

BANK I KREDYT

Czasopismo NBP poświęcone ekonomii i finansom
National Bank of Poland's Journal on Economics and Finance

- 3 **Zbigniew Hockuba**
Common European Currency: Challenge to Poland
Openings remarks at the conference on: "Common Currency and its Future: Lessons for the New Member States", Warsaw, 15 October 2008
Wspólna europejska waluta. Wyzwanie dla Polski
Uwagi wprowadzające podczas konferencji „Wspólna europejska waluta i jej przyszłość: wnioski dla nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej”
- 6 **Martin Mandel, Vladimír Tomšík**
Monetary Approach to Inflation – Model of Inflation in a Small Open Economy and its Application to the Czech Republic in the Period 1996–2007
Podejście monetarne do kwestii inflacji. Model inflacji w małej, otwartej gospodarce i jego zastosowanie w Czechach w latach 1996–2007
- 14 **Ewa Stanisławska**
Do Polish Consumers and Bank Analysts Learn How to Forecast Inflation?
Czy polscy konsumenci i analitycy bankowi uczą się prognozować inflację?
- 24 **Janusz Czarzasty**
Wpływ kryzysu płynności związanego z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych na hurtowy rynek polskich obligacji skarbowych na przykładzie Rynku MTS Poland
The Impact of the Liquidity Crisis Connected with the American Market of Mortgage Credit on the Wholesale Polish Treasury Market – the MTS Poland Market Example
- 36 **Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Agnieszka K. Nowak, Artur Lewandowski**
Preferencje polskich gospodarstw domowych w zakresie korzystania z usług finansowych. Wyniki badania ankietowego
Preferences of Polish Households in Using Financial Services. Survey Results
- 48 **Olga Stefko, Katarzyna Czajczyńska**
Zainteresowanie produktami bankowymi wśród studentów na przykładzie Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu
The Interest in Banking Products for Students on the Example of University of Life Sciences in Poznań
- 56 **Wojciech Rogowski**
Jan Majewski, *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii*
Review of the book by Jan Majewski, *Financial Markets and Corporate Governance in Japan*
- 64 **Andrzej Wernik**
Kamilla Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*
Review of the book by Kamilla Marchewka-Bartkowiak, *Theory and Practice of Public Debt Management in EU Member States*
- Europejska Integracja Monetarna (educational insert in Polish only)**
Kamilla Marchewka-Bartkowiak
Rynek skarbowych papierów wartościowych w strefie euro
Government Securities Market in the Euro Area

Rada Naukowa/Scientific Council

Peter Backé (Oesterreichische Nationalbank), Wojciech Charemza (University of Leicester), Stanisław Gomułka (London School of Economics and Political Science), Marek Góra (Szkoła Główna Handlowa), Marek Gruszczyński (Szkoła Główna Handlowa), Urszula Grzełowska (Szkoła Główna Handlowa), Danuta Hübner (European Commission), Krzysztof Jajuga (Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu), Bartłomiej Kamiński (University of Maryland; The World Bank), Jerzy Konieczny (Wilfrid Laurier University), Wojciech Maciejewski (Uniwersytet Warszawski), Krzysztof Marczewski (Szkoła Główna Handlowa; Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktury), Ewa Miklaszewska (Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie), Timothy P. Opiela (DePaul University, Chicago), Witold Orłowski (Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych; Szkoła Biznesu Politechniki Warszawskiej), Zbigniew Polański (zastępca przewodniczącego/Deputy Chairman, Narodowy Bank Polski; Szkoła Główna Handlowa), Bogusław Pietrzak (Szkoła Główna Handlowa; Narodowy Bank Polski), Wiesława Przybylska-Kapucińska (Akademia Ekonomiczna w Poznaniu), Zbyněk Revenda (Vysoká škola ekonomická v Praze), Michel A. Robe (American University; U.S. Commodity Futures Trading Commission), Michał Rutkowski (The World Bank), Sławomir Stanisław Skrzypek (przewodniczący/Chairman, prezes/President, Narodowy Bank Polski), Adalbert Winkler (European Central Bank, Frankfurt School of Finance and Management), Charles Wyplosz (Graduate Institute of International Studies, Geneva)

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

Piotr Boguszewski, Tomasz Chmielewski, Elżbieta Czarny, Krzysztof Gajewski (sekretarz kolegium redakcyjnego/Assistant Editor), Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Ryszard Kokoszczyński, Adam Koronowski, Wojciech Pacho, Bogusław Pietrzak (zastępca redaktora naczelnego/Deputy Managing Editor), Zbigniew Polański (redaktor naczelny/Managing Editor), Andrzej Rzońca, Cezary Wójcik, Zbigniew Żółkiewski

Zgodnie z wykazem sporządzonym przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego dla potrzeb przyszłej oceny parametrycznej jednostek naukowych, publikacjom naukowym w „Banku i Kredycie” przyznawane jest 6 punktów.

Wersje elektroniczne artykułów publikowanych w „Banku i Kredycie” są dostępne za pośrednictwem serwisu *Social Science Research Network* (<http://www.ssrn.com>)

Electronic versions of the articles published in "Bank i Kredyt" are available at the *Social Science Research Network* (<http://www.ssrn.com>)

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa, Poland

tel.: +48 22 585 43 26

fax: +48 22 826 99 35

e-mail: krzysztof.gajewski@mail.nbp.pl

<http://www.nbp.pl/bankikredyt>

Projekt/Project

DOCTORAD

Skład i Druk/Typesetting and printing

Drukarnia NBP/Printing House of the NBP

Korekta/Editing

Departament Komunikacji Społecznej NBP/Department of Information and Public Relations NBP

Prenumerata/Subscription

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora (dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób zamieszkających za granicą, realizowane są od dowolnego numeru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są przyjmowane na okresy kwartalne w terminie: do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 - na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na IV kw. br. Informacje o warunkach prenumeraty w „RUCH” SA OKDP, ul. Jana Kazimierza 31/33 00-958 Warszawa, można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20.

www.ruch.pol.pl

Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy:

Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej,

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa,

nakład: 1200

konto:

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy

nr konta: NBP DOR 871010-0000-0000-1323-9600-0000

2009 r. - 204,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł

Common European Currency: Challenge to Poland

Openings remarks at the conference on: "Common Currency and its Future: Lessons for the New Member States", Warsaw, 15 October 2008

Wspólna europejska waluta. Wyzwanie dla Polski

Uwagi wprowadzające podczas konferencji „Wspólna europejska waluta i jej przyszłość: wnioski dla nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej”

*Zbigniew Hockuba**

The current crisis that poses an unprecedented challenge to the world's major central banks, including the European Central Bank, is also a challenge for European economic and monetary integration. In the opinion of some commentators, the euro area, which celebrates its 10th anniversary this year and is proud of the good progress and numerous successes in integration (European Commission 2008), is not fully prepared to stave off the effects of the financial crisis.

Undoubtedly, the present financial crisis is one of the major economic developments of recent years. The depth of the crisis is vast and so is the scope of tensions it has generated. Federal Reserve Chairman Ben Bernanke, who addressed the National Association for Business Economics on 7 October 2008 and discussed the steps taken by both the Fed and the Bush administration, said: "These are momentous steps, but they are being taken to address a problem of historic dimension" (Bernanke 2008). By referring to the historic dimension Bernanke meant the threat of collapse of the whole financial system of the United States and other countries of the world. The threat may produce huge negative consequences

to the functioning of the real economy. Every economy needs credit to provide funding to current economic processes whereas absence of liquidity may indefinitely halt regular economic activities. The U.S. economy has already slowed down considerably, its housing sector is in deep recession and the unemployment rate has risen to over 6 percent. According to some forecasts, GDP is even expected to fall next year.

Only a few months ago, many economists argued that Europe might avoid the crisis. This reasoning was called a decoupling hypothesis. According to this concept, the growth paths of the United States and Europe were to be largely independent of each other. However, the course of the developments has falsified this hypothesis. As in the case of previous crises, the economic slowdown, albeit delayed, has also affected many euro area countries and may become equally as painful. As a result, the pace of economic growth in the euro area in the second quarter of 2008 slowed considerably. As compared with the first quarter of the year, it dropped to minus 0.2 percent, and amounted to 1.4 percent in comparison with the corresponding

* National Bank of Poland, Member of the Management Board; University of Warsaw, Economic Sciences Department. Opinions presented in this speech reflect the author's personal views. The author would like to thank Michał Brzoza-Brzezina, Tomasz Ciszak, Juliusz Jabłecki, Marek Rozkrut and Ewa Rzeszutek for valuable comments.

period of 2007. The JP Morgan Investment Bank has even recently lowered its 2009 GDP growth forecast in the euro area close to 0 percent. The economic situation varies among countries. Iceland, Ireland, Spain, Italy and Denmark have so far been the worst affected countries, while Germany and France have been affected to a lesser extent.

Speaking of the situation the world economy is in, it is worth pausing for a moment to reflect on the resilience of the Polish economy to shocks related to the financial crisis and heightened inflation on the fuel and food markets. The Polish economy has not reported any considerable negative effects of the global financial crisis as yet. A drop in confidence caused prices on the Warsaw Stock Exchange to fall considerably but the real economy has so far not been affected by the declines. Economic slowdown is expected in 2009, but it should be moderate. After an increase observed throughout 2007 in line with the global trend, inflation most likely peaked in summer 2008. Our forecasts indicate a gradual fall of inflationary pressure. The Polish banking system is widely regarded as stable and free from risky mortgage market-related instruments. This is confirmed by assessments made by the Polish Financial Supervision Authority and results of analyses conducted at the National Bank of Poland. Admittedly, some liquidity problems have recently occurred in the interbank money market but it has to be pointed out that they stem mainly from the drop in general confidence in the global financial markets. The NBP's activities related to the announcement of a confidence package containing liquidity-enhancing instruments, should improve the situation in this respect.

Let's go back for a moment to the claim shared by many observers that the current financial crisis poses a challenge to the euro itself. A crisis is always a test for the existent structures and solutions. The crisis-related shocks are a test of the stability and resilience of the system and its adaptability. Until now the euro seems to be the world's most successful project regarding the creation of a monetary union. Joaquín Almunia, the European Commissioner responsible for Economic and Monetary Affairs, told at the EU conference organized to mark the 10th anniversary of the launch of the euro that the single currency is a major success, that it has created a zone of macroeconomic stability, has contributed to growth in employment, has increased trade between the EU Member States, as well as enhanced investment and financial integration. The euro has become the symbol of growing political integration in Europe and a pillar of the international monetary system. Surely, this assessment has not been changed by the developments taking place during a few months following the conference. Nevertheless, the single currency faces the entirely new challenges caused by the intensified crisis in the world and its impact on the financial and economic systems of the euro area.

It is not my goal to fully identify these challenges. However, I would like to highlight the problem that from today's point of view seems to be the most essential. The issue concerns the preparation of the euro area to defend itself against the effects of the financial crisis in an effective manner. When the crisis started it was clear that a European institutional framework for cross-border banking supervision was not in place. The Memorandum of Understanding, signed by the finance ministers, the presidents of the central banks and the presidents of the financial supervisory authorities of the European Union countries, which entered into force on 1 June 2008 does not solve the issues related to ensuring financial stability in the European Union. The European Commission and the European Parliament continue their work on developing a new set of regulations. It is possible that the existing regulations will be considerably amended. The crisis of Fortis bank, which was saved after the three Benelux countries quickly agreed on a bailout package, showed a certain dysfunctionality of the Stability and Growth Pact. Bail-outs of financial institutions may lead to a substantial increase in the budget deficits and thereby to flouting the Pact's rules, and raise objections from the point of view of the EU state aid regulations. In turn, allowing a financial institution to go bankrupt may have a negative influence on the banking system of the euro area as a whole.

The coming months will show how Europe will cope with the effects of the crisis. On the one hand, every crisis brings threats, but on the other hand, it also creates an opportunity to introduce necessary changes, which would not have been given sufficient support had the crisis not occurred.

Let me now proceed to issues related to Poland's preparation to adopt the common currency. As you know, Poland pledged to adopt the euro when it signed the Accession Treaty, but the date of fulfilling this obligation was not specified. It is within the Polish government's discretion and this decision should be taken in consultation with the National Bank of Poland. In the first half of September 2008, the Polish Prime Minister Donald Tusk confirmed the country's readiness to adopt the euro in a few years' time. Following this declaration, steps have been taken by the government and the NBP to ensure the fulfilment of the Maastricht convergence criteria in 2011, and to prepare the so-called path of entry to the exchange rate mechanisms (ERM II).

As you are well aware of, countries bidding to join the euro area are required to meet the formal monetary and fiscal criteria laid out in the Maastricht Treaty. Currently, Poland fulfils the fiscal, inflation and interest rate criteria. In the past few years, Poland's economic growth rate was high, above 6 percent, which facilitated the fulfilment of the criteria. There are some concerns about the inflation criterion. Although Poland still fulfils

this criterion, in the past few months the average annual inflation has been running exactly at its upper bound. It is worth pointing out that in July and in August, the CPI stood at 4.8 percent, which meant that Poland was a country with the lowest inflation rate in the region. Only Slovakia reported similar indicators.

It is known that the process of integration with the euro area entails economic benefits. Fulfilment of the convergence criteria leads to low inflation and reduction of the public sector debt, whereas the adoption of the single currency reduces transaction costs and foreign exchange risk. However, theoretical research on the concept of optimum currency areas, started by Mundell (1961) and McKinnon (1963), and further developed by Frankel and Rose (1998), as well as the experience of the euro area countries show that the fulfilment of the formal convergence criteria provides no guarantee that the outcome of the adoption of the euro by a given country will be always positive. The example of Portugal, which after the accession to the euro area was for many years grappling with the issues of low growth and high unemployment, is especially telling here. The lesson of Portugal suggests that a country which intends to participate in a monetary union should carry out a number of structural reforms before it adopts the single currency. Making the labour and product markets more flexible is one of those activities that foster the maximisation of chances and minimalisation of threats related to monetary union membership, according to extensive literature covering the subject. Improvements in this area increase the capacity of the economy to effectively respond to asymmetric shocks and at the same time reduces the cost of losing the tool of autonomous monetary policy. The lower the flexibility of the economy bidding to become a member of the euro zone, the bigger emphasis should be put on

the similarity of its structure and convergence of the economic cycle with the countries forming the currency union. Generally speaking, membership of the euro area implies participation in a demanding economic project for which one has to be well prepared.

The problem of a likely contradiction between the process of nominal and real convergence has emerged in discussions on New Member States and euro adoption criteria. In the New Member States that exhibit a relatively lower level of economic development, the average price level is considerably lower than that in the developed countries. The structural changes that are taking place, the increase in labour productivity, and the related Balassa-Samuelson effect raise the average price level. Following entry into the euro area, higher inflation will lead to a drop in real interest rates. How the economy will respond to this and how it will adjust to the new equilibrium is a vital problem that requires further in-depth research.

The process of monetary integration in Europe is the subject of extensive research carried out at academic centres all over the world. The National Bank of Poland has undertaken to prepare a report on Poland's participation in the third stage of economic integration, in particular on specifying euro adoption-related costs and benefits. Today's conference aims to present the results of the research and analyses on the monetary integration, carried out at world's leading universities. The results will be taken into account when preparing the report. I would also like to express my conviction that conclusions included in the report will serve the politicians involved in the decision making process concerning the establishment of a timetable for the adoption of the single currency, as well as assessing the degree of the preparation of the Polish economy to join the euro area.

References

- Bernanke B.S. (2008), *Current Economic and Financial Conditions*, an address before the National Association for Business Economics 50th Annual Meeting, 7 October, Washington, D.C.
- European Commission (2008), *EMU@10 Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union*, "European Economy", No. 2, Brussels.
- Mundell R.A. (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", Vol. 51, pp. 509–517.
- McKinnon R.I. (1963), *Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", Vol. 53, pp. 717–724.
- Frankel J., Rose A. (1998), *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criterion*, "Economic Journal", Vol. 108, pp. 1009–1025.

Monetary Approach to Inflation – Model of Inflation in a Small Open Economy and its Application to the Czech Republic in the Period 1996–2007*

Podejście monetarne do kwestii inflacji. Model inflacji w małej, otwartej gospodarce i jego zastosowanie w Czechach w latach 1996–2007

*Martin Mandel** , Vladimír Tomšík****

received: 13 May 2008, final version received: 6 October 2008, accepted: 29 October 2008

Abstract

The paper analyses a relationship between monetary aggregate M2 and inflation in a small open economy. The relationship between monetary expansion and inflation as well as the framework of dynamics income velocity of money in a small open economy are discussed in greater detail in the paper. The authors have developed a monetary model using the empirical verification of the relationship between monetary aggregate M2 and price development in tradable and non-tradable goods and services in the Czech Republic in the period 1996–2007. The empirical results of the model indicate that money has a significant impact on the price development of non-tradable goods and services.

Keywords: inflation, monetary model, monetary policy, cointegration analysis

JEL: C32, E52, F31, F41

Streszczenie

W niniejszej pracy poddano analizie związek pomiędzy agregatem pieniężnym M2 a inflacją w małej gospodarce o charakterze otwartym. W artykule szczegółowo omawia się związek między ekspansją pieniężną a inflacją, a także ramowy kontekst zmian szybkości dochodowego obiegu pieniądza. Autorzy opracowali model monetarny, poddając empirycznej weryfikacji związek pomiędzy agregatem pieniężnym M2 a ewolucją cen dóbr i usług handlowych i niehandlowych w Czechach w latach 1996–2007. Empiryczne wyniki tego modelu wskazują na znaczące oddziaływanie pieniądza na ewolucję cen dóbr i usług niehandlowych.

Słowa kluczowe: inflacja, model monetarny, polityka pieniężna, analiza kointegracji

* The paper was supported by Grant Agency of the Czech Republic, Project 402/06/0209. The text contains the authors' opinions that need not necessarily reflect or be consistent with the official opinions of the Czech National Bank.

** University of Economics in Prague; e-mail: mandel@vse.cz

*** Czech National Bank; e-mail: vladimir.tomsik@cnb.cz

1. Introduction

"Small" macroeconomic simulation models used in monetary policy for which the name inflation targeting has become accepted usage are based on the post-Keynesian theory (of the so-called horizontalists) about the absolute endogeneity of money in the medium and long run.¹ According to this concept, money in economic relations is a "residual" item that cannot generate inflation pressures. The own model of inflation targeting is mainly based on the theory of "New Keynesians" who do not consider inflation primarily as a monetary phenomenon either.

In a simplified form, models of inflation targeting comprise the IS curve. They also contain a modified and augmented version of the Phillips curve as the relationship of inflation to output gap and inflation expectations. Uncovered interest rate parity and yield curve describing the time structure of interest rates are also usually parts of the model.² The execution of monetary policy is based on the management of short run interest rate through repo operations of the central bank. If money is not included in simulation models used for inflation forecasting, it means that the active role of money in influencing the price level development is not assumed in terms of the model. Money is a variable passively adjusting itself in relationship to real and price processes. Such an assumption is hardly acceptable for a monetary economist and contradicts historical experience. Empirical research mostly confirms Friedman's statement that "inflation is always and everywhere a monetary phenomenon" (Friedman 1963).³

Models of "New Keynesians" based on the so-called gap form⁴ face a lot of both theoretical and practical problems at the same time. Particularly, it is a problem of a huge number of the unobservable variables included into a model (natural equilibrium of real exchange

rate, natural equilibrium of real interest rate, natural rate of unemployment, potential product, expected inflation, expected exchange rate, and risk premium in the uncovered interest rate parity as well as in the yield curve). The natural equilibriums of these real variables are not defined as unambiguous in view of both the theoretical and the empirical concepts. Their contents, if they are to make sense, are connected with the specific formulation of the model. Theoretical economic schools hold the debate whether the natural equilibriums of the real variables are stable. Their stability is questionable especially in transition countries. It poses a serious question whether a combination of purely statistical procedures as filtering off deviations of the observed variables, calibration using information for more mature economics, using great ratios, etc., could solve this problem.

Similar problems also arise when we want to include expected variables in the model (e.g. expected exchange rate under uncovered interest rate parity, expected inflation at the real interest rate). The principle of rational expectations excludes the description of behaviour by one "universally valid" fundamental model because each agent in the market has their individual model. "Small" macroeconomic simulation models use a concept of "model consistent expectations".⁵ This approach enables a model implementation of the forward-looking expectations. Nevertheless, we are afraid that this approach doesn't solve the problem that rational economic agents may form their expectations using different models than the "New Keynesian" models are using. It cannot be ruled out that the expectations of each agent in the market could be formed in a different way than it is predicted by the model.

Theoretical (whether Keynesian or monetarist) purity of a model becomes a "burden" for the practical realisation of monetary policy when the initial postulations of the theory are not satisfied or when we are not able to fill the theoretically correct model with required data. In these cases, prediction results of the "main" model should always be confronted with the development of the so-called monetary indicators. In particular, these are indicators describing the "off-model" area. In models of inflation targeting, these are mainly quantity monetary variables (i.e. monetary aggregates).

The objective of this paper is to analyse a relationship between the development of money supply (monetary aggregate M1 and M2) and the price level fluctuation in the Czech Republic as the case of a small open transition economy. We ask a question whether an increase in the money supply in excess of the real gross domestic product may be a significant signal of future inflationary development. We react to an empirically observed fact that

¹ In a narrow meaning, the debate on an endogeneity of money is a debate on whether the money base (respectively money supply) is really controlled by a central bank. In a broad meaning, it is a debate on the direction and the causality of the monetary transmission mechanism. The followers of Kaldor (1982) and Moore (1988) argue that money supply is fully determined by the previous credit demand which depends on an investment demand as well as on a cash-flow capital demand. In that case, the money supply in the whole inflation process is only a "passive" variable which can even be omitted in the models of inflation.

² The number of equations (including identities) in models of inflation targeting usually ranges between 15 and 20 (e.g. Beneš et al. 2002; Kotlán 2002; Hlédik 2004).

³ De Grauwe and Polan (2005) show that there is a strong relationship between the growth of nominal money supply and inflation in the countries with high inflation. On the other hand, they show the tested relationship is not strong in the countries that have average inflation less than 10%. Nevertheless, it is questionable whether it is correct to test the low and high inflationary countries separately. These doubts come from a statistical fact that the low variability of a variable results into a low statistical significance of empirical estimations. It should be added that De Grauwe and Polan obtained their results running cross-country and panel analyses which were carried out with a dataset of 160 countries and include the time period of 1969–1999.

⁴ The "gap" is to be taken as the difference between the actual and equilibrium variable in a logarithmic form.

⁵ The model-consistent expectations of variable X in their reduced form are formed only by exogenous (respectively predetermined) variables which are included in the model.

the growth rates of monetary aggregate M2 in the Czech Republic in 2004-2007 (annual growth rate) gradually increased from 5.8% to 17%. Our approach enlarges the original monetarist transmission mechanism of the monetary policy which was formulated by Friedman (1956; 1960; 1963). Our model deals with the conditions of a small open economy and it also stresses a difference of the transmission price mechanism for tradable and non-tradable goods and services.

Part 2 contains a theoretical exposition of the relationship between monetary expansion and inflation in the short, medium and long run. Emphasis is laid on the explanation of the dynamics of income velocity of money and on its economic substantiation in conditions of an open economy. In Part 3, a monetary model of inflation is formulated for the relationship between the development of money supply and prices of internationally tradable and non-tradable goods. Part 4 presents econometric verification of the model, statistical and economic evaluation of the results.

2. Monetary approach to inflation – interpretation of the dynamics of income velocity of money

Traditional “textbook” graphs on which Fisher’s (1922) and Friedman’s approaches to the long-run inflation are demonstrated correlate average annual growth rates of money supply with average annual inflation rate in particular countries. Interpretation of these graphs is usually based on a comparatively static approach within a closed economy.⁶ Our dynamic monetary model in a small open economy will be derived from Friedman’s hypothesis about the lag of real growth and inflation behind monetary expansion. This hypothesis makes it possible to develop a discussion about the phases of inflation process in an open economy.

Formally, the model is based on the quantity equation of exchange modified for real gross domestic product⁷

$$MV_Y = PY$$

where we assume that the real gross domestic product (Y) is at a constant ratio to the total volume of economic transactions (T). So the income velocity of money (V_Y) is expressed by the equation

$$V_Y = \frac{V_T}{T/Y}$$

⁶ A dynamic model of inflation based on the quantity equation of exchange was developed for the first time by Cagan (1956). Klaus (1988) formulated a dynamic model for conditions of centrally planned economy with inflexible prices. The dynamics of monetary inflation process is also studied by Kadera and Tran (2008) and Husár and Szomolanyi (2008). However, all above-mentioned approaches and models operate in conditions of a closed economy.

⁷ We assume the equality between real product and real income in this paper.

where V_T is original Fisher’s transaction velocity of money.

2.1. The case of a closed economy

Let us assume that the central bank under the impression of economic recession will “admit” or “select” the policy with a long run high growth rate of money supply. Friedman’s lag of the real product or price level behind the money supply contains important implicit information on the behaviour of income velocity of money in the “short” run. As in the period of “looking around” the economic agents do not immediately increase their demand for goods and services, the income velocity of money (calculated ex post) decreases with monetary expansion. *In the short run* (subscript SR), the relative change in income velocity of money equals the relative change in money supply

$$\hat{V}_{Y,SR} = \hat{M}_{SR}$$

where the caret is a symbol of relative change.

This fact is accentuated mainly by supporters of the so-called theory of money endogeneity (e.g. Rousseas 1960; Davidson 1974) who consider a decline in the income velocity of money under monetary expansion as a proof of the inefficiency of monetarist monetary policy to influence the side of aggregate demand. But the monetarists take a decline in the income velocity of money as temporary only. An increase in the real money balances will motivate with some lag the agents to increase their demand for goods and services (the so-called direct channel).

In the medium run (subscript MR), the demand will increase and the real product will grow. But the income velocity may continue to decline also in this period. It will be the case when:

a) a part of consumer demand is satisfied by the sale of goods from the stocks of finished products,

b) the previously granted business loans in the framework of supplier-customer relations are quickly paid back.

In the “medium” run, it holds good that the relative change in the income velocity of money equals a difference between the growth rate of real product and growth rate of money supply

$$\hat{V}_{Y,MR} = \hat{Y}_{MR} - \hat{M}_{MR}$$

In the long run (subscript LR), the continuing excessive monetary expansion leads to the growth of price level in two stages. In the first stage, there is a “shock” jump of inflation because the income velocity of money returns to its original equilibrium level. This equation holds good for domestic inflation (i.e. for the relative change in the domestic price level)

$$\hat{P}_{LR} = \hat{M}_{LR} - \hat{Y}_{LR} + \hat{V}_{Y,LR}$$

In the second stage, when the economy has already reached the equilibrium trajectory (subscript E), the price level goes up only in relation to a difference between the relative growth of money supply and real product

$$\hat{P}_E = \hat{M}_E - \hat{Y}_E$$

According to the monetarist “long run” approach, inflation on the long run average corresponds to the growth rate of nominal money supply in excess of the growth rate of gross domestic product.

2.2. The case of an open economy

A monetary approach to the balance of payments (e.g. Polak 1957; Johnson 1977)⁸, which assumes the existence of fixed exchange rates, offers another alternative explanation of a decline in the ex-post calculated income velocity of money in the medium run. In an open economy, monetary expansion may be accompanied *in the medium run* by the growth of goods and services imports and by the worsening of the balance of payments. From the aspect of an expenditure approach to the calculation of gross domestic product, the growth of imports ($\Delta IM > 0$) is balanced by the growth of private consumption ($\Delta C > 0$) while the gross domestic product does not change ($\Delta Y = 0$). A decline in the ex-post calculated income velocity of money in a small open economy is the result of these processes⁹

$$\hat{V}_{Y,MR} = \hat{Y}_{MR} - \hat{M}_{MR} = \frac{\Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta EX - \Delta IM}{Y} - \hat{M}_{MR}$$

where the relation $\Delta Y = \Delta C + \Delta I + \Delta G + \Delta EX - \Delta IM$ is valid for a change in the gross domestic product.

It may seem for quite a long time that from the aspect of a small open economy, the world economy creates the “infinitely elastic” supply of goods and services, which makes it possible to maintain the stable domestic price level (and/or low inflation). *In the long run*, the imbalanced monetary expansion is however connected with a monetary crisis sooner or later while the exceeding of the acceptable level of foreign indebtedness of a country is its immediate cause.¹⁰ After domestic currency devaluation, the price level is adjusted by “a jump” again.

⁸ Research on this problem in Czech conditions was conducted e.g. by Kodera and Mandel (1995), Frajt (1996) and Tomšík (2000).

⁹ E.g. in the period from the 2nd half of 1993 to the 1st half of 1996 the year-on-year growth rates of monetary aggregate M2 were considerably high in the CR, approximately at the level of 20%. But the deficit of the balance of payments current account increased from the original surplus of +13 billion CZK in 1993 to the deficit of -117 billion CZK in 1996. In the same period, the inflation measured by consumer price index paradoxically decreased from 18.2% (1993) to 8.6% (1996).

¹⁰ International financial markets monitor especially the ratio indicator gross foreign debt to gross domestic product that should not increase above 40% in its percentage expression. It has to be noted that just before the monetary crisis in May 1997, the CR reached this critical value.

In the systems of floating exchange rates, the adjustment of exchange rates and prices to the imbalanced monetary expansion should be more flexible, in accordance with the relative version of purchasing power parity and with the so-called monetary approach to the exchange rate. A longer lag between the growth of money supply and the exchange rate (and/or price) reaction may occur when there is a parallel influx of foreign capital providing the sufficient supply of foreign exchange.

3. Structural dynamic monetary model of inflation in a small open economy

A structural monetary model of inflation in a small open economy should be based on the separate analysis of price development in internationally tradable goods and internationally non-tradable goods. Data in Table 1 document that the price indices in the CR show markedly different dynamics in the sectors of internationally tradable goods and internationally non-tradable goods.¹¹ The prices of internationally non-tradable goods have been rising faster than the prices of internationally tradable goods in the long run.

The differentiation of these two groups of goods is economically justified in view of a structural monetary model. In the sector of internationally tradable goods, monetary expansion should not immediately lead to the price level growth because a small open economy is in the position of price taker and faces the infinitely elastic foreign supply of goods and services. In agreement with the monetary approach to the balance of payments, monetary expansion leads to the worsening of net trade balance (and/or net current account) in the first stage. The price level growth follows the depreciation of exchange rate that is a reaction to the deficit of trade balance (and/or current account) and growth of foreign indebtedness of the country.

In the price index of internationally tradable goods, (P_T) total lag is given by:

- a) the reaction time of net current account (NCA) development to money supply (M) development,
- b) the reaction time of exchange rate (ER) development to net current account (NCA) development,
- c) the reaction time of the price index development of internationally tradable goods (P_T) to exchange rate (ER) development.¹²

¹¹ In accordance with the Czech National Bank's classification, services are considered as internationally non-tradable goods whereas merchandise is considered as tradable goods. Non-tradable goods are further divided into regulated ones and others. Regulated services comprise e.g. rent control in residential housing, regulation of water tariffs and sewage disposal charges, refuse disposal, urban mass transportation, electricity and gas supplies, health care, education and some other services. The other (unregulated) non-tradable goods involve e.g. couture, uncontrolled renting of residential housing, repair services, air transport, recreation and culture, boarding and lodging, hairdresser services, insurance and other financial services.

¹² The relationship between exchange rate changes and inflation in the transition countries is examined for example by Ca' Zorzi et al. (2007). The older literature but directly focused on the Czech (respectively Czechoslovak) economy is for example Holub (1999) and Mandel (1992).

Table 1. *Price development in the sectors of internationally tradable and non-tradable goods (end of the period, %)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Average of 1993–2007
Consumer prices (100% in total)	18.2	10.2	7.9	8.6	10.0	6.8	2.5	4.0	4.1	0.6	1.0	2.8	2.2	1.7	5.4	6.1
Tradable goods and services (51.4% share)	15.5	9.1	6.4	6.6	6.3	0.7	1.3	2.3	0.4	-2.6	0.1	0.2	-0.8	0.0	7.0	3.6
Non-tradable goods and services (48.6% share)	23.5	10.5	10.6	11.8	16.8	16.8	4.3	6.3	8.6	3.9	2.0	5.5	4.9	3.4	3.9	9.3

Sources: Czech Statistical Office (CSO) and CNB.

These three lags are formally expressed by the following three functional relations¹³

$$P_{T,t} = f_2(ER_{t-k})$$

$$ER_t = f_3\left(\frac{NCA_{t-l}}{Y_{t-l}}\right)$$

$$\frac{NCA_t}{Y_t} = f_4\left(\frac{M_{t-m}}{Y_{t-m}}\right)$$

A straighter and shorter pathway between monetary expansion and price growth is to be expected in the prices of internationally non-tradable goods where domestic prices are not directly anchored to foreign prices. Price movement in this sector will apparently react much faster to changes in domestic demand. Let us assume a lag of only several quarters of the year between money supply development (M) and development of the price index of international non-tradable goods (P_{NT})

$$P_{NT,t} = f_1\left(\frac{M_{t-n}}{Y_{t-n}}\right)$$

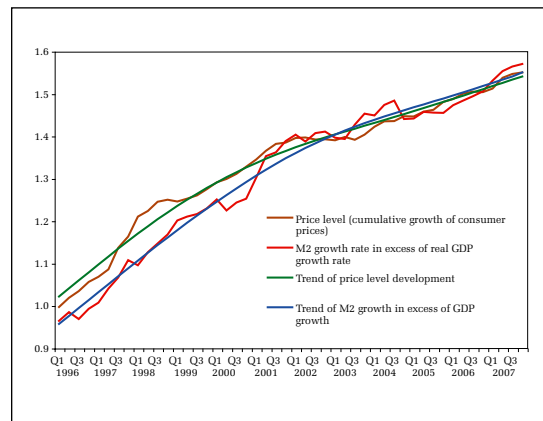
In the following part, the hypothesis about a different influence of money supply on prices in the sectors of internationally tradable and internationally non-tradable goods is tested by cointegration analysis.

¹³ The econometric form of a similar structural model for the Czech economy for the period of the 1st quarter of 1996 to the 4th quarter of 2004 was econometrically tested with success by the vector autoregression model (VAR model) in Arlt et al. (2006) and it confirmed statistical significance of all key relationships and causal linkages from the aspect of the so-called time causality.

4. Testing of long run equilibrium relations in a monetary model

The simplest approach to empirical verification of a monetarist model of inflation is based on the analysis of the relationship between the development of the aggregate price level (consumer price index, quarterly frequency of time series) and the growth of nominal money supply in excess of the growth of gross domestic product by means of correlation

Figure 1. *Consumer Price Index and the growth of nominal money supply in excess of the growth of Gross Domestic Product*



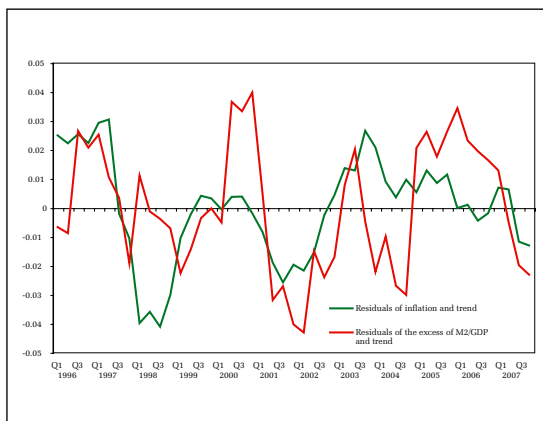
Sources: CSO and CNB.

Table 2. *Granger causality tests*

Null Hypothesis: X does not Granger-cause Y	Lag	Obs.	F-statistics	Probability
M2/GDP → CPI	2	45	4.8594	0.0129
CPI → M2/GDP	2	45	1.8594	0.1690
M2/GDP → CPI	4	43	2.53741	0.0579
CPI → M2/GDP	4	43	0.9292	0.4586

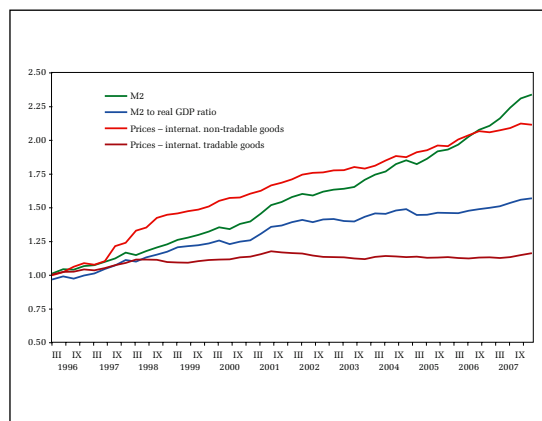
Note: The time series are adjusted for their trend by means of the Hodrick-Prescott filter, so they are stationary.

Figure 2. Residuals after adjustment of the time series for their trend



Sources: CSO and CNB.

Figure 3. Development of Money Supply Index and Price Indices for 1996–2007



Sources: CNB, CSO and own calculations.

coefficients.¹⁴ Figure 1 shows the development of these two variables in 1996–2007.

As expected, the value of the correlation coefficient (0.985) is very high in this case. It is however problematic that the correlation coefficient is calculated from non-stationary time series that may involve the so-called “spurious causality”. For this reason we adjusted the time series for their trend by means of the Hodrick-Prescott filter. Subsequently, correlation coefficients for residual values were estimated (see Figure 2).

The correlation coefficient 0.356 is also positive in this case (no lag is used). The following correlation coefficients were obtained once we ran cross correlation analysis using time lags from $t-0$ to $t-6$: 0.356, 0.396, 0.368, 0.287, 0.230, 0.145, and 0.008. And Table 2 shows results of the Granger causality tests using time lags from $t-2$ to $t-4$.

The results of the performed Granger causality tests published in Table 2 show that there is a one-way

relationship between the excess of M2/GDP and inflation measured by consumer price index. This relationship has been predicted by monetarists.

The statistical methods using the time series which are adjusted for their trend by means of the Hodrick-Prescott filter confirm the expected relationship between money supply (aggregate M2) and inflation in both the short and medium run. A disadvantage of this approach is that by adjusting the time series for their trend we lose a possibility of testing the long-run relationships between the studied variables.

However, the monetarist approach to inflation accentuates relationships in the long run. Therefore, we proceed to the cointegration analysis and to the estimate of the error correction model. In comparison with the traditional regression and correlation analysis (based on the least-squares method), an advantage of this method of econometric analysis is that it enables to test the long run equilibrium relationships without risk of the so-called spurious causality if the given conditions for the time series integration are satisfied. In accordance with our hypothesis about a different inflation influence of money supply growth, we proceed to the desaggregation

¹⁴ We also run the tests using monetary aggregate M1. However, the obtained econometric results were not statistically significant. We also wanted to run the tests using monetary aggregate M3 but this broad monetary aggregate is not available from 1996. The Czech National Bank started reporting monetary aggregate M3 in 2002.

Table 3. Results of the Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test

Variable	Level data (t-statistics)	First difference (t-statistics)
Monetary aggregate M2 to real GDP ratio ($M2/Y$)	-1.5842	-6.3519
Prices of internationally non-tradable goods (P_{NT})	-2.3299	-6.7680
Prices of internationally tradable goods (P_T)	-2.2776	-4.4938
Prices of consumer goods (P)	-2.5516	-4.8531

Note: Critical values at a 1% and 5% significance level for the respective number of observations are -3.5812 and -2.9266 for the first column, and -3.5847 and -2.9281 for the second column.

Table 4. *Cointegration analysis for the prices of internationally (non)tradable goods*

Cointegration relationship	Cointegration coefficient (t-statistics)	Number of cointegration vectors	Coefficient of adjustment (t-statistics)
P_{NT} and $M2/Y$	-1.437 (-30.280)	one (5% significance level)	-0.086 (-3.161)
P_T and $M2/Y$	-0.653 (-13.194)	one (5% significance level)	0.006 (0.689)
P and $M2/Y$	-0.969 (-72.396)	one (10% significance level)	0.030 (0.744)

Note: As for the form of writing the cointegration equation, the sign minus represents a positive relationship between the tested variables.

of consumer price index into prices of internationally tradable and non-tradable goods.

Figure 3 illustrates development of the base index of money supply (monetary aggregate M2), development of the growth of nominal money supply in excess of the growth of gross domestic product and development of base price indexes (prices of internationally tradable and non-tradable goods) for the period 1996-2007 (quarterly frequency).

The figure documents that these are non-stationary time series where it is not possible to use “with impunity” the traditional regression and correlation analysis based on the least-squares method. The augmented Dickey-Fuller unit root test (Table 3) showed that all examined test series were integrated by degree one $I(1)$, i.e. the first differences of the tested time series are stationary.¹⁵ So, we can proceed to the cointegration analysis on the level data; its results are presented in Table 4.

Several important conclusions are drawn on the basis of our results.

Firstly, the prices of internationally non-tradable goods are cointegrated with the development of the monetary aggregate M2 to gross domestic product ratio. Just one cointegration vector on a 5% significance level was found. It is also important that the statistically significant coefficient of adjustment in the error correction model ($k = -0.086$) signals that the price level in the sector of internationally non-tradable goods adjusts itself to a monetary shock. The half-time of adjustment is approximately 24 months (i.e. 2 years).¹⁶

Secondly, the prices of internationally tradable goods are cointegrated with the development of the monetary aggregate M2 to gross domestic product ratio. Just one cointegration vector on a 5% significance level

was found. But the statistically insignificant coefficient of adjustment in the error correction model signals that in the studied period the price level in the sector of internationally tradable goods did not react to monetary shocks by “sufficiently” fast adjustment.

Thirdly, the prices of consumer goods (i.e. total CPI) are cointegrated with the development of the monetary aggregate M2 to gross domestic product ratio, but on a 10% significance level. The statistically insignificant coefficient of adjustment in the error correction model signals again that in the studied period the total price level did not react to monetary shocks by “sufficiently” fast adjustment.

5. Conclusion

Our research based on the correlation analysis, Granger causality tests, and the cointegration analysis supports the idea that the variable of money supply in excess of the real product ($M2/GDP$) is a statistically significant explanatory variable of inflation in the case of the Czech economy in the period of 1996-2007. It indicates that the variable of money supply M2 can be considered a supplementary variable of inflation pressures in the system in which a central bank carries out inflation targeting programme. The cointegration analysis has verified the idea that there exists a long-run equilibrium relationship between price development and money supply in excess of the real product ($M2/GDP$). It is to note that this relationship is the strongest for the development of prices of internationally non-tradable goods.

It is also worthy to note that the results reached high statistical significance even though the examined economy had reported low inflation (inflation did not exceed 10% in the Czech economy in the period 1996-2007). These results do not confirm the pessimism about the relationship between money supply and inflation in low inflationary economies that was expressed by De Grauwe and Polan (2005).

¹⁵ We are aware that the power of the ADF test for short samples is usually low and that is why we also run other tests to examine whether the tested time series are stationary or not. We used Phillips-Perron test as well as Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test and both tests showed that the tested time series were integrated by degree one $I(1)$, i.e. the first differences of the tested time series are stationary.

¹⁶ The half-time of adjustment is calculated from the equation $\tau(1/2) = \frac{-\ln 2}{k}$, where k is the estimated coefficient of adjustment.

References

- Arlt J., Kodera J., Mandel M., Tomšík V. (2006), *Monetární přístup k inflaci – střednědobý strukturální model v otevřené ekonomice (příklad České republiky)*, "Politická ekonomie", Vol. LIV, No. 3, pp. 326–338.
- Beneš J., Vávra D., Vlček J. (2002), *Střednědobá makroekonomická predikce – Makroekonomické modely v analytickém systému ČNB*, "Finance a úvěr", Vol. 52, No. 4, pp. 197–231.
- Bulíř A. (1996), *Exogenita nabídky peněz: některé pochybnosti o předchozím výzkumu*, "Finance a úvěr", Vol. 46, No. 1, pp. 37–43.
- Cagan P. (1956), *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, in: M. Friedman (ed.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Ca' Zorzi M., Hahn E., Sanchez M. (2007), *Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets*, "Working Paper", No. 739, ECB, Frankfurt.
- Davidson P. (1974), *Keynesian View of Friedman*, in: R. Gordon (ed.), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics*, University of Chicago Press, Chicago.
- De Grauwe P., Polan M. (2005), *Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?*, "Scandinavian Journal of Economics", Vol. 107, No. 2, pp. 239–259.
- Fisher I. (1922), *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*, The Macmillan Company, New York.
- Frait J. (1996), *Autonomie monetární politiky a monetární přístup k platební bilanci (aplikace na ČR v letech 1992–1995)*, "Finance a úvěr", Vol. 46, No. 5, pp. 266–280.
- Friedman M. (1956), *The Quantity Theory of Money – A Restatement*, in: *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- Friedman M. (1963), *Inflation: Causes and Consequences*, Asia Publishing House, New York.
- Hlédik T. (2004), *Quantifying the Second-round Effects of Supply-side Shocks on Inflation*, "Prague Economic Papers", Vol. 13, No. 2, pp. 121–141.
- Holub T. (1999), *Ceny v českém zahraničním*, "Finance a úvěr", Vol. 49, No. 5, pp. 253–267.
- Husár J., Szomolanyi, K. (2008), *Dynamický model stability inflačního procesu na bázi kvantitativní teorie peněz*, "Politická ekonomie", Vol. LVI, (in print).
- Johnson H. G. (1997), *The Monetary Approach to the Balance of Payments: A Nontechnical Guide*, "Journal of International Economics", Vol. 7, pp. 251–268.
- Kaldor N. (1982), *The Scourge of Monetarism*, Oxford University Press, Oxford, New York.
- Klaus V. (1988), *Jednoduchý makroekonomický model s explicitním zavedením peněz*, "Finance a úvěr", Vol. 38, No. 12, pp. 821–828.
- Kodera J., Mandel M. (1995), *Monetární přístup k automatickému vyrovnávacímu procesu obchodní bilance*, "Politická ekonomie", Vol. XLIII, No. 1, pp. 71–80.
- Kodera J., Tran V. Q. (2008), *Neoclassical model of price dynamics and the possibility of chaos*, "Finance a úvěr", Vol. 58, (in print).
- Kotlán V. (2002), *Časová struktura úrokových sazeb a měnová politika v malém makroekonomickém modelu*, "Finance a úvěr", Vol. 52, No. 4, pp. 232–254.
- Mandel M. (1992), *Devalvace devizového kursu a inflace*, "Finance a úvěr", Vol. 42, No. 5, pp. 206–214.
- Moore B. J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, Columbia University Press, New York.
- Polak J. J. (1957), *Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problems*, "IMF Staff Papers", Vol. VI, No. 1, pp. 1–50.
- Rousseas S. (1960), *Velocity Changes and Effectiveness of Monetary Policy*, "Review of Economics and Statistics", Vol. 42, No. 1, pp. 27–36.
- Tomšík V. (2000), *Keynesovský a monetární přístup k platební bilanci – aplikace na Českou republiku v letech 1993–1999*, "Politická ekonomie", Vol. XLVIII, No. 3, pp. 353–370.

Do Polish Consumers and Bank Analysts Learn How to Forecast Inflation?

Czy polscy konsumenci i analitycy bankowi uczą się prognozować inflację?

*Ewa Stanisławska**

received: 17 April 2008, final version received: 25 November, accepted: 28 November 2008

Abstract

The aim of the paper is to test whether adaptive learning is a plausible way of describing the formation mechanism of inflation expectations of Polish consumers and bank analysts. I find some evidence that both groups of agents correct their expectations as new information is available. Moreover, it seems that consumers and bank analysts use rather simple forecasting rules and there are no large differences in the learning process between them.

Keywords: adaptive learning, inflation expectations

JEL: C53, D83, D84

Streszczenie

Celem artykułu jest sprawdzenie, czy proces formułowania oczekiwań inflacyjnych przez polskich konsumentów i analityków bankowych można opisać za pomocą adaptacyjnego uczenia się. Wyniki badania sugerują, że obie grupy podmiotów korygują swoje oczekiwania, gdy nowe informacje stają się dostępne. Ponadto wydaje się, że konsumenci i analitycy bankowi używają raczej prostych reguł uczenia się i nie zachodzą znaczne różnice w procesach uczenia się między tymi dwoma grupami podmiotów.

Słowa kluczowe: procesy adaptacyjnego uczenia się, oczekiwania inflacyjne

* National Bank of Poland, Economic Institute, e-mail: ewa.stanislawski@nbp.pl Opinions expressed in this paper are those of the author and do not necessarily represent the views of the institution she works for. The author would like to thank R. Kokoszcyński, T. Łyżniak and two anonymous referees for helpful comments. All errors are of the author.

1. Introduction

The rational expectations hypothesis puts strong informational requirements on economic agents. It is assumed that they know the actual structure of the economy and all its parameters, so forecast errors may result only from unpredictable random shocks. For many economists this assumption seems to be too restrictive and unrealistic. Therefore, recently an interest in developing expectations formation models, which depart from the perfect information assumption, is observed. In the last two decades learning has become one of the most popular approaches.

Writing about learning I refer to a concept of expectations formation in which economic agents revise their forecasting rules as new information appear. In the literature three types of learning might be distinguished: adaptive learning, eductive learning, and rational learning (Evans, Honkapohja 2001). In adaptive learning it is assumed that economic agents act as econometricians who estimate their forecasting rule every period. Eductive learning describes the process of reasoning about possible economic outcomes (in logical time) under the condition that other agents also make the inferring. The third concept, rational learning, refers to Bayesian estimation. It assumes that economic agents know the structural form of economy's model and have prior beliefs about parameter values. In this paper I will focus on adaptive learning approach only, as it is the most often met in the literature.

An important feature of the learning approach to modelling inflation expectations is that developments in the economy influence the way of forming expectations by agents (i.e. estimates of their forecasting rules), and the way economic agents form their expectations influences the outcomes of the economy. This aspect introduces additional dynamics to the economy. From a central bank point of view, it should be noted that assuming adaptive learning in expectations has implications for the conduct of monetary policy (for details see Evans, Honkapohja 2008).

In this paper I make use of the adaptive learning approach to analyse formation mechanism of Polish consumers' and bank analysts' inflation expectations. Previous studies indicated that consumers' inflation expectations do not fulfil unbiasedness and macroeconomic efficiency conditions (Łyziak 2005). However, in the long run consumers tend to adjust their expectations to the actual future inflation, which suggest that they are in some degree forward-looking (Łyziak, Stanisławska 2007). The properties of Polish commercial bank analysts' inflation expectations have not been examined in a rigorous way as far as I know. However, some preliminary evidence combined with studies on the forecasts of economists conducted in other countries (e.g. Baghestani, Kianian 1993; Lloyd Jr.

1999) suggests that this group of agents may also form their expectations in a manner inconsistent with the rational expectations hypothesis. This negative result on expectations' rationality was a motivation to test whether learning is a plausible way of describing their formation mechanism. More specifically, the paper tries to answer the following questions: which forecasting rule and learning algorithm economic agents under consideration use while forming inflation expectations? How fast is the process of learning? Are there any differences in the learning process between consumers and bank analysts? Do they optimally use available information?

The paper is organised as follows. Section 2 contains description of the considered learning schemes and the data on inflation expectations. Section 3 presents empirical results, while section 4 discusses the findings in light of previous studies. The final section concludes.

2. Description of survey data and method of analysis

Generally speaking, the procedure of testing adaptive learning as a possible mechanism of inflation expectations formation requires comparing number of series generated for various learning rules with various learning parameters to empirical measures of inflation expectations (Branch, Evans 2006; Pfajfar, Santoro 2006; Weber 2007). Based on assessment of fit of the simulated data to the actual ones, one can conclude about the plausible learning type, the forecasting rule and speed of learning.

Under adaptive learning economic agents use data available in period t (denoted x_t) and a forecasting rule (called perceived law of motion, PLM)¹ with parameters estimated in the previous period (θ_{t-1}) to formulate inflation forecasts for period $t+h$:

$$\pi_{t+h}^e = x_t \theta_{t-1} \quad (1)$$

In the paper I consider six different PLMs that seem reasonable in forecasting inflation. The choice of PLMs is arbitral. I took under consideration very simple rules which do not put much informational requirements on economic agents, as well as more sophisticated ones.

$$\text{PLM 1: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + \varepsilon_t,$$

$$\text{PLM 2: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + a_{3,t-1}y_{t-2} + \varepsilon_t,$$

$$\text{PLM 3: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + a_{3,t-1}e_{t-1} + \varepsilon_t,$$

$$\text{PLM 4: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + a_{3,t-1}\dot{i}_{t-1} + \varepsilon_t,$$

$$\text{PLM 5: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + a_{3,t-1}\pi_{t+h}^{TAR} + \varepsilon_t,$$

$$\text{PLM 6: } \pi_{t+h} = a_{1,t-1} + a_{2,t-1}\pi_{t-2} + a_{3,t-1}\pi_{t-1}^F + \varepsilon_t.$$

¹ Perceived law of motion describes how economic agents interpret the inflation process. It might correspond with the true (structural) relation in the economy or not.

In the simplest case economic agents form their expectations only on the basis of past inflation data (π_t). Other forecasting rules include also the industrial production index (y_t), the real effective exchange rate (e_t) and the interest rate (i_t). It is also plausible that while forming their expectations they take into consideration the National Bank of Poland inflation target (π_{t+h}^{TAR}) and that consumers incorporate information on forecasts of professional economists² (π_t^F). I tested also other learning rules (containing food prices and bilateral exchange rates), but they did not perform well, so the results are not presented in the paper.

At the end of a period t , as new economic data become available, economic agents re-estimate their PLM. In general terms, the parameters' updating formula might be written in the following recursive form:

$$\theta_t = \theta_{t-1} + \gamma_t Q(t, \theta_{t-1}, x_t) \quad (2)$$

where γ_t denotes the "gain" sequence which determines how strongly parameters react to new data, and $Q(\cdot)$ is a function describing the way in which the parameters are updated. Following Evans and Honkapohja (2001) one might distinguish two types of adaptive learning schemes in which agents correct for their past forecast errors: the least square learning and the stochastic gradient learning. The least square learning (LSL) scheme assumes that economic agents every period run a version of least square regression on their PLM. The stochastic gradient learning (SGL) constitutes a simple alternative to LSL. In this scheme agents also update their estimates according to past forecast errors, but they do not use information on variance-covariance matrix. In both learning schemes one might distinguish a decreasing gain ($\gamma_t = \alpha t^{-1}$) and a constant gain ($\gamma_t = \gamma$) case.³

Additionally, I refer to a modification of LSL and SGL schemes proposed by Pfajfar and Santoro (2006). They assume that agents update their PLM according to new information about future inflation, so function $Q(\cdot)$ includes "future errors".⁴ This version of learning, in contrast to the previous one, presumes more forward-lookingness of economic agents. Further details on all learning algorithms applied in the paper are given in section 3.

The testing procedure is as follows. First, for a given learning scheme, series of inflation forecasts are generated according to (1) and (2). Then I search for the value of γ parameter that minimises the mean square error in the sample, defined as difference between the generated and the actual data on inflation expectations. In the case of constant gain scheme, values of γ parameter

range from 0 to 1, with distance between parameters equal to 0.001. For the decreasing gain scheme ($\gamma_t = \alpha t^{-1}$), series are computed for values of α varying from 0 to 1, also with distance equal to 0.001.⁵ The initial values of the recursive algorithm are set equal to estimation results of PLMs for the pre-forecasting period (01.1996 to 12.1999).

Due to the risk of over-fitting it would be advisable to choose best fitting γ parameters and to assess the performance of PLMs with these parameters on separate samples as done in Branch and Evans (2006) and Weber (2007). However, due to limitations in sample length I cannot afford to split it in two.

As a reference series for inflation expectations, survey measures are employed: one derived from consumer survey carried by Ipsos, and the second based on Reuters pool of bank analysts.⁶ In the consumer survey respondents declare the expected direction and the intensity of price changes during the next 12 months, without providing exact numbers. The survey question is formulated in the following way: *"By comparison with the past 12 months, how do you expect that consumer prices will develop in the next 12 months? They will: (a1) increase more rapidly; (a2) increase at the same rate; (a3) increase at a slower rate; (b) stay about the same; (c) fall; (d) don't know"*. These qualitative answers are then quantified according to the probability procedure (for details see: Łyziak 2005). The second survey includes a question on the expected yearly inflation in the following 11 months.⁷ Its main shortcoming is the small number of respondents which varies from 7 to 29. Both survey series together with the current inflation rate are presented in Figure 1.

Despite the fact that both surveys have long history (Ipsos pool started in 1992 and Reuters in 1996), a much shorter sample, starting in 01.2000, is employed in the analysis. The main reason is that in the nineties Poland experienced high and volatile inflation rates and structural changes, including a change in the monetary regime. In contrast, the post 1999 period is characterised by relatively low, stable inflation and homogeneous monetary policy regime. Moreover, I have to allow some pre-forecasting period to set initial values of parameters in PLMs. The analysis was conducted also on a shorter sample starting in 01.2002, when the disinflation process was terminated, but the conclusions were the same.

² I.e. forecasts of bank analysts from Reuters pool.

³ The type of "gain" parameter affects convergence of learning process to rational expectations. Generally speaking, in the case of decreasing "gain" the process converges, and in the case of constant "gain" it does not converge (Evans, Honkapohja 2001).

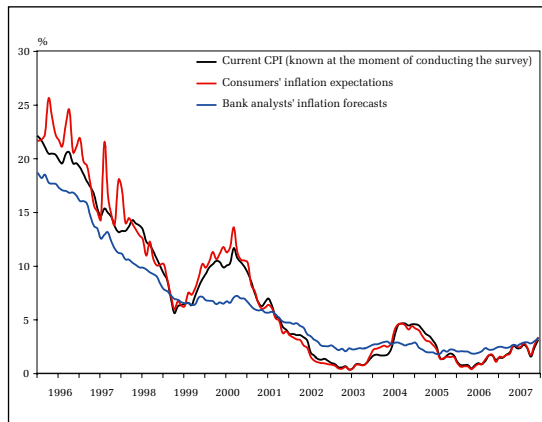
⁴ They borrowed this concept from Fuchs (1979).

⁵ The choice of parameter value range and density of search was based on results of Pfajfar and Santoro (2006) and Weber (2007).

⁶ For description of measurement methods of inflation expectations in general see, for example, Pesaran (1989), and specifically on Polish data see: Łyziak, Stanisławska (2006).

⁷ Before November 2001 the forecasting horizon was equal to 12 months, but in the analysis I adopt homogenous forecast horizon of 11 months in the whole sample.

Figure 1. Current inflation and inflation expectations in Poland, 1996-2007



Source: GUS, Ipsos, Reuters data and own calculations.

3. Empirical results on adaptive learning

This section presents empirical results on the ability of various adaptive learning processes to match survey data on inflation expectations of Polish consumers and bank analysts. Firstly, I focus on least square learning, in which economic agents correct forecasts according to past forecast errors, and secondly on a scheme in which they correct them for new available information on future inflation.

3.1. Learning with regard to past forecast errors

The updating formula of PLM's parameters under least square learning might be written in a recursive form as follows:

$$\begin{aligned} \theta_t &= \theta_{t-1} + \gamma_t R_{t-1}^{-1} x'_{t-h-1} (\pi_{t-1} - x_{t-h-1} \theta_{t-h-2}) \\ R_t &= R_{t-1} + \gamma_t (x'_{t-h-1} x_{t-h-1} - R_{t-1}) \end{aligned} \quad (3)$$

where R_t denotes variance-covariance matrix, and h equals 11 for bank analysts and 12 for consumers. If constant gain scheme is assumed, then γ_t is set equal to a constant. It means that past observations are geometrically discounted (Sargent 1999), so this

learning pattern is more robust to structural changes. If one assumes decreasing gain scheme in which gain parameter is determined as $\gamma_t = \alpha t^{-1}$ ($\alpha > 0$) (3) becomes a version of weighted least squares. If α is set equal to 1, then (3) is equivalent to recursive ordinary least squares (Basdevant 2003).

Results presented in Table 1 support the hypothesis that agents, both consumers and bank analysts, learn from their past mistakes to formulate better forecasts of future inflation. Values of "gain" parameters which fit best survey data (in MSE terms), without regard of learning scheme assumed, differ from zero, but are rather small. It seems that the learning process describes the behaviour of bank analysts better, as MSE statistics for this group of agents are significantly smaller than for consumers. As one compares two learning types: constant gain and decreasing gain, it turns out that for most of PLMs better fit is obtained in the case of the latter. It means that the process of forming inflation expectations by Polish economic agents might converge to rational expectations.

It is a little bit surprising that there is so little difference in the learning process between consumers and bank analysts. Both groups of agents seem to formulate expectations based on simple forecasting rules, PLM 1 or PLM 4, which include only the last known inflation rate or the last known inflation and interest rate. The worst performing forecast rule is one containing the real exchange rate (PLM 3). Also a weak performance of PLMs using information concerning the National Bank of Poland's inflation target is somewhat surprising. The reason for which consumers prefer these two simple forecasting rules might be that data on current inflation and interest rates are easily observable and relatively well understood. All data included in the PLMs under consideration are published by the Central Statistical Office (GUS) or the NBP, but only changes in prices and interest rates are directly observable by consumers in their everyday life (while doing shopping or looking at credit costs). Therefore, the cost of collecting and processing these data might be lower. It is more difficult to explain why bank analysts do not make use of more information to forecast future inflation as in their case accessibility to statistical data is not a problem. It is possible that they put more weight on quarterly data

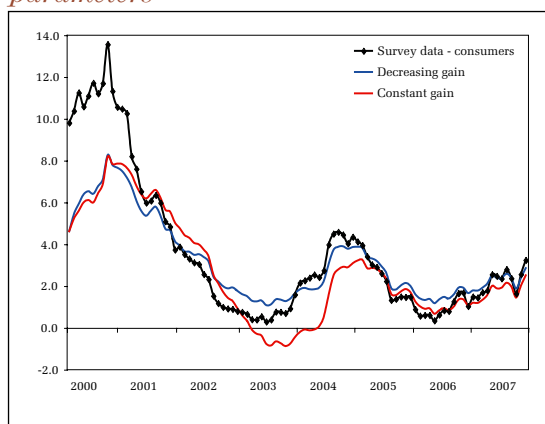
Table 1. Best-fitting gain parameters and MSE (in brackets)^a for least square learning, correction of past errors

	Consumers		Bank analysts	
	constant gain	decreasing gain	constant gain	decreasing gain
PLM 1	0.006 (3.54)	0.031 · t ⁻¹ (2.73)	0.007 (2.34)	0.039 · t ⁻¹ (0.53)
PLM 2	0.005 (5.07)	0.036 · t ⁻¹ (4.28)	0.006 (2.57)	0.049 · t ⁻¹ (1.14)
PLM 3	0.005 (14.23)	0.041 · t ⁻¹ (18.74)	0.010 (10.23)	0.059 · t ⁻¹ (17.81)
PLM 4	0.006 (3.34)	0.035 · t ⁻¹ (2.89)	0.007 (2.06)	0.046 · t ⁻¹ (0.63)
PLM 5	0.001 (13.66)	0.006 · t ⁻¹ (13.94)	0.003 (5.06)	0.015 · t ⁻¹ (6.08)
PLM 6	0.001 (11.81)	0.006 · t ⁻¹ (11.71)	-	-

^a $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h}^e)^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h}^e denotes survey data.

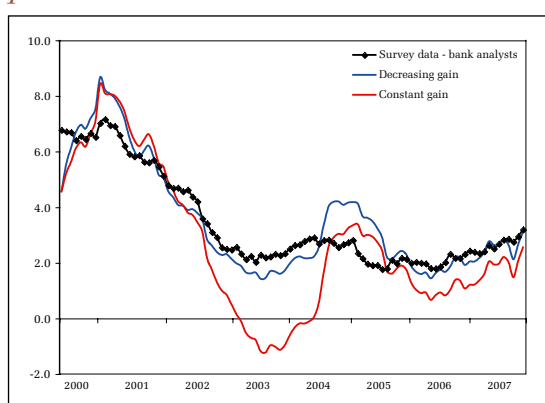
Source: own calculations based on Ipsos, Reuters and GUS data.

Figure 2. Survey data on consumers' inflation expectations and data generated according to PLM 1 with best-fitting gain parameters



Source: own calculations based on GUS and Ipsos data.

Figure 3. Survey data on bank analysts' inflation expectations and data generated according to PLM 1 with best-fitting gain parameters



Source: own calculations based on GUS and Reuters data.

(like GDP figures necessary to estimate output gap) than on monthly indicators. Weak performance of PLM 5 might be accounted for by the low credibility of the NBP among consumers and the history of frequent missing of the target (Łyziak et al. 2007).

Consumers and bank analysts do not differ much in the value of the “gain” parameter: the gain seems to be only slightly higher for the latter. However comparing them is not straightforward due to the difference in the forecasting horizon.

As the results for a simpler learning method, the stochastic gradient, are very similar (see Table in Annex), they are not discussed in detail. The only thing worth noticing is that the stochastic gradient scheme seems to match survey data to a lesser extent than the least square learning. This would suggest that economic agents under consideration use relatively more complicated, closer to rational expectations, ways to form their expectations.

3.2. Learning with regard to “future forecast errors”

Another learning scheme tested in the paper assumes that agents correct their forecasts not with regard to past errors, but to newly appearing information about future inflation. The updating formula for PLMs parameters in this case is as follows:

$$\begin{aligned}\theta_t &= \theta_{t-1} + \gamma_t R_{t-1}^{-1} x_t' (\pi_{t+h} - x_t \theta_{t-1}) \\ R_t &= R_{t-1} + \gamma_t (x_t' x_t - R_{t-1})\end{aligned}\quad (4)$$

Also in this case I have found evidence in favour of learning in the expectations formation process for both groups of agents (Table 2). It means that they use information about future inflation to improve their forecasts. It is worth noticing that values of “gain” parameters are significantly higher than in the case of the learning mechanism described in the previous subsection, but the fit to survey data is generally worse. The decreasing gain scheme seems to outperform slightly the constant gain scheme.

Looking at various forecasting rules, it turns out again that the simplest perceived law of motion (PLM 1) performs relatively well in comparison to more sophisticated ones. Results obtained under this learning type are a little bit more supportive – in comparison to the previous ones – to hypothesis that consumers forming expectations take into consideration professional

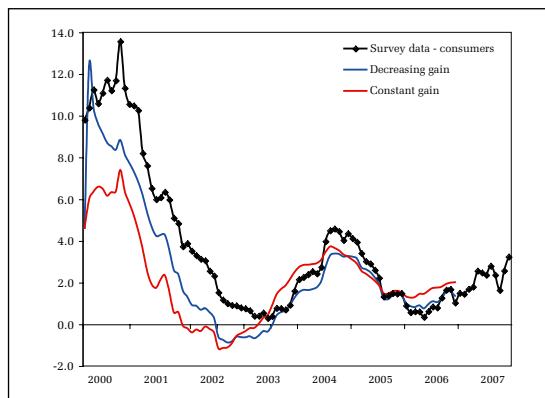
Table 2. Best-fitting gain parameters and MSE (in brackets)^a for least square learning, correction of “future errors”

	Consumers		Bank analysts	
	constant gain	decreasing gain	constant gain	decreasing gain
PLM 1	0.055 (7.59)	0.489 · t ⁻¹ (2.69)	0.216 (3.92)	0.226 · t ⁻¹ (3.28)
PLM 2	0.012 (8.27)	0.188 · t ⁻¹ (5.48)	0.150 (4.71)	0.140 · t ⁻¹ (5.29)
PLM 3	0.160 (10.80)	0.169 · t ⁻¹ (10.86)	0.132 (5.01)	0.170 · t ⁻¹ (7.78)
PLM 4	0.046 (7.62)	0.289 · t ⁻¹ (3.43)	0.187 (4.23)	0.193 · t ⁻¹ (3.38)
PLM 5	0.085 (8.61)	0.226 · t ⁻¹ (5.81)	0.072 (3.36)	0.150 · t ⁻¹ (0.48)
PLM 6	0.060 (8.11)	0.238 · t ⁻¹ (3.91)	-	-

^a $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h}^e)^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h}^e denotes survey data.

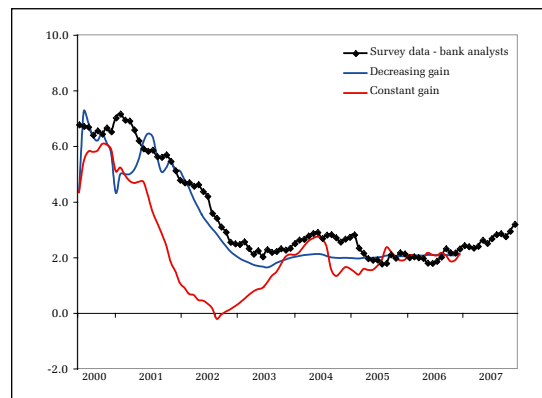
Source: own calculations based on Ipsos, Reuters and GUS data.

Figure 4. Survey data on consumers' inflation expectations and data generated according to PLM 1 with best-fitting gain parameters



Source: own calculations based on GUS and Ipsos data.

Figure 5. Survey data on bank analysts' inflation expectations and data generated according to PLM 5 with best-fitting gain parameters



Source: own calculations based on GUS and Reuters data.

forecasters' opinion about future price developments. In the case of bank analysts, good performance of PLM 5, including the last known inflation rate and the inflation target, is worth noticing. It seems that inflation forecasts of this group of agents are quite anchored and that bank analysts efficiently use information about future inflation changes.

The results for stochastic gradient learning are quite similar, but the fit to survey data is much weaker (see Table 5 in the Annex).

3.3. Discussion of results

The results obtained for Polish consumers and bank analysts are quite in line with results of similar studies conducted on US and euro area data. Pfajfar and Santoro (2006) on the basis of the Michigan Survey find that a significant part of consumers tend to adaptively "learn" while forming inflation expectations.⁸ The authors do not find large differences in fit between least square and stochastic gradient learning or constant and decreasing gain schemes. Moreover, estimated gain parameter values are rather small. Also Weber (2007) finds out that inflation expectations of consumers and professional forecasters in several euro area countries are formed in a way consistent with adaptive learning model. She noticed that simple forecasting rules, like AR(1) inflation process, in general perform better than more sophisticated PLMs. Moreover, she finds some evidence in favour of constant gain scheme⁹, and of higher values of the gain parameter in countries characterised by higher inflation rates. Comparing the learning process

between consumers and professional forecasters, her results suggest that the latter use shorter period of past data to forecast inflation.

The evidence regarding learning in inflation expectations formation confirms the previous findings of Łyziak and Stanisławska (2006) that Polish consumers' inflation expectations are not purely backward-looking. They attempt to improve forecasts of future inflation, and probably use not only information on past inflation, but also on interest rates. Moreover, consumers showed significant forward-lookingness in 2004 in predicting the increase of inflation after Poland's accession to the European Union, as suggested by high gains and good fit of the PLM 1 in "future errors" learning scheme. It is a little bit surprising that there are no significant differences in learning speed between consumers and bank analysts. The distinction between these two groups manifest itself in the efficiency of use of information on future price changes and central bank's inflation target (recall the very good performance of PLM 5 in section 3.2) rather than in the speed of learning.

It is also possible to test whether Polish consumers and bank analysts used an optimal gain – i.e. gain associated with the minimum MSE of forecasts of future inflation – in their learning processes. Branch and Evans (2006) and Weber (2007) find that professional forecasters and consumers do not employ optimal gain while forming inflation expectations. Similar results are obtained for Polish data. Figure 6 and Figure 7 plot the MSE statistics for inflation forecast and for deviations from survey data, as a function of gain parameter¹⁰, for

⁸ They found significant heterogeneity in consumers' behaviour. Agents whose expectations are placed on the right hand side of distribution, tend to formulate forecasts according to adaptive learning scheme. On the contrary, the rest of agents use rather static expectations.

⁹ Although, in her version of RLS with decreasing gain α was restricted to 1.

¹⁰ Optimal gain might be different for consumers and bank analysts due to the differences in their forecasting horizon. Best-fitting gains on Figure 6 and Figure 7 might slightly differ from ones presented in the previous section, as they are set on shorter sample (ending in 2006, not 2007) to assure comparability with optimal gain.

Table 3. Comparison of inflation forecasts accuracy between series generated according to adaptive learning processes with best fitting and optimal gains^a

	Consumers		Bank analysts	
	Forecast RMSE for optimal gain ^b	Forecast RMSE for best fitting gain ^c	Forecast RMSE for optimal gain ^b	Forecast RMSE for best fitting gain ^c
learning with regard to past errors				
Decreasing gain	2.25	2.37	2.19	2.44
Constant gain	2.54	2.96	2.51	2.93
learning with regard to "future errors"				
Decreasing gain	2.33	2.42	1.49	1.89
Constant gain	0.93	1.63	0.79	1.13

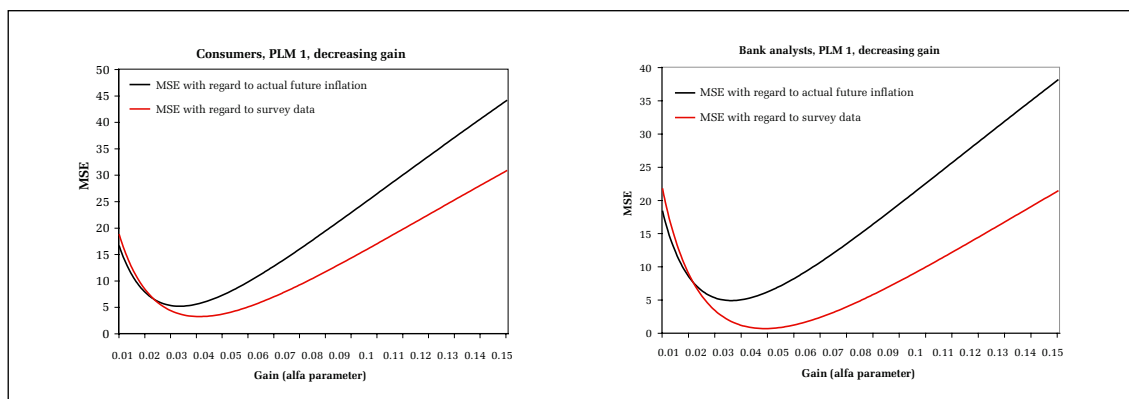
^a All but one statistics refer to PLM 1. The exception is learning with regard to future errors for bank analyst, for which statistics refer to PLM 5.

^b $RMSE = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h})^2}$, where $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with optimal gain, and π_{t+h} denotes the actual future inflation.

^c $RMSE = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h}^c - \pi_{t+h})^2}$ where $\hat{\pi}_{t+h}^c$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with best fitting gain, and π_{t+h} denotes the actual future inflation.

Source: own calculations based on GUS, Ipsos and Reuters data.

Figure 6. Mean square forecast errors^a and mean square deviations from survey data^b as a function of gain parameter - PLM 1, decreasing gain, learning with regard to past errors

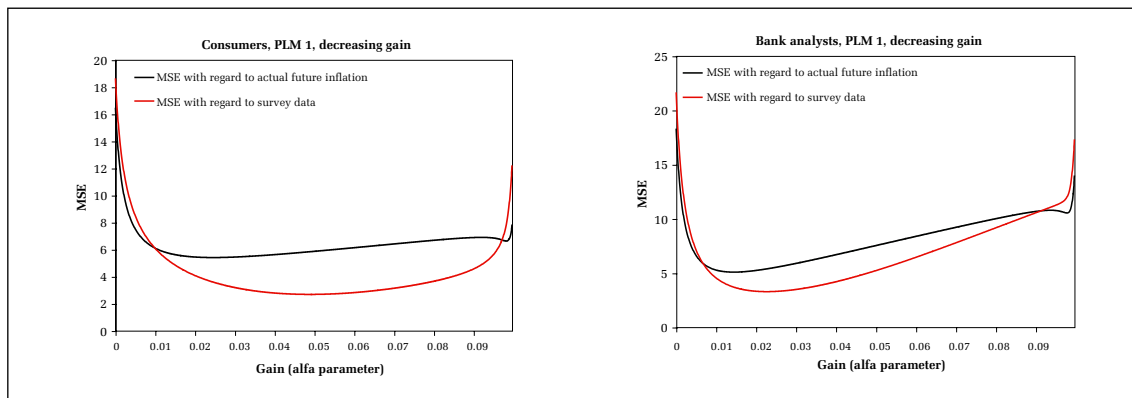


^a $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h})^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h} denotes the actual future inflation.

^b $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h}^s)^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h}^s denotes the survey data.

Source: own calculations based on GUS, Ipsos and Reuters data.

Figure 7. Mean square forecast errors^a and mean square deviations from survey data^b as a function of gain parameter - PLM 1, decreasing gain, learning with regard to "future errors"



^a $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h})^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h} denotes the actual future inflation.

^b $MSE = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\hat{\pi}_{t+h} - \pi_{t+h}^s)^2$, where: $\hat{\pi}_{t+h}$ denotes series generated according to adaptive learning scheme with given gain parameter value, and π_{t+h}^s denotes the survey data.

Source: own calculations based on GUS, Ipsos and Reuters data.

selected learning schemes¹¹. It is clearly seen that values of the best fitting survey data gain (i.e. minimising the MSE calculated with respect to survey data) and optimal gain (i.e. minimising the MSE calculated with respect to future actual inflation) are close to each other, but different. It means that both groups of agents could slightly improve their forecasts' accuracy within adaptive learning algorithm (Table 3).

4. Conclusions

The results of this study suggest that the formation process of inflation expectations of Polish consumers and bank analysts might be described by adaptive learning. Both groups of agents correct forecasts in accordance with past errors, and with new information about future inflation. I find some evidence in favour of least square learning and decreasing gain as compared to stochastic gradient learning and constant gain scheme. Nevertheless, it is possible that other kind of learning, i.e. eductive or rational, takes place, but it wasn't tested.

The learning algorithm is vastly important in the modelling of expectations. However, it also gives information about the processing skills of economic agents and the amount of information they use while forming forecasts. It seems that Polish economic agents use a relatively more complex way of forming expectations and their forecasts might converge to rational expectations.

If one considers adaptive learning in its traditional meaning, i.e. as correcting for past errors, it turns out that economic agents while formulating their expectations employ rather simple forecasting rules, which include the past inflation rate or the past inflation rate and the interest rate. There are no large differences between consumers and bank analysts in the learning process with regard to speed of learning or variables taken under consideration in formulating forecasts. However, the generated series imitate the behaviour of bank analysts more precisely than that of consumers.

If one allows consumers and bank analysts to correct their predictions as new information about future inflation appears, i.e. to revise forecasts with regard to "future errors", the difference between these two groups becomes more apparent. Bank analysts seem to employ information on the central bank's inflation target and future price changes to a greater degree than consumers.

Finally, both groups of agents could slightly improve the accuracy of their forecasts within the given adaptive learning scheme, as best fitting gains differ from optimal gains.

The caveat is that due to a relatively short sample both: the choice of parameters' values and the assessment of the performance of competitive PLMs and learning types is done on the same sample. Therefore, as more data is gathered, it would be advisable to repeat this analysis for two periods: "in-sample" and "out-of-sample".

¹¹ Results for other learning schemes are very similar, so are not presented here.

Annex. Results for Stochastic Gradient Learning

Under stochastic gradient learning economic agents do not take account of second moments of independent variables in PLM, so the recursive algorithm of parameters' updating might be written as follows:

- for learning with regard to past forecast errors:

$$\theta_t = \theta_{t-1} + \gamma_t x'_{t-h-1} (\pi_{t-1} - x_{t-h-1} \theta_{t-h-2}) \quad (5)$$

- for learning with regard to "future forecast errors":

$$\theta_t = \theta_{t-1} + \gamma_t x'_t (\pi_{t+h} - x_t \theta_{t-1}) \quad (6)$$

Table 4 and Table 5 present results obtained for both types of stochastic gradient learning.

Table 4. Best-fit gain parameters and MSE (in brackets) for stochastic gradient learning, basic scheme (correction of past errors)

	Consumers		Bank analysts	
	constant gain	decreasing gain	constant gain	decreasing gain
PLM 1	0.001 (12.07)	0.007 · t ⁻¹ (7.54)	0.001 (16.22)	0.005 · t ⁻¹ (13.62)
PLM 2	0.001 (17.19)	0.006 · t ⁻¹ (7.76)	0.001 (17.47)	0.005 · t ⁻¹ (11.34)
PLM 3	0.001 (10.44)	0.008 · t ⁻¹ (9.84)	0.001 (14.25)	0.007 · t ⁻¹ (16.95)
PLM 4	0.001 (12.13)	0.009 · t ⁻¹ (8.01)	0.001 (15.92)	0.006 · t ⁻¹ (13.52)
PLM 5	0.001 (7.05)	0.007 · t ⁻¹ (2.77)	0.001 (3.45)	0.005 · t ⁻¹ (1.06)
PLM 6	0.001 (8.66)	0.004 · t ⁻¹ (4.85)	-	-

Source: own calculations based on Ipsos, Reuters and GUS data.

Table 5. Best-fit gain parameters and MSE (in brackets) for stochastic gradient learning, extended scheme (correction of future errors)

	Consumers		Bank analysts	
	constant gain	decreasing gain	constant gain	decreasing gain
PLM 1	0.015 (11.74)	0.005 t ⁻¹ (16.28)	0.019 (10.84)	0.004 t ⁻¹ (17.85)
PLM 2	0.001 (10.45)	0.003 t ⁻¹ (11.43)	0.004 (8.89)	0.003 t ⁻¹ (12.71)
PLM 3	0.010 (12.43)	0.031 t ⁻¹ (17.04)	0.012 (7.08)	0.033 t ⁻¹ (16.52)
PLM 4	0.015 (11.67)	0.005 t ⁻¹ (16.24)	0.019 (10.74)	0.004 t ⁻¹ (17.81)
PLM 5	0.007 (8.69)	0.008 t ⁻¹ (8.81)	0.008 (3.99)	0.006 t ⁻¹ (4.31)
PLM 6	0.006 (8.50)	0.007 t ⁻¹ (6.96)	-	-

Source: own calculations based on Ipsos, Reuters and GUS data.

References

- Baghestani H., Kianian A.M. (1993), *On the rationality of US macroeconomic forecasts: Evidence from a panel of professional forecasters*, "Applied Economics", Vol. 25, No. 7, pp. 869–878.
- Basdevant O. (2003), *Learning process and rational expectations: an analysis using a small macroeconomic model for New Zealand*, "Discussion Paper", No. 2003/05, Reserve Bank of New Zealand, Wellington.
- Branch W. A., Evans G. W. (2006), *A simple recursive forecasting model*, "Economic Letters", Vol. 91, No. 2, pp. 158–166.
- Evans G. W., Honkapohja S. (2001), *Learning and expectations in macroeconomics*, Princeton University Press, Princeton.
- Evans G. W., Honkapohja S. (2008), *Expectations, learning and monetary policy: An overview of recent research*, "Working Paper", No. 08/02, University of St. Andrews, School of Economics and Finance, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis, Fife.

- Fuchs G. (1979), *Is error learning behaviour stabilizing?*, "Journal of Economic Theory", Vol. 20.
- Lloyd Jr. B.T. (1999), *Survey measures of expected U.S. inflation*, "Journal of Economic Perspectives", Vol. 13, No. 4, pp. 125–144.
- Łyziak T. (2005), *Inflation Targeting and Consumer Inflation Expectations in Poland. A Success Story?*, "Journal of Business Cycle Measurement and Analysis", Vol. 2, No. 2.
- Łyziak T., Stanisławska E. (2006), *Consumer inflation expectations. Survey questions and quantification methods – the case of Poland*, "Materials and Studies", Paper No. 37, National Bank of Poland.
- Łyziak T., Stanisławska E. (2007), *Consumer inflation expectations in Europe: some cross-country comparisons*, Paper presented at IFO conference „Survey Data in Economics – Methodology and Applications”, 19–20 October 2007, Munich.
- Łyziak T., Mackiewicz J., Stanisławska E. (2007), *Credibility and transparency. Some evidence on inflation targeting in Poland*, "European Journal of Political Economy", Vol. 23.
- Pesaran H. M. (1987), *The limits to rational expectations*, Basil Blackwell, Oxford.
- Pfajfar D., Santoro E. (2006), *Heterogeneity and learning in inflation expectation formation: an empirical assessment*, "Discussion Paper" No 7, University of Trento, Department of Economics, Trento.
- Sargent T. (1999), *Conquest of American Inflation*, Princeton University Press.
- Weber A. (2007), *Heterogeneous expectations, learning and European inflation dynamics*, "Discussion Paper" No. 16/2007, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.

Wpływ kryzysu płynności związanego z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych na hurtowy rynek polskich obligacji skarbowych na przykładzie Rynku MTS Poland

The Impact of the Liquidity Crisis Connected with the American Market of Mortgage Credit on the Wholesale Polish Treasury Market – the MTS Poland Market Example

*Janusz Czarzasty**

pierwsza wersja: 1 września 2008 r., ostateczna wersja: 30 października 2008 r., akceptacja: 14 listopada 2008 r.

Streszczenie

W 2007 r. skutki światowego kryzysu płynności nie były jeszcze poważnie odczuwane na rynkach papierów rządowych. Jednak już wówczas na Rynku MTS Poland można było zauważyć symptomy nasilającego się światowego kryzysu płynności. W 2008 r. po oficjalnym ujawnieniu strat z powodu złej jakości aktywów nastąpiła kolejna faza kryzysu płynności i wzrosła awersja do ryzyka na rynku finansowym. Dotknęła ona również rynki papierów rządowych, powodując spadek płynności tych papierów. Banki coraz silniej zabiegały o utrzymanie płynności i w związku z tym nie angażowały środków nawet w papiery rządowe. Symptomy, które wystąpiły na Rynku MTS Poland już w 2007 r., nie ustąpiły. W I półroczu 2008 r. przybierały na sile. Ich negatywne skutki najbardziej odczuwano w III kwartale – jako konieczność zwalniania uczestników z obowiązków kwotowania na rynku, całkowite zawieszenie aktywności handlowej przez większość banków zagranicznych i coraz mniejszą płynność elektronicznego segmentu hurtowego rynku papierów skarbowych.

Słowa kluczowe: kryzys płynności, kryzys zaufania, awersja do ryzyka, Rynek MTS Poland, papiery skarbowe

Abstract

In 2007 the effects of the world liquidity crisis were not seriously noticeable on the treasury markets. However, last year, the symptoms of the crisis throughout the world could already be observed on the MTS Poland Market. In 2008, after the losses caused by toxic assets were officially revealed, the next phase of the liquidity crisis and risk aversion increase began in the financial markets. The financial crisis also affected Treasury markets, resulting in a liquidity fall. Banks were more and more interested in their own liquidity maintenance thus they were reluctant to invest cash into treasury securities. Therefore, the symptoms of the crisis that had taken place on the MTS Poland Market in 2007 did not recede. On the contrary, in the first half of 2008 the crisis was even stronger. The most negative effects were noticeable in the third quarter of 2008, when it was necessary to release market-making obligations, most of foreign participants suspended their trading activity and the liquidity of the electronic segment of the wholesale treasury market decreased significantly.

Keywords: Liquidity crisis, confidence crisis, risk aversion, MTS Poland Market, Treasury securities

JEL: E44

* MTS – CeTO Spółka Akcyjna w Warszawie; e-mail: janusz.czarzasty@mts-ceto.pl

1. Wprowadzenie

W 2007 r. na rynkach finansowych: północnoamerykańskim i europejskim, ujawniły się negatywne konsekwencje gwałtownego spadku jakości papierów dłużnych emitowanych na bazie złych kredytów hipotecznych rynku amerykańskiego. Przejawem kryzysu było z jednej strony obniżenie się rentowności instytucji kredytowych oraz banków inwestycyjnych, z drugiej zaś istotne obniżenie płynności rynków papierów udziałowych i dłużnych, w pierwszej kolejności rynków zorganizowanych. Do tych ostatnich zalicza się przede wszystkim giełdy oraz pozagiełdowe elektroniczne platformy obrotu instrumentami finansowymi, w szczególności papierami dłużnymi.

W I kwartale 2008 r. następne instytucje finansowe na rynkach zagranicznych ujawniły straty z tytułu aktywów powiązanych z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych. Nastąpiła kolejna faza kryzysu zaufania, a co za tym idzie kryzysu płynności na globalnym rynku finansowym. Dotknął on również rynki papierów rządowych, nawet te uważane dotąd za najbardziej płynne.

Ponieważ zaobserwowane w 2007 r. negatywne zjawiska na Rynku MTS Poland nie zniknęły, lecz przybrały na sile, racjonalne wydaje się postawienie tezy, że kryzys płynności stał się w pierwszej połowie 2008 r. odczuwalny również na polskim wtórnym rynku papierów skarbowych. Oczywiście w Polsce na ewentualne skutki kryzysu z importu nakładają się lokalne czynniki jak wzrost inflacji, a w związku z tym wzrost stóp procentowych NBP i zwiększenie kosztu kredytu oraz rentowności papierów skarbowych, pogłębiające negatywne zjawiska w obszarze płynności wspomnianego rynku. Jednocześnie kryzys jakości aktywów, rodzący kryzys zaufania oraz kryzys płynności rynku, ma bezpośredni wpływ na zachowanie banków, również polskich.

W opracowaniu przedstawiono, na przykładzie Rynku MTS Poland, objawy kryzysu płynności wtórnego hurtowego rynku polskich papierów skarbowych na tle hurtowego rynku polskiego długu skarbowego oraz wybranych europejskich rynków Grupy MTS. Wśród objawów tych są: znaczne obniżenie aktywności transakcyjnej uczestników rynku, poszerzenie się spreadów¹ rynkowych, obniżenie się poziomu wypełnianych przez banki obowiązków, wreszcie zmiana statusu z market-makera na market-takera bądź praktyczne zaprzestanie aktywności rynkowej, nawet z groźbą wycofania się z formalnego uczestnictwa w rynku.

W początkowej części opracowania przedstawiono w skrócie informacje na temat elektronicznego segmentu hurtowego rynku skarbowych papierów wartościowych, jakim jest Rynek MTS Poland. Następnie zaprezentowano pierwsze symptomy światowego kryzysu zaobserwowane na Rynku MTS Poland już w 2007 r. oraz

kształtowanie się obrotów na zagranicznych rynkach papierów rządowych w 2007 r. i w pierwszej połowie 2008 r. W ostatniej części artykułu przedstawiono zjawiska zachodzące nie tylko na Rynku MTS Poland, lecz także na całym hurtowym rynku papierów skarbowych, w szczególności w pierwszej połowie 2008 r.

2. MTS Poland – elektroniczny segment hurtowego rynku papierów skarbowych

Rynek MTS Poland, jak już wspomniano, jest elektronicznym segmentem hurtowego rynku papierów skarbowych w Polsce. Ma on formę zorganizowanego, przejrzystego obrotu papierami skarbowymi, który zapewnia ich właściwą wycenę i dostęp do informacji o tej wycenie (historię Rynku MTS Poland przedstawiono w: Czarzasty 2008) Rynek ten jest również integralną częścią systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), którego celem jest uzyskanie poprawy płynności, przejrzystości i efektywności rynku skarbowych papierów wartościowych (SPW) w celu minimalizacji kosztów obsługi długu publicznego (Ministerstwo Finansów 2007, s. 21) w sytuacji, gdy wartości te uważa się za bardzo pożądane dla dalszego rozwoju rynków papierów rządowych (Kokoszczynski, Sławiński 2000, s. 144). Cały system jest więc istotnym elementem strategii zarządzania długiem publicznym.

Na to, że Rynek MTS Poland sprzyja poprawie płynności i przejrzystości rynku obligacji skarbowych, zwraca się uwagę również w literaturze przedmiotu (Szpunar 2008, s. 244–247). Na Rynku MTS Poland prowadzony jest obrót obligacjami skarbowymi i bonami skarbowymi, zarówno w postaci transakcji rynku kasowego, jak i transakcji warunkowych² typu *repo* i *buy/sell-back*³. Stronami transakcji na Rynku MTS Poland są działające na rachunek własny banki uprawnione (lub ubiegające się o takie uprawnienie w ramach systemu DSPW) do uczestniczenia w przetargach papierów skarbowych organizowanych przez Narodowy Bank Polski na zlecenie Ministra Finansów. Na Rynku MTS Poland codziennie przeprowadzany jest fixing skarbowych papierów wartościowych⁴, którego organizatorem jest, zgodnie z Regu-

² Transakcje warunkowe to transakcje typu *repo* i *buy sell-back/sell buy-back* (BSB/SBB). Transakcje *repo* (*repurchase agreement*) polegają na przeniesieniu przez sprzedającego na kupującego określonych papierów wartościowych po ustalonej cenie. Kupujący zobowiązuje się do zwrotnego przeniesienia, za cenę odkupu, papierów wartościowych równoważnych nabytym papierem wartościowym. Transakcja *repo* jest jedną umową. Transakcje BSB/SBB to dwa odrębne zobowiązania – sprzedaży (zakupu) papierów dłużnych na rynku kasowym i zakupu (sprzedaży) takich samych papierów na rynku terminowym po cenach określonych w dniu zawarcia transakcji.

³ Regulamin Rynku MTS Poland (przyjęty uchwałą nr 124/04 Zarządu MTS-CeTO S.A. w dniu 29 października 2004 r. wraz z późniejszymi zmianami), s. 11–12.

⁴ Fixing papierów skarbowych – zgodnie z Regulaminem fixingu Skarbowych Papierów Wartościowych „działania podejmowane w celu ustalenia kursów fixingowych oraz kursów informacyjnych kupna/sprzedaży dla SPW, zwany dalej Fixingiem SPW”.

¹ Spread – rozpiętość cenowa pomiędzy ofertą kupna a ofertą sprzedaży wystawionymi na rynku obrotu papierami wartościowymi przez uczestników tego rynku.

laminem fixingu Skarbowych Papierów Wartościowych, Narodowy Bank Polski. Fixing przeprowadzany jest dla obligacji bazowych⁵ i innych SPW wyznaczonych przez Ministerstwo Finansów.

Do platformy MTS Poland dopuszczonych jest 33 uczestników bankowych, w tym 17 banków krajowych oraz 16 podmiotów zagranicznych. Z dniem 19 grudnia 2007 r. Rynek MTS Poland został poszerzony o segment instytucjonalny, co umożliwia przystąpienie do platformy niebankowym kwalifikowanym inwestorom finansowym, uczestniczącym w hurtowym obrocie papierami skarbowymi, tj. funduszom emerytalnym, funduszom inwestycyjnym, towarzystwom ubezpieczeniowym oraz firmom zarządzającym aktywami. Segment instytucjonalny zapewnia podmiotom niebankowym bezpośrednie uczestnictwo w Ryнку MTS Poland, umożliwiając dostęp w czasie rzeczywistym do bankowych ofert rynkowych i anonimowe zawieranie transakcji zgodnie z zasadą *best execution*⁶.

Rynek MTS Poland jest jednym z rynków prowadzonych przez Spółkę MTS – CeTO SA, której akcjonariuszami są polskie banki, domy maklerskie, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i włoska spółka MTS S.p.A.

MTS S.p.A. jest z kolei największym operatorem paneuropejskiej platformy dłużnych papierów rządowych i korporacyjnych, działającej we Włoszech – MTS Italy, w Niemczech – MTS Deutschland, Belgii – MTS Belgium, Holandii – MTS Amsterdam, Francji – MTS France, Portugalii – MTS Portugal, Finlandii – MTS Finland, Austrii – MTS Austrian Market, Danii – MTS Denmark, Hiszpanii – MTS Spain, Grecji – MTS Greek Market, Izraelu – MTS Israel, Irlandii – MTS Ireland, Polsce – MTS Poland i Słowenii – MTS Slovenia.

3. Pierwsze symptomy kryzysu

Wspomniane symptomy kryzysu na Ryнку MTS Poland w 2007 r. to: zmiana zachowania banków zagranicznych będących uczestnikami MTS Poland, poszerzenie się spreadów rynkowych oraz spadek obrotów papierów skarbowych i – co za tym idzie – spadek płynności tych papierów.

Zanotowany spadek obrotów w 2007 r. w stosunku do 2006 r. wyniósł 22%. Obroty ogółem (wartość transakcji x 2) w 2007 r. wyniosły 319,6 mld zł, natomiast w 2006 r. sięgnęły 410,4 mld zł. W 2007 r. spadek obrotów nie był więc tak drastyczny jak np. na przełomie 2003 i 2004 r. (por. wykres 1), kiedy w Polsce również

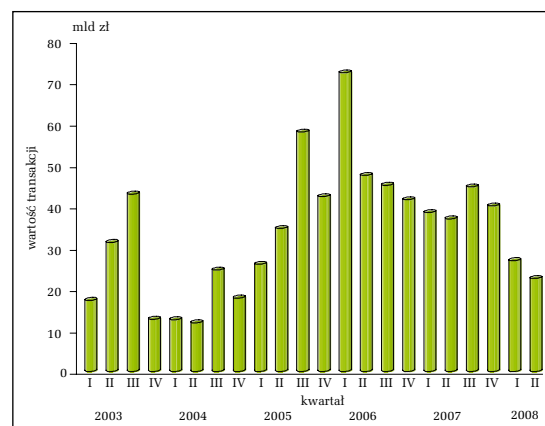
wystąpił kryzys na rynku finansowym, jednak jego źródła były odmienne niż obecnie. W tamtym okresie (IV kwartał 2003 – II kwartał 2004 r.) przyczynami spadku obrotów na rynku papierów skarbowych były obawy o sytuację finansów publicznych w Polsce, pogarszająca się ocena kredytowa państwa, a także niestabilność polityczna w kraju. Zanotowany wówczas spadek obrotów wyniósł około 95% w skali miesiąca (spadek obrotów z prawie 29 mld zł w czerwcu i lipcu oraz 32 mld zł we wrześniu 2003 r. do 1,5 mld zł w grudniu 2003 r.).

Na spadek obrotów na MTS Poland w 2007 r. miały wpływ zarówno sytuacja na rynkach światowych, jak i lokalne czynniki makroekonomiczne.

Skutkiem kryzysu jakości i płynności na światowym rynku finansowym była zmiana zachowań banków zagranicznych na rynku polskim, w tym na MTS Poland. Należy zaznaczyć, że zmiana zachowania banków zagranicznych w 2007 r., którą Rynek MTS Poland odczuł, była symptomem kryzysu na rynkach zagranicznych. Dotyczyła głównie banków, które bezpośrednio, w pierwszej kolejności, zostały dotknięte skutkami kryzysu na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych. Banki te już w 2007 r. ujawniły straty na portfelach amerykańskich papierach dłużnych zabezpieczonych hipotekami w wyniku dokonania znacznych odpisów na spadki ich wartości. Banki te już wówczas podjęły działania w celu ograniczenia swej aktywności handlowej.

Działania te na Ryнку MTS Poland polegały na zmianie statusu uczestnictwa banków, które do tej pory pełniły funkcję market-makerów⁷ polskich papierów skarbowych na status market-takerów i całkowitym zawieszeniu aktywności handlowej (4 banki).

Wykres 1. Wartość transakcji (liczona pojedynczo) na SPW na Ryнку MTS Poland



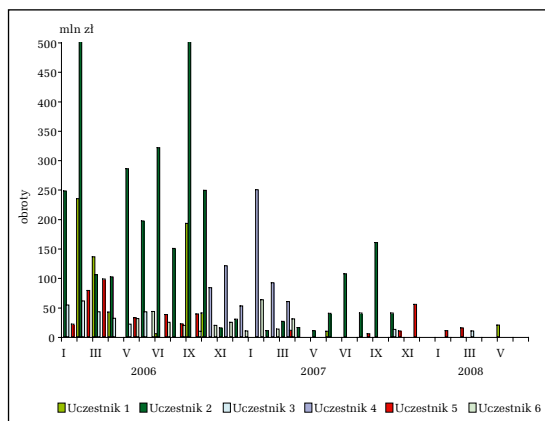
Źródło: dane statystyczne MTS – CeTO SA.

⁵ Obligacje bazowe – obligacje określone przez Ministra Finansów; w szczególności emisje obligacji o stałym dochodzie i terminie wykupu nie krótszym niż jeden rok oraz wartości nominalnej nie mniejszej niż 2,5 mld zł.

⁶ Zgodnie z art. 21 Dyrektywy MIFID zasada ta polega na realizowaniu transakcji i jednocześnie osiągnięciu możliwie najlepszych wyników, z uwzględnieniem: ceny, kosztów, bezwzględności, prawdopodobieństwa realizacji i rozliczenia.

⁷ Uczestnik mający status market-makera kwotuje papiery wartościowe poprzez wystawianie ofert kupna i sprzedaży z określonym spreadem, natomiast uczestnik mający status market-takera nie może wystawiać własnych ofert, a transakcje zawiera poprzez korzystanie z wystawionych na rynku ofert przez market-makerów.

Wykres 2. Wartość transakcji zawieranych przez kilku przykładowych uczestników zagranicznych w okresie styczeń 2006 – czerwiec 2008 r.



Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA.

Swoją działalność transakcyjną zawiesiły również banki zagraniczne uczestniczące w rynku jako market-takerzy (3 banki), które w początkowym okresie uczestniczenia w rynku wykazywały określoną aktywność. Na wykresie 2 przedstawiono słabnącą aktywność wybranych banków zagranicznych, w szczególności w okresie od maja 2007 do czerwca 2008 r. W 2008 r. aktywność handlowa przedstawianych uczestników została prawie całkowicie zawieszona.

Niektóre banki zagraniczne wycofały się z uczestnictwa w konkursie na Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych na 2009 r. organizowanego przez Ministerstwo Finansów (decyzje w tej sprawie zostały podjęte już w 2007 r.)

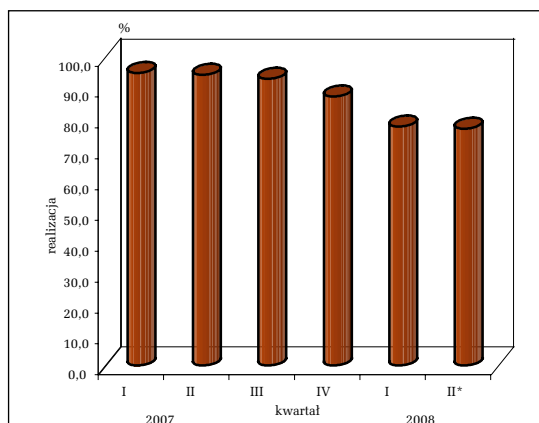
Od marca 2008 r. do banków, które całkowicie zawiesiły działalność handlową, dołączyły kolejne dwa banki zagraniczne, mimo że mają status market-makera i określone obowiązki z tym związane.

Nawiązując do obowiązków market-makerów na elektronicznym segmencie polskich papierów skarbowych, o których mowa zarówno w Regulaminie pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych z dnia 21 września 2007 r., jak i w Regulaminie Rynku MTS Poland, należy zauważyć, że poziom realizacji przez banki obowiązków został znacznie obniżony i to już w IV kwartale 2007 r. (patrz wykres 3).

W III kwartale 2008 r. średni poziom obowiązków wypełnianych market-makera po raz pierwszy w sześciuletniej historii rynku spadł poniżej 80%.

Przedstawionemu zachowaniu banków zagranicznych na MTS Poland w 2007 r. towarzyszyło wycofywanie się tych banków z rynku polskich papierów skarbowych, o czym świadczy spadek wartości portfela papierów skarbowych tej grupy podmiotów, podawanej przez Ministerstwo Finansów w comiesięcznym raporcie *Rynek finansowy*. Na wykresie 4 przedstawiono kształto-

Wykres 3. Stopień wykonywania obowiązków market-makera przez banki na MTS Poland



Objaśnienia:

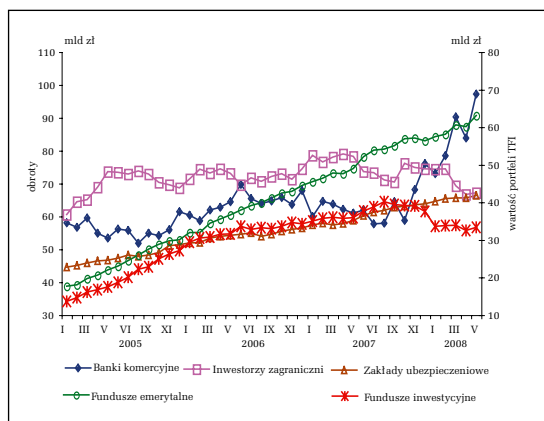
*II kwartał 2008 r. – średnia dla kwietnia i maja.

Obowiązki market-makerów na Rynku MTS Poland polegają na kwotowaniu papierów skarbowych będących papierami bazowymi przez co najmniej 5 godzin dziennie ze spreadem nieprzekraczającym obowiązujących limitów – por. *Regulamin pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych z dnia 21 września 2007 r.*

Źródło: dane MTS - CeTO SA.

wanie się wartości portfeli papierów skarbowych należących do głównych grup inwestorów, w tym do inwestorów zagranicznych. Jak pokazuje wykres, wspomniany spadek wartości portfela należącego do inwestorów zagranicznych w 2007 r. nie był znaczny i w okresie kwiecień – wrzesień 2007 r. wynosił około 10%: z 78,9 mld zł do 70,4 mld zł. Z kolei w październiku obserwowany był ponowny wzrost do wartości 76,1 mld zł, jednak od października 2007 r. do kwietnia 2008 r. występował ciągły trend spadkowy wartości portfela należącego do inwestorów zagranicznych. W kwietniu 2008 r. wartość zadłużenia wobec inwestorów zagranicznych wynosiła 66,5 mld zł.

Wykres 4. Stan portfeli papierów skarbowych w ujęciu miesięcznym dla wybranych grup inwestorów



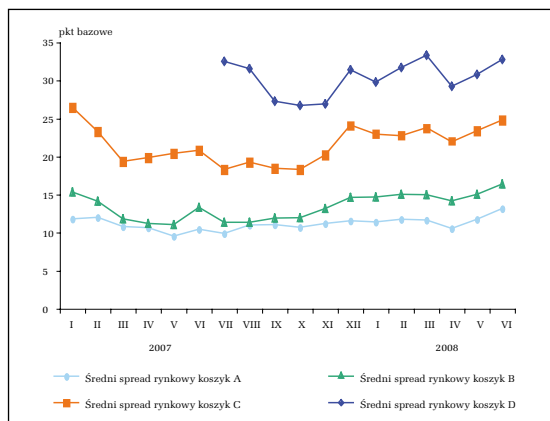
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Nieznaczny wzrost wartości portfela inwestorów zagranicznych nastąpił dopiero w maju 2008 r. Zadłużenie wobec tej grupy inwestorów wyniosło 67,1 mld zł (Ministerstwo Finansów 2008). Ze względu na trwający wówczas spadek cen tych papierów trudno wyłącznie na tej podstawie ocenić, czy nastąpiło odwrócenie trendu i inwestorzy zagraniczni powrócili na rynek polskich papierów skarbowych. Z punktu widzenia inwestorów zagranicznych sytuację poprawiało umacnianie się złotego i dlatego rynek polskich papierów skarbowych był nadal stosunkowo atrakcyjny.

Spadek wartości portfeli inwestorów zagranicznych w papierach skarbowych należałoby wiązać z jednej strony ze stopniowym ograniczaniem zaangażowania w papiery skarbowe rynków mniej płynnych. Z drugiej strony nasilający się brak zaufania na zagranicznych rynkach finansowych powodował, że instytucje te inwestowały jedynie w najbardziej płynne papiery, tj. obligacje amerykańskie i niemieckie, lub wręcz preferowały gotówkę. Sytuacja ta była również przyczyną zmniejszania się aktywności handlowej na Rynku MTS Poland.

Od listopada 2007 r. na Rynku MTS Poland obserwuje się również poszerzanie spreadów rynkowych. Na wykresie 5 przedstawiono kształtowanie się średnich spreadów rynkowych dla koszyków papierów skarbowych. Wzrost wartości spreadów rynkowych notowano od listopada 2007 r. Najmniejszy wzrost wystąpił w przypadku koszyka A, obejmującego papiery o terminie zapadalności od 1 do 2,5 roku, gdyż wartość spreadu wzrosła o 2 punkty bazowe w okresie październik 2007 – czerwiec 2008 r. W odniesieniu do koszyka B, obejmującego papiery powyżej 2,5 roku do 6 lat, wartość spreadu zwiększyła się w tym samym okresie o 4 punkty bazowe. W wypadku koszyka C, obejmującego papiery powyżej 6 do 11 lat, wartość spreadu wzrosła o 6 punktów bazowych. Taki sam wzrost wartości spreadu, o 6 punktów bazowych, dotyczył koszyka D, obejmującego papiery powyżej 11 lat.

Wykres 5. *Spready rynkowe na MTS Poland*



Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA.

Należałoby zaznaczyć, że choć Rynek MTS Poland jako rynek zorganizowanego obrotu papierami skarbowymi nadal się rozwija, ciągle utrzymuje się przewaga obrotu bilateralnego pomiędzy bankami w Polsce. Dlatego rynek ten jest najbardziej czułym wskaźnikiem wszelkich niepokojących zmian na rynku finansowym. Choć nie zostało to pokazane na wykresie 5, jednak od kilku lat do końca 2007 r. trend wielkości spreadów na rynku MTS Poland był spadkowy, co oznacza, że banki coraz odważniej podejmowały się kwotowań o coraz mniejszych spreadach na platformie elektronicznej. Od początku 2008 r. trend spadku wielkości spreadów został odwrócony. Wspomniany wzrost nie był radykalny. Można jednak ocenić, że w wyniku zaistniałej sytuacji na rynkach zagranicznych Rynek MTS Poland utracił półtora roku rozwoju w zakresie wielkości spreadów i cofnął się do początku 2007 r. Na wykresie 5 widać, że wielkości spreadów wróciły do poziomów z początku 2007 r., a nawet nieco przekroczyły te wartości. Ponieważ okres objęty analizą jest krótki, należy pamiętać, że był to zaledwie symptom rozpoczynających się zmian na rynku finansowym. W dodatku na pojawienie się owych symptomów największy wpływ miały banki zagraniczne.

Wzrost wartości spreadów na Rynku MTS Poland w owym czasie wynikał więc ze zwiększonego ryzyka, które pojawiło się na platformie. Ryzyko to dotyczyło zawarcia niechcianych transakcji w obliczu zmniejszania się płynności na rynku finansowym i preferowania gotówki przez banki, zwłaszcza zagraniczne. Płynność rynku dosyć powszechnie wskazuje się w literaturze jako czynnik wpływający na wielkość spreadów kwotowań papierów rządowych (Kluza, Sławiński 2002, s. 245).

Mimo powiększających się spreadów rynkowych na MTS Poland do końca I półrocza 2008 r. nie wystąpiła, w przeciwieństwie do innych rynków europejskich, konieczność zwalniania uczestników z obowiązków market-makerów, ponieważ limity szerokości wymaganych spreadów obowiązujących na polskim rynku były stosunkowo szerokie. W tabeli 1 przedstawiono obowiązujące przed kryzysem limity spreadów na wybranych rynkach MTS.

Limity spreadów na MTS Poland są kilkakrotnie szersze od limitów obowiązujących na innych rynkach MTS. Zawierały więc margines bezpieczeństwa i tym samym zmniejszały ryzyko, które bank podejmuje, kwotując ceny innym uczestnikom.

Na europejskich rynkach MTS w 2007 r. w związku z zawirowaniami na rynku finansowym i szybko zmieniającymi się uwarunkowaniami obowiązujące limity spreadów były często podwajane lub market-making odbywał się na zasadzie *best effort basis*⁸. W 2008 r. poszerzanie spreadów kwotowań na rynkach europejskich, jak

⁸ *Best effort basis* – kwotowanie przy dołożeniu najwyższych starań ze strony market-makera.

Tabela 1. *Limity spreadów (w punktach bazowych) na rynkach MTS w Europie. Stan przed kryzysem*

Rynek	Okres do wykupu	Koszyk	Limity spreadów	
MTS Italy	< 3,5	A	Papiery płynne	Papiery niepłynne
	3,5 – 6,5	B	4	7
	6,5 – 13,5	C	5	12
	> 13,5	D	7	16
			20	45
MTS Portugal	1,25 – 3,5	A	Papiery bazowe	Papiery płynne
	3,5 – 6,5	B	3	5
	6,5 – 13,5	C	4	7
	> 13,5	D	5	10
			25	25
MTS France	1,25 – 3,5	A	Papiery bazowe	Papiery płynne
	3,5 – 6,5	B	5	7
	6,5 – 13,5	C	7	10
	> 13,5	D	10	12
			25	25
MTS Spain	3		Papiery bazowe	Papiery zwykłe
	5		3	4
	10		4	6
	15		6	7
	30		12	7
			20	25
MTS Poland	1 – 2,5	A	Papiery bazowe	
	2,5 – 6	B	20	
	6–11	C	25	
	> 11	D	40	
			50	

Źródło: Strony internetowe Grupy MTS <http://www.mtsgroup.org>. Dane z 2007 r. Regulamin Rynku MTS Poland.

Tabela 2. *Zestawienie limitów spreadów (w punktach bazowych) z okresu przed kryzysem i w czasie kryzysu na rynku MTS Portugal*

Okres do wykupu	Koszyk	Limity spreadów dla papierów bazowych	
1,25–3,5	A	w czasie kryzysu	przed kryzysem
3,5–6,5	B	15	3
6,5–13,5	C	25	4
> 13,5	D	30	5
		40	25

Źródło: EuroMTS.

również zmniejszanie obowiązkowych jednostek kwotowania występowało bardzo często, a niejednokrotnie na niektórych rynkach zasady te były wprowadzane na dłuższe okresy lub na stałe. Przykładem może być rynek portugalski, na którym wprowadzono nowe limity spreadów, poszerzając poprzednie nawet pięciokrotnie.

Dodatkowo niektóre banki zawieszały swoją działalność na wybranych rynkach MTS w Europie.

4. Rynki papierów rządowych w Europie w 2007 i 2008 r. (na przykładzie wybranych rynków Grupy MTS)

Z analizy obrotów na wybranych rynkach papierów rządowych Grupy MTS (wykresy 6a–6k) wynika, że określony trend spadkowy zarysował się już w 2006 r. i trwał do II kwartału 2007 r.

Obserwacja kształtowania się w tym czasie wybranych indeksów światowych giełd akcji wskazuje na

silny trend wzrostowy (wykresy 7a–7d). Na rynkach akcji w tym czasie panowała hossa, przez co inwestycje w papiery dłużne były mniejsze ze względu na znacznie niższą możliwość osiągnięcia stopę zwrotu z tych papierów w porównaniu ze stopą zwrotu z akcji.

W III kwartale 2007 r. nastąpiło załamanie na światowych giełdach akcji, co potwierdzają zmiany trendów ich wartości. Stało się to po ujawnieniu przez największe instytucje finansowe znacznych strat z tytułu konieczności odpisów ze względu na poniesione straty na papierach powiązanych z amerykańskim rynkiem kredytów hipotecznych.

W tym czasie na rynkach papierów rządowych wzrosła wielkość obrotów, gdyż rozpoczęło się przenoszenie inwestycji w bezpieczne papiery dłużne. W związku z tym w III i IV kwartale 2007 r. na rynkach papierów rządowych nastąpił znaczny wzrost obrotów, co pokazują wykresy 6a–6k.

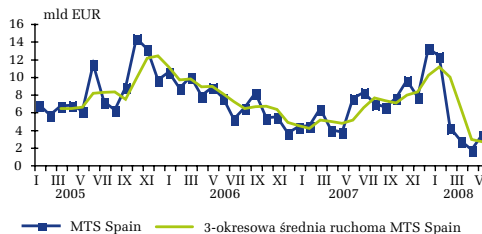
Na przełomie I i II kwartału 2008 r., kiedy instytucje finansowe ogłosiły zaudytowane wyniki za 2007 r.,

Wykresy 6a–6k. Obroty na wybranych rynkach papierów rządowych Grupy MTS

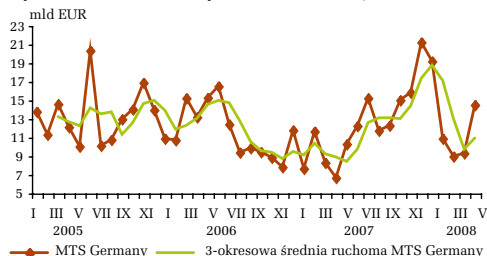
Wykres 6 a. MTS Amsterdam - wartość transakcji



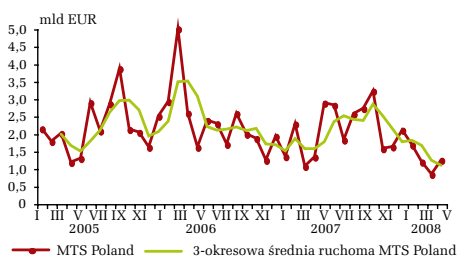
Wykres 6 f. MTS Spain - wartość transakcji



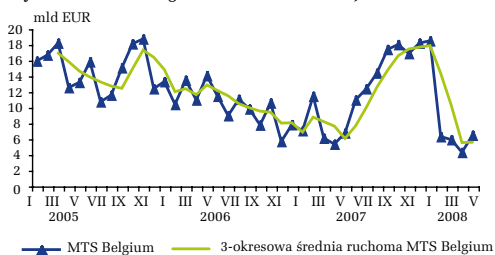
Wykres 6 b. MTS Germany - wartość transakcji



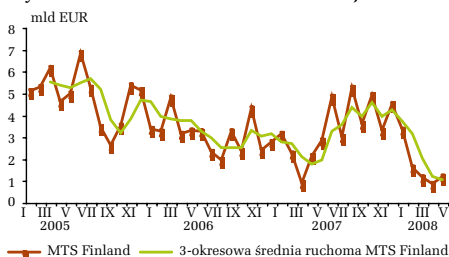
Wykres 6 g. MTS Poland - wartość transakcji



Wykres 6 c. MTS Belgium - wartość transakcji



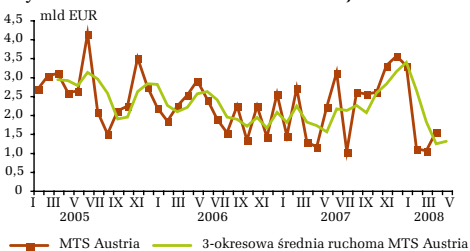
Wykres 6 h. MTS Finland - wartość transakcji



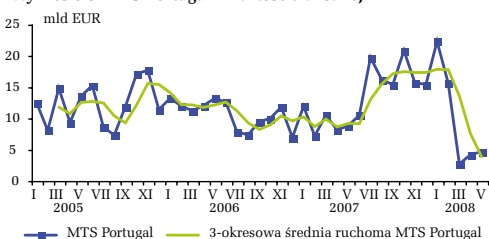
Wykres 6 d. MTS France - wartość transakcji



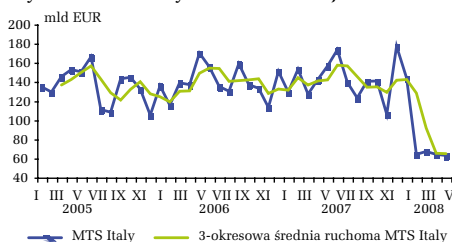
Wykres 6 i. MTS Austria - wartość transakcji



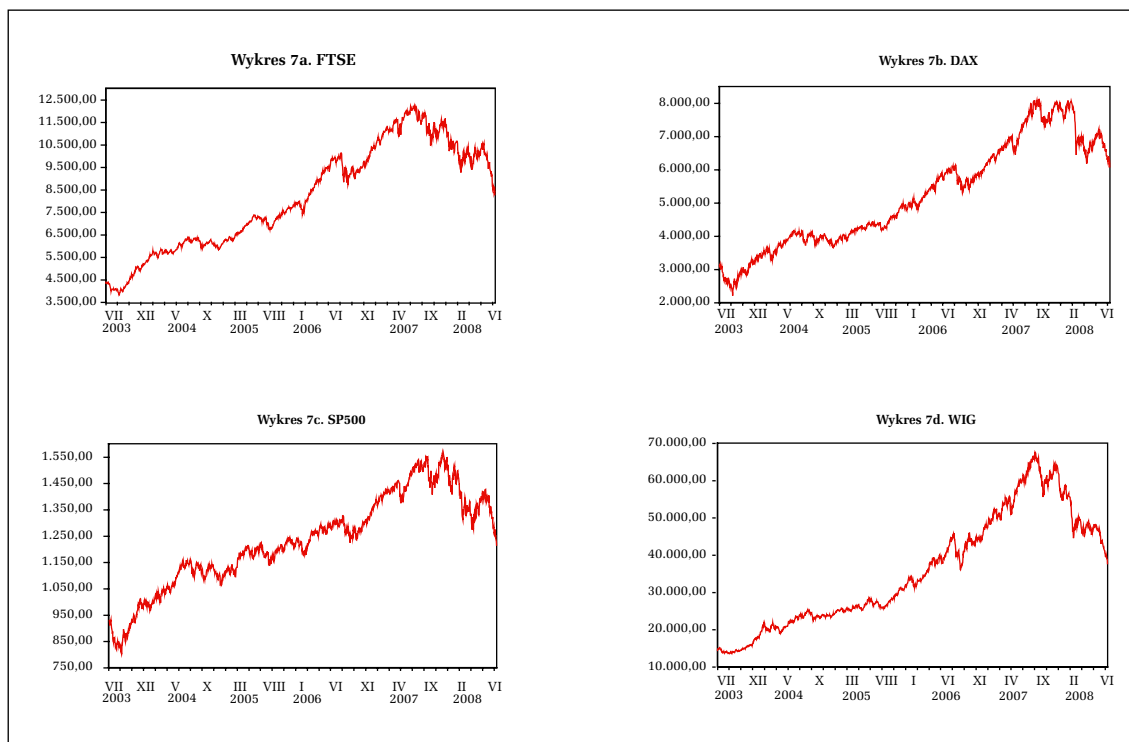
Wykres 6 e. MTS Portugal - wartość transakcji



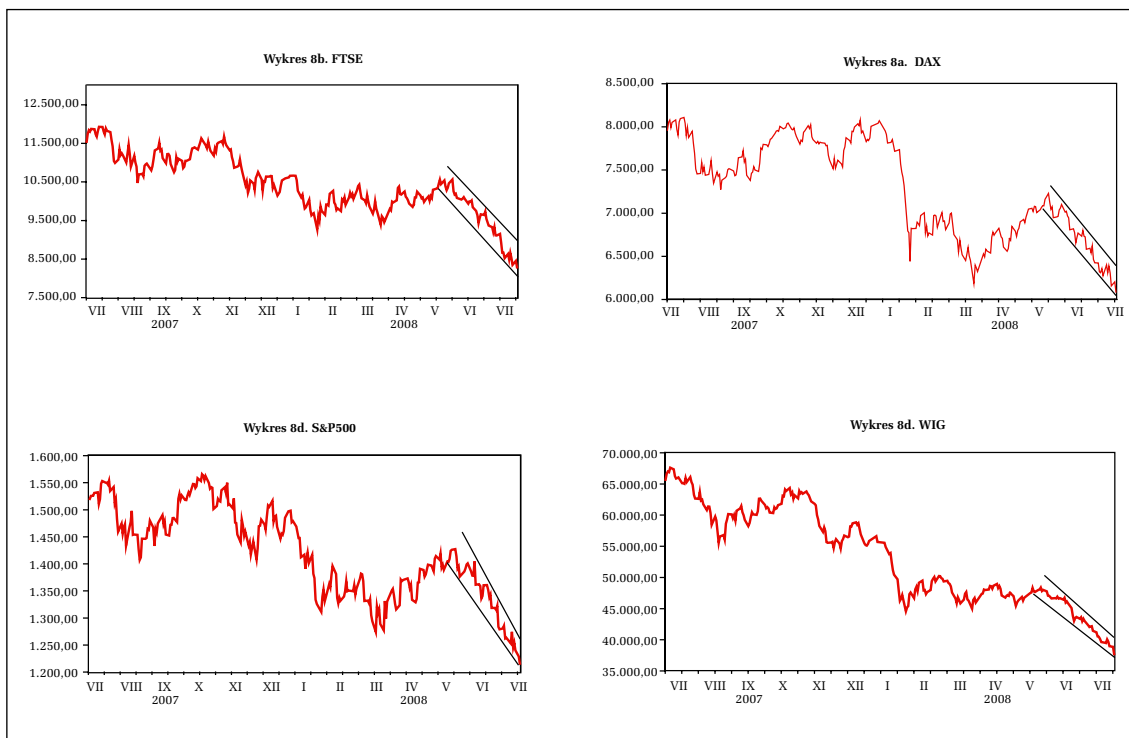
Wykres 6 k. MTS Italy - wartość transakcji



Wykresy 7a–7d. Kształtowanie się trendów indeksów FTSE, DAX, SP500 i WIG

Źródło: www.bankier.pl

Wykresy 8a–8d. Kształtowanie się trendów indeksów FTSE, DAX, SP500, WIG, w okresie maj 2008 – lipiec 2008

Źródło: www.bankier.pl

pokazując straty wyższe od spodziewanych, rynki papierów rządowych zanotowały jednak znaczne spadki obrotów. Kryzys zaufania na rynkach finansowych przełożył się na zwiększenie kryzysu płynności. W marcu 2008 r. rynki MTS w różnych krajach Europy zanotowały spadki obrotów papierami rządowymi w stosunku do poprzedniego miesiąca na poziomie nawet 80%. Przykładem jest rynek MTS Portugal ze spadkiem w stosunku do lutego 2008 r. wynoszącym 83,1%. Na większości rynków w tym samym okresie dominowały spadki w segmencie Cash o 40, 50 i 60%. Nawet na rynku niemieckim MTS Germany zanotowano wysoki spadek: 43,5%. Na Rynku MTS Poland w marcu 2008 r. w stosunku do poprzedniego miesiąca zanotowano spadek w wysokości 20,3%.

W kwietniu i maju na większości rynków papierów rządowych utrzymał się spadek obrotów. Z kolei w czerwcu 2008 r. nastąpiło odbicie i wzrosły obroty prawie na wszystkich rynkach. Niewielkie wzrosty zanotowano już w maju na rynkach austriackim, niemieckim i portugalskim. Zwiększenie wartości obrotów w maju 2008 r. na wskazanych rynkach i wzrosty w czerwcu prawie na wszystkich rynkach mają w dużej mierze związek z kolejną falą spadków na światowych giełdach akcji. Na większości giełd od połowy maja spadły główne indeksy, co pokazują wykresy 8a–8d.

Czerwcowe wzrosty obrotów na rynkach papierów skarbowych mają więc związek ze wskazanymi spadkami giełd i przenoszeniem inwestycji w bezpieczne aktywa, natomiast dalej stosunkowo niski poziom obrotów papierami rządowymi, a więc niewielka płynność tych papierów, nadal potwierdza istnienie kryzysu płynności. Dodatkowo obawy przed spowolnieniem gospodarczym w USA, jak również w Europie, wzrost inflacji na świecie, spadek zaufania i wzrost marż powodują wzrost rentowności papierów rządowych na rynkach europejskich.

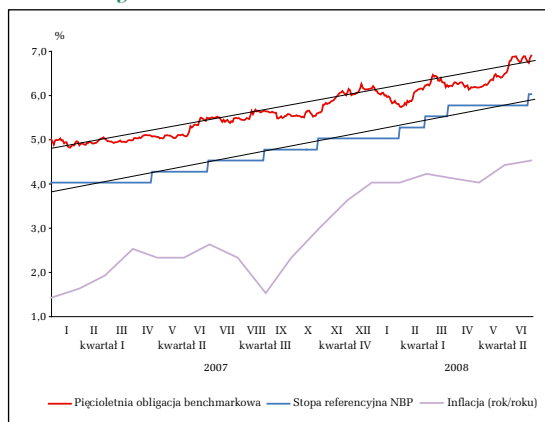
5. Sytuacja na rynku polskich papierów skarbowych

Kryzys płynności na rynkach zagranicznych, w szczególności w I półroczu 2008 r., na rynku papierów skarbowych – zarówno MTS Poland, jak i całym rynku hurtowym objawił się poszerzeniem spreadów i spadkiem wolumenów.

W tym okresie nie miało to jednak wpływu na pojawienie się oczekiwań wzrostu marż z tytułu zmniejszenia płynności na rynku finansowym. Mógłby o tym świadczyć spread między stopą referencyjną NBP a rentownością 5-letniej obligacji bazowej, utrzymujący się na poziomie około 1 pkt proc.

Na wykresie 9 przedstawiono wzrost rentowności pięcioletniej obligacji bazowej w okresie od początku 2007 do czerwca 2008 r. na tle wskaźnika inflacji i zmian stopy referencyjnej NBP.

Wykres 9. Wzrost rentowności papierów skarbowych

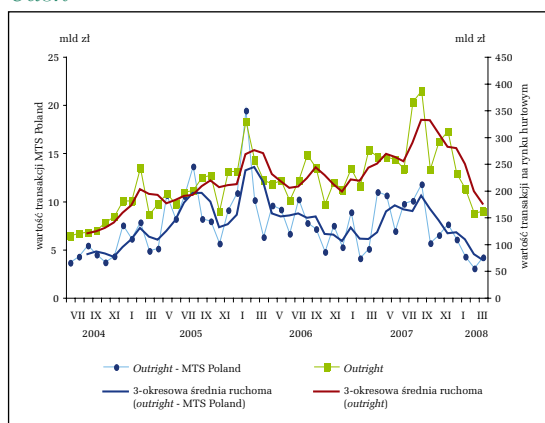


Źródło: dane statystyczne MTS - CeTO SA, strony www NBP, obliczenia własne.

Zaobserwowany spadek poziomu obrotów całości rynku hurtowego od początku roku do maja 2008 r. wyniósł około 25%. W segmencie Cash dynamika spadku obrotów była wyższa i na elektronicznej platformie wyniosła 53%, natomiast na całym rynku hurtowym 43%. Kształtowanie się wartości transakcji papierami skarbowymi na MTS Poland i na rynku hurtowym w segmencie Cash przedstawia wykres 10. Po wzroście wartości obrotów w okresie od maja do listopada 2007 r. na polskim rynku wystąpił wyraźny trend spadkowy w segmencie transakcji Cash, podobnie jak na innych rynkach papierów rządowych w tym czasie.

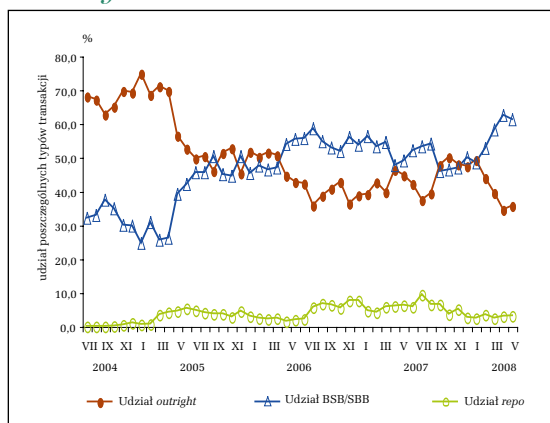
Większa dynamika spadku w elektronicznym segmencie papierów skarbowych wynika z nieco innych zasad obrotu papierami skarbowymi w porównaniu z tzw. rynkiem OTC (skrótowa nazwa od słów *over the counter* używana do określenia rynku niezorganizowanego). Wynika to głównie z obowiązku ciągłego kwotowania papierów skarbowych przez uczestników tego rynku, a to

Wykres 10. Wartość transakcji na MTS Poland i rynku hurtowym w segmencie Cash



Źródło: dane statystyczne Ministerstwo Finansów i MTS - CeTO SA.

Wykres 11. Udział transakcji outright i BSB/SBB oraz repo w obrotach na rynku hurtowym



Źródło: Ministerstwo Finansów.

z kolei powiązane jest z konkursem na Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych. Obowiązek ten oznacza gotowość do przyjmowania przez bank dużych pozycji, co powoduje konieczność utrzymywania aktywów zarówno w pieniądzu, jak i w papierach. Sytuacja ta zwiększa więc ryzyko płynności oraz ryzyko wyniku przeprowadzanych operacji.

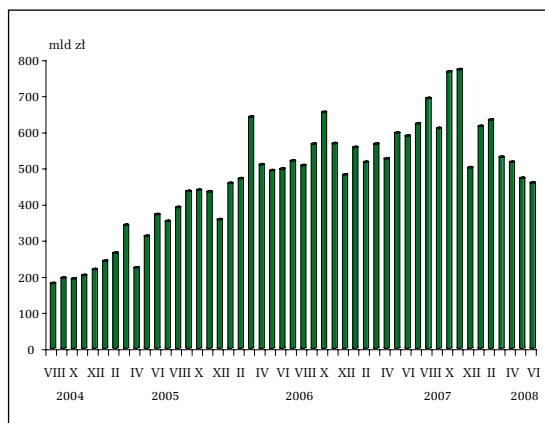
Dodatkowo nastąpiło istotne obniżenie limitów w różnych obszarach działalności banków. Skutkiem tego wystąpiła awersja do anonimowych kasowych rynków zorganizowanych działających bez modułu kredytowego. Mimo stosowania zasady DVP⁹ (*delivery vs. payment*) wystąpiły na nich oznaki kryzysu zaufania kredytowego. W okresie wzrostu braku zaufania na rynku finansowym preferowano rynek bilateralny, na którym nie ma anonimowości, a transakcje zawierane są ze stroną, dla której instytucja finansowa ma odpowiedni limit.

Z powyższych przyczyn na hurtowym rynku obligacji skarbowych coraz większy udział miały transakcje warunkowe (BSB/SBB, *repo*) wykorzystywane do zarządzania płynnością banku. W maju 2008 r. udział transakcji warunkowych na rynku hurtowym sięgał 65% wartości wszystkich transakcji. Na wykresie 11 przedstawiono kształtowanie się udziału poszczególnych typów transakcji w obrotach papierami skarbowymi na rynku hurtowym.

Zdecydowana przewaga transakcji BSB/SBB wystąpiła od marca 2008 r. Obserwowano wzrost transakcji BSB/SBB, które są zabezpieczonymi „syntetycznymi depozytami” i „syntetycznymi pożyczkami”. Ma to związek z przesunięciem płynności z niezabezpieczonych lokat (pożyczek) międzybankowych w kierunku lokat (pożyczek) zabezpieczonych papierami wartościowymi w okresie zmniejszania się zaufania na rynku finansowym.

⁹ DVP (*delivery vs. payment*) jest to zasada polegająca na jednoczesnym dostarczeniu papieru i gotówki.

Wykres 12. Wartość transakcji na rynku hurtowym SPW



Źródło: Ministerstwo Finansów.

wym. Wzrasta więc przewaga transakcji BSB/SBB na rynku papierów skarbowych.

W marcu obserwowano również znaczny spadek całkowitej wartości transakcji papierami skarbowymi na rynku hurtowym, na którym wartość transakcji w tym miesiącu wyniosła 528,6 mld zł, czyli o 16% mniej niż w lutym (631 mld zł). W kolejnych miesiącach do czerwca włącznie obserwowano sukcesywny spadek całkowitej wartości transakcji na rynku papierów skarbowych (*cash + repo*). W czerwcu wartość transakcji, wyniosła 457,3 mld zł. Kształtowanie się całkowitej wartości transakcji, obejmującej zarówno transakcje *cash*, jak i transakcje warunkowe (BSB/SBB i *repo*) na rynku hurtowym, przedstawiono na wykresie 12. W okresie grudzień 2007 r. – czerwiec 2008 r. widoczny był istotny spadek wartości transakcji polskimi papierami skarbowymi.

6. Podsumowanie

W 2007 r. skutki światowego kryzysu płynności nie były jeszcze odczuwalne na rynkach papierów rządowych. W drugiej połowie roku nastąpił nawet wzrost obrotów papierami skarbowymi. Było to związane z załamaniem się koniunktury na światowych giełdach papierów udziałowych i przesuwaniem inwestycji w bezpieczne papiery rządowe. W 2008 r. po ujawnieniu dalszych strat z powodu złej jakości aktywów nastąpiła kolejna faza kryzysu płynności i wzrosła awersja do ryzyka inwestycyjnego na rynku finansowym. Dotknęło to również rynki papierów rządowych, powodując spadek płynności tych papierów. Banki coraz silniej zabiegały o utrzymanie płynności i w związku z tym nie angażowały środków nawet w papiery rządowe, preferując gotówkę.

W Polsce w pierwszej połowie 2008 r. w każdym miesiącu coraz silniej odczuwano wpływ światowe-

go kryzysu płynnościowego na rynek papierów skarbowych. Ilustruje to trend spadkowy obrotów zarówno na zorganizowanym rynku papierów skarbowych – MTS Poland, jak i całym hurtowym rynku papierów skarbowych, trwający nieprzerwanie od początku 2008 r. Wzrost rentowności polskich papierów skarbowych był wynikiem nie tyle zwiększającej się premii za płynność, oczekiwanej przez inwestorów instytucjonalnych, ile rosnącej inflacji, kolejnych podwyżek stóp referencyjnych NBP oraz wzrostu ceny pieniądza na rynku międzybankowym.

W połowie 2008 r. trudno było prognozować, kiedy ewentualnie odwrócą się trendy na rynku polskich papierów skarbowych. Pozostawała obserwacja zarówno obszaru płynności rynku, jak i sfery rentowności instrumentów.

Wydawało się, że poziom płynności rynku polskich papierów skarbowych może się podnieść jedynie w przypadku poprawy płynności na rynkach globalnych. Taka zależność to wynik rozwoju krajowego rynku finansowego, rozumianego jako stopniowa poprawa jego płynności, głównie poprzez integrację krajowego rynku finansowego z rynkiem międzynarodowym, na co trafnie zwrócili uwagę A. Sławiński i M. Stamirowski (2001, s. 35). Warunkiem byłoby jednak niepogarszanie się jakości aktywów rodzimego sektora bankowego, głównie kredytu: hipotecznego, mieszkaniowego, konsumpcyjnego i kartowego. Gdyby do tego doszło poziom płynności naszego sektora finansowego spadałby dalej, a przyczyny tego stanu rzeczy byłyby bardziej lokalne.

W miesiącach wakacyjnych (lipiec, sierpień) pod względem sytuacji rynkowej został zachowany *status quo*, natomiast wrzesień i październik 2008 r. przyniosły istotne pogorszenie się sytuacji na polskim rynku finansowym. Inicjatywy rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych, mające na celu poprawę płynności krajowych systemów finansowych oraz podwyższenie poziomu gwarantowanych depozytów ludności, przyczyniły się do obniżenia obaw o stabilność świata finansowego. Istotnie wzmożyły się jednak obawy dotyczące kondycji realnych gospodarek oraz wysokiego prawdopodobieństwa światowej recesji.

Uwaga opinii światowej skupiła się na gospodarkach krajów rozwijających się, a obawy, czy i jak pora-

dzą sobie w dobie światowej recesji, przesądziły o gwałtownej wyprzedaży aktywów takich krajów, jak Węgry, Polska, Rosja czy Ukraina.

Nawet powszechne przekonanie o ciągle względnie mocnych fundamentach polskiej gospodarki nie uchroniło naszego rynku przed falową wyprzedażą polskich akcji czy obligacji skarbowych. Na rodzimy rynek międzybankowy przeniósł się z rynków zachodnich kompletny brak zaufania, który wymusił na Narodowym Banku Polskim wprowadzenie międzybankowego „pakietu zaufania”, przynajmniej częściowo przywracającego zaufanie i płynność na rynku depozytów krótkoterminowych.

We wrześniu i październiku na Rynku MTS Poland zaobserwowano gwałtowne załamanie płynności obrotu, przejawiające się nie tylko dalszym obniżeniem poziomu wypełniania obowiązków przez market-makerów (we wrześniu spadek do 63%), ale wręcz (od października) zwalnianiem banków z obowiązku kwotowań na okresy kilkudniowe. Spready, jeśli w ogóle pojawiały się na rynku, były 2–3-krotnie szersze od regulaminowych, a rentowność 5-letnich obligacji skarbowych sięgnęła w październiku nawet prawie 8%. Przy niezmiennionej stopie podstawowej NBP na poziomie 6% obrazowało to gwałtowny wzrost oczekiwań inwestorów co do wysokości premii za niebotyczne w tym momencie ryzyko płynności. W okresie tym stan Rynku MTS Poland w niczym nie różnił się od większości innych lokalnych rynków grupy MTS.

Do światowych przyczyn kryzysu na polskim rynku finansowym dołączyły przyczyny związane z naszym regionem, a być może także z rynkiem lokalnym. Aby go przewyciężyć potrzebna będzie nie tylko skuteczność rządów i banków centralnych krajów rozwiniętych zmierzających do uzdrowienia ich gospodarek. Istotna będzie także skala pomocy międzynarodowych instytucji finansowych dla gospodarek Węgier czy Ukrainy, być może także Polski, oraz skala kryzysu rynku rosyjskiego.

Dla przewyciężenia kryzysu na polskim rynku finansowym niezmiernie ważna będzie również międzynarodowa ocena bieżących poczynań polskiego rządu i Narodowego Banku Polskiego, a także determinacja w kwestii rychłego wprowadzenia Polski do strefy euro.

Bibliografia

- Czarzasty J. (2008), *MTS Poland – biznes będzie rósł*, „Miesięcznik Finansowy Bank”, nr 07/08, s. 32–33.
- Kluza S., Sławiński A. (2002), *Czynniki wpływające na ceny obligacji*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 245–260.
- Kokoszcyński R., Sławiński A. (2000), *Poland's vulnerability to turbulence in financial markets*, „Policy Paper”, No. 9, BIS, Basle.
- Ministerstwo Finansów (2007), *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2008–10*, wrzesień, Warszawa.

- Ministerstwo Finansów (2008), *Rynek Finansowy. Przegląd miesięczny, czerwiec 2007 – czerwiec 2008*, czerwiec, Warszawa.
- Sławiński A., Stamirowski M. (2001), *Wpływ czynników krajowych i zagranicznych na sytuację na rynkach finansowych*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu”, nr 899, s. 35–45.
- Szpunar P. (2008), *Międzybankowy rynek pieniężny*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Preferencje polskich gospodarstw domowych w zakresie korzystania z usług finansowych. Wyniki badania ankietowego*

Preferences of Polish Households in Using Financial Services. Survey Results

*Małgorzata Iwanicz-Drozdowska,
Agnieszka K. Nowak,
Artur Lewandowski***

pierwsza wersja: 8 sierpnia 2008 r., ostateczna wersja: 26 października 2008 r., akceptacja: 17 listopada 2008 r.

Streszczenie

W artykule zaprezentowano wyniki badania ankietowego przeprowadzonego metodą CATI na 200 respondentach na przełomie stycznia i lutego 2008 r. Badanie dotyczyło korzystania przez Polaków z usług finansowych. Jak wskazują wyniki badań, Polacy są tradycjonalistami jeśli chodzi o korzystanie z usług finansowych. Z reguły to młodsza część społeczeństwa korzysta bądź zamierza korzystać z bardziej innowacyjnych rozwiązań. Stawia to przed instytucjami finansowymi pewne wyzwania, szczególnie w zakresie popularyzacji edukacji ekonomicznej, jak również budowania zaufania wśród klientów.

Słowa kluczowe: usługi finansowe, gospodarstwa domowe, banki, zakłady ubezpieczeń

Abstract

The article presents results of the survey conducted with the use of the CATI method on 200 respondents on the turn of January and February 2008 in the field of financial services usage in Poland. According to the results of the research, Poles represent a traditional attitude towards financial services and mostly the younger part of the surveyed population uses or declares to use in the future more innovative solutions. This creates a challenge for financial institutions, especially with regard to economic education as well as building trust among customers.

Keywords: financial services, households, banks, insurers

JEL: G21, G22, D14

* Niniejsze badanie zostało sfinansowane ze środków przeznaczonych na badania statutowe w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Tytuł badania „Kierunki rozwoju rynku usług finansowych w Polsce” (lata 2007–2008).

** Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Zarządzania i Finansów, Katedra Ubezpieczeń Gospodarczych; e-mail: malgorzata.iwanicz-drozdowska@sgh.waw.pl, anowak1@sgh.waw.pl

1. Wprowadzenie

W współczesnej gospodarce rynkowej korzystanie przez gospodarstwa domowe z usług finansowych jest niezbędne. Rdzeń tych usług stanowią podstawowe usługi bankowe. Niekorzystanie z nich bądź brak dostępu do nich określa się jako wykluczenie finansowe (*financial exclusion*)¹. Jak pokazują wyniki badań prowadzonych w Polsce i w Unii Europejskiej znaczna część polskiego społeczeństwa nie korzysta z usług bankowych (Błędowski, Iwanicz-Drozdowska 2007; Iwanicz-Drozdowska 2008). W raporcie przygotowanym na zlecenie Komisji Europejskiej (European Commission 2008, s. 20) eksperci próbowali wyznaczyć poziom wykluczenia finansowego w sposób, który umożliwiłby porównywanie z poszczególnymi krajami Unii Europejskiej (UE-25). Z porównania wyliczonych w raporcie parametrów wynika, że w krajach UE-15 poziom wykluczenia finansowego sięga 7%, a w krajach UE-10 – 34%. W Polsce wskaźnik ten wyniósł 40%. Jako główne przyczyny wysokiego poziomu wykluczenia finansowego podaje się mniejszą zamożność polskiego społeczeństwa w porównaniu ze średnią unijną, jak również niższy poziom edukacji i świadomości finansowej. Może to sprawiać, że gospodarstwa domowe w Polsce niechętnie będą korzystać z nowych rozwiązań oferowanych przez instytucje finansowe, stosowanych na rynkach krajów wysoko rozwiniętych².

W ramach prac badawczych mających na celu określenie możliwych kierunków rozwoju rynku usług finansowych w Polsce podjęliśmy się zbadania preferencji gospodarstw domowych w zakresie korzystania z usług finansowych. Budżet projektu pozwolił na przeprowadzenie badania ankietowego metodą CATI³ na populacji 200 respondentów spełniających określone kryteria. Przy doborze kryteriów kierowano się wskazaniami z innych badań, jakie typy gospodarstw domowych najczęściej korzystają z usług finansowych.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie preferencji Polaków w zakresie korzystania z usług finansowych, głównie pod względem produktów i kanałów dystrybucji. Sformułowano hipotezę, że Polacy są tradycyjnistami i z reguły to młodsza część spo-

łeczeństwa korzysta bądź zamierza korzystać z bardziej innowacyjnych rozwiązań. Można przyjąć, że niski poziom edukacji finansowej i świadomości finansowej determinuje w pewnym stopniu ów tradycjonalizm.

2. Przegląd wyników badań dotyczących rynku polskiego i założenia badania ankietowego

Ze względu na wysokie koszty badania na reprezentatywnej bądź losowo-kwotowej próbie (liczebność około 1000 osób) postanowiono przeprowadzić badanie na mniejszej próbie, ale spełniającej ściśle ustalone kryteria. Dobór tych kryteriów został oparty na analizie:

- wyników badań Instytutu Pentor zleczanych przez Związek Banków Polskich; nie są one powszechnie dostępne; dotyczą głównie korzystania z usług bankowych;
- *Diagnozy Społecznej 2007* (Czapiński, Panek 2007); wyniki tych badań koncentrują się na zaufaniu do różnych typów instytucji finansowych i na korzystaniu z usług ubezpieczeniowych przez gospodarstwa domowe;
- wyników badania ankietowego finansowanego przez Komisję Europejską (Błędowski, Iwanicz-Drozdowska 2007); w tym badaniu analizowano cechy determinujące korzystanie z różnych typów usług finansowych, zwłaszcza usług bankowych.

Z badań Instytutu Pentor wynika, że w 2007 r. 56,9% osób w wieku poniżej 15 lat miało konto bankowe. W latach 2000–2007 odsetek ten zwiększył się o około 2,5 pkt proc. (tabela 1). Wskazany poziom 56,9% był dwukrotnie wyższy niż na początku lat 90., ale nadal niższy niż w pozostałych krajach Unii Europejskiej (w UE-15 – prawie 90%, a w UE-10 – około 70%; por. Śmiłowski 2006a).

Jedną z prostszych usług bankowych, czyli ROR, stanowi punkt wyjścia do korzystania z innych usług finansowych. Jeżeli zatem ktoś nie korzystał z ROR, to można przyjąć, że najczęściej nie korzystał także z innych usług finansowych.

Tabela 1. Odsetek korzystających z ROR w Polsce w latach 2000–2007

Rok	Korzystający z usług bankowych (15+)	ROR w gospodarstwie domowym
2000	54,30	54,90
2001	57,50	60,10
2002	57,30	62,40
2003	55,80	63,60
2004	54,80	66,10
2005	58,90	70,00
2006	59,30	75,30
2007	56,90	75,10

Źródło: Śmiłowski (2006a; 2006b), prezentacje Pentor na forum ZBP; opracowanie własne.

¹ Za pierwszych autorów, którzy użyli tego określenia, uznaje się A. Leyshona i N. Thrifta (1995). Według ich opinii wykluczenie finansowe to procesy, które ograniczają dostęp do systemu finansowego określonym grupom społecznym. Dotyka ono najczęściej osób (gospodarstw domowych) o niskich dochodach. W szerokim ujęciu określa się je jako sytuację, w której gospodarstwa domowe nie mają możliwości korzystania z potrzebnych im usług finansowych. Do takich usług można zaliczyć posiadanie konta i możliwości dokonywania rozliczeń bezgotówkowych, dostęp do kredytu o „rozsądnym” poziomie oprocentowania czy gromadzenie nawet niewielkich oszczędności, z uwzględnieniem niestabilnej sytuacji zawodowej. Oprócz tego wyróżnia się w literaturze pojęcie niedostatecznego korzystania z usług bankowych (finansowych), co określa się jako *underbanked* wobec stosowanego *unbanked* względem osób wykluczonych finansowo (Anderloni, Carluccio 2007, s. 7 i dalsze).

² Koncentrujemy się na produktach dostępnych w segmencie masowych klientów.

³ CATI – Computer Assisted Telephone Interview. Badanie wykonała firma ABM Agencja Badań Marketingowych.

Według *Diagnozy Społecznej 2007* posiadanie ubezpieczeń na życie zadeklarowało 54,3% gospodarstw domowych (o 7,3 pkt proc. mniej niż w 2005 r.), 7,8% zadeklarowało posiadanie ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym (o 2,7 pkt proc. mniej niż w 2005 r.), a tylko 2,3% gospodarstw miało ubezpieczenia posagowe (o 0,2 pkt proc. więcej niż w poprzednim badaniu). Mniej gospodarstw domowych miało również ubezpieczenia NNW i chorobowe – pierwsze z wymienionych wg deklaracji miało 40,6% (o 13,5 pkt proc. mniej niż w 2005 r.), drugie zaś jedynie 5% (o 3,6 pkt proc. mniej niż w poprzednim badaniu). Biorąc pod uwagę źródło dochodu, z wyżej wymienionych ubezpieczeń najczęściej korzystały gospodarstwa osób pracujących na własny rachunek, najrzadziej zaś (poza NNW i ubezpieczeniem chorobowym) – rolnicy (Czapiński, Panek 2007, s. 176).

Podobnie niekorzystnie kształtowała się sytuacja w przypadku dobrowolnych ubezpieczeń majątkowych. Najczęściej były wybierane ubezpieczenia autocasco (21,9%), nieruchomości (39,1%) i wyposażenia (17,2%). Deklarowana częstotliwość korzystania z nich nie była jednak wysoka.

Według badania przeprowadzonego przez P. Błędowskiego i M. Iwanicz-Drozdowską (2007) konto bankowe miało 68,4% badanej populacji; nieco częściej mężczyźni (70,2%) niż kobiety (66,7%). Ponadto miały je osoby:

- w wieku 24-40 lat (79,2%) i 41-60/65 (wiek emerytalny, 75%),
- z wyższym wykształceniem (93,0%),
- zamieszkujące miasta co najmniej 100-tysięczne (79,7%),
- zatrudnione na czas nieokreślony (83,2%),
- wykazujące dochód co najmniej 2001 zł (92,5%).

Aż 45,1% respondentów wskazało, że nie zaciągnęło żadnego kredytu bądź pożyczki, bo nie odczuwało takiej potrzeby. W przypadku 31,0% respondentów brak zadłużenia wynikał z innych przesłanek (głównie ceny kredytu – 16,6% bądź odmowy jego udzielenia – 14,4%). Posiadanie zadłużenia zadeklarowało 31,6% badanych, w tym 11,3% – pożyczek gotówkowych. Odsetek osób deklarujących posiadanie oszczędności wyniósł 34,9%, a w przypadku ubezpieczeń: na życie – 51,9%, mieszkania – 51,3%, auto-casco – 29,2%. Zdecydowanie niższy odsetek badanych zadeklarował posiadanie jednostek funduszy inwestycyjnych (9,8%), akcji (4,9%) i obligacji (2,6%)⁴.

Biorąc pod uwagę wyniki powyższych badań, a także wiedzę ekspercką, przyjęto, że:

- Badaniom zostaną poddane osoby mające rachunek oszczędnościowo-rozliczeniowy (ROR), w wieku od 19 do 55 lat, jako że to one głównie korzystają także z innych usług finansowych.
- Badanie obejmie osoby zamieszkujące w miejscowościach powyżej 100 tys. mieszkańców, ponieważ

stopień ubankowienia jest tam najwyższy i dostępne są różne kanały dystrybucji produktów finansowych.

Założono także, że rozkład badanej próby według płci powinien być zbliżony do rozkładu w całej populacji. Sposób doboru próby wskazuje na dążenie do objęcia badaniem osób potencjalnie najaktywniejszych pod względem korzystania z usług finansowych.

Wyniki niniejszego badania były, oprócz wniosków z przeglądu literatury i analizy rynku, podstawą określenia scenariuszy kierunków rozwoju rynku usług finansowych w Polsce, co nie jest jednak przedmiotem zainteresowania w niniejszym artykule.

Pytania do kwestionariusza badań podzielono na dwie grupy:

- pytania wstępne (4) – dotyczące wieku, płci, wykształcenia oraz aktywności zawodowej,
- pytania zasadnicze (11).

Pytania z części zasadniczej koncentrowały się na:

- korzystaniu z usług finansowych, zamierzeń w tym zakresie oraz zadowoleniu z usług finansowych (pytania 1–3);
- gotowości do nabywania usług finansowych u innych pośredników finansowych oraz zaufania do poszczególnych kanałów dystrybucji (pytania 4–9); przyjęto przy tym, że konstrukcja pytania wymaga wybrania kanału dystrybucji innego niż tradycyjnie związany z danym produktem (np. w przypadku kredytu nie pytano o to, czy klient korzystałby z tradycyjnego oddziału banku); umożliwiło to rozpoznanie kanałów dystrybucji alternatywnych wobec danego produktu finansowego;
- korzystania z internetowych serwisów finansowych (pytania 10–11).

3. Charakterystyka wyników badania ankietowego

Na przełomie stycznia i lutego 2008 r. badaniu poddano 200 respondentów. Przeważający w badanej populacji udział osób z wyższym wykształceniem (46%) oraz średnim i policealnym (43%) powinien zwiększyć możliwości zbadania preferencji osób o wyższych dochodach i jednocześnie potencjalnie większej wiedzy z zakresu finansów osobistych. Wykształcenie zasadnicze zawodowe reprezentowało 10% badanych, podstawowe zaś – 1%.

Pod względem wieku podobny był udział osób w wieku od 45 do 55 lat (29%) oraz od 25 do 34 lat (28%). Najmłodsi respondenci (19–24 lata) stanowili 18% badanych, a osoby w wieku od 35 do 44 lat – 25% badanych.

3.1. Korzyści i zadowolenia z usług bankowych

Pośród wymienionych w ankiecie usług finansowych najwięcej respondentów korzystało z kart płatniczych i kart kredytowych (76%). Dużą popularnością cieszyły się także różne formy ubezpieczenia, przede wszystkim

⁴ Z tego względu produkty (usługi) inwestycyjne zostały mniej wyeksponowane w badaniu ankietowym.

Tabela 2. Korzystanie przez respondentów z usług finansowych (w %)

	Ogółem	Karty płatnicze (karty kredytowe)	Ubezpieczenie samochodu	Ubezpieczenie na życie (w tym z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym)	Ubezpieczenie mieszkania	Kredyt (kredyty)	Lokata (lokaty) bankowe	Fundusze inwestycyjne	Pozyczki gotówkowe	Inwestycje w papiery wartościowe	Lokata z funduszami inwestycyjnymi	Lokata (lokaty) z ubezpieczeniem	Plany oszczędnościowe	Inne	Nie korzystam
Ogółem	200	76	50	49	41	32	31	20	16	10	10	7	5	3	1
Płeć respondenta															
Kobieta	101	73	53	53	43	31	31	15	17	8	9	4	4	3	1
Mężczyzna	99	78	46	43	39	33	31	25	14	11	10	10	6	3	1
Wiek respondenta															
19–24 lata	36	86	22	36	11	8	28	17	3	0	11	0	6	6	3
25–34 lata	55	80	58	51	45	38	25	18	16	13	7	2	7	0	2
35–44 lata	50	70	56	44	44	38	30	24	20	10	6	8	2	8	0
45–55 lat	59	69	54	58	53	36	39	20	19	12	14	1	5	0	0
Wykształcenie respondenta															
Podstawowe	1	100	0	100	0	100	0	0	100	0	0	0	0	0	0
Zasadnicze zawodowe	19	74	26	26	16	42	11	0	26	5	5	0	5	5	0
Średnie i policealne	86	80	45	49	36	28	27	14	17	2	9	7	7	2	1
Wyższe	94	71	60	52	51	33	39	30	11	17	11	9	3	3	1

Źródło: badanie ankietowe, opracowanie własne.

kim: ubezpieczenie samochodu (50%), ubezpieczenie na życie, w tym z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (49%) oraz ubezpieczenie mieszkania (41%). Szczegółowe dane zamieszczono w tabeli 2.

Z przeprowadzonego badania wynika, że większą popularnością nadal cieszą się tradycyjne lokaty bankowe (31%) niż lokaty z ubezpieczeniem, z których korzystało tylko 7% badanych respondentów. Na uwa-

Tabela 3. Wykształcenie ankietowanych a rodzaje usług, z których obecnie korzystają (w %)

	Ogółem	Karty płatnicze (karty kredytowe)	Ubezpieczenie samochodu	Ubezpieczenie na życie (w tym z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym)	Ubezpieczenie mieszkania	Kredyt (kredyty)	Lokata (lokaty) bankowe	Fundusze inwestycyjne	Pozyczki gotówkowe	Inwestycje w papiery wartościowe	Lokata z funduszami inwestycyjnymi	Lokata (lokaty) z ubezpieczeniem	Plany oszczędnościowe	Inne	Nie korzystam
Podstawowe	1	100	0	100	0	100	0	0	100	0	0	0	0	0	0
Zasadnicze zawodowe	19	74	26	26	16	42	11	0	26	5	5	0	5	5	0
Średnie i policealne	86	80	45	49	36	28	27	14	17	2	9	7	7	2	1
Wyższe	94	71	60	52	51	33	39	30	11	17	11	9	3	3	1

Źródło: badanie ankietowe, opracowanie własne.

Tabela 4. Analiza braku decyzji o korzystaniu z usług w ciągu najbliższych dwóch lat z punktu widzenia wieku, wykształcenia i statusu zawodowego respondentów (w %)

	Trudno powiedzieć/nie wiem
Ogółem	54
Płeć respondenta	
Kobieta	56
Mężczyzna	52
Wiek respondenta	
19–24 lata	28
25–34 lata	38
35–44 lata	72
45–55 lat	69
Wykształcenie respondenta	
Podstawowe	0
Zasadnicze zawodowe	53
Średnie i policealne	50
Wyższe	59
Status zawodowy	
Zatrudnienie na czas nieokreślony	63
Zatrudnienie na czas określony	32
Działalność gospodarczą/gospodarstwo rolne	67
Uczeń/student	35
Emeryt/rencista	64
Niepracujący (bezrobotny, prowadzenie gospodarstwa domowego)	53

Źródło: badanie ankietowe; opracowanie własne.

gę zasługuje również fakt, że obecnie większy odsetek respondentów korzysta z różnych form ubezpieczenia i oszczędzania niż z różnych form finansowania swoich wydatków; tylko około 1/3 respondentów korzysta z kredytów, a tylko 1/6 respondentów – z pożyczek gotówkowych.

Biorąc pod uwagę wiek badanych respondentów, należy zwrócić uwagę, że jedynie z kart płatniczych i kart kredytowych korzysta większy odsetek ludzi młodych: 19–24 i 25–34 lata (odpowiednio: 86% i 80%). W dwóch ostatnich badanych przedziałach wiekowych, 34–44 lata oraz 45–55 lat wskaźnik ten wynosił odpowiednio 70% i 69%.

Analiza odpowiedzi z punktu widzenia wykształcenia pokazuje, że im wyższe wykształcenie, tym większa skłonność do korzystania z różnych form oszczędzania czy tradycyjnych form ubezpieczenia (takich jak ubezpieczenie mieszkania czy ubezpieczenie samochodu). Im niższe wykształcenie, tym niższa skłonność do oszczędzania, a większa – do korzystania z różnych form kredytowania (tabela 3). Prawdopodobnie wynika to z faktu, że osoby o niższym wykształceniu mają mniejsze dochody, a tym samym większą potrzebę sfinansowania swoich potrzeb. Wydatki te finansują za pomocą kredytów, pożyczek gotówkowych czy kart kredytowych.

Z punktu widzenia statusu zawodowego wyraźnie widać, że w Polsce w najmniejszym stopniu z usług

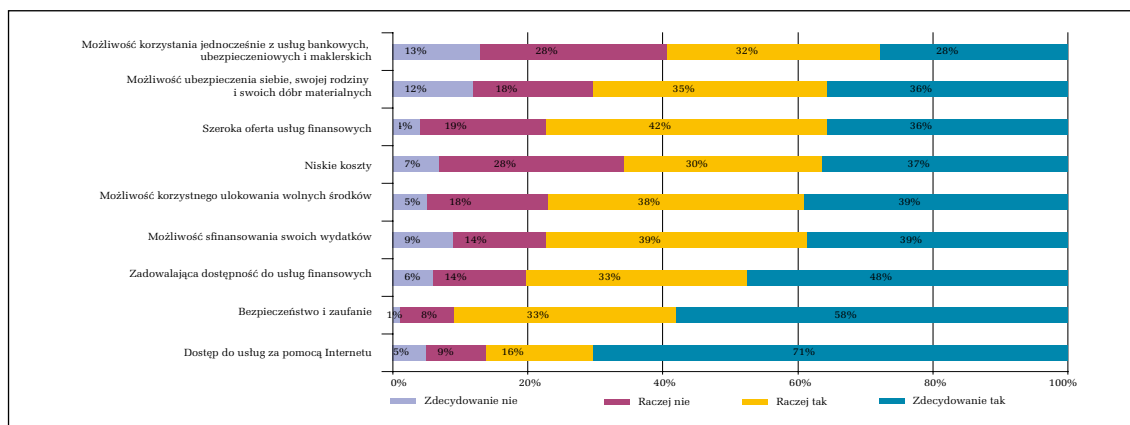
finansowych korzystają uczniowie i studenci (z wyjątkiem jednego rodzaju produktu finansowego – kart płatniczych). Prawdopodobnie wynika to z braku samodzielności finansowej i własnych źródeł dochodów tej grupy respondentów.

Z przeprowadzonego badania wynika, że ponad połowa respondentów (54%) nie ma jasno sformułowanych planów, z jakich usług finansowych będzie korzystać w ciągu najbliższych dwóch lat (tabela 4).

Z określeniem swoich planów finansowych największe trudności miały osoby z dwóch ostatnich badanych przedziałów wiekowych (35–44 lata i 45–55 lat), odpowiednio 72% i 69%, a najmniejsze – z pierwszego badanego przedziału wiekowego (tj. 19–24 lata – tylko 28%). Największe problemy ze sprecyzowaniem planów finansowych miały osoby z wykształceniem wyższym (aż 59%). Prawdopodobnie wynika to z faktu, że często korzystały już z różnorodnych usług finansowych. Najmniejsze problemy z określeniem planów finansowych miały osoby zatrudnione na czas określony (32% respondentów) oraz uczniowie i studenci (35%), natomiast największe osoby prowadzące działalność gospodarczą i(lub) gospodarstwo rolne (67%), emeryci i renciści (64%), a także osoby zatrudnione na czas nieokreślony (63%).

Respondenci, którzy mają sprecyzowane plany, zamierzają skorzystać z różnych form finansowania:

Wykres 1. Jakie czynniki decydują o tym, że respondent jest zadowolony z usług finansowych, z których obecnie korzysta?



Źródło: badanie ankietowe; opracowanie własne.

z kredytów (13%) oraz pożyczek gotówkowych (8%), a nie z różnych form oszczędzania czy ubezpieczenia. W przypadku produktów o charakterze oszczędnościowo-inwestycyjnym najwięcej badanych respondentów planuje skorzystać z tradycyjnych lokat bankowych (9%), natomiast w przypadku usług ubezpieczeniowych – z ubezpieczeń na życie (8%).

Respondenci z dwóch pierwszych przedziałów wiekowych (19–24 lata i 25–34 lata), planują w większym stopniu korzystać z różnych form finansowania, a także ubezpieczenia na życie czy ubezpieczenia mienia. Z kolei klienci z ostatniej badanej grupy wiekowej (45–55 lat) deklarują, że w przyszłości będą wykazywać większą skłonność do oszczędzania. Na uwagę zasługuje również fakt, że respondenci z drugiej grupy wiekowej (25–34 lata) oprócz skłonności do zaciągania kredytów i pożyczek wykazują największe skłonności do oszczędzania. Zadeklarowali bowiem chęć korzystania z lokat bankowych (15%), funduszy inwestycyjnych (15%), inwestycji w papiery wartościowe (9%), lokat z funduszami inwestycyjnymi (7%). Ta grupa respondentów planuje także korzystać z różnorodnych form ubezpieczenia, tzn. ubezpieczenia mieszkania i samochodu (po 9%). Wynika stąd wniosek, że powinna to być najbardziej pożądana docelowa grupa dla instytucji finansowych, które dążą do kompleksowego obsługiwanie klientów i oferowania im usług z rynku bankowego, ubezpieczeniowego oraz rynku kapitałowego.

Z badania wynika, że im wyższe wykształcenie, tym większe zainteresowanie różnymi rodzajami usług finansowych deklarują respondenci – przede wszystkim kredytami i pożyczkami gotówkowymi (w przypadku wykształcenia wyższego odpowiednio po 12% i 9%) oraz lokatami bankowymi i lokatami z funduszem inwestycyjnym (w przypadku wykształcenia wyższego po 9%). Z kolei plany finansowe respondentów z niższym wykształceniem skupiają się na ubezpieczeniu mieszkania czy samochodu (osoby z wykształceniem zasadni-

czym zawodowym po 16%), a także na różnych formach finansowania (w tej samej grupie w przypadku kredytu 11% i pożyczki i karty kredytowej 14%).

Najistotniejszymi czynnikami, decydującymi o tym, że respondenci są zadowoleni z usług finansowych, z których obecnie korzystają, były: dostęp do usług za pomocą Internetu (71% zdecydowanie tak, 5% zdecydowanie nie) oraz bezpieczeństwo i zaufanie (58% zdecydowanie tak, a tylko 1% zdecydowanie nie). Kolejnym czynnikiem decydującym o zadowoleniu z usług finansowych jest ich dostępność, np. odpowiednie godziny pracy banków, biur maklerskich czy towarzystw ubezpieczeniowych (48% respondentów odpowiedziało, że zdecydowanie tak, a tylko 6% – zdecydowanie nie).

Trochę niżej (wykres 1), ale w podobnym stopniu, respondenci ocenili dwa inne czynniki, a mianowicie: możliwość sfinansowania swoich wydatków oraz możliwość korzystnego ulokowania wolnych środków finansowych (w przypadku obu tych czynników 39% osób ankietowanych odpowiedziało, że zdecydowanie tak i 23%, że zdecydowanie oraz raczej nie).

Spośród czynników decydujących o zadowoleniu z produktów finansowych, z których ankietowani korzystają, najwyższe oceny (w skali od 1 do 4) uzyskiwały: dostęp do usług finansowych za pomocą Internetu (ocena 3,53, mediana ocen – 4) oraz bezpieczeństwo i zaufanie (ocena 3,48, mediana – 3). Należy zaznaczyć, że wysoka ocena dostępu do usług za pomocą Internetu spada wraz ze wzrostem wieku badanych respondentów (z 3,78 dla respondentów w wieku 19–24 lata do 3,22 dla ostatniej badanej grupy wiekowej – 45–55 lat). Ocena ta spada również w przypadku emerytów i rencistów (ocena 2,27; dla porównania w przypadku uczniów i studentów wynosi 3,81). Powyższy rozkład ocen wynika z faktu, że ludzie starsi rzadziej korzystają z Internetu oraz mają mniejsze zaufanie do tego kanału dystrybucji produktów finansowych. Ocena dostępności tych usług

Tabela 5. Jakie czynniki decydują o tym, że respondent jest zadowolony z usług finansowych, z których obecnie korzysta? Analiza czynnika „dostęp do usług za pomocą Internetu”

Skala od 1 (zdecydowanie nie) do 4 (zdecydowanie tak)	Dostęp do usług za pomocą Internetu
Wiek respondenta	
19-24 lata	3,78
25-34 lata	3,76
35-44 lata	3,42
45-55 lat	3,22
Wykształcenie respondenta	
Podstawowe	4,00
Zasadnicze zawodowe	3,05
Średnie i policealne	3,56
Wyższe	3,57
Status zawodowy	
Zatrudnienie na czas nieokreślony	3,54
Zatrudnienie na czas określony	3,71
Działalność gospodarcza/gospodarstwo rolne	3,50
Uczeń/student	3,81
Emeryt/rencista	2,27
Niepracujący (bezrobotny, prowadzenie gospodarstwa domowego)	3,47

Źródło: badanie ankietowe; opracowanie własne.

rośnie także wraz z poziomem wykształcenia, tzn. średnia ocena nadana przez respondenta z wykształceniem zasadniczym zawodowym wyniosła 3,05, natomiast respondenci z wykształceniem wyższym przyznali średnią ocenę na poziomie 3,57. Powyższą analizę ilustruje tabela 5.

Spośród badanych czynników wpływających na zadowolenie z usług finansowych najmniejsze znaczenie mają:

- 1) możliwość korzystania jednocześnie z usług bankowych, ubezpieczeniowych i maklerskich (średnia ocena 2,74, mediana – 3),
- 2) możliwość ubezpieczenia siebie, swojej rodziny i swoich dóbr materialnych (średnia ocena 2,94, mediana – 4),
- 3) niskie koszty (średnia ocena 2,96, mediana – 3).

3.2. Gotowość nabywania usług finansowych u różnych grup pośredników i zaufanie do kanałów dystrybucji

Kolejnych pięć pytań służyło określeniu gotowości do nabywania produktów finansowych z danego segmentu rynku u pośredników kojarzonych z innym segmentem rynku usług finansowych, a także w firmach pośrednictwa finansowego (tzw. doradców finansowych). Pytania dotyczyły kredytu hipotecznego, konsumpcyjnego, jednostek funduszy inwestycyjnych, a także ubezpieczeń na życie i ubezpieczeń mienia.

Zdecydowanie najwięcej respondentów, aż 54%, najchętniej zdecydowałoby się na nabycie kredytu hipotecznego w oddziale (placówce) zakładu ubezpieczeń. Dużym zainteresowaniem respondentów cieszą się również oddziały firm pośrednictwa finansowego. Na takie miejsce nabycia kredytu hipotecznego wskazało 11% badanych osób. Pozostałe zaproponowane w badaniu miejsca nabycia kredytu hipotecznego cieszyły się jednakowym, ale niższym zainteresowaniem respondentów. Agent ubezpieczeniowego, jako „miejsce” sprzedaży kredytu hipotecznego wskazało 8% respondentów, oddział internetowy banku, czyli strony www banku – 7% respondentów, internetowy wortal finansowy (np. Money.pl, bankier.pl) również 7% respondentów. Na uwagę zasługuje fakt, że aż 14% badanych osób nie wskazało żadnego kanału sprzedaży.

Analizując powyższy rozkład można zauważyć, że po wyeliminowaniu tradycyjnego i najbardziej oczywistego kanału dystrybucji kredytów hipotecznych, czyli oddziału banku, zdecydowanie najbardziej wiarygodne dla respondentów są oddziały zakładów ubezpieczeń. Można to tłumaczyć przede wszystkim wysokim zaufaniem, którym respondenci darzą tradycyjne instytucje finansowe o ugruntowanej pozycji na polskim rynku, a do takich, oprócz banków, należą zakłady ubezpieczeń.

Wysoki udział placówek zakładów ubezpieczeń wśród wskazań respondentów może również oznaczać, że oprócz renomy instytucji finansowej dystrybuującej

Tabela 6. Gotowość zakupu wybranych usług finansowych u różnych grup pośredników (w %)

Z którego z miejsc sprzedaży respondent skorzystałby w pierwszej kolejności w przypadku:	Ogółem	Oddział (placówka) banku	Oddział (placówka) zakładu Ubezpieczeń	Call center zakładu ubezpieczeń	Oddział firmy pośrednictwa finansowego	Agent ubezpieczeniowy	Oddział internetowy banku	Internetowy wortal finansowy	Nie wiem
Kredytu hipotecznego	200	–	54	–	11	8	7	7	14
Płeć respondenta									
Kobieta	101	–	47	–	13	10	6	8	17
Mężczyzna	99	–	61	–	9	6	7	6	11
Wiek respondenta									
19–24 lata	36	–	56	–	8	8	6	8	14
25–34 lata	55	–	45	–	18	7	11	13	5
35–44 lata	50	–	54	–	10	12	8	4	12
45–55 lat	59	–	59	–	7	5	2	3	24
Kredytu konsumpcyjnego	200	–	60	–	10	8	5	3	15
Płeć respondenta									
Kobieta	101	–	57	–	8	8	7	4	16
Mężczyzna	99	–	63	–	12	8	2	1	14
Wiek respondenta									
19–24 lata	36	–	64	–	17	6	3	3	8
25–34 lata	55	–	51	–	16	11	11	4	7
35–44 lata	50	–	70	–	4	4	4	2	16
45–55 lat	59	–	58	–	5	10	0	2	25
Produktu inwestycyjnego	200	56	7	–	7	8	6	5	14
Płeć respondenta									
Kobieta	101	53	9	–	8	7	3	5	15
Mężczyzna	99	58	4	–	5	8	9	4	12
Wiek respondenta									
19–24 lata	36	56	0	–	14	11	6	8	6
25–34 lata	55	60	7	–	4	2	13	5	9
35–44 lata	50	44	10	–	10	14	2	4	16
45–55 lat	59	61	7	–	2	5	3	2	20
Polisy ubezpieczenia na życie	200	60	–	16	5	–	6	4	11
Płeć respondenta									
Kobieta	101	58	–	21	4	–	4	3	10
Mężczyzna	99	61	–	10	5	–	8	5	11
Wiek respondenta									
19–24 lata	36	67	–	17	3	–	6	6	3
25–34 lata	55	49	–	20	0	–	15	4	13
35–44 lata	50	62	–	16	6	–	2	6	8
45–55 lat	59	63	–	10	8	–	2	2	15
Polisy ubezpieczenia mieszkania bądź samochodu	200	58	–	15	7	–	6	5	10
Płeć respondenta									
Kobieta	101	54	–	19	9	–	4	3	11
Mężczyzna	99	61	–	11	4	–	8	7	9
Wiek respondenta									
19–24 lata	36	67	–	11	6	–	6	8	3
25–34 lata	55	55	–	16	2	–	15	4	9
35–44 lata	50	56	–	16	10	–	2	6	10
45–55 lat	59	56	–	15	8	–	2	3	15

Źródło: badanie ankietowe; opracowanie własne.

kredyt hipoteczny dla nabywcy duże znaczenie ma możliwość bezpośredniego, osobistego kontaktu z doradcą kredytowym. Świadczą o tym: drugie miejsce oddziałów firm pośrednictwa finansowego w strukturze preferencji miejsca nabycia kredytu hipotecznego oraz niski udział (7%) internetowych platform banków.

Wnioski te potwierdza rozkład preferencji miejsca nabycia kredytu hipotecznego w badanej grupie respondentów według wybranych kryteriów. Oddział zakładu ubezpieczeń wskazali przedstawiciele każdej kategorii respondentów, bez względu na płeć, wiek, wykształcenie, status zawodowy czy region zamieszkania. Warto zauważyć, że oddział zakładu ubezpieczeń preferują przede wszystkim mężczyźni (61%), osoby dojrzałe w wieku 45–55 lat (59%), osoby prowadzące działalność gospodarczą lub gospodarstwo rolne (67%), jak również osoby zamieszkujące wschodni region Polski (64%).

Analizując rozkład preferencji respondentów ze względu na wiek, należy zwrócić szczególną uwagę na kategorię wiekową 25–34 lata. W tej grupie największym zainteresowaniem cieszą się nowoczesne kanały dystrybucji *online* kredytów hipotecznych – 11% respondentów należących do tej kategorii wskazało oddział internetowy banku, a 13% internetowy wortal finansowy. Taki stan rzeczy można wytłumaczyć tym, że respondenci z tego przedziału wiekowego zdobywali wykształcenie w okresie coraz większej popularności i przede wszystkim dostępności Internetu w Polsce, w związku z czym zdecydowanie chętniej korzystają z nowoczesnych kanałów dystrybucji. Spośród wszystkich kategorii wiekowych przedstawiciele tej grupy respondentów największym zainteresowaniem darzą oddziały firm pośrednictwa finansowego (18%), a najmniejszym (45%) placówki zakładów ubezpieczeń. Powyższe statystyki można wytłumaczyć faktem, że są to osoby wchodzące na rynek pracy bądź znajdujące się na stosunkowo wczesnym etapie swojej kariery zawodowej i jednocześnie stabilizujące swą sytuację życiową. Integralnym elementem tego procesu jest nabycie pierwszego mieszkania, co wiąże się z koniecznością zaciągnięcia kredytu hipotecznego na ten cel na jak najkorzystniejszych warunkach. Firmy pośrednictwa finansowego oraz internetowe portale finansowe, w przeciwieństwie do tradycyjnych i internetowych oddziałów bankowych, umożliwiają przegląd wszystkich ofert kredytowych dostępnych na rynku, a następnie wybranie oferty najkorzystniejszej dla danej osoby.

Podobnie kształtuje się sytuacja w przypadku kredytów konsumpcyjnych – aż 60% respondentów najchętniej zdecydowałoby się na nabycie kredytu konsumpcyjnego w oddziale zakładu ubezpieczeń. Warto zwrócić uwagę na wysokie miejsce oddziału internetowego banku na liście preferencji respondentów. Pamiętając o wynikach analizy rozkładu preferencji respondentów dotyczących kredytów hipotecznych, można wyciągnąć wniosek, że chętniej rezygnują oni z bez-

pośredniego kontaktu z pracownikiem instytucji finansowej, jeśli zamierzają skorzystać z produktu o niższej wartości i zapadalności w perspektywie krótko- bądź średnioterminowej, a tak można postrzegać kredyt konsumpcyjny. Największa popularność oddziału zakładu ubezpieczeń jako kanału dystrybucji potwierdza silną tendencję do korzystania z placówek tradycyjnych instytucji finansowych.

Analizując rozkład preferencji respondentów ze względu na wiek, można zauważyć, że tradycyjne oddziały zakładów ubezpieczeń cieszą się największym zainteresowaniem respondentów w wieku 35–45 lat (aż 70%). Z kolei przedstawiciele dwóch najmłodszych grup zdecydowanie częściej korzystają z usług internetowych oddziałów banku – grupa 19–24 lata (17%) oraz grupa 25–34 (16%), w porównaniu ze starszymi grupami – grupa 35–44 lata (4%) oraz grupa 45–54 lata (4%). Warto również zwrócić uwagę na grupę respondentów w wieku 25–34 lata. Jej przedstawiciele zdecydowanie chętniej wybierają kredyt konsumpcyjny, korzystając z usług oddziału firmy pośrednictwa finansowego.

Należy też zwrócić uwagę na respondentów legitymujących się wyższym wykształceniem. Najchętniej skorzystaliby z tradycyjnych oddziałów towarzystw ubezpieczeniowych (53%) jako miejsca nabywania kredytów konsumpcyjnych oraz z dystrybucji *online*, czyli internetowych oddziałów banków i wortalu finansowych (14%). Z kolei respondenci z wykształceniem zasadniczym zawodowym w ogóle nie korzystają z nowoczesnych kanałów dystrybucji.

W przypadku produktów inwestycyjnych zdecydowanie największy odsetek respondentów, aż 56%, zadeklarował nabycie takiego produktu w placówce bankowej. Znacznie mniejszym zainteresowaniem respondentów cieszą się agencje ubezpieczeniowe (8%) oddziały firm pośrednictwa finansowego (7%) oraz oddziały (placówki) zakładów ubezpieczeń (7%). Nowoczesne kanały dystrybucji produktów inwestycyjnych cieszyły się zdecydowanie najmniejszą popularnością wśród wszystkich respondentów. Oddział internetowy banku wskazało tylko 6% respondentów, natomiast wortal finansowy zaledwie 5% respondentów. Na uwagę zasługuje fakt, że również w tym przypadku aż 14% badanych osób nie wskazało żadnego z wymienionych kanałów sprzedaży.

Należy także zauważyć, że i w tym przypadku respondenci zdecydowanie preferują kanały dystrybucji zapewniające osobisty kontakt z doradcą (opiekunem) klienta oraz stosunkowo rzadko wybierają kanały dystrybucji *online*. Może to wynikać z tego, że zakup produktu inwestycyjnego wiąże się z koniecznością wyboru długoterminowej strategii inwestycyjnej, w związku z czym bezpośredni kontakt z doradcą dla większości respondentów może stanowić warunek konieczny podpisania umowy zakupu np. jednostek funduszu inwestycyjnego.

Warto się również zastanowić, dlaczego zdecydowanie mniejszym zainteresowaniem w przypadku tej kategorii produktów cieszą się oddziały firm pośrednictwa finansowego, które jako miejsce nabycia produktów inwestycyjnych wskazało 11% respondentów. Ten niski poziom zaufania może dziwić, ponieważ firmy pośrednictwa finansowego dysponują zdecydowanie szerszą ofertą produktów inwestycyjnych niż poszczególne banki i często mogą zaproponować znacznie korzystniejsze warunki nabycia. Można to tłumaczyć tym, że banki korzystają z nowoczesnych informatycznych systemów zarządzania relacjami z klientem, dzięki którym szybko są w stanie zidentyfikować klienta mającego na rachunku osobistym nadwyżki finansowe, a następnie zaproponować mu produkt inwestycyjny. Firmy pośrednictwa finansowego nie dysponują takimi możliwościami. Badanie ankietowe odbyło się po załamaniu cen na rynku kapitałowym w połowie 2007 r. i być może część klientów ograniczyła swoje zaufanie do firm pośrednictwa finansowego.

Tradycyjne oddziały bankowe cieszą się także największym zainteresowaniem najstarszej grupy respondentów w wieku 45-55 lat (61%). Jednocześnie przedstawiciele tej grupy najchętniej korzystają z kanałów dystrybucji *online*, czyli internetowych oddziałów bankowych i wortalu finansowego (5%). Wśród przedstawicieli tej kategorii wiekowej najwięcej jest osób, które nie wskazały żadnego preferowanego kanału dystrybucji produktów inwestycyjnych (aż 20% respondentów).

Warto również zwrócić uwagę na grupę respondentów w wieku 25-34 lata. Bardzo chętnie korzystają oni z tradycyjnych placówek bankowych (60%). Jednocześnie najczęściej wskazywali internetowy oddział bankowy jako kanał dystrybucji produktów inwestycyjnych (13%).

Analizując wykształcenie respondentów, warto zwrócić uwagę na grupę legitymującą się wyższym wykształceniem. Najchętniej korzystają oni z tradycyjnych oddziałów bankowych (60%) jako miejsca nabycia produktów inwestycyjnych i jednocześnie najchętniej korzystają z kanałów dystrybucji *online*. Z kolei respondenci z wykształceniem podstawowym lub zasadniczym zawodowym w ogóle nie korzystają z nowoczesnych kanałów dystrybucji.

Podobnie kształtuje się sytuacja w przypadku typowych produktów ubezpieczeniowych. Najwięcej uczestników badania (60%) jako miejsce nabycia polisy ubezpieczeń na życie wskazało oddział banku. Wielu respondentów, aż 15%, wskazało *call-center* zakładu ubezpieczeń. Zdecydowanie mniejszym zainteresowaniem cieszyły się oddziały firm pośrednictwa finansowego (5%), oddziały internetowe banku (6%) oraz internetowy wortal finansowy (4%). Żadnego preferowanego kanału dystrybucji polis ubezpieczeń na życie nie wskazało 11% respondentów.

W przypadku ubezpieczeń na życie uczestnicy badania także cenią sobie możliwość bezpośredniej rozmowy

z pracownikiem tradycyjnej instytucji finansowej, czyli banku, oraz telefonicznej rozmowy z pracownikiem zakładu ubezpieczeń. Warto zwrócić uwagę na to, że ubezpieczenia na życie to kolejny produkt finansowy – oprócz produktów inwestycyjnych i kredytu hipotecznego – który ma charakter długoterminowy i jednocześnie charakteryzuje się zwiększoną dystrybucją za pomocą tradycyjnych kanałów. Nowoczesne kanały *online* mają także w tym przypadku ograniczone znaczenie.

Powyższe wnioski potwierdza analiza rozkładu preferencji miejsca nabycia polisy ubezpieczenia na życie w badanej grupie respondentów według wybranych kryteriów.

Analizując rozkład preferencji respondentów ze względu na wiek, można zauważyć, że tradycyjne oddziały bankowe cieszą się największym zainteresowaniem najmłodszych respondentów: 19-24 lata (aż 69%). Z kolei przedstawiciele respondentów z grupy 25-34 lata najczęściej wybierają kanały dystrybucji *online*, czyli internetowy oddział banku i wortal finansowy (19%). Można to ponownie tłumaczyć faktem, że osoby te zdobywają wykształcenie i praktykę zawodową w dobie coraz bardziej popularnego Internetu.

Wzrost poziomu wykształcenia pociąga za sobą spadek udziału tradycyjnych oddziałów bankowych jako kanału dystrybucji polis ubezpieczeń na życie. Wypada zwrócić uwagę na grupę respondentów z wyższym wykształceniem, ponieważ jako kanał dystrybucji polis ubezpieczeń na życie najchętniej wybierali *call-center* zakładu ubezpieczeń.

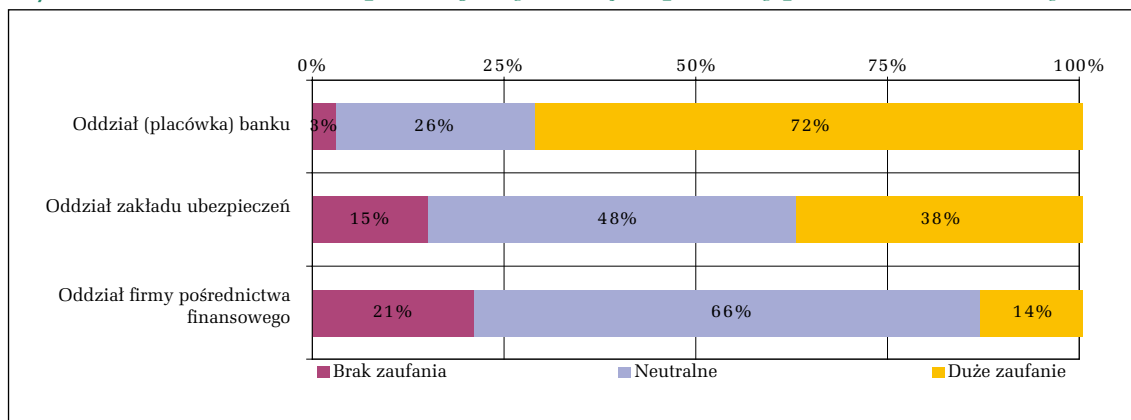
Tak jak w przypadku polisy ubezpieczenia na życie zdecydowanie najczęściej respondentów (aż 58%) najchętniej nabyłoby polisy ubezpieczenia mieszkania bądź samochodu w oddziale banku lub *call-center* zakładu ubezpieczeń (15%). Ponownie mniejsze było zainteresowanie oddziałami firm pośrednictwa finansowego (7%), oddziałami internetowymi banku (6%) oraz internetowymi wortalami finansowymi (5%). Żadnego preferowanego kanału dystrybucji tego produktu finansowego nie wskazało 10% respondentów.

Powyższe dane po raz kolejny potwierdzają skłonność respondentów do korzystania z usług tradycyjnych instytucji finansowych, których przedstawicielem w tym przypadku jest oddział bankowy.

Analiza rozkładu preferencji respondentów ze względu na wiek potwierdza obserwacje poczynione przy analizie preferencji wyboru kanałów dystrybucji ubezpieczeń na życie – tradycyjne oddziały bankowe również w tym przypadku cieszą się największym zainteresowaniem (aż 67%) najmłodszej grupy respondentów, w wieku 19-24 lata. Z kolei respondenci w wieku 25-34 lata najczęściej ze wszystkich grup wiekowych wybierają kanały dystrybucji *online*, czyli internetowy oddział banku i wortal finansowy (19%).

Spśród badanych miejsc sprzedaży produktów finansowych zdecydowanie największym zaufaniem re-

Wykres 2. Ocena zaufania do poszczególnych miejsc sprzedaży produktów finansowych



Źródło: badanie ankietowe.

spondentów cieszy się oddział (placówka) banku. Aż 72% populacji darzy dużym zaufaniem to miejsce sprzedaży, a tylko 3% deklaruje brak zaufania. Kolejnym miejscem sprzedaży usług finansowych, cieszącym się najwyższym zaufaniem jest oddział zakładu ubezpieczeń; 38% badanych darzy to miejsce dużym zaufaniem, a 15% deklaruje brak zaufania. Wyraźnie widać znaczne zróżnicowanie zaufania pomiędzy oddziałem (placówką) banku a innymi miejscami sprzedaży usług finansowych.

Najmniejszym zaufaniem cieszył się oddział firmy pośrednictwa finansowego. Zupełny brak zaufania do tego typu placówki jako miejsca sprzedaży produktów finansowych zadeklarowało aż 21% respondentów, natomiast dużym zaufaniem darzy to miejsce tylko 14%. Wynika stąd, że 66% respondentów ma neutralny stosunek do takich placówek (być może nie korzystali z usług tego typu instytucji pośredniczącej).

Szczegółowa analiza zaufania do badanych miejsc sprzedaży produktów finansowych z punktów widzenia różnych cech respondentów (tzn. płeć, wiek, status zawodowy czy region Polski) daje bardzo podobne wyniki. Oddział (placówka) banku otrzymał najwyższą ocenę – 8,01 w skali od 1 do 10 (mediana dla tej oceny wyniosła 8); najniższą ocenę dostał oddział firmy pośrednictwa finansowego – 5,07 (mediana – 5).

3.3. Korzystanie z internetowych serwisów informacyjnych

Ostatnie dwa pytania dotyczyły korzystania z internetowych serwisów informacyjnych. Wyniki przeprowadzonego badania pokazują, że zdecydowana większość, aż 82%, ankietowanych nie korzysta z internetowych serwisów finansowych, by porównywać oferty produktów finansowych. Największy odsetek osób korzystających z tego źródła informacji to mężczyźni (28% mężczyzn, wobec 9% kobiet), osoby w wieku 25–34 lata (35%), mający wykształcenie wyższe (24%), prowadzący działalność gospodarczą lub gospodarstwo rolne (33%) oraz

mieszkający we wschodniej części Polski (29%). Tak słabe wykorzystanie internetowych serwisów finansowych ma prawdopodobnie dwie przyczyny: po pierwsze nadal niski poziom „uinternetowienia” polskiego społeczeństwa, po drugie niski poziom wiedzy na temat istnienia takich internetowych serwisów informacyjnych i oferowanych przez nie informacji.

Spośród internetowych serwisów finansowych respondenci najczęściej wymieniali serwis money.pl (51%), a najrzadszej serwis aukcjekredytowe.pl (tylko 3%). Wyniki badań wskazują, że najbardziej znane internetowe serwisy finansowe, oprócz money.pl, to: bankier.pl (35%), expander.pl (24%) oraz – w pewnych grupach respondentów – helion.pl (znany uczniom i studentom oraz osobom niepracującym).

Należy również zwrócić uwagę, że z 200 ankietowanych osób tylko 37 było w stanie wymienić jakikolwiek internetowy serwis finansowy.

4. Wnioski

Preferencje Polaków w zakresie korzystania z usług finansowych dają się w skrócie określić następująco:

- tradycjonalizm w zakresie typów wykorzystywanych produktów,
- większe zaufanie do banków i zakładów ubezpieczeń niż do innych pośredników.

Stwarza to duże możliwości rozwoju współpracy bankowo-ubezpieczeniowej, jak również współpracy banków i zakładów ubezpieczeń z funduszami inwestycyjnymi.

Istotnym wnioskiem płynącym z przeprowadzonego badania jest zróżnicowanie preferencji korzystania z usług finansowych w zależności od poziomu wykształcenia. Im niższe wykształcenie, tym niższa skłonność do oszczędzania oraz większa skłonność do korzystania z różnych form kredytowania. Wynika to zapewne z faktu, że osoby o niższym wykształceniu osiągają niższe

dochody, a tym samym mają większą potrzebę sfinansowania swoich wydatków za pomocą kredytów, pożyczek gotówkowych czy kart kredytowych.

Najwięcej osób z wyższym wykształceniem deklaroowało korzystanie z określonych typów usług finansowych. Należy to wiązać zarówno z potencjalnie wyższym poziomem dochodów, jak i większą świadomością w zakresie finansów osobistych. Osoby młodsze nie tak często korzystały z bardziej nowoczesnych usług finansowych (np. lokaty z funduszem), ponieważ raczej szukały w bankach finansowania niż oszczędzały. Jeśli chodzi o plany korzystania z usług finansowych, to ta grupa miała kolei najbardziej sprecyzowane potrzeby.

Z badania atrakcyjności różnych miejsc oferowania usług finansowych wyraźnie wynika, że największym zaufaniem klientów cieszy się oddział (placówka) banku. Jednocześnie widać dużo większe zaufanie do placówki (oddziału) banku (72%) w porównaniu z innymi miejscami oferowania produktów finansowych (tylko 38% w przypadku drugiego w tym rankingu oddziału zakładu ubezpieczeń). Mogą stąd płynąć dwa wnioski: banki powinny nadal utrzymywać (a nawet rozwijać) sieć swoich tradycyjnych placówek obsługi klientów, gdzie mogą być oferowane produkty bankowe, ubezpieczeniowe i inwestycyjne. Osoby młodsze (z dwóch pierwszych przedziałów wiekowych wyróżnionych w badaniu) chętniej korzystałyby z usług firm pośrednictwa finansowego niż osoby z dwóch ostatnich przedziałów wiekowych. Dotyczy to w szczególności produktów kredytowych. Osoby młodsze deklarowały także większe zaufanie do firm pośrednictwa finansowego niż pozostali badani.

Dla zadowolenia klienta nie ma znaczenia możliwość skorzystania z szerokiej oferty usług finansowych (tylko 36% respondentów odpowiedziało, że zdecydowanie tak i 23% – odpowiedziało, że zdecydowanie nie)

oraz możliwość korzystania jednocześnie z usług bankowych, ubezpieczeniowych i maklerskich (ocena 2,74 na 4 możliwe). Instytucje finansowe, dążąc do skonsolidowania swoich usług finansowych „pod jednym dachem”, nie zwiększają więc istotnie zadowolenia swoich klientów. Jest to raczej sprzeczne z deklarowanym celem takich działań podejmowanych przez instytucje finansowe.

Kwestią otwartą pozostaje, czy dotychczasowy tradycjonalizm Polaków w korzystaniu z usług finansowych utrzyma się w kolejnych latach. Z jednej strony nastąpi naturalne przemieszczanie się klientów do wyższych przedziałów wiekowych, a na rynku pojawiają się nowi klienci, m.in. chętniej korzystający z Internetu. Z drugiej jednak strony na rynku będą się pojawiały nowe usługi finansowe i pośrednicy finansowi będą musieli przekonać klientów do korzystania z nich. Sukces w tym przypadku zależy od wiedzy klientów, w tym z zakresu finansów osobistych, a także od ukształtowanego w wyniku wcześniejszych doświadczeń zaufania do „nowości”. W przypadku obu tych czynników główne znaczenie ma jakość edukacji ekonomicznej, jak również przejrzystość relacji pomiędzy klientem a pośrednikiem finansowym. Poziom znajomości finansów osobistych, na podstawie przeprowadzonego badania ankietowego, nie wydaje się wysoki. Świadczą o tym zarówno niewielka popularność internetowych serwisów finansowych, jak i niskie zainteresowanie nowszymi typami usług finansowych i rzadkie korzystanie z nich. Edukacja ekonomiczna nabierze szczególnego znaczenia, jeśli założymy, że instytucje finansowe, w szczególności banki, będą dążyły do zwiększenia stopnia „ubankowienia” polskiego społeczeństwa, który nie jest obecnie wysoki w porównaniu z innymi krajami UE.

Bibliografia

- Anderloni L., Carluccio E.M. (2007), *Access to Bank Account and Payment Services*, w: L. Anderloni, M.D. Braga, E.M. Carluccio (red.), *New Frontiers in Banking Services. Emerging Needs and Tailored Products for Untapped Markets*, Springer – Verlag, Berlin–Heidelberg.
- Błędowski P., Iwanicz-Drozdowska M. (2007), *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion in Poland. National survey*, September, <http://www.fininc.eu/knowledge-and-data/knowledge-and-data/2007-papers-reports/eurobarometer-data-and-survey-in-poland,en,20.html>
- Czapiński J., Panek T. (red.) (2007), *Diagnoza Społeczna 2007. Warunki i jakość życia Polaków*, Rada Monitoringu Społecznego, Warszawa.
- European Commission (2008), *Financial Services Provision and Prevention of Financial Exclusion*, Brussels, May, <http://www.fininc.eu/knowledge-and-data/knowledge-and-data/2007-papers-reports/final-report-and-executive-summary,en,43.html>.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2008), *Wykluczenie finansowe – poważny problem społeczny*, „MBA”, nr 1, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa.
- Leyshon A., Thrift N. (1995), *Geographies of financial exclusion: financial abandonment in Britain and the United States*, „Transactions of the Institute of British Geographers”, New Series, Vol. 20, No. 3, s. 312–341.
- Śmiłowski E. (2006a), *Przyczyny bankowej absencji*, marzec, http://www.pentor.pl/42568.xml?doc_id=11280.
- Śmiłowski E. (2006b), *Więcej klientów*, „Gazeta Bankowa”, 26 czerwca – 2 lipca.

Zainteresowanie produktami bankowymi wśród studentów na przykładzie Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu

The Interest in Banking Products for Students on the Example of University of Life Sciences in Poznań

*Olga Stefko, Katarzyna Czajczyńska**

pierwsza wersja: 23 lipca 2008 r., ostateczna wersja: 23 października 2008 r., akceptacja: 29 października 2008 r.

Streszczenie

Stabilizacja i systematyczne nasycanie się rynku produktów bankowych dla klientów indywidualnych spowodowały poszukiwanie nowych segmentów i nisz rynkowych. W związku z tym postanowiono zwrócić uwagę na stosunkowo niedawno wyodrębniony przez banki segment produktów i usług skierowanych do studentów. Praca powstała w wyniku zestawienia wybranych zagadnień uwzględnionych w badaniach na temat zainteresowania produktami bankowymi ze strony studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu. Omówiono w niej nie tylko oczekiwania w stosunku do potencjalnych usługodawców na rynku finansowych usług detalicznych, ale również najważniejsze mankamenty ofert z punktu widzenia klienta, a także możliwości zaspokajania potrzeb i konstruowania lepszych instrumentów finansowych dla omawianego segmentu.

Słowa kluczowe: produkty bankowe, segment studentów

Abstract

Stabilization and saturation of the market with bank products for individuals brought about a search for new sectors and market niches. As a result attention has been paid to a recently created sector of bank products and services which is targeted at students. The paper presents aspects related to research on the interest in bank products among students of the Poznań University of Life Sciences. It describes not only expectations towards potential providers of services on the retail financial services market but also the main drawbacks and the deficiency of offers from the customer's point of view. Finally, the paper considers possibilities how to satisfy demand in the future and create more appropriate financial measures for the sector in question.

Keywords: bank products, sector of students

JEL: G21, D12, D14

* Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu, Wydział Ekonomiczno-Społeczny; e-mail: stefko@up.poznan.pl

1. Wstęp

Banki jako instytucje finansowe odgrywają coraz większą rolę w życiu gospodarczym i społecznym kraju. Te, które obsługują głównie przedsiębiorców, w dobie nasilającej się konkurencji coraz bardziej rozszerzają swoją ofertę również dla klientów indywidualnych, nieprowadzących działalności gospodarczej. Zachodzące zmiany dotyczą przede wszystkim rodzaju usług i produktów bankowych, jak również poszerzenia zakresu już istniejących instrumentów finansowych, co niejednokrotnie opisano w literaturze przedmiotu (m.in.: Grzegorzczak 2001; Janc 2001; Niczyporuk, Talecka 2004; Iwanicz-Drozdowska 2005; Dobosiewicz 2007).

Powolne, ale systematyczne nasycanie się rynku produktów bankowych dla klientów indywidualnych spowodowało konieczność podjęcia działań innowacyjnych i poszukiwanie nowych segmentów i nisz rynkowych. W konsekwencji nastąpiło wiele zmian w środowisku bankowym przekładających się na liczne udogodnienia dla klientów, takie jak akceptowanie rozliczeń za pomocą kart płatniczych, wzrost liczby bankomatów, łatwiejszy dostęp do transakcji przez Internet (Kisiel, Korenik 2006). Mimo to, jak podaje Smaga (2007), posiadanie konta osobistego deklaruje jedynie 57% Polaków powyżej 15. roku życia, co stawia polską bankowość w bardzo niekorzystnej sytuacji w stosunku do reszty Europy. Z kont bankowych aktywnie korzysta 16% klientów. Są to głównie ludzie młodzi, w wieku od dwudziestu do trzydziestu kilku lat, mający wykształcenie na poziomie licencjatu i wyższe. Ze względu na te dane, jak również szybki rozwój usług świadczonych drogą internetową nie dziwi, że w poszukiwaniu nowych rozwiązań strategicznych banki zdecydowały się na wyodrębnienie segmentu: produktów i usług przeznaczonych dla studentów. Jest to interesująca i przyszłościowa grupa klientów. Obecnie w większość dorosłych osób w Polsce korzysta z usług przynajmniej jednego banku (*Raport o produktach bankowych* 2004). Założono więc, że dzięki dbałości o młodego klienta i jego potrzeby zdobędzie się jego lojalność także w przyszłości, kiedy być może znacznie wzrosną zarówno jego przychody, jak i możliwości alokacji posiadanych dóbr.

Oferty bankowych usług dla studentów są zjawiskiem stosunkowo nowym i w bardzo małym stopniu omówionym w literaturze. Dlatego celem artykułu jest przeanalizowanie zakresu obecnie dostępnych ofert pod kątem zainteresowania nimi studentów i oceny trafności działań banków w celu pozyskania większej liczby klientów. Zebrane dane pozwoliły zestawzić i porównać oferty banków kierowane do studentów, a także opinie studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu na temat wykorzystywanych produktów bankowych.

Poza rozdziałem „Proces badawczy”, w którym prezentowano metodykę badań, artykuł zawiera rów-

nież część poświęconą porównaniu bankowych ofert skierowanych do studentów z ich oczekiwaniami w stosunku do potencjalnych usługodawców na rynku finansowych usług detalicznych. W kolejnym rozdziale przedstawiono zainteresowanie produktami bankowymi wśród studentów. Rozważania zamyka rozdział, w którym wskazano najważniejsze mankamenty ofert z punktu widzenia klientów, jak również możliwości lepszego zaspokajania ich potrzeb i konstruowania instrumentów finansowych dla omawianego segmentu.

2. Proces badawczy

Proces badawczy składał się z dwóch głównych części – skompletowania i porównania z sobą materiałów wtórnych oraz zebrania i analizy materiałów źródłowych. Analiza materiałów wtórnych miała przede wszystkim pomóc w ustaleniu aktualnego stanu i zakresu ofert bankowych skierowanych do studentów. Posłużyła również do opracowywania kwestionariuszy badawczych wykorzystywanych do zbierania materiałów źródłowych. Materiały te dostarczyły informacji, na podstawie których można było określić zainteresowanie produktami i usługami bankowymi wśród studentów. Pozwoliło także wykazać ewentualne braki w ofercie lub niezaspokojone do tej pory potrzeby klientów.

W części pierwszej, polegającej na skompletowaniu i analizie ofert bankowych, wykorzystano dostępne materiały reklamowe i wywiady z doradcami klientów w poszczególnych bankach. Rozpoczęto od wyszukania na stronach internetowych informacji na temat produktów bankowych przeznaczonych dla studentów. Następnie oferty te były opisywane i porównywane. Często zdarzało się, że opis oferty był niepełny, a wymagania związane z otrzymaniem produktu niejasno określone. W takim wypadku konieczna była rozmowa z przedstawicielem banku. Przeprowadzono zatem konsultacje poprzez infolinię lub udano się do banku i rozmawiano osobiście. Komplet ofert bankowych przedstawionych w pracy obowiązywał na polskim rynku 30 września 2007 r.

Przeanalizowano oferty bankowe skierowane do studentów 8 banków:

- mBanku (jest to jeden z elementów pionu bankowości detalicznej BRE Banku),
- Banku Zachodniego WBK,
- BGŻ,
- Lukas Banku,
- Banku Millennium,
- PKO Banku Polskiego,
- Banku Pekao SA,
- Banku Handlowego w Warszawie SA (nazywanego dalej w skrócie Citi Handlowym).

W celu ustalenia popularności określonych produktów bankowych wśród studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu oraz zainteresowania nimi

przeprowadzono wywiad bezpośredni. Składał się on z ankiety pilotażowej i ankiety właściwej. Przeprowadzenie ankiety pilotażowej miało na celu przygotowanie odpowiedniej ankiety właściwej. Kwestionariusz pilotażowy składał się z 3 grup pytań. Pierwsza dotyczyła popularności produktów bankowych i zawierała 11 pytań. W drugiej proszono studentów o opinie na temat produktów bankowych (5 pytań). Ostatnia grupa również zawierała 5 pytań, głównie na temat płci, kierunku studiów, miejsca zamieszkania i źródła dochodów. Wnioski z informacji pozyskanych podczas rozmów ze studentami pozwoliły na odpowiedni dobór tematyki, jak również na właściwą i trafną konstrukcję pytań.

W ankiecie pilotażowej student wskazywał bank, z którego usług korzysta, ale mógł też wpisać nazwę banku niewskazanego w pytaniu. Dzięki informacjom uzyskanym od wybranych 50 studentów w ankiecie właściwej uwzględniono tylko 8 wskazanych banków. Z tego względu wśród tych banków znalazł się również mBank. Jest to wprawdzie jedynie pion bankowości detalicznej, mający odrębną markę w grupie kapitałowej BRE Banku. Jednak ze względu na specyfikę swojej oferty, skierowanej głównie do klientów indywidualnych, ze szczególnym uwzględnieniem bankowości internetowej i mobilnej, postrzegany był przez respondentów jako odrębna instytucja finansowa. W dalszych analizach występuje zatem jako samodzielny podmiot, choć należy go traktować jako reprezentanta grupy BRE Banku, którego oferta okazała się najlepiej dostosowana do potrzeb studentów.

Ankieta właściwa została zredagowana na podstawie informacji uzyskanych po przeprowadzeniu ankiety pilotażowej. Składa się, podobnie jak ankieta pilotażowa, z trzech części. Pierwsza część również dotyczyła popularności produktów bankowych wśród studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu (byłej Akademii Rolniczej). Ze względu na kłopoty respondentów z udzieleniem precyzyjnej odpowiedzi zmniejszono liczbę pytań z 11 do 6 pytań. Otrzymane informacje umożliwiały określenie, z jakich banków oraz z jakich produktów korzystali studenci. Druga część pozwala na zbadanie opinii studentów na temat wykorzystywanych produktów. Zawarte tu pytania dotyczyły zadowolenia z usług, jak również zauważonych przez studentów braków w ofertach. Zdecydowano się ograniczyć tę część ankiety z 5 do 4 pytań. Ostatnia część ankiety stanowiła tak zwaną metryczkę i zawierała pytania o płeć, kierunek i rok studiów, miejsce zamieszkania, źródło dochodów i wiek. Pytanie o wiek nie występowało w ankiecie pilotażowej. Przeredagowanie kwestionariusza, polegające nie tylko na ograniczeniu liczby zadawanych pytań, lecz także na ich sprecyzowaniu, pozwoliło na otrzymanie klarownych odpowiedzi, co znacznie ułatwiło ich interpretację.

Obie ankiety zostały stworzone na potrzeby badań. Zastosowano w nich dwa rodzaje pytań: otwarte i zamknięte.

Do analizy zebranych danych wykorzystano jednowymiarowe skale pomiaru: skalę sumowanych ocen oraz skalę Likerta, czyli pięciostopniową skalę porządkową; jest ona często wykorzystywana do badania postaw wobec różnych opinii (Wysocki, Lira 2003). Zastosowano również niemetryczną skalę porządkową ze względu na to, że jej podstawową funkcją jest możliwość rangowania czyli szeregowania. Do kreślenia stopnia ważności podanych odpowiedzi użyto szeregu rangowego (Sagan 1998). Każdej z odpowiedzi przypisano określoną ocenę (kategorię). Kryteriom tym nadano wagi: +1 – zadowalająca, 0 – średnio zadowalająca, -1 – niezadowalająca lub +2 – bardzo ważne, +1 – ważne, 0 – mało ważne, -1 – nieważne. Następnie na podstawie sumy iloczynów udzielonych odpowiedzi i nadanej im wagi uzyskano szereg rangowy.

Dodatkowo zastosowano również dwuwymiarowe skale pomiaru, czyli tabelę przestawną i funkcje bazy danych. Do zbierania danych, zarówno do ankiety pilotażowej, jak i właściwej, zastosowano celowy dobór próby oparty na następujących kryteriach:

- studiowanie na Uniwersytecie Przyrodniczym w Poznaniu,
- wiek (19–28 lat),
- bycie studentem studiów stacjonarnych,
- zgoda na wzięcie udziału w wywiadzie.

W ankiecie pilotażowej wzięło udział 50 osób, a w głównej 200 osób. Reprezentowały one dziewięć kierunków studiów, których liczba była proporcjonalna do liczby znajdujących się na nich studentów, a więc:

- agronomia – 4%,
- biotechnologia – 12,5%,
- ekonomia – 15%,
- inżynieria środowiska – 12%,
- leśnictwo – 12,5%,
- rolnictwo – 9%,
- technika rolnicza i leśna – 10%,
- technologia drewna – 12%,
- technologia żywności – 13%.

Wybór do badań jednej z poznańskich uczelni nie był przypadkowy. Populacja studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu jest nie tylko duża, ale i różnorodna. Znajdują się w niej zarówno osoby o dużej znajomości zagadnień dotyczących rynku finansowego, jak również takie, które korzystają z jego usług, ale nie mają szerokiej wiedzy z tego zakresu. Na tej podstawie przyjęto założenie o wysokiej potencjalnej reprezentatywności uczestników badań w stosunku do pozostałych grup studentów uczących się na innych wyższych uczelniach w Polsce.

3. Oferta bankowa a oczekiwania klientów

Mimo szerokiej oferty usług banki proponowały studentom przede wszystkim karty płatnicze, konta oszczędnościowo-rozliczeniowe i kredyty (tabela 1).

W segmencie produktów bankowych skierowanych do studentów znajdowały się konta przeznaczone wyłącznie dla nich, które można było założyć, mając tylko aktualną legitymację studencką. Były też konta, które mógł założyć każdy, kto miał dowód osobisty, więc również student. Karty kredytowe natomiast dzieliły się na takie, które były wydawane na podstawie zaświadczenia o dochodach, po przedłożeniu legitymacji studenckiej, jak również po okazaniu obu dokumentów. Studenci rzadko są zatrudnieni na umowę o pracę, dlatego banki zgadzały się na przyznawanie kart przy użyciu legitymacji studenckiej i deklaracji wpływów lub legitymacji i zaświadczenia o średniej ocen z poprzedniego semestru. Trzecim produktem oferowanym studentom był kredyt studencki. Przyznawano go jednak rzadko. Miał bardzo korzystne warunki, jednak o jego otrzymanie mogli ubiegać się tylko najbiedniejsi studenci.

Konta z reguły były bezpłatne, karty – przynajmniej w pierwszym roku – również. Ewentualną opłatę pobierano za usługi dodatkowe oferowane wraz z kartami, np. za ubezpieczenie. Wszystkie analizowane banki zapewniały:

- stały dostęp do pieniędzy zgromadzonych na rachunku,
- możliwość dokonywania transakcji bezgotówkowych,
- bezpieczeństwo, autoryzację transakcji.

Podstawowymi warunkami stawianymi studentom Uniwersytetu Przyrodniczego we wszystkich bankach były: ukończenie pierwszego roku studiów i wiek poniżej 26 lat. Dodatkowe kryteria w każdym banku były nieco inne.

Tylko Citi Handlowy nie stawiał dodatkowych wymagań. Kartę kredytową mógł dostać każdy, kto spełnił

podstawowe kryteria. Bank PKO BP przyznawał kartę kredytową, ale tylko osobom mającym konto Student, na które od trzech miesięcy wpływały kwoty w wysokości co najmniej 400 zł, lub jeśli te osoby udokumentowały stałe źródło dochodów na taką kwotę. Bank Gospodarki Żywnościowej kartę kredytową przyznawał studentom, którzy mieli udokumentowane dochody lub tym, którzy zaciągnęli kredyt studencki w tym banku. Nieco inaczej sprawa wyglądała w przypadku Banku Zachodniego WBK. Nie traktował on jednakowo wszystkich studentów uczelni publicznych. Do otrzymania karty kredytowej kwalifikowali się jedynie studenci 25 uczelni wybranych przez bank. Na tej liście nie znalazł się Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu, co uniemożliwiało jego studentom posiadanie karty kredytowej Banku Zachodniego WBK. Z kolei mBank stawiał najwyższe wymagania; najbardziej skomplikowany był w nim proces przyznawania karty kredytowej studentom. Wymagań i niezbędnych dokumentów było bardzo dużo, jednak kryteria należały do elastycznych, co powodowało, że przy średniej ocen z poprzedniego semestru 3,5 (podstawowy warunek) niemal każdy student Uniwersytetu Przyrodniczego mógł otrzymać taki produkt. Znamienne również było, że ani Lukas Bank, ani Millennium czy Bank Pekao SA w swoich ofertach w ogóle nie umieszczały takiego produktu jak karta kredytowa.

Ubezpieczenie EURO<26 można było kupić w 4 analizowanych bankach. Każdy z nich proponował 3 warianty: E<26 Polska, E<26 Word i E<26 Sport. Opłaty za poszczególne warianty były podobne we wszystkich omawianych bankach (około 50 zł za E<26 Polska, około 55 zł za E<26 Word i około 80 zł za E<26 Sport). Jedynie mBank za standardowe E<26 Word pobierał tylko 23 zł. Również tylko ten bank proponował to ubezpieczenie wraz z kartą kredytową, natomiast Bank Zachodni WBK, Millennium i Lukas Bank wraz z kartą płatniczą.

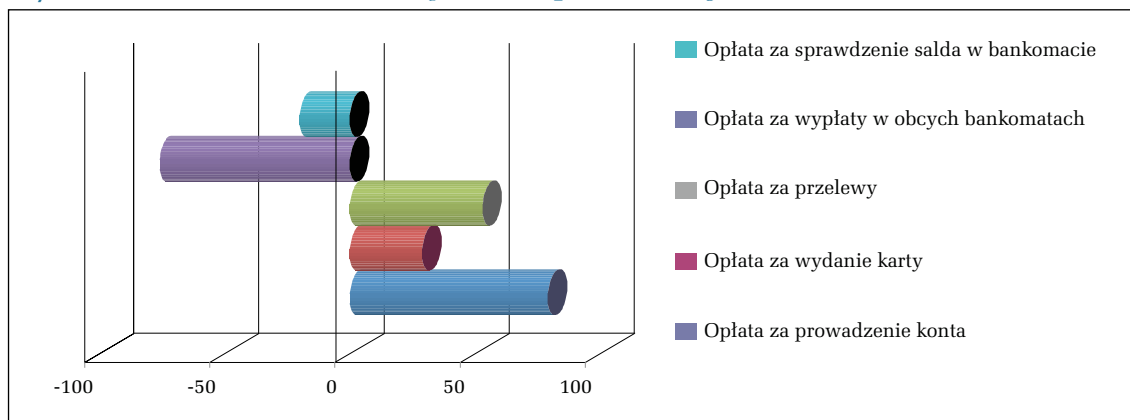
Część oprocentowania kredytów studenckich (wprowadzonych w 1998 r. jako sposób na zwiększenie

Tabela 1. Produkty bankowe, z których mogą korzystać studenci Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu

Nazwa banku	Produkty bankowe						
	konto oszczędnościowo-rozliczeniowe	karta płatnicza	karta kredytowa	euro<26	kredyt studencki	karta charge	limit debetowy
mBank	tak	tak	tak	tak	nie	nie	nie
Bank Zachodni WBK	tak	tak	nie	tak	tak	nie	nie
BGŻ	tak	tak	tak	nie	tak	nie	nie
Lucas Bank	tak	tak	nie	tak	nie	nie	nie
Millennium	tak	tak	nie	tak	nie	nie	tak
PKO BP	tak	tak	tak	nie	tak	nie	nie
Pekao SA	tak	tak	nie	nie	tak	tak	nie
Citibank Handlowy	tak	tak	tak	nie	nie	nie	nie

Źródło: opracowano na podstawie: Czajczyńska (2008).

Wykres 1. Ocena zadowolenia z wysokości opłat za usługi bankowe



Przykładowo: suma iloczynów cech dla kategorii „Opłata za sprawdzenie salda w bankomacie” wynosiła:

$$1 \cdot 60 + 0 \cdot 60 + (-1) \cdot 80 = -20.$$

Źródło: opracowanie własne.

dostępu do szkół wyższych) jest refinansowana z budżetu państwa. O kredyt mogą się ubiegać wszyscy studenci bez względu na typ uczelni i tryb studiów, pod warunkiem że rozpoczną studia przed ukończeniem 25. roku życia. Pieniądze dla kredytobiorców wypłacane są maksymalnie przez 6 lat, w dziesięciomiesięcznych transzach po 600 zł. Spłata kredytu rozpoczyna się w 2 lata po ukończeniu studiów i trwa co najmniej dwa razy dłużej niż okres pobierania kredytu. Choć procedury bankowe przewidują możliwość obniżenia wysokości rat czy nawet całkowitego umorzenia spłaty kredytu, ogólne warunki nie zachęcają studentów do korzystania z tego produktu finansowego. Z 8 przeanalizowanych banków kredyt studencki można było uzyskać tylko w Banku Gospodarki Żywnościowej, Banku Zachodnim WBK, PKO BP i Banku Pekao SA. Uwzględniał on przede wszystkim studentów, którzy udokumentowali najniższy dochód na osobę w gospodarstwie domowym.

Kartę typu *charge*, czyli z odroczonym terminem płatności, otrzymywali studenci tylko w Banku Pekao SA (bank nie miał karty kredytowej w ofercie dla studentów). Z punktu widzenia studentów produkt ten był jednak stosunkowo drogi, ponieważ za rok użytkowania trzeba było zapłacić 65 zł. Z kolei Bank Millennium oferował kartę z limitem debetowym. Żeby ją otrzymać, trzeba było przedstawić źródło dochodów.

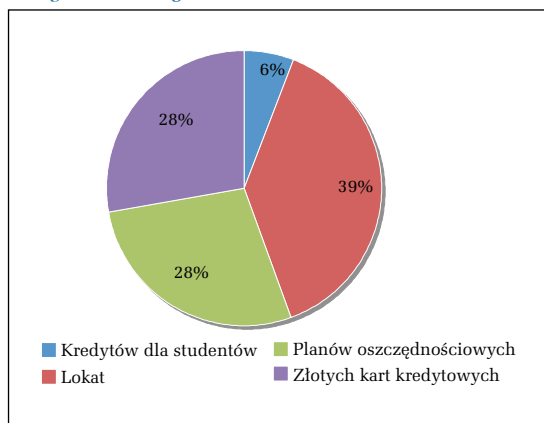
Większość ankietowanych studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu (56,5%) odpowiedziała, że są zdecydowanie zadowoleni z proponowanych usług. Spora część (41%) nie była jednak w pełni usatysfakcjonowana. Zaledwie 2,5% podało, że są raczej niezadowoleni. Większość z nich jednak (88%) nie była w stanie podać konkretnego powodu. Wskazuje to na potrzebę przeprowadzenia

dokładniejszych badań w tym zakresie, które pozwoliłyby wyodrębnić powody niezadowolenia i dokładniej określić potrzeby przedstawicieli tego segmentu. Spośród osób niezadowolonych 11% jako przyczynę wskazało zbyt wysokie koszty obsługi, a 1% fakt, że obsługa jest zbyt skomplikowana.

W związku z powyższym zdecydowano się zapytać o ocenę wysokości opłat za usługi bankowe jako jedną z przyczyn niezadowolenia klientów. Przeprowadzone rangowanie uzyskanych odpowiedzi wykazało, że opłaty związane z przelewami, wydawaniem kart i prowadzeniem konta były przez większość akceptowane, choć w niejednakowym stopniu (wykres 1). Niezadowolenie budziła konieczność ponoszenia opłat za sprawdzenie salda w bankomacie. Koszty związane z wypłatami w obcych bankomatach respondenci postrzegali także jako cechę wzbudzającą najwięcej kontrowersji.

Pytani o braki w ofercie respondenci wskazywali, że brakuje im przede wszystkim lokat przeznaczonych specjalnie dla studentów (wykres 2). Ponieważ mieli do dyspozycji konta studenckie, wskazuje to albo na niedostatki już istniejących produktów (teoretycznie na każdym koncie ROR można zablokować część wkładów na okresy kilkumiesięczne lub kilkuletnie), albo na brak informacji ze strony banków o możliwych rozwiązaniach w tym zakresie. Kolejne mankamenty, również często wskazywane, to brak planów oszczędnościowych i „złotych” kart kredytowych (czyli kart z limitem 10 tys. zł i więcej). Najmniej liczne, ale wymieniane przez studentów braki w ofertach bankowych, dotyczyły kredytów dla studentów. Ponieważ jednak takie produkty bankowe odnotowano w ofercie, odpowiedzi te świadczą o ich niedostatecznej popularyzacji lub konieczności przeanalizowania przez banki konstrukcji tego produktu finansowego.

Wykres 2. Braki w ofercie banków skierowanej do studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu



Źródło: opracowanie własne na podstawie Czajczyńska (2008).

4. Zainteresowanie produktami bankowymi wśród studentów

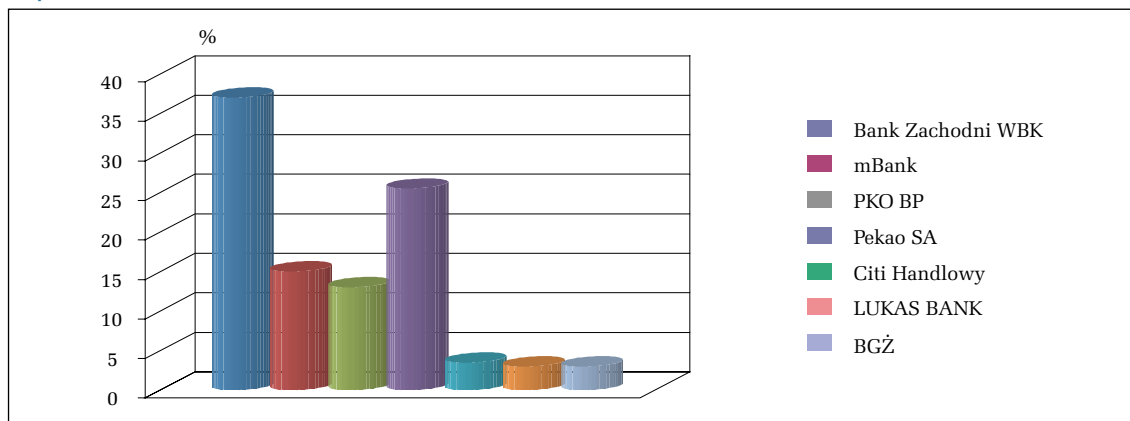
Wszyscy ankietowani korzystali z usług bankowych, jednak świadczonych przez różne podmioty (wykres 2). Największym zainteresowaniem cieszyła się oferta bankowa skierowana do studentów przez Bank Zachodni WBK. Warto zaznaczyć, że placówka PKO BP znajduje się na terenie uczelni, jednak lokalizacja nie wydaje się najistotniejszą cechą, którą potencjalni klienci kierują się przy wyborze banku. Jak obrazuje wykres 3, zainteresowanie ofertą Banku Pekao SA wśród studentów jest znaczne, ale wyraźnie mniejsze niż Banku Zachodniego WBK. BGŻ jest jednym z nielicznych banków oferujących kredyty dla studentów, których – jak podkreślali zainteresowani – brakuje w ofercie bankowej. Mimo to znajduje się na jednym z ostatnich miejsc wśród banków wybieranych przez studentów. Istotne jest również, że ankietowanych proszono o wskazanie nie tylko tego banku, z którego korzystają, lecz także tego, z któ-

rym czują się najbardziej związani (jeśli korzystają z kilku banków). Z dużym prawdopodobieństwem można zatem stwierdzić, że jeżeli banki będą się starały usatysfakcjonować swoich młodych klientów, wielu z nich pozostanie lojalnymi usługobiorcami nie tylko w czasie studiów, ale i po ich skończeniu.

Lokalizacja znajdowała się dopiero na trzecim miejscu jako czynnik decydujący o wyborze banku (wykres 4). Głównymi powodami wybrania usługodawcy były najniższe opłaty, a następnie ciekawa oferta. Zadowolenie z wysokości opłat bankowych zostało już wcześniej omówione. Należy podkreślić, że klienci przywiązują bardzo dużą wagę do tej cechy wszystkich produktów finansowych. Wskazywano także, że o wyborze banku decydowała „najłagodniejsza” procedura kredytowa, choć – jak wspomniano – respondenci zwracali również uwagę na braki w ofercie skierowanej do studentów. Pojawienie się kwestii kredytów studenckich w analizie tak wielu i tak różnych aspektów usług bankowych dla studentów świadczy o tym, że instytucje finansowe powinny więcej uwagi poświęcić temu produktowi.

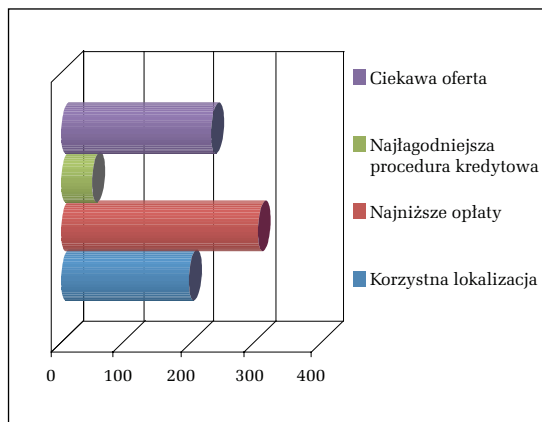
Nie odnotowano dużego zróżnicowania rodzajów produktów bankowych wykorzystywanych przez studentów. Większość (85%) miała konto rozliczeniowo-oszczędnościowe wraz z kartą płatniczą. Pozostali oprócz wymienionych produktów deklarowali również posiadanie karty kredytowej (15%). Jako źródło informacji na temat banku i jego oferty ankietowani wskazywali przede wszystkim znajomych lub rodzinę (50,5%), Internet (20%) i przedstawiciela banku (15,5%). Reklama w mediach lub ulotka promocyjna stanowiły źródło informacji o produktach zaledwie dla 7% respondentów. Informacje te mogą okazać się pomocne przy doborze form przekazu i źródeł dotarcia do studentów z informacją o ofercie. Tylko 35% korzystało z dodatkowych usług przysługujących posiadaczom określonych produktów. Ponad połowa z nich (55%) korzystała z ubezpieczenia EURO<26.

Wykres 3. Banki wybierane przez studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu



Źródło: opracowanie własne na podstawie Czajczyńska (2008).

Wykres 4. Czynniki decydujące o wyborze banku



Przykładowo: suma iloczynów cech dla kategorii „Ciekawa oferta” wynosiła:
 $2 \cdot 73 + 1 \cdot 91 + 0 \cdot 30 + (-1) \cdot 6 = 231$.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Czajczyńska (2008).

Zainteresowani produktami bankowymi byli najczęściej studentami wyższych lat studiów (od III roku), między 21. a 24. rokiem życia, mieszkającymi głównie w akademiku, domu rodzinnym bądź tak zwanym mieszkaniu studenckim. Najrzadziej z produktów bankowych korzystali studenci wynajmujący pokój (prawdopodobnie ze względu na konieczność ponoszenia comiesięcznych wysokich kosztów utrzymania), a także posiadający własne mieszkanie. W analizowanej zbiorowości studenci utrzymywali się przede wszystkim z pieniędzy otrzymywanych od rodziców. Pozostałe przychody pochodziły głównie z prac dorywczych i wakacyjnych wyjazdów zarobkowych. Ze względu na to, że w ofercie bankowej dla studentów dużą rolę odgrywały stałe wpływy na konto i ich główne źródło, należałoby być może zmodyfikować warunki dostępu do niektórych produktów oraz uwzględnić powiązania kapitałowe i zależności międzyludzkie występujące w omawianym segmencie. Relacje między bankiem a klientem polegają jednak przede wszystkim na regulowaniu długoterminowych zobowiązań. To z kolei w związku licznymi trudnościami z zatrudnieniem po studiach skutecznie zniechęca młodych ludzi do podjęcia jakiegokolwiek współpracy z bankami. Rozpoczynając studia, nie mają oni pewności, że przez kilkanaście lat po ich ukończeniu będą mogli systematycznie wywiązywać się nie tylko z bieżących zobowiązań, lecz także z zaległych, wynikających z zaciągnięcia kredytu studenckiego.

5. Podsumowanie i wnioski

Wyodrębnienie nowego segmentu usług bankowych, którym są produkty i usługi dla studentów, postawiło przed instytucjami finansowymi wiele wyzwań. Dotyczyły one nie tylko określenia profilu potencjalnego klienta, ale

także jego zmieniających się potrzeb. Niedostatek opracowań w tym zakresie, jak również zaobserwowana na podstawie przeprowadzonych badań rozbieżność między proponowaną ofertą a oczekiwaniami studentów, skłaniają do wniosku, że instytucje finansowe muszą poświęcić więcej uwagi temu zagadnieniu.

Na podstawie danych zebranych w badaniu zbiorowości studentów Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu za pomocą wywiadu bezpośredniego, jak również po analizie ofert bankowych sformułowano następujące wnioski:

- Oferta skierowana przez banki do studentów różniła się przede wszystkim wymaganiami stawianymi potencjalnym klientom.
- Zarówno w ofercie banków, jak i wśród produktów bankowych wykorzystywanych przez studentów znajdowały się głównie konta rozliczeniowo-oszczędnościowe i karty płatnicze, rzadziej karty kredytowe.
- Studentom brakowało w ofertach banków przede wszystkim specjalnie dla nich przygotowanych lokat, następnie planów oszczędnościowych i złotych kart (czyli kart z limitem 10 tys. zł i więcej).
- Odnotowano niezadowolenie z oferty bankowej dotyczącej kredytów studenckich. Respondenci nie korzystali z tego produktu mimo istniejących na rynku możliwości. Jednocześnie sygnalizowali potrzebę wprowadzenia takiego instrumentu, co wskazuje na konieczność zweryfikowania konstrukcji kredytu studenckiego.
- Najważniejszym czynnikiem decydującym o wyborze banku nie była korzystna lokalizacja, ale najniższe opłaty.
- Studenci akceptowali dodatkowe wydatki związane z przelewami, wydawaniem kart i prowadzeniem konta. Niezadowolenie wzbudzały jednak opłaty za wypłacanie pieniędzy z obcych bankomatów i sprawdzenie salda.
- Duże znaczenie zarówno dla wysokości kwot będących systematycznie do dyspozycji studenta, jak i decyzji o wyborze konkretnego banku miała rodzina.
- Rodzina stanowiła również podstawowe źródło dochodów, którymi dysponują studenci. Opracowując warunki oferty, nie należy zatem pomijać znaczenia powiązań kapitałowych i zależności decyzyjnych, które występują w jej relacjach z potencjalnym klientem.

Przedstawione w artykule wybrane zagadnienia związane z produktami i usługami przeznaczonymi dla studentów mogą posłużyć jako wskazówki do opracowania strategii działania banków w przyszłości. Stabilizujący się rynek usług finansowych wymaga bowiem nie tyle pozyskiwania coraz większej liczby nowych klientów, ile zabiegania o zaufanie i lojalność już posiadanych. Ważną sprawą, podkreślaną przez Grzegorzycza (2005) i potwierdzoną przez przeprowadzone analizy, jest również właściwe wyznaczenie cyklu życia oferowanych produktów bankowych, a także ustalenie niezbędnych działań zależnie od tego, w której fa-

zie cyklu znajduje się określony produkt. Jak wykazały badania, banki powinny docierać z ofertą do studentów nie wprost, ale za pośrednictwem ich rodzin. One bowiem, mając długoletnie doświadczenie w relacjach z bankami, często są najbardziej wiarygodnym źródłem informacji dla młodych ludzi zainteresowanych ofertą bankową. Oni zaś, jeśli będą zadowoleni z jakości usług, mogą nie tylko kontynuować współpracę z bankiem przez wiele lat, lecz także przekonywać do tego oferty innych, z czasem również własne dzieci. Aby było to możliwe, oferta dla studentów, zwłaszcza kończących studia, powinna być otwarta. Należałoby im zaproponować takie produkty, które umożliwiałyby kon-

tynuowanie współpracy, może na nieco innych, ale nadal korzystnych dla nich warunkach. Oferta kredytów studenckich pod tym względem nie spełnia oczekiwań potencjalnych klientów. Nie należy też zapominać o wyraźnej tendencji do odchodzenia od tradycyjnych kontaktów z bankiem na rzecz Internetu, zwłaszcza wśród ludzi młodych (potwierdzają to analizy wykonane przez Smagą 2007). Wybór takiej strategii działania nie jest ani łatwy, ani szybki. Daje jednak perspektywę wieloletnich, stałych dochodów, zwiększa renomę banku i buduje znaczenie marki, a także gwarantuje zaufanie klientów, co w wysoce konkurencyjnej gospodarce rynkowej jest rzeczą bezcenną.

Bibliografia

- Czajczyńska K. (2008), *Produkty bankowe wykorzystywane przez studentów Akademii Rolniczej im. Augusta Cieszkowskiego w Poznaniu*, praca magisterska, Uniwersytet Przyrodniczy w Poznaniu, Poznań.
- Dobosiewicz Z. (2007), *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa.
- Grzegorzczak W. (2001), *Podstawy bankowe. Rozwój i sprzedaż*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Poznań.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2005), *Zarządzanie finansowe bankiem*, PWE, Warszawa.
- Janc A. (2001), *Nowe usługi na tle wybranych problemów organizacji*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Poznań.
- Kisiel M., Korenik D. (2006), *Innowacyjne usługi banku*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Niczyporuk P., Talecka A. (2004), *Bankowość System bankowy i usługi*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok.
- Sagan A. (1998), *Badania marketingowe. Podstawowe kierunki*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.
- Smaga M. (2007), *Jak Polacy korzystają z kont bankowych?*, <http://www.money.pl/banki/wiadomosci/artykul/polacy;polubili;konto;w;internecie,27,0,231707.html>
- Wysocki F., Lira J. (2003), *Statystyka Opisowa*, Wydawnictwo Akademii Rolniczej w Poznaniu, Poznań.

Jan Majewski, *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii* seria Biblioteka Fundacji im. Takashimy

Review of the book by Jan Majewski, *Financial Markets and Corporate Governance in Japan*

Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2007

Wojciech Rogowski*

Japonia należy do grona największych i bez wątpienia najciekawszych gospodarek świata. W Polsce jej sukcesy gospodarcze wzbudzają fascynację i bywają postrzegane jako wręcz mityczne¹. Dzieje się tak z powodu odległości geograficznej, specyfiki języka i kultury, jak też rozgłosu towarzyszącego japońskiemu „cudowi gospodarczemu”. Do tego dochodzi fascynacja jakością japońskich produktów, szczególnie elektroniki i samochodów. Może to wzbudzać podejrzenia, że japońską gospodarkę rządzą równie tajemnicze zasady, jakie – wydaje się – rządzą językiem japońskim.

Przekonanie o specyfice japońskiej ekonomii i zarządzania utrwalają publikowane w ostatniej dekadzie XX w. wyniki badań porównawczych reguł i praktyki nadzoru korporacyjnego. W ich świetle japońskie *corporate governance* zdaje się odmienne od systemów w takich rozwiniętych gospodarkach, jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Francja czy Niemcy. Polskim czytelnikom fenomen japońskiego *corporate governance* próbowali objaśnić i przybliżyć m.in. R. Guillaing (1972), J. Bossak (1975), J. Solarz (1990; 1996), M. Strzyżewska

(1993), F. Fukuyama (1997), B. Gliński (1999), I. Koładkiewicz (1999), J. Grabowiecki (2002; 2006), M. Jerzemowska (2003), A. Słomka-Gołębiowska (2006), A. Ząbkowicz (2006) a ostatnio M. Aluchna (2008).

Spojrzenie na praktykę zarządzania i własności japońskich spółek ukazało skomplikowany system o swoistych mechanizmach. Japońskie spółki funkcjonują głównie w strukturach *keiretsu* (stowarzyszeń, grup przemysłowych, klastrow) na zasadzie długoterminowej współpracy. W strukturze własności takich spółek dominują, przez krzyżujące się udziały, inne spółki ze stowarzyszenia oraz instytucje finansowe (głównie banki, które za pośrednictwem swoich przedstawicieli w radach dyrektorów uczestniczą w podejmowaniu najważniejszych decyzji inwestycyjnych). Akcje spółki są ponadto w posiadaniu dostawców i klientów, struktura akcjonariatu jest stabilna. Takie ukształtowanie *corporate governance* powoduje, że spółka nastawiona jest bardziej na osiąganie celów operacyjnych niż na maksymalizację zysku czy wartości dla akcjonariusza. Wynagrodzenia menedżerów pozostają na relatywnie niskim poziomie. W takiej sytuacji trudno zaobserwować problemy agencji, nie występują też przejęcia i fuzje (bank wspiera spółkę w momencie kryzysu, restrukturyzacja odbywa się bez upadłości, nie funkcjonuje ry-

* Narodowy Bank Polski, Instytut Ekonomiczny; Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Katedra Prawa Administracyjnego i Finansowego Przedsiębiorstw; e-mail: wojciech.rogowski@nbp.pl.

¹ Czego przejawem jest choćby słynne powiedzenie Lecha Wałęsy, że „zbudujemy w Polsce drugą Japonię” (Wałęsa 2000, s. 2).

nek przejęć). Choć prawo korporacyjne w Japonii historycznie czerpało inspirację z niemieckiego prawa spółek, władze japońskich spółek są jednostopniowe (system monistyczny), podobnie jak w USA czy Wielkiej Brytanii. W skład rady dyrektorów wchodzi głównie członkowie wewnętrzni (menedżerowie danej spółki) i nieliczni członkowie zewnętrzni (przede wszystkim bankowcy i byli urzędnicy). Ponieważ główni akcjonariusze nie są formalnie reprezentowani w radzie dyrektorów, oprócz niej funkcjonuje nieformalne ciało kolegialne prezesów spółek *keiretsu*, tzw. *lunch-club*. W trakcie „piątkowych spotkań” z najwyższą kadrą zarządzającą omawia się i ustala przyszłe działania i plany strategiczne. Podobnie jak w krajach anglosaskich prezes zarządu jest jednocześnie szefem rady. On też wskazuje kandydatów do rady dyrektorów, jednak czuje się raczej pierwszym pracownikiem niż przedstawicielem akcjonariuszy. Odmienne niż w Niemczech pracownicy nie są reprezentowani bezpośrednio w radach, choć ich związki z firmami są bardzo silne – praktycznie dożywotnie zatrudnienie, wynagrodzenie w zależności od stażu pracy, stałe podnoszenie kwalifikacji, a dla tych z najwyższego szczebla na emeryturze – nawet miejsce w radzie. Choć państwo posiada śladowe ilości akcji spółek, jest istotnym interesariuszem w japońskim nadzorze korporacyjnym, a to za sprawą interwencjonizmu państwa, siły japońskiej administracji gospodarczej (MITI) i nieformalnych relacji spółka – administracja państwa – polityka (ta sama partia rządziła od lat 40. XX w. do 1993 r.).

Większość wcześniej wymienionych prac oparto na wynikach badań zagranicznych, wtórnych, rzadko na źródłach japońskich. Na tym tle pozytywnie wyróżnia się praca Jana Majewskiego pt. *Rynki finansowe a nadzór nad korporacją w Japonii*, prezentująca analizy wykorzystujące oryginalne, liczne źródła w języku japońskim, jak też obserwacje poczynione w trakcie pobytu Autora w Japonii². Dzięki temu jest jedną z najbardziej szczegółowych i wyczerpujących w polskim piśmiennictwie analiz japońskiego systemu finansowego i jego historii, od końca XVI w. do początków XXI w. (część II książki). Uwypuklono w niej związki z systemem władania korporacyjnego, zwłaszcza ukształtowanego po II wojnie światowej (część III). Pierwszą część książki Autor poświęcił pojęciu i genezie nadzoru korporacyjnego.

Gospodarka Japonii po II wojnie światowej to klasyczny przykład „kierowanej gospodarki rynkowej typu keynesowskiego”, która osiągnęła znaczne sukcesy gospodarcze, ale nie była wolna od poważnych problemów rozwojowych (Kozłowski 1998, s. 136). Niektóre z nich wiążą się z niesprawnością władania korporacyjnego, które jest obecnie poddawane krytyce i reformowane (Fukao 2003, s. 289). Nadzór korporacyjny

decyduje o strategiach realizowanych przez firmy i ich rezultatach, składających się finalnie na wzrost gospodarczy kraju. Autor słowem „klasyczny” określa opisany powyżej system nadzoru korporacyjnego w powojennej Japonii. Jego zdaniem poza czynnikami historycznymi (tradycja biznesu, okupacja) i społecznymi (zachowania pracowników, kultura), kształtującymi system nadzoru korporacyjnego Japonii, charakterystyczne cechy tego systemu wynikają przede wszystkim z „nierynkowego mechanizmu koordynacji rynków finansowych i kapitałowych” (s. 17). Taka polityka gospodarcza była prowadzona praktycznie do końca lat 90 XX w. Rynki kapitałowe i finansowe koordynowane były wtedy przez „kartel publiczny” banków komercyjnych pod kierunkiem administracji rządowej (Ministerstwa Finansów) i Banku Japonii. Koordynacja ta polegała m.in. na faktycznym ograniczeniu konkurencji w systemie bankowym, administracyjnym ustalaniu marży bankowej, na poziomie gwarantującym osiąganie zysków nawet najmniej efektywnym bankom (tzw. konwojowanie banków), a także na stosowaniu „podwartościowej” stopy procentowej wobec klientów. Taka struktura rynku bankowego, w połączeniu z brakiem aktywności rynku kapitałowego, zablokowanego przez powiązania krzyżowe, absorpcję akcji przez banki i pasywność indywidualnych akcjonariuszy, umożliwiała przyspieszoną akumulację kapitału firm i banków (szczególnie dużych i endogenicznie efektywnych dzięki dodatkowej rente ekonomicznej) oraz finansowanie wzmożonej działalności inwestycyjnej sektora przedsiębiorstw zgodnie z rządową strategią rozwoju. Umocniło to rolę banków w nadzorze korporacyjnym, które wcześniej były obecne w tradycyjnych strukturach sieciowych przedsiębiorstw (*zaibatsu*). Przetrwaly one II wojnę światową, ale ze względów politycznych zostały pozbawione przywództwa rodzin władających wcześniej tymi holdingami. W nowym układzie rolę właścicieli zastępowały nieformalne relacje pomiędzy administracją gospodarczą, bankami i firmami. J. Majewski szczegółowo analizuje towarzyszący interwencjonistycznej polityce gospodarczej „międzysektorowy transfer ryzyka finansowego” (od gospodarstw domowych i przedsiębiorstw przez banki do skarbu państwa), powodujący „międzysektorowy rozkład renty ekonomicznej” z tego tytułu. Dowodzi, że taka polityka umożliwiała wytworzenie się oraz trwanie niektórych zjawisk i cech wyróżniających japońskie *corporate governance*. Na przykład nadzór korporacyjny ze strony wierzycieli i kontrahentów, chroniony systemem redukcji ryzyka, pozwalał korporacjom budować długoterminowe strategie i zapewniał pełne gwarancje zatrudnienia, ale jednocześnie zniekształcał rynek pracy, w tym rynek talentów menedżerskich. Przejęcie ryzyka funkcjonowania banków przez państwo doprowadziło do sytuacji, w której banki udzielały kredytów, nawet gdy kredytobiorca stał się niewypłacalny. Było to możliwe dzięki stabilnym więzom łączącym je ze spółkami

² Szkoda, że w tej sytuacji Autor nie uzupełnił japońskich tytułów cytowanych prac tłumaczeniem na polski lub choćby angielski, jak to jest w praktyce zachodnich publikacji, gdy cytuje się prace w mniej znanych językach.

i wskazuje na zależność między typem nadzoru korporacyjnego a stanem przedsiębiorstwa (tzw. *contingency governance*). Restrukturyzacja upadających przedsiębiorstw prowadzona przez banki była czterokrotnie droższa niż prowadzona przez inne podmioty, np. korporacje przejmujące, fundusz restrukturyzacji (Inoue et al. 2008, s. 14).

Trzecia część książki w interesujący sposób ukazuje, jak instytucje ekonomiczne są deformowane przez interwencję administracyjną. Jest to przykład udanej analizy ekonomii instytucjonalnej. Jej wartość byłaby jeszcze większa, gdyby Autor poszedł krok dalej i precyzyjnie wskazał ostateczne skutki ekonomiczne opisywanych przez niego mechanizmów oraz beneficjentów systemu i tych, którzy płacą ostateczny rachunek. Interwencjonistyczna polityka gospodarcza państwa japońskiego, którego elementem był „klasyczny” japoński nadzór korporacyjny, przyczyniła się do osiągnięcia w latach 60. i 70. XX w. bezkonkurencyjnej pozycji gospodarczej Japonii (Ząbkowicz 2006, s. 17; Mosk 2008, s. 353). Okazała się jednak zawodna w obliczu globalizacji, nadającej ton gospodarce światowej w kolejnych dekadach. Spuścizną takiej polityki były bez wątpienia kryzys finansowy, spowodowany m.in. stratami banków z powodu niespłaconych kredytów, oraz regresja gospodarcza lat 90. XX w. Japoński „cud gospodarczy” zakończył się słynnym kryzysem spekulacyjnym na rynku kapitałowym i nieruchomości. Choć straty sięgały dziesiątków miliardów jenów, dzięki interwencji państwa udało się utrzymać stabilność finansową, jednak gospodarka straciła tempo rozwoju.

Lata 90. XX w. są określane jako „stracona dekada” z powodu utraty zamożności i bezpieczeństwa socjalnego obywateli oraz spadku tempa wzrostu gospodarczego, które w tym okresie było trzykrotnie mniejsze niż średnia OECD. W rankingu według wielkości PKB *per capita* Japonia od 1991 r. (wtedy 5. miejsce na świecie) stale obniża swoją pozycję i zajmuje obecnie 17. miejsce, co oznacza cofnięcie się do poziomu z 1975 r. (Alexander 2008, s. 143). Pozycję lidera międzynarodowej konkurencyjności Japonia utraciła już w 1992 r. (Grabowiecki 2006, s. 168). Interwencje państwa zwiększyły dług publiczny, który jest obecnie blisko dwukrotnie większy od PKB Japonii, co oznacza, że jest to najbardziej zadłużony kraj świata (OECD 2008, s. 37). Skutki kryzysu są lub będą odczuwane przez wszystkich mieszkańców liczącego dziś 128 mln obywateli państwa. Poziom obciążeń podatkowych w Japonii jest jednym z najniższych w OECD, jednak w tej dekadzie wzrosły one już o 10%, a zapowiadana jest dalsza ekspansja fiskalna. „Klasyczny” model japońskiego *corporate governance* doprowadził do faworyzowania przedsiębiorstw i zaniedbywania nie tylko interesów akcjonariuszy (m.in. za sprawą ich bierności), lecz także – paradoksalnie – pracowników, tym razem w roli konsumentów. Choć deflacja w latach 1998–2007 wyniosła 3%, ceny produktów konsumpcyjnych i usług w Japonii należą do najwyższych na świe-

cie i są zawyżone m.in. z powodu polityki ochrony rynków, sztywnego zatrudnienia i tolerowania licznych karteli. Japońska gospodarka w porównaniu z innymi krajami rozwiniętymi wciąż ma charakter gospodarki zamkniętej m.in. ze względu na niskie inwestycje zagraniczne, bardzo małą penetrację zagraniczną importu, niewielki udział korporacji transnarodowych w handlu. Ujemny przyrost naturalny i szybkie starzenie się społeczeństwa rodzą obawy o wydolność funduszy ubezpieczeniowych i emerytalnych, głównych akcjonariuszy japońskich banków (Horioka et al. 2007; Pilling 2007, s. 4). Bez tych uzupełnień obraz japońskiego „klasycznego” nadzoru korporacyjnego, którego istotę, elementy i genezę rzeczowo przedstawił J. Majewski, będzie niepełny.

Lektura książki prowokuje dalsze pytania. Czy trwale przełamano słabości instytucjonalne powodujące kryzys? Jaki jest obraz nadzoru korporacyjnego dzisiejszej Japonii, nadal wysoko rozwiniętego kraju, ale znów stojącego na skraju recesji? „Stracona dekada” okazała się dekadą zmian, czasem przełomu i modernizacji w obszarze prawa korporacyjnego, upadłościowego, rachunkowości, prawa bankowego i rynku kapitałowego, czyli prawnych podstaw *corporate governance*. Dokonywane zmiany w najważniejszych ustawach i kodeksach, niektóre wprowadzane bardzo szybko, potwierdziły tezę, że przyczyny japońskiego kryzysu tkwią w sferze nadzoru korporacyjnego, choć nie były to jedyne czynniki³. Jak wspomina J. Majewski, po 1993 r. usunięto większość instrumentów administracyjnych ograniczających konkurencję na rynku finansowym, jednak największe znaczenie miały reformy strukturalne z lat 1996–2001, określane mianem wielkiego otwarcia (*Big Bang*). Zreformowano nadzór bankowy i bank centralny, wzmacniając jego niezależność (Toya 2006, s. 2). Kilka razy istotnie znowelizowano kodeks handlowy *Kaisha-ho* (m.in. zniesiono wymóg minimalnego kapitału założycielskiego, wprowadzono instytucję zewnętrznego audytora, przywrócono nabywanie akcji własnych, umożliwiono *split* akcji oraz *spin-off*, ułatwiające restrukturyzację, umożliwiono również tworzenie komitetów rady dyrektorów). Ponadto znowelizowano prawo antymonopolowe (m.in. przywrócono możliwość tworzenia holdingów kapitałowych, ograniczono działanie karteli) oraz zmieniono prawo podatkowe i rachunkowe, m.in. wprowadzając bilanse skonsolidowane i większą jawność danych finansowych (Vogel 2006, s. 91). Obniżenie kosztu pozwu w sprawach korporacyjnych służyć miało uaktywnieniu nadzoru ze strony drobnych akcjonariuszy (Kliesow 2001, s. 18). Już w XXI w. dokonano dalszych zmian w prawie bankowym, promując dyscyplinę rynkową, niezależnych audytorów oraz nadzór bankowy na wzór zachodni, co ułatwia rozwiązywanie problemów ze „złymi” kredytami. Trzeba zaznaczyć, że wiele innych

³ Miwa i Ramseyer za główną przyczynę kryzysu uznają wadliwe reguły regulacji stosowane przez państwo, a nie specyfikę nadzoru korporacyjnego (m.in. istnienie *keiretsu*), którą kontestują, por. Stern (2003, s. 335).

Tabela. Zróżnicowanie cech i instrumentów nadzoru korporacyjnego w japońskich spółkach niefinansowych (badana populacja 723 firmy, 2003 r.)

	Spółki stosujące tradycyjny model nadzoru korporacyjnego	Spółki stosujące hybrydowy model nadzoru korporacyjnego
Udział spółek danego typu w badanej populacji (w %)	42	24
Udział spółek danego typu w zatrudnieniu (w %)	15	67
Średnie zatrudnienie w spółce	856	6 293
Instytucja finansowa ^a	21,9	43,7
Spółka niefinansowa ^a	32,7	17,6
Inwestorzy indywidualni ^a	42,0	23,3
Inwestorzy zagraniczni ^a	2,6	14,5
„Dożywotnie zatrudnienie” ^b	100	94
Wynagrodzenie motywacyjne ^b	0	45
Opcje na akcje ^b	19	39
Funkcjonowanie związków zawodowych ^b	70	99
Wskaźnik przejrzystości CGI ^c	7,9	18,2
Wskaźnik ochrony inwestorów CGI ^c	3,9	7,2
Stopa zwrotu z aktywów – ROA (w %)	0,00	0,96

^a Średnia wielkość posiadanego pakietu, w % ogółu akcji spółki.

^b Udział procentowy spółek stosujących instrument.

^c Im wyższy wskaźnik, tym lepsza ochrona praw drobnych akcjonariuszy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Jackson, Miyajima (2007, s. 34);

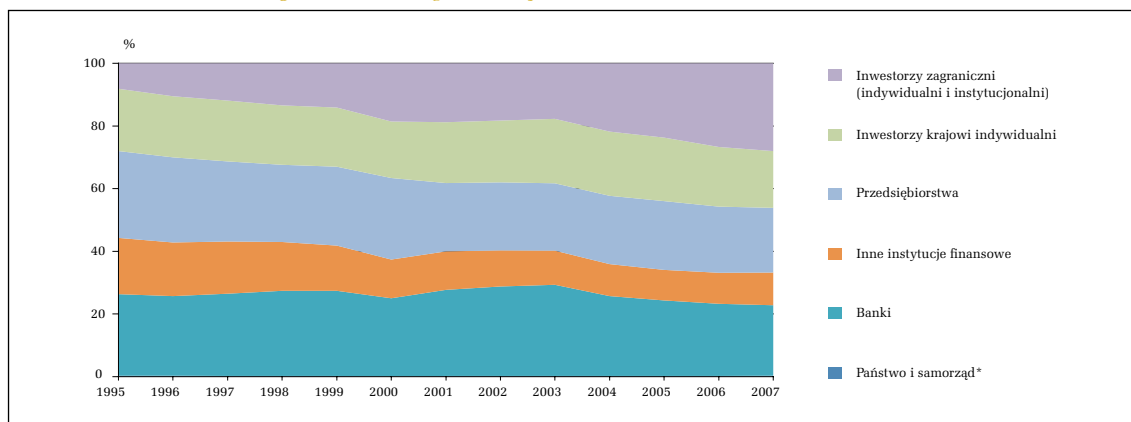
propozycji zmian w prawie nie zyskało wystarczającego poparcia (np. obowiązek udziału w radzie tzw. niezależnych, zewnętrznych dyrektorów). W 2004 r. opublikowano zasady *corporate governance* w spółkach notowanych na tokijskiej giełdzie, oparte na formule *comply or explain* (TSE 2007, s. 1). Reformami objęto również struktury administracji państwa, co jest uważane za definitywne zakończenie trwającej ponad pół wieku polityki gospodarczej typu wojennego z lat 30. i 40. XX w. (Alexander 2007, s. 198). W ślad za reformą prawa następowały zmiany w zachowaniu spółek, ich właścicieli (akcjonariuszy), menedżerów i pracowników. Ich pierwsze skutki są już widoczne.

Z najnowszych badań wyłania się obraz dzisiejszej praktyki nadzoru korporacyjnego w Japonii (Aoki et al. 2007 s. 339; Seki 2005, s. 381). W starciu tradycji z pragmatyzmem tworzy się nowy hybrydowy model nadzoru korporacyjnego, łączący tradycyjne instrumenty modelu japońskiego i nowe (w Japonii) instrumenty charakterystyczne dla modelu anglosaskiego. Obecnie mamy do czynienia z jednoczesnym występowaniem spółek funkcjonujących według starych, tradycyjnych zasad (42% badanych) oraz spółek stosujących hybrydowy nadzór korporacyjny, które w pełni wykorzystują nowe rozwiązania (24% spółek, 2/3 łącznego zatrudnienia). Pozostałe korporacje przyjęły jedynie niektóre rozwiązania tak, że obecnie trudno je przyporządkować do powyższych grup (34%, 18% zatrudnionych). Spółki typu hybrydowego (*hybrid J-type*) wyróżniają się obec-

nością niezależnych dyrektorów w radach zewnętrznych, stosowaniem programów motywacyjnych dla menedżerów opartych m.in. na opcjach na akcje. W większym stopniu wykorzystują obligacje jako źródło finansowania, rozluźniły więzi z bankami, często mają zagranicznych akcjonariuszy oraz inwestorów instytucjonalnych. Spółki te w większości deklarują, że stosują jednocześnie tradycyjne zasady długoletniego i stabilnego zatrudnienia, jednak wynagrodzenia w coraz większym stopniu zależą nie od stażu pracy, lecz od uzyskiwanych wyników. W spółkach tradycyjnych (*J-type*) utrzymuje się „dożywotnie” zatrudnienie i wynagrodzenie zależne od stażu pracy, programy motywacyjne są rzadkością (19%), a dotychczasowe relacje finansowe z bankami są podtrzymywane (por. tabela 1). Znakiem dokonujących się reform są: dziesięciokrotny wzrost liczby oraz wartości fuzji i przejęć (od 1993 r.), zmiany w strukturze własności spółek notowanych na tokijskiej giełdzie (wykres) oraz spadek udziału tzw. stabilnego akcjonariatu, charakterystycznego dla japońskiej gospodarki („The Economist” 2007, s. 8). Wynika to ze zmniejszenia skali tzw. krzyżowego posiadania udziałów i rozluźnienia więzi w *keiretsu* (Pease et al., 2006, s. 618). Zwiększa się rola akcjonariuszy zagranicznych w japońskich spółkach (zaangażowanie powyżej 30% kapitału dotyczy 8% spółek notowanych w 2007 r. (TSE 2007 s. 4), ale jednocześnie maleje liczba zagranicznych spółek notowanych w Japonii⁴.

⁴ Obecnie na tokijskiej giełdzie notowane są tylko 22 grupy spółek, w 1991 r. było ich 127 (za „Financial Times”, 5 sierpnia 2008 r., s. 25).

Wykres. Zmiany w strukturze akcjonariatu spółek notowanych na Tokyo Stock Exchange w latach 1996–2007 wg wartości rynkowej*



* Udział państwa i samorządu lokalnego w strukturze akcjonariatu poniżej 1%.

Źródło: opracowanie własne wg TSE (2008, s. 61).

Inwestorzy zagraniczni (głównie Amerykanie i Brytyjczycy) odgrywają coraz większą rolę i przyczyniają się do upowszechnienia nowych zachowań i instrumentów nadzoru. Proces ten ma ograniczony zasięg, gdyż inwestycje zagraniczne (FDI) stanowią dotychczas jedynie około 2% PKB Japonii, podczas gdy w krajach UE wskaźnik ten wynosi 20–30% PKB i więcej (dane Eurostat). Można przypuszczać, że proces ten będzie się nasilał wraz z otwieraniem się gospodarki Japonii. Podobnie jak w większości innych krajów wyobrażenie o kształcie i problemach nadzoru korporacyjnego dają informacje o spółkach giełdowych. Rynek giełdowy w Japonii jest rozległy (blisko 2400 spółek notowanych na giełdzie w Tokio, kapitalizacja rynku sięga 70% PKB, co stawia go pod tym względem w jednym rzędzie z rynkami w Niemczech, Hiszpanii czy we Włoszech), jednak obejmuje tylko największe korporacje. Słabo rozpoznane są wzorce i problemy nadzoru korporacyjnego w japońskich średnich i małych przedsiębiorstwach. („The Economist” 2008, s. 65). Pokolenie założycieli licznych firm rodzinnych z okresu „cudu gospodarczego” osiągnęło wiek emerytalny i ich dotychczas tradycyjnie zarządzane przedsiębiorstwa stają przed poważnymi problemami sukcesji. Zmiana pokoleniowa – zarówno w małych przedsiębiorstwach, jak i wielkich koncernach – powinna spowodować przyspieszenie reform w japońskim nadzorze korporacyjnym.

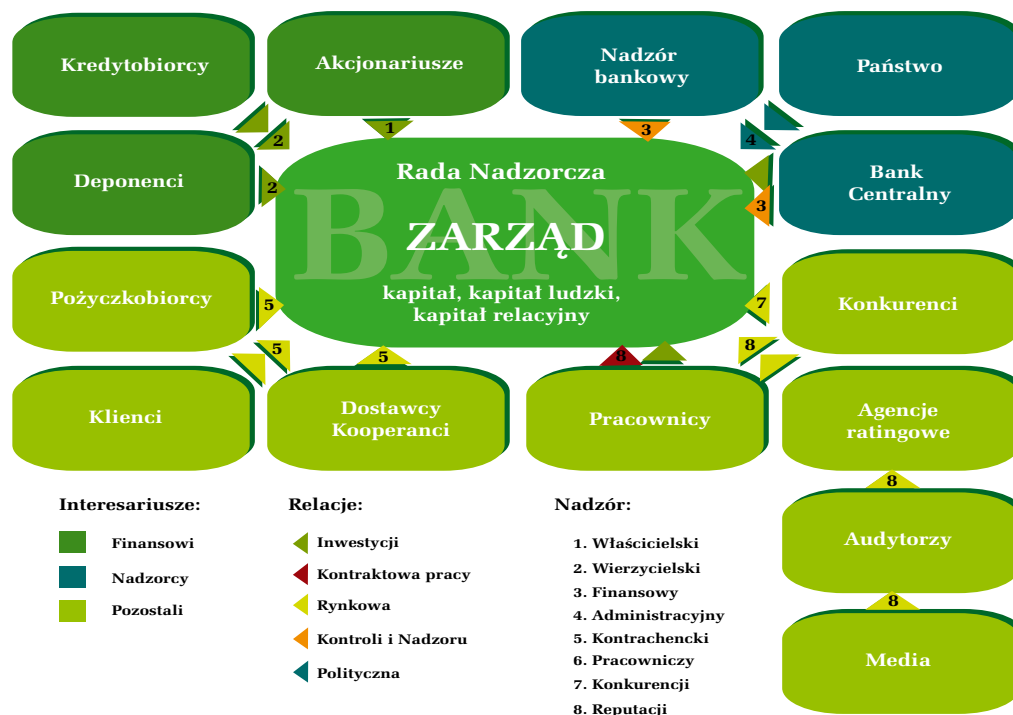
Powyższe obserwacje dowodzą kolejnej tezy, która bezpośrednio wynika z książki J. Majewskiego. Jeśli w wyniku reform przestano stosować nierynkowy mechanizm koordynacji rynków finansowych i kapitałowych, odpowiedzialny, zdaniem Autora, za kształt japońskiego klasycznego nadzoru korporacyjnego, to wraz z przyjmowaniem modelu rynkowej koordynacji powinny zanikać „stare” instrumenty i pojawiać się „nowe”. Są one charakterystyczne dla liberalnej gospodarki rynkowej i współistnieją z niektórymi tradycyjnymi, „kla-

sycznymi” instrumentami, których powstanie wynika z innych uwarunkowań niż polityka gospodarcza (np. kulturowych, tradycji biznesu). Model nadzoru korporacyjnego w narodowym systemie gospodarczym kształtują poza polityką gospodarczą m.in. czynniki historyczno-prawne (*law origin*), kulturowe i socjologiczne (*path dependency*), polityczne, rynkowe, a w ostatnim okresie w coraz większym stopniu globalizacja. Tym wnioskiem J. Majewski otwiera nową perspektywę, wychodząc naprzeciw pytaniom formułowanym przez innych autorów – dokąd zmierza japoński nadzór korporacyjny (Aoki 2007, s. 427; Yoshikawa et al. 2007; Buchanan, Deakin 2007, s. 20; Altunbas et al. 2007; Mosk 2008, s. 284).

Corporate governance od ponad 20 lat jest przedmiotem wielu badań oraz rozległej dyskusji naukowej i publicznej, jednak termin ten wciąż wzbudza kontrowersję, zarówno jeśli chodzi o znaczenie, jak i zakres. W Polsce dyskusja dotyczy wciąż terminologii – znalezienia najlepszego polskiego odpowiednika *corporate governance*. J. Majewski w pierwszej części książki oprócz przybliżenia podstaw teoretycznych władania korporacyjnego dokonał przeglądu kilkudziesięciu definicji *corporate governance* autorów zagranicznych i polskich, do 2002 r. Nie zaakceptował żadnego ze stosowanych obecnie polskich odpowiedników, lecz zaproponował własne określenie „nadzór nad korporacją”⁵, zamiast powszechnie stosowanych zwrotów „nadzór korporacyjny” czy „władanie korporacyjne”. Uważam, że ostatni zwrot najlepiej oddaje sens ekonomiczny relacji między organami spółki, jej dostawcami i odbiorcami, akcjonariuszami i pracownikami oraz zewnętrznymi źródłami finansowymi. Kładzie się w nim akcent na władanie przez właściciela (mocodawcę) i zarządzanie przez zarządcę (pełnomoc-

⁵ Nawiązując do wczesnego tłumaczenia terminu „nadzór nad spółką” zaproponowanego w pracy Frydmana i Rapaczynskiego (1995).

Schemat. Strony władania korporacyjnego (corporate governance) na przykładzie banku – interesariusze, relacje i rodzaje nadzoru



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Koładkiewicz (1999, s. 39), Rogowski (2006, s. 65) oraz recenzowanej książki (s. 41).

nika). Analizy nadzoru korporacyjnego w bankowości ujawniły – przez odniesienie dwóch bliskich pojęć: nadzór bankowy i nadzór korporacyjny, do angielskich pierwowzorów⁶ (*banking supervision* i *corporate governance*) – nieadekwatność określenia „nadzór” w przypadku *corporate governance* (Rogowski 2006). Może to być dodatkowym argumentem za przyjęciem zwrotu „władanie korporacyjne”. Za terminem tym przemawia ponadto złożoność zjawiska, w którym „nadzór” jest tylko jedną z wielu relacji. Ze względu na utrwalenie się bliźniaczego terminu „nadzór bankowy” (a nie „nadzór nad bankami”, choć taka jest semantyka), innowacja J. Majewskiego, by „nadzór korporacyjny” przemianować na „nadzór nad korporacją”, będzie zjawiskiem chwilowym.

Autor książki przez „nadzór nad korporacją” rozumie „całokształt stosunków mikro- i makroekonomicznych, prawnych, instytucjonalnych oraz społeczno-kulturalnych, determinujących pole możliwych zachowań korporacji i stanowiący istotny podsystem społeczno-gospodarczy” (s. 14). Jednocześnie jest on „pochodną innych podsystemów gospodarki (systemu finansowego, fiskalno-budżetowego, pracy oraz współpracy z zagranicą)

determinujących powstanie jego mechanizmów” (s. 14). Próbując ująć wszystkie uwarunkowania instytucjonalne, w definicji tej nie oddano jednak istoty władania korporacyjnego ani jego struktury. *Corporate governance* jest złożonym systemem, składającym się z zasad prawnych, struktur instytucjonalnych oraz ukształtowanej praktyki, które łącznie kreują relacje i reguły gry pomiędzy organami a interesariuszami przedsiębiorstwa i jego otoczeniem (por. schemat). System ten determinuje, kto, jakimi metodami (mechanizmami) i na ile skutecznie włada jednostką gospodarującą (przedsiębiorstwem/instytucją), tak aby zapewnić wszystkim stronom (interesariuszom) zaangażowanym w funkcjonowanie podmiotu wynagrodzenie ich partycypacji (wkładu/inwestycji), a jednocześnie zapewnić mu rozwój i wzrost wartości (Rogowski 2006, s. 16).

Pod względem celu przedsiębiorstwa można wyróżnić dwa główne modele władania korporacyjnego (Koładkiewicz 1999, s. 35; Mallin 2007, s. 57)⁷. Są to: model finansowy, ukierunkowany na zwiększanie wartości spółki dla akcjonariuszy (*shareholder value perspective*), i model społeczny (lepiej: „wspólnotowy”),

⁶ Oba pojęcia mają wzorce anglosaskie, przy czym pojęcie nadzoru bankowego zaczęto stosować w Polsce prawie pół wieku wcześniej.

⁷ Choć nie jest to obecnie jedyne ujęcie modelowe por. Aoki *et al.* (2007, s. 436). Interesujące jest pytanie, na ile późniejsze badania empiryczne potwierdziły istotność tych koncepcji (modeli).

skoncentrowany na trwałości istnienia spółki i równym podziale wzrostu wartości między różnych interesariuszy (*stakeholders value perspective*), niekoniecznie tylko pracowników. Inwestorzy są szczególnymi i bardzo ważnymi interesariuszami spółki (dostarczają środki finansowe), ale tylko jednymi z wielu. Równie istotni są klienci (dzięki ich decyzjom konsumenckim możliwe jest istnienie przedsiębiorstwa), pracownicy i menedżerowie (dostarczają kapitał intelektualny niezbędny do budowy zwycięskich strategii).

Na zakończenie jeszcze drobna polemika z Autorem interesującej książki o losach japońskiego nadzoru korporacyjnego. Nie podzielam opinii Autora (s. 38), że problemy *corporate governance* (np. konflikt interesów) pojawiły się po raz pierwszy w historii gospodarczej z chwilą powstania niderlandzkiej Kompanii Wschodnioindyjskiej

(*Vereenigde Oost-Indische Compagnie* – VOC) w 1602 r. Jeśli już przywołano ten przykład, to warto przypomnieć, że akurat w tym przypadku problemy nadzorcze pojawiły się dopiero w kilkanaście lat po powołaniu spółki. Przez pierwsze dekady w spółce tej nie było ani rady nadzorczej, ani takiej funkcji, nie sporządzano raportów rocznych (ale nie wypłacano też dywidendy), zaufanie udziałowców do kierujących spółką menedżerów było całkowite, celem – rozwój handlu. Oparta na zaufaniu spółka VOC – w zreformowanej w 1623 r. formie, z radą nadzorczą (Radą Dziewięciu) i komitetem audytu – funkcjonowała nieprzerwanie do końca XVIII w. i pozostawiła po sobie ogromne dziedzictwo. Wracając do poszukiwań prapoczątków *corporate governance* – moje badania nie sięgają co prawda jeszcze czasów Adama i Ewy, ale już księgi Nowego Testamentu zarejestrowały problemy tego rodzaju⁸.

⁸ Por. Ewangelia Św. Łukasza; 16, 1–8 (Przypowieść o nielojalnym zarządcy).

Bibliografia

- Alexander A. (2008), *The Arc of Japan's Economic Development*, Routledge, New York, London.
- Altunbas Y., Kara A., van Rixtel A. (2007), *The corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors*, "Documentos Ocasionales", No. 703, Banco de Espana, Madrid.
- Aluchna M. (2008), *Japoński system corporate governance*, w: M. Aluchna i P. Płoszajski (red.), *Zarządzanie japońskie. Ciągłość i zmiana*, SGH, Warszawa.
- Aoki M., Jackson G., Miyajima H. (red.) (2007), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Bossak J. (1975), *Keiretsu – organizacja i mechanizm działania japońskich superkonglomeratów*, „Ekonomista”, nr 5, s. 1101–1111.
- Buchanan J., Deakin S. (2007), *Japan's Paradoxical Response to the New 'Global Standard' in Corporate Governance*, "Working Paper", No. 87, European Corporate Governance Institute, Brussels.
- Frydman R., Rapaczyński A. (1995), *Prywatyzacja w Europie Wschodniej: czy państwo traci na znaczeniu?*, Znak, Kraków.
- Fukao M. (2003), *Japan's Lost Decade and Weaknesses In Corporate Governance*, w: R.M Stern (red.), *Japan's Economic Recovery*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Fukuyama F. (1997), *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, Wrocław.
- Gliński B. (1999), *Rządzenie i zarządzanie w Japonii*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Marketingu, Warszawa.
- Guillain R. (1972), *Japonia trzecie mocarstwo*, Książka i Wiedza, Warszawa.
- Grabowiecki J. (2002), *Keiretsu organizacja, mechanizm funkcjonowania oraz kierunki zmian japońskich grup kapitałowo-przemysłowych*, „Ekonomista”, nr 1, s. 81–108.
- Grabowiecki J. (2006), *Grupy kapitałowo-przemysłowe keiretsu w nowych uwarunkowaniach rozwojowych gospodarki Japonii. Przyczyny regresu*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.
- Horioka C.Y., Suzuki W., Hatta T. (2007), *Aging, Saving, and Public Pensions in Japan*, "Working Paper", No. 13273, NBER, Cambridge.
- Inoue K., Kato H. K., Bremer M. (2008), *Corporate restructuring in Japan: Who monitors the monitor?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 32, No. 12, s. 2628–2635.
- Jackson G., Miyajima H. (2007), *The Diversity and Change of Corporate Governance In Japan*, w: M. Aoki, G. Jackson, H. Miyajima (red.), *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press.
- Jerzemska M. (2003), *Kształtowanie się japońskiego systemu finansowego*, „Prace i Materiały”, nr 2, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania.

- Kliesow O. (2001), *Aktionärsrechte und Aktionärsklage in Japan: gesetzliche Regelungen und soziale Wirklichkeit*, Mohr Siebeck, Tübingen.
- Koładkiewicz I. (1999), *Nadzór korporacyjny w nowoczesnym społeczeństwie*, w: I. Koładkiewicz (opr. i tłum.), *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Poltext, Warszawa.
- Kozłowski S.G. (1998), *Systemy ekonomiczne. Analiza porównawcza*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Mosk C. (2008), *Japanese Economic Development. Markets, Norms, Structures*, Routledge, London, New York.
- OECD (2008), *Economic Surveys Japan*, http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_33733_40353553_1_1_1_1,00.html.
- Pease S., Paliwoda S., Slater J. (2006), *The erosion of stable shareholder practice in Japan*, "International Business Review", Vol. 15, s. 618–640.
- Pilling D. (2007), *Recovery but still no feel-good factor*, "Financial Times", 19 October.
- Rogowski W. (2006), *Władanie korporacyjne w kształtowaniu stabilności finansowej – na przykładzie sektora bankowego*, niepublikowana rozprawa doktorska, SGH, Warszawa.
- Seki T. (2005), *Legal Reform and Shareholder Activism by Institutional Investors in Japan*, "Corporate Governance. An International Review", Vol. 13., No. 3, s. 377–385.
- Słomka-Gołębiowska A. (2006), *Corporate governance. Banki na straży efektywności przedsiębiorstw*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Solarz J.K. (1990), *Ewolucja japońskiego systemu bankowości i polityki monetarnej*, NBP, Warszawa.
- Solarz J.K. (1996), *Rozwój systemów bankowych*, Wydawnictwo Zarządzanie i Finanse, Warszawa.
- Stern R.M. (2003), *Japan's Economic Recovery*, Edward Elgar 100806040200 r, Cheltenham.
- Strzyżewska M. (1993), *Oddziaływanie państwa na gospodarkę Japonii*, w: S. Golinowska, T. Oleksyn, M. Strzyżewska (red.), *Systemy negocjacyjne w gospodarce Japonii*, „Studia i Materiały”, nr 11, IPiSS, Warszawa.
- "The Economist" (2008), *Under pressure. Japan's Mittelstand*, 8 March.
- "The Economist" (2007), *Message in a bottle of sauce*, 1 December.
- Toya T. (2006), *The political economy of Japanese Financial Big Bang*, Oxford University Press, Oxford.
- TSE (2008), *Tokyo Stock Exchange Fact Book*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo.
- TSE (2007), *White Paper of Corporate Governance 2007*, Tokyo Stock Exchange, Tokyo.
- Wąłęsa L. (2000), *Moja Japonia*, „Tygodnik Powszechny”, <http://www.tygodnik.com.pl/japonia/walesa.html>
- Vogel S.K (2006), *Japan Remodeled*, Cornell University Press, Ithaca.
- Yoshikawa T., Tsui-Auch L.S., McGuire J. (2007), *Corporate Governance Reform as Institutional Innovation: The Case of Japan*, „Organization Science”, Vol. 18, No. 6, s. 973–988.
- Ząbkowicz A. (2006), *Instytucje i wzrost gospodarki Japonii*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków.

Kamilla Marchewka-Bartkowiak *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*

Review of the book by Kamilla Marchewka-Bartkowiak, *Theory and Practice of Public Debt Management in EU Member States*

Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008

*Andrzej Wernik**

Dostępna w języku polskim literatura dotycząca długu publicznego jest bardzo uboga. Dlatego z radością należy powitać ukazanie się książki Kamilli Marchewki-Bartkowiak *Zarządzanie długiem publicznym. Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*. Autorka od dłuższego czasu zajmuje się problematyką zarządzania długiem i wydała już wiele publikacji na ten temat, w tym w 2003 r. książkę *Zarządzanie długiem publicznym w krajach UE oraz w Polsce* (Marchewka-Bartkowiak 2003). Obecna książka nie jest jednak zmodyfikowaną wersją tej z 2003 r. Została napisana na nowo, pogłębiona od strony teoretycznej; wykorzystano w niej bardzo bogatą literaturę przedmiotu.

Książka obejmuje siedem rozdziałów. Pierwszy zatytułowany jest „Istota i geneza”. Autorka przedstawia tu najbardziej ogólne problemy związane z omawianym w książce tematem, w szczególności definiuje pojęcia polityka długu publicznego i zarządzanie długiem publicznym. Powstają tu jednak wątpliwości, gdyż Autorka nadaje definiowanym pojęciom zbyt szeroki zakres. Politykę długu publicznego definiuje jako „świadome decyzje i działania władz publicznych polegające na wyborze zaciągania długu jako sposobu finansowania nadmiernych

(ponad poziom dochodów) wydatków budżetowych (inaczej finansowania deficytu budżetowego)” (s. 20). Alternatywa: zrównoważone finanse publiczne i wyższe podatki czy niższe podatki i powstanie (narastanie) długu publicznego jest przedmiotem nie polityki długu, lecz znacznie szerszego kompleksu decyzyjnego, który stanowi polityka fiskalna (ewentualnie budżetowa), definiowana zazwyczaj jako kształtowanie dochodów i wydatków publicznych. To, co Autorka nazywa polityką długu publicznego, to po prostu szczegółowy odcinek polityki fiskalnej, co oczywiście w żadnej mierze nie obniża znaczenia problemów związanych z długiem i decyzji podejmowanych w tym zakresie. Autorka ma skłonność do akcentowania samodzielności polityki zarządzania długiem i jest to uzasadnione w odniesieniu do tego, co nazywa mikroekonomicznym kontekstem zarządzania długiem. Odpowiada to sformułowanej wspólnie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy – a przytoczonej na s. 22 – definicji zarządzania długiem jako „procesu ustanawiania i wykonania strategii zaradczych w przypadku wzrostu wymaganej wielkości potrzeb, osiągania wyznaczonych celów dotyczących ryzyka kosztów oraz innych celów jak rozwój i utrzymanie wydajnego rynku papierów skarbowych”, a także sformułowanej przez Autorkę definicji zarządzania długiem jako „szerokiego zakresu działań operacyjnych na rynku

* Akademia Finansów, Instytut Finansów.

instrumentów skarbowych nakierowanych na realizację przyjętych celów (kosztu i ryzyka), a wykonywanych przez specjalnie powołaną instytucję, działającą w imieniu i pod nadzorem władz centralnych". W tej definicji pojawia się zagadnienie wyspecjalizowanej instytucji zarządzającej długiem – zagadnienie, którym Autorka zajmuje się szczegółowo w następnych rozdziałach. W tym miejscu warto zauważyć, że taka wyspecjalizowana instytucja może zajmować się tylko tym, co Autorka nazywa mikroekonomicznym aspektem zarządzania długiem, bo problemy makroekonomiczne nie dadzą się wydzielić z zakresu kompetencji organu władz centralnych do spraw finansów publicznych, czyli ministerstwa finansów (bądź skarbu – nazwa bez znaczenia).

Ciekawe są propozycje Autorki, by do zadań zarządzania długiem włączyć operacje związane z zapewnieniem płynności budżetu państwa oraz zarządzaniem jego należnościami finansowymi (s. 24–25). Praktycznie jest to możliwe tylko w pewnym zakresie, albowiem zapewnienie płynności wiąże się nie tylko z krótkookresowymi przepływami pieniężnymi, lecz także z synchronizacją dochodów i wydatków budżetowych, a należności budżetowe to – przynajmniej w państwach wykazujących deficyty – przede wszystkim zaległości podatków, którymi z natury rzeczy musi zarządzać administracja podatkowa. Inaczej sprawa może się przedstawiać w krajach od lat osiągających nadwyżki budżetowe. Nie dziwi przeto, że w takich krajach – w Danii, Szwecji, Irlandii – rozwinęło się to, co Autorka nazywa bilansowym podejściem do zarządzania długiem. Zakres bilansowania jest jednak nader dyskusyjny, a zaproponowany przez Autorkę schemat bilansu (s. 29), uwzględniający „bieżącą wartość przyszłych dochodów” i „bieżącą wartość przyszłych wydatków budżetowych”, jest raczej zabawą intelektualną niż rozwiązaniem służącym celom praktycznym. *Notabene* jak należałoby interpretować saldo takiego bilansu? Bilans ograniczony do zobowiązań wymagalnych i potencjalnych oraz aktywów finansowych może być natomiast bardzo pożyteczny, jednak uwzględnianie w nim rezerw walutowych utrzymywanych przez bank centralny w obecnym stanie prawnym w Unii Europejskiej jest bezprzedmiotowe.

Wątpliwości budzi ujęcie na s. 26 genezy zarządzania długiem. W latach 80. XX w. sformułowano pojęcie „zarządzanie długiem publicznym”, ale sam problem jest stary jak finanse publiczne. Niektóre średniowieczne metody w tym zakresie brzmią anegdotycznie, ale na przykład brytyjskie XIX-wieczne doświadczenia mogą być nawet dzisiaj pouczające. Nie jest to zarzutem wobec Autorki, że nie uwzględniła tego w swej wysoce erudycyjnej, a więc pracochłonnej książce, ale raczej zachętą, by w dalszych badaniach sięgnęła do dawniejszych doświadczeń.

Rozdział kończy się omówieniem aktualnego znaczenia zarządzania długiem w Unii Europejskiej. Na marginesie interesujących wywodów trzeba jednak zwró-

cić uwagę, że poziom sald budżetowych zależy przede wszystkim od kształtowania się dochodów i wydatków, a nie od zarządzania długiem. Warto też zauważyć, że całkowitą tajemnicą dla Czytelnika pozostają pojęcia SFA (czyli dostosowanie zasobów do przepływów), czy DDA (czyli dostosowanie deficytu do długu). Sprawa jest zaś prosta, gdyż chodzi o salda sfinansowanych potrzeb pożyczkowych wynikających z innych przyczyn niż deficyt (np. udzielonych pożyczek) i innych niż dług źródeł finansowania (np. przychodów z prywatyzacji).

Rozdział drugi „Cele i skutki” traktuje o pewnych koncepcjach teoretycznych związanych, jak chce Autorka, z zarządzaniem długiem publicznym, choć moim zdaniem w większości dotyczą one problemów polityki fiskalnej czy makroekonomicznej. Autorka kolejno rozpatruje teorię neutralności długu, czyli teoremat równoważności ricardiańskiej R. Barro, koncepcję międzyokresowego ograniczenia budżetowego, warunki stabilizacji budżetowej, problemy optymalizacji podatków, koordynację zarządzania długiem z polityką monetarną, problemy kosztu i ryzyka obsługi długu i na koniec cele zarządzania długiem. Trzy ostatnie kwestie rzeczywiście mają bardzo duże znaczenie dla zarządzania długiem.

W rozdziale trzecim, zatytułowanym „Instrumenty i emisja”, Autorka przechodzi do spraw związanych z praktyką zarządzania długiem. Kolejno omawia rodzaje instrumentów zarządzania długiem, ich właściwości, zalety i wady, strategie emisyjne oraz metody organizacji emisji, wykazując ogromną znajomość zarówno literatury teoretycznej dotyczącej tematu, jak i praktycznych doświadczeń państw Unii Europejskiej.

Rozdział czwarty, „Zarządzanie ryzykiem”, Autorka poświęciła podstawowemu w zarządzaniu długiem zagadnieniu ryzyka. Wymienia i charakteryzuje główne rodzaje ryzyka, wyróżniając ryzyko rynkowe (w tym ryzyko stopy procentowej, ryzyko kursowe i ryzyko inflacji), ryzyko refinansowania, ryzyko kredytowe, ryzyko płynności oraz ryzyko – właściwie grupę – operacyjne (obejmujące ryzyko wiarygodności, ryzyko fiskalne, ryzyko polityczne, ryzyko prawne, ryzyko rozliczeń, ryzyko systemów informatycznych, kadrowych i kontrolnych oraz ryzyko klęsk naturalnych i wojen). Liczba rodzajów ryzyka, które powinny być brane pod uwagę w zarządzaniu długiem, jest – jak widać – ogromna. Szkoda, że Autorka nie pokusiła się o jakieś ich zhierarchizowanie z punktu widzenia np. prawdopodobieństwa ich wystąpienia. Następnie Autorka przedstawia stosowane miary ryzyka oraz instrumenty zarządzania ryzykiem, jak portfel bazowy oraz operacje na składnikach długu. Szkoda, że Autorka posługuje się przeważnie nazwami angielskimi, mimo że niektóre upowszechniają się już w wersji polskojęzycznej, na przykład w publikacjach Ministerstwa Finansów.

W rozdziale piątym „Instytucje i rynek” przedstawione zostały instytucje rynku skarbowych papierów wartościowych. Szczególną uwagę Autorka zwraca na

status instytucji sprawującej funkcje zarządcze w zakresie długu. W tym kontekście omawia trzy modele stosowane w państwach Unii Europejskiej:

- model ministerialny (długiem zarządza ministerstwo finansów lub inny organ rządowy),
- model bankowy (długiem zarządza bank centralny),
- model agencyjny (długiem zarządza autonomiczna agencja).

Autorka przedstawia zalety i wady każdego modelu, choć sympatią obdarza raczej model agencyjny. W dalszej części rozdziału Autorka charakteryzuje instytucje dealerskie i instytucje obrotu wtórnego, bogato ilustruje prezentację przykładami z różnych państw europejskich.

Rozdział szósty, „Inwestorzy i komunikacja”, zawiera charakterystykę poszczególnych rodzajów inwestorów występujących na rynku papierów skarbowych, jak sektor bankowy, fundusze emerytalne i instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, podmioty niefinansowe (w tym gospodarstwa domowe) oraz inwestorzy zagraniczni. Autorka zwraca uwagę na preferencje poszczególnych rodzajów inwestorów w zakresie nabywanych papierów i ich zachowanie na rynku, a następnie na problemy, jakie w związku z tym powstają w praktyce zarządzania długiem. W końcowej części rozdziału naświetlone zostają sprawy komunikacji z inwestorami na podstawie bardzo szczegółowo przedstawionych doświadczeń krajów europejskich, jak też spoza Europy.

Ostatni rozdział, zatytułowany „Dług potencjalny”, omawia to mało znane zjawisko. Autorka przedstawia rodzaje zobowiązań potencjalnych wyróżniając zobowiązania *explicit* i *implicit* (zgodnie z polską tradycją językową lepiej by było *explicite* i *implicite*). Pierwsze to zobowiązania wynikające z obowiązujących aktów prawnych, które w przyszłości mogą, ale nie muszą wystąpić. Drugie to zobowiązania, które nie mają podstaw prawnych, ale w przyszłości z różnych przewidywalnych przyczyn mogą zaistnieć. Interesującą formą ujęcia zróżnicowania zobowiązań jest przedstawiona Macierz Ryzyka Fiskalnego. W praktyce występują dwa podstawowe problemy w zakresie długu potencjalnego, a mianowicie zobowiązania wynikające z gwarancji i poręczeń udzielanych przez władze publiczne oraz zobowiązania związane z wpływem przemian demograficznych na efektywność systemu emerytalnego. W dalszym ciągu rozdziału Autorka zajmuje się sprawami publicznych gwarancji i poręczeń wykorzystując doświadczenia krajów europejskich. Przedstawia m.in. nie-

zwykle interesujące porównania systemów udzielania poręczeń i gwarancji w Szwecji oraz w Polsce.

Książka K. Marchewki-Bartkowiak zawiera ogromny, kompleksowy zbiór przemyśleń i informacji na temat zarządzania długiem publicznym. Niemniej odczuwa się pewne braki. Przede wszystkim brak jest rozdziału wstępnego, który mówiłby o długu publicznym jako kategorii ekonomicznej. Autorka zaczyna swą narrację od podania w kilku wierszach definicji formalnoprawnej długu i od razu przechodzi do rozważań nad istotą zarządzania długiem. Gdyby na wstępie została przytoczona ekonomiczna definicja długu publicznego jako sumy skumulowanych deficytów budżetowych z przeszłości, gdyby zostały omówione cechy strukturalne długu itd., dalsze wywody Autorki byłyby dla Czytelnika bardziej przystępne i zrozumiałe.

Książka jest wydana bardzo starannie, zaopatrzona w dwa indeksy: ogólny (rzeczowy) i nazwisk, wykaz najważniejszych skrótów oraz słownik najważniejszych zwrotów anglojęzycznych. Wątpliwości budzi jednak indeks nazwisk, gdyż nie uwzględnia stron, na których nazwiska występują i w rezultacie nie dostarcza Czytelnikowi więcej informacji niż zamieszczona bibliografia. Co więcej, wiele cytowanych nazwisk zostało pominiętych, np. Musgrave, Gaudemet, Molinier, Ricardo, Smith (Adam), Hume, Cukierman i wiele innych. Wydaje się, że taki indeks nazwisk Czytelnikowi pożytku nie przynosi i wydawca mógłby z niego zrezygnować. Słownik zwrotów anglojęzycznych zawiera natomiast pewne błędy, np. *general government sector* występujący w ESA '95 nie powinien być tłumaczony jako „sektor publiczny” (s. 16), lecz – zgodnie z polskim tłumaczeniem ESA '95 – jako „sektor instytucji rządowych i samorządowych”, co jest o tyle istotne, że w ESA '95 występują odrębne podsektory „publiczne przedsiębiorstwa” i „publiczne instytucje finansowe”, zaliczane do odpowiednich sektorów.

W sumie trzeba stwierdzić, że książka K. Marchewki-Bartkowiak jest bardzo cenną pozycją w naszej literaturze ekonomicznej, bardzo ubogiej w opracowania dotyczące długu publicznego. W jasny i przejrzysty sposób przedstawia skomplikowane problemy zarządzania długiem. Autorka wykazała ogromną wiedzę na temat zarządzania długiem publicznym, wspartą dużą erudycją i – co trzeba szczególnie podkreślić – włożyła wielki wysiłek w zgromadzenie informacji o doświadczeniach różnych krajów europejskich i pozaeuropejskich. Wartości książki K. Marchewki-Bartkowiak nie pomniejszą w żadnej mierze kontrowersyjne sprawy interpretacyjne, o których wcześniej pisałem.

Bibliografia

Marchewka-Bartkowiak K. (2003), *Zarządzanie długiem publicznym w krajach UE oraz w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.