosowania art. 70 § 6 pkt 1 ordynacji podatkowej”, Raport podsumowujący wyniki badania danych uzyskanych w trybie dostępu do informacji publicznej, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania „Dom organizatora”, Toruń.
- Langfield, Sam, Marco Pagano (2015), “Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth”, *ECB Working Paper Series*, No. 1797, European Central Bank, May.
- Lombardi, Marco, Madhusudan Mohanty, Ilhyock Shim (2017), „The real effects of household debt in the short and long run”, *BIS Working Papers* No 607, Bank of International Settlements, January.
- Lynch, David J. (2020): „Here’s one more economic problem the government’s response to the virus has unleashed: Zombie firms”, *The Washington Post*, 23 June 2020, <https://www.washingtonpost.com/business/2020/06/23/economy-debt-coronavirus-zombie-firms/>
- Łaszek, Aleksander (2015), „Następne 25 lat. Jakie reformy musimy przeprowadzić, by dogonić Zachód?”, Nadzór merytoryczny: Leszek Balcerowicz i Andrzej Rzońca, Forum Obywatelskiego Rozwoju, Sierpień.
- Mazurek, Filip (2020), „Banks can learn from the Polish Banking Sector”, Sollers Consulting, <https://sollers.eu/insights/banks-can-learn-from-the-polish-banking-sector/> [Accessed January 3, 2021, 01:25 CET]
- Ministerstwo Finansów (2006), „Biała Księga JTT Computer SA i OPTIMUS SA”, grudzień.
- NBP (2017), „Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w I półroczu 2017 r.”, Narodowy Bank Polski, Departament Systemu Płatniczego, Warszawa, Listopad.
- NBP (2018), „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji przedsiębiorstw”, Nr 01/18 (styczeń), Autorzy: Michał Gradzewicz, Zofia Jankiewicz Piotr Popowski Łukasz Postek Katarzyna Puchalska Agnieszka Sawicka i Izabela Tymoczko, Narodowy Bank Polski, Departament Analiz Ekonomicznych.
- NBP (2019), „Raport o stabilności systemu finansowego”, Narodowy Bank Polski, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa, Grudzień.
- NBP (2020a), „Raport o stabilności systemu finansowego. Ocena skutków pandemii COVID-19”, Narodowy Bank Polski, Departament Stabilności Finansowej, Warszawa, Grudzień.
- NBP (2020b), „Porównanie wybranych elementów polskiego systemu płatniczego z systemami innych krajów Unii Europejskiej za 2019 r.”, autor: Wojciech Krawczyk, Narodowy Bank Polski, Departament Systemu Płatniczego, Warszawa, Grudzień.
- PAP (2020), „Nawet 2,94 mld zł wsparcia dla PLL LOT”, *Puls Biznesu*, 18 grudnia, <https://www.pb.pl/nawet-294-mld-zl-wsparcia-dla-pll-lot-1103723?smclient=3f164e7a-7bd5-11e6-874d-0cc47a1256ac> [Dostęp 25 stycznia 2021, godz.23:50]
- Pinto, Brian, Marek Belka, and Stefan Krajewski (1993), „Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms”, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, ss. 213–270.

- Pinto, Brian, Sweder van Wijnbergen (1995), „Ownership and Corporate Control in Poland: Why State Firms Defied the Odds”, *CERP Discussion Paper* 1273, London.
- PwC (2013), „Straty Skarbu Państwa w VAT”, Raport wykonany na zlecenie Fundacji Naukowej Instytut Badań Strukturalnych, Maj, [http://przyjaznykraj.pl/wp-content/uploads/2017/04/pwc\\_straty\\_skarbu\\_panstwa\\_w\\_vat.pdf](http://przyjaznykraj.pl/wp-content/uploads/2017/04/pwc_straty_skarbu_panstwa_w_vat.pdf) [Dostęp 24 stycznia 2021, godz. 19:55]
- Rudke, Maciej (2020), „Cięcie stóp zaszkodzi bankom, nie wesprze akcji kredytowej”, *Rzeczpospolita*, 9 kwietnia <https://www.rp.pl/Banki/304099842-Ciecie-stop-zaszkodzi-bankom-nie-wesprze-akcji-kredytowej.html> [Dostęp 5 stycznia 2021, godz.9:15]
- Rzońca, Andrzej and Grzegorz Parosa (2020a), „Unconventional monetary policy is not a free lunch in Europe or the United States”, Atlantic Council, August 21, <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/unconventional-monetary-policy-is-not-a-free-lunch-in-europe-or-the-united-states/>, [Accessed December 23, 2020, 00:55 CET]
- Rzońca, Andrzej i Grzegorz Parosa (2020b), „Główne banki centralne zombifikuja gospodarkę”, *Rzeczpospolita*, 3 września, <https://www.rp.pl/Opinie/309039873-Andrzej-Rzonca-Grzegorz-Parosa-Glowne-banki-centralne-zombifikuja-gospodarke.html> [Dostęp 23 grudnia 2020, godz. 00:30]
- Sahay, Ratna, *et al.* (2015), „Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets”, *Staff Discussion Notes*, No. 15/08, International Monetary Fund.
- Schivardi, Fabiano, Enrico Sette, Guido Tabellini (2017), „Credit misallocation during the European financial crisis”, Banca D’Italia, Working papers number 1139, September.
- Tracey, Belinda (2019), „The real effects of zombie lending in Europe”, *Bank of England Staff Working Paper No. 783*, March.
- Ustawa (1993), Ustawa z 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz o zmianie niektórych ustaw, tekst jednolity Dz. U. z 2018 r. poz. 1439, <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/download.xsp/WDU19930180082/U/D19930082Lj.pdf>
- Walewski, Mateusz (2018), „Ile wynosi luka podatkowa? Mateusz Walewski to policzył”, podcast audycji radiowej „Świat się chwieje”, prowadzący: Grzegorz Sroczyński, gość: Mateusz Walewski, Radio TOK FM, data emisji: 22 lipca, godz. 9:00, <https://audycje.tokfm.pl/podcast/64955,Ile-wynosi-luka-podatkowa-Mateusz-Walewski-to-policzyl>
- Wessel, David (2009), „In Fed We Trust: Ben Bernanke’s War on the Great Panic”, Crown Business, New York.
- Wikipedia – English, „Dot-com bubble”, [https://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com\\_bubble](https://en.wikipedia.org/wiki/Dot-com_bubble) [Dostęp 13 grudnia, 2020, 11:40 CET]
- Wikipedia – English, „Railway Mania”, [https://en.wikipedia.org/wiki/Railway\\_Mania](https://en.wikipedia.org/wiki/Railway_Mania) [Dostęp 13 grudnia, 2020, 01:40 CET].
- World Economic Forum, „The Global Competitiveness Report”, Geneve (Raporty za okresy od 2011–2012 do 2019).



## Stefan Kawalec

Prezes Zarządu Capital Strategy. Pracował na stanowiskach kierowniczych (głównie jako szef strategii) w dużych instytucjach finansowych (Bank Handlowy w Warszawie SA, grupa Commercial Union/Aviva Polska, grupa PZU). W latach 1989–1994 pracował w Ministerstwie Finansów jako główny doradca ekonomiczny Wicepremiera i Ministra Finansów, a następnie – Podsekretarz Stanu. Współautor planu stabilizacji i transformacji polskiej gospodarki (1989–1990). Kierował restrukturyzacją i prywatyzacją banków państwowych, a w szczególności przygotowaniem i wdrożeniem ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków (1991–1994). Ukończył Uniwersytet Warszawski i jest magistrem matematyki.

## Katarzyna Błażuk

Od kwietnia 2012 do stycznia 2021 pracowała w Capital Strategy – początkowo jako analityk, a następnie jako konsultant i kierownik analiz samorządowych. Ma wykształcenie ekonomiczne (studia magisterskie w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie) i prawnicze (studia magisterskie na Wydziale Prawa Uniwersytetu Warszawskiego, a także w programie prowadzonym przez Uniwersytet w Poitiers we Francji). Ukończyła studia doktoranckie w Instytucie Nauk Prawnych Polskiej Akademii Nauk i złożyła pracę doktorską związaną z limitowaniem zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego.

Forum Obywatelskiego Rozwoju FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym. FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa. Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w Internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

**Wspieraj nas!** Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wyczerpanego, skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia. Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków, wesprzyj finansowo nasze działania.

**Wyślij przelew na konto FOR (w PLN):  
68 1090 1883 0000 0001 0689 0629.**

Dziękujemy!

**Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR**

ul. Ignacego Krasickiego 9A

02-628 Warszawa

tel. +48 22 628 85 11

e-mail: [info@for.org.pl](mailto:info@for.org.pl)

[www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)

Partnerem raportu jest Press Glass

 **PRESSGLASS**