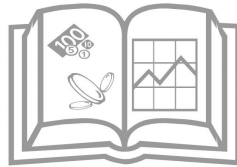


# ZARZĄDZANIE FINANSAMI I RACHUNKOWOŚĆ

---

JOURNAL OF FINANCIAL  
MANAGEMENT  
AND ACCOUNTING



4 (3) 2016

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Warszawa 2016

#### **RADA NAUKOWA (SCIENTIFIC COUNCIL)**

Prof. dr hab. Bogdan Klepacki – przewodniczący (chairman)

Prof. Goran Andjelic

Prof. dr Agnes Csiszarik-Kocsir

Prof. dr hab. Anatolii Chupis

Prof. Carlo Giannetto

Prof. dr hab. Irena Jędrzejczyk

Prof. Maurizio Lanfranchi

Prof. William Meyer

Prof. Ing. Pavol Ochotnický

Prof. dr Baiba Rivza

Prof. dr hab. Henryk Runowski

Dr hab. Judit Sági

Prof. dr Peter Schuster

Prof. dr hab. Maria Sierpińska

Prof. dr Mario Strassberger

Dr hab. Nataliia Vasilievska

Prof. dr hab. Valeriy Zhuk

Prof. dr hab. Dariusz Zarzecki

#### **REDAKTOR NACZELNY (EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr hab. Mirosław Wasilewski, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **ZASTĘPCA REDAKTORA NACZELNEGO (DEPUTY EDITOR-IN-CHIEF)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY TEMATYCZNI (SUBJECTS EDITORS)**

Dr Magdalena Mądra-Sawicka – finanse (finance), Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Dr Grażyna Rembielak-Vitchev – ekonomia (economy), Uniwersytet w Salford, Wielka Brytania

Dr Kevin Rowles – rachunkowość (accounting), Uniwersytet w Huddersfield, Wielka Brytania

Dr Marzena Ganc – rachunkowość (accounting), Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Dr hab. Tomasz Siudek, prof. nadzw. SGGW – bankowość (banking), Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTOR STATYSTYCZNY (STATISTICAL EDITOR)**

Dr hab. Joanna Kisielińska, prof. nadzw. SGGW, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

#### **REDAKTORZY JĘZYKOWI (LANGUAGE EDITORS)**

Dr Adam Sułkowski, Babson College, Stany Zjednoczone

Agata Cienkusz, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Redakcja czasopisma

„Zarządzanie Finansami i Rachunkowość”

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Wydział Nauk Ekonomicznych

ul. Nowoursynowska 166

02-787 Warszawa

Polska

e-mail: zfir@sggw.pl

Editorial Office

‘Journal of Financial Management and Accounting’

Warsaw University of Life Sciences – SGGW

Faculty of Economic Sciences

Nowoursynowska Street 166

02-787 Warsaw

Poland

e-mail: zfir@sggw.pl

ISSN 2300-9683

© Copyright by Warsaw University of Life Sciences Press

Wydawnictwo SGGW, ul. Nowoursynowska 166, 02-787 Warszawa

tel. 22 593 55 20, fax 22 593 55 21

www.wydawnictwosggw.pl, e-mail: wydawnictwo@sggw.pl

Druk: POLIMAX s.c., ul. Nowoursynowska 161 L, 02-787 Warszawa

## SPIS TREŚCI

### **Mateusz Folwarski**

- Wpływ kredytów bankowych na wzrost gospodarczy w Polsce  
*The impact of bank credit on economic growth in Poland* ..... 5

### **Marzena Ganc, Kaludia Krajewska**

- Zarządzanie finansami osobistymi studentów Wydziału Nauk Ekonomicznych  
Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie  
*Management of students' personal finances of the Faculty of Economic Sciences  
in Warsaw University of Life Sciences* ..... 15

### **Serhiy Zabolotnyy**

- A comparative study of the divergence in rates of return from foreign direct  
investments – evidence from the Polish economy  
*Studium porównawcze zróżnicowania stóp zwrotu z bezpośrednich inwestycji  
zagranicznych na przykładzie polskiej gospodarki* ..... 31

### **Katarzyna A. Czech**

- Zmiany w globalnej awersji do ryzyka oraz ich wpływ na wartość  
polskiej walut  
*Global risk aversion and its impact on Polish currency* ..... 43

### **Michał Wielechowski**

- Odniesienia do kwestii deficytu budżetowego i długu publicznego w myśli  
ekonomicznej  
*References to the issue of budget deficit and public debt in economic thought* ..... 55

### **Marta Idasz-Balina, Rafał Balina**

- Narzędzia CSR w kreowaniu wizerunku banku spółdzielczego  
*Application of CSR tools in the process of image creation in cooperative* ..... 69



## WPŁYW KREDYTÓW BANKOWYCH NA WZROST GOSPODARCZY W POLSCE

Mateusz Folwarski  
Katedra Bankowości  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

**Abstrakt.** Banki w Polsce w czasie kryzysu finansowego 2007–2009 i zaraz bezpośrednio po nim w znaczny sposób ograniczyły akcję kredytową (m.in. poprzez regulacje kredytów mieszkaniowych w walucie obcej dla gospodarstw domowych oraz dla przedsiębiorstw z obawy przed „złymi kredytami”). Kredyt może stanowić zarówno w szerokim, jak i wąskim ujęciu szansę oraz zagrożenie dla różnych podmiotów gospodarczych całego kraju. Polska jest jednym z liderów wzrostu kredytów w całej Unii Europejskiej, niemniej w Polsce kredyty udzielane przez sektor bankowy są coraz to lepiej spłacane, zaś analiza skłonności i zdolności do spłaty tych kredytów jest coraz dokładniej analizowana przez banki. W opracowaniu wskazano na istotne powiązanie zmian kredytowania sektora niefinansowego przez banki w Polsce na zmiany wzrostu gospodarczego. Ukazano istotną, bardzo dużą zależność między wzrostem kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych a wzrostem PKB.

**Słowa kluczowe:** kredyt bankowy, wzrost gospodarczy, gospodarstwa domowe

### WSTĘP

Banki, będąc instytucjami finansowanymi w znaczący sposób, wpływają na rozwój gospodarczy w każdym kraju. Instytucje te poprzez udzielanie kredytów zachęcają uczestników rynku finansowego do zaciągania zobowiązań oraz ich konsumowania. Zwłaszcza kredyty udzielane sektorowi niefinansowemu (gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom) stanowią ważny element rozwoju gospodarczego. W szczególności krótkoterminowe kredytowanie gospodarstw domowych

może w istotny sposób pobudzać wzrost gospodarczy kraju. Kredyty konsumpcyjne dla sektora niefinansowego pobudzają w gospodarce m.in. spożycie indywidualne, które ma znaczny udział w wytwarzanym PKB. W artykule podjęto próbę analizy wpływu wielkości udzielanych kredytów w Polsce na wzrost gospodarczy kraju. Do analizy zostały wykorzystane badania podstawowe – ukazujące tendencję finansowania przez sektor bankowy sektorów: niefinansowego, finansowego i rządowego, oraz badania korelacji między poszczególnymi rodzajami kredytów, a wzrostem gospodarczym Polski. Główna teza analizowana w opracowaniu brzmi: wzrost kredytowania różnych sektorów gospodarki pozytywnie wpływa na wzrost PKB w Polsce.

## **ROLA KREDYTÓW W FINANSOWANIU WZROSTU GOSPODARCZEGO**

Wśród fundamentalnych poglądów dotyczących wzrostu gospodarczego możemy wyróżnić kilka hipotez, m.in. w odniesieniu do instytucji [Acemoglu 2009]. Hipoteza ta odnosi się do czynników instytucjonalnych, w których podmioty ekonomiczne angażują się w działania znacząco wpływające na inwestycje w czynniki bezpośrednie, a zatem również na wzrost gospodarczy [Kacprzyk 2014]. W związku z tym rola kredytowania sektorów gospodarki przez banki w znaczący sposób może wpływać na wzrost gospodarczy kraju. Strategie biznesowe sektora bankowego i banków indywidualnych powinny uwzględniać perspektywy wzrostu gospodarczego [Kasiewicz i in. 2013]. Kredytowanie sektora niefinansowego niesie za sobą wiele szans, ale również i zagrożeń. Przed kryzysem finansowym 2007–2009 nadmierna i nierozważna akcja kredytowa (zwłaszcza na rynku kredytów subprime) była jednym z kluczowych powodów nierównowagi na rynkach finansowych. Kredytowanie funkcjonowania działalności państw w okresie pokryzysowym stało się czymś powszechnym. Nadmierna i nierozważna polityka kredytowa państw/sektora finansowego może mieć znaczący, negatywny wpływ na wzrost gospodarczy krajów. Warto zaznaczyć, że niektóre wielkości mogą stanowić znaczne zagrożenie dla właściwego funkcjonowania krajowych gospodarek, np.:

- nadmierne zadłużenie państw. Dług aż pięciu państw UE w relacji do PKB w 2015 roku przekraczał 100%: Grecja 176%, Włochy 132%, Portugalia 129%, Cypr 109%, Belgia 106%. W Polsce wynosił on 51%, zaś w największych gospodarkach UE kształtował się następująco: Niemcy 71%, Wielka Brytania 89%, Francja 96%. Średnia dla państw UE wyniosła 85%, dla krajów strefy euro zaś 91% [Eurostat, General government gross debt – annual data],
- wysoki poziom wskaźnika dźwigni finansowej instytucji finansowych. W czerwcu 2008 roku wskaźnik ten w wielu bankach był na wysokim poziomie, np. Dexia 61, Deutsche Bank 60, Bearn Sterns 33, Lehman Brothers 24 [Fratianne i Marchionne 2009],

- aktywa instytucji finansowych są większe niż PKB kraju macierzystego. W 2014 roku spośród krajów strefy euro tylko na Litwie i Słowacji nie występowała taka sytuacja. W Irlandii aktywa sektora finansowego stanowiły ponad 500% PKB, we Francji 380%, w Holandii 330%, Niemczech 280%, zaś w strefie euro wskaźnik ten wynosił 310% [ECB 2015].

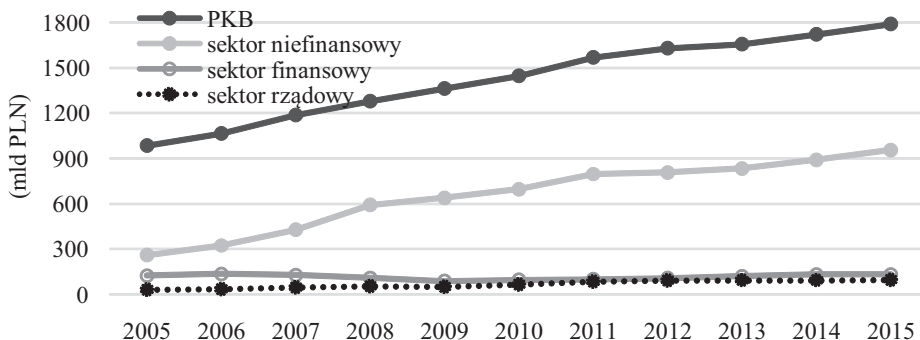
Nadmierna akcja kredytowa, w której znaczny udział stanowią „złe kredyty”, może być istotnym zagrożeniem w funkcjonowaniu krajowych gospodarek. Przykładem takiego rynku w czasie kryzysu finansowego była Hiszpania. Wiele wypowiedzi hiszpańskich ekonomistów wskazywało jednak na dwojaką rolę kredytu w gospodarce narodowej. Zaznaczali oni, że kredyt był początkiem problemów gospodarczych Hiszpanii, ale również może być ich końcem [Cinco años... 2014]. Problem pojawia się m.in. wtedy, gdy nierozważna polityka kredytowa banków prowadzi do niewypłacalności tej instytucji. Z uwagi na wielość i skalę działalności banków (ang. *too big to fail, too important to fail*) koszty ratowania zadłużonej instytucji spoczywają na kraju macierzystym. W czasie kryzysu m.in. nadmierna i nierozważna polityka kredytowa banków miała wpływ na poziom dochodów państw. Koszty ratowania banków spoczywały na krajowych gospodarkach, czyli w rzeczywistości na społeczeństwie. Pomoc publiczna dla sektora bankowego w okresie 2008–2012 (stanowiąca procent wytworzonego PKB w 2012 roku) kształtowała się w wielu europejskich gospodarkach na bardzo wysokim poziomie: Irlandia 40%, Grecja 19%, Belgia oraz Cypr po 10%. Tylko w dziewięciu krajach Unii Europejskiej państwa nie udzielały pomocy publicznej w celu ratowania sektora bankowego w okresie pokryzysowym [Polska i Europa... 2014]. Koszt ratowania banków ze środków publicznych wpływa negatywnie na wzrost gospodarczy. Ekspansywna polityka kredytowa może mieć znaczący wpływ na taką sytuację. Sprzyja temu niski poziom stóp procentowych w krajach europejskich, które są bardzo często bliskie zeru (strefa euro), ujemne (Szwajcaria, Szwecja, Dania) lub występują na historycznie niskim poziomie (Polska). Takie otoczenie sprzyja zaciąganiu coraz większej liczby kredytów. Analizując wzrost liczby kredytów bankowych dla sektora niefinansowego w okresie od grudnia 2008 roku do października 2015 roku, można zauważyć, że Polska zajmuje drugie miejsce wśród wszystkich krajów UE. Przyrost liczby kredytów dla sektora niefinansowego sięgał ponad 51%, dla porównania średnia krajów strefy euro wynosiła -1,5% [Raport o stabilności... 2016]. We wspomnianym raporcie ujęto jednak tylko kredyty dla sektora niefinansowego udzielane przez sektor bankowy. W Polsce znacznie rośnie wartość kredytów konsumpcyjnych udzielanych przez firmy pożyczkowe [Rynek firm pożyczkowych 2013]. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż ponad 50% klientów firm pożyczkowych są to osoby w wieku 18–31 lat [Walka o polski rynek... 2015]. Prowadzić to może do zmiany myślenia polskiego społeczeństwa odnośnie finansowania swoich podstawowych potrzeb życiowych poprzez zaciąganie kredytów konsumpcyjnych. Taka sytuacja z punktu widzenia mikroekonomicznego może



prowadzić do znacznych problemów finansowych, ale z punktu widzenia makroekonomicznego może w pozytywny sposób wpływać na wzrost gospodarczy. Warto zaznaczyć, że spożycie ogółem w Polsce stanowiło w 2014 roku ponad 78% wytworzonego PKB, z czego spożycie w sektorze gospodarstw domowych stanowiło ponad 59% wytworzonego PKB [Zweryfikowany... 2015].

## ANALIZA KREDYTÓW BANKOWYCH W POLSCE

Analizując sektory: finansowy, niefinansowy oraz rządowy, pod względem akcji kredytowej sektora bankowego w Polsce na tle PKB, można zwrócić uwagę na kilka istotnych tendencji (rysunek 1). Analizowany PKB podany jest w cenach bieżących. Na rysunku 1 warto zwrócić uwagę na istotną tendencję wzrostową PKB oraz kredytów udzielanych przez sektor bankowy sektorowi niefinansowemu. Kredyty udzielane sektorowi finansowemu i rządowemu mają odmienną tendencję oraz wolumen akcji kredytowej. Poziom tej akcji w analizowanym okresie nie przekroczył 140 mld PLN. W 2005 roku kredyty bankowe udzielane sektorowi niefinansowemu stanowiły 26% wytworzonego PKB. Relacja ta w analizowanym okresie znacznie wzrosła w 2008 roku, w którym to analizowane kredyty dla tego sektora stanowiły 46% wytworzonego PKB. W 2015 roku relacja ta wynosiła już 53%.



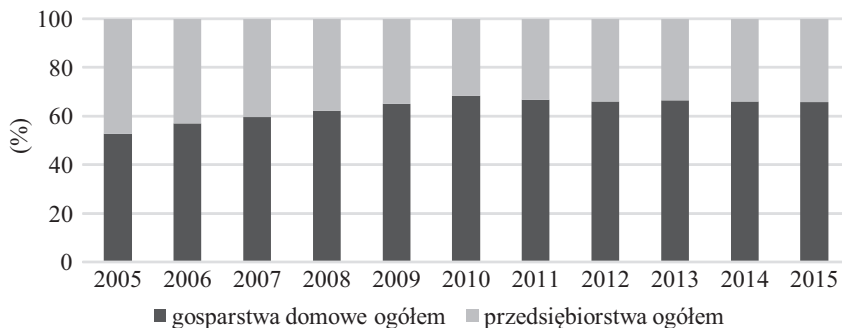
**RYSUNEK 1.** Poziom PKB oraz kredytów dla poszczególnych sektorów w latach 2005–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, NBP, KNF.

Analizując rysunek 2, można zauważyć, że znaczący udział w kredytach dla sektora niefinansowego stanowią kredyty dla gospodarstw domowych. W 2005 roku kredyty dla gospodarstw domowych stanowiły 53% ogółu kredytów dla sektora niefinansowego, zaś od 2011 roku jest to już 66%.

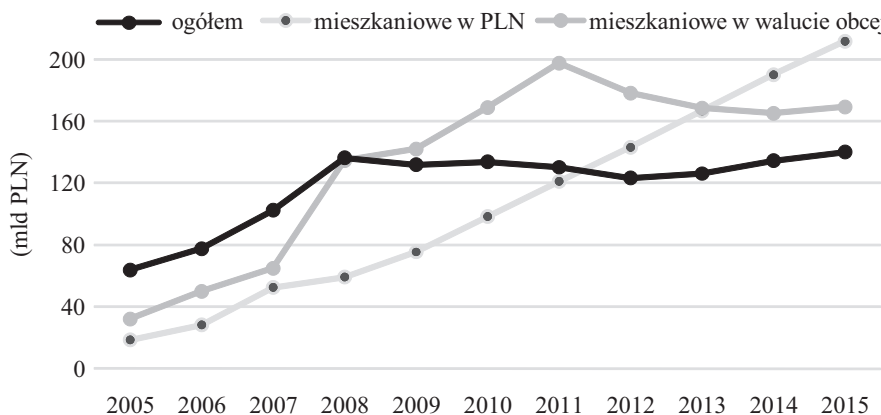
Rysunek 3 przedstawia dwa rodzaje kredytów dla gospodarstw domowych: kredyty mieszkaniowe oraz konsumpcyjne.





**RYSUNEK 2.** Struktura kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2005–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, KNF.



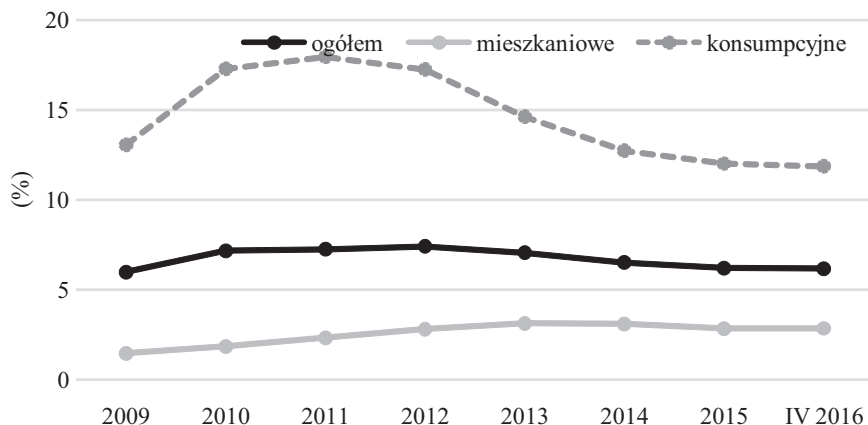
**RYSUNEK 3.** Wybrane rodzaje kredytów dla gospodarstw domowych w latach 2005–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP, KNF.

Na rysunku 3 zauważalne są bardzo ciekawe tendencje w kredytowaniu przez sektor bankowy gospodarstw domowych w Polsce. W latach 2005–2008 największy wolumen kredytów (spośród analizowanych) kierowany był do gospodarstw domowych (kredyty konsumpcyjne). Poziom ten osiągał wolumen ponad 120 mld PLN i na przybliżonym poziomie utrzymuje się do dnia dzisiejszego. Stabilizacja poziomu udzielania tych kredytów może być spowodowana pojawieniem się na polskim rynku coraz to większej liczby firm pożyczkowych oraz zmianami w prawie – ustawie o kredycie konsumenckim. W 2008 roku zauważalny był wzrost liczby kredytów mieszkaniowych udzielanych w walucie obcej, zaś po 2011 roku nastąpił spadek wolumenu tych kredytów. Na spadek poziomu tych kredytów z pewnością znaczący wpływ miała Rekomendacja S Komisji Nadzoru Finansowego, dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami



kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie [Rekomendacja S... 2013]. Od 2005 roku istotna tendencja wzrostowa odnotowana była w wolumenie udzielanych kredytów mieszkaniowych w polskiej walucie. Niemniej jednak dopiero w 2013 roku poziom tych kredytów osiągnął taki wolumen, jak kredytów mieszkaniowych w walucie obcej.



**RYСУNEK 4.** Udział kredytów zagrożonych dla gospodarstw domowych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Na rysunku 4 przedstawiono udział kredytów zagrożonych w wybranych kredytach dla gospodarstw domowych. W analizowanym okresie udział kredytów zagrożonych dla gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych znacznie przewyższał poziom zagrożonych kredytów dla gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych. Poziom ten kształtował się w latach 2010–2012 w granicy 18%, zaś w pod koniec 2015 roku ukształtował się na poziomie 12%. Wskaźnik kredytów zagrożonych dla gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych w latach 2009–2014 rósł (z poziomu 1,5% do poziomu 3,1%), zaś w 2015 roku spadł do poziomu 2,8%. Poprawa jakości kredytów konsumpcyjnych pomimo braku spadku wolumenu tych kredytów sygnalizuje polepszenie się sytuacji na tym rynku w sektorze bankowym. Znaczny wzrost wolumenu kredytów mieszkaniowych nie jest spowodowany znacznym wzrostem „złych kredytów” z tego tytułu. Sugerować to może odpowiedzialną politykę kredytową sektora bankowego w Polsce. Zaostrzone wymogi w zakresie dostępności do kredytów mieszkaniowych oraz poprawiająca się wnikliwa analiza zdolności i skłonności do spłaty kredytów konsumpcyjnych implikuje poprawę jakości kredytów dla sektora gospodarstw domowych.

## BADANIA WPŁYWU POSZCZEGÓLNYCH RODZAJÓW KREDYTÓW NA WZROST GOSPODARCZY

Analizę rodzaju kredytów mogących wpływać na wzrost gospodarczy w Polsce przeprowadzono przy wykorzystaniu programu GRET. Określając postać matematyczną modelu ekonometrycznego w regresji, kierowano się postępowaniem „od ogółu do szczegółu”. Model regresji mierzy oczekiwaną zmianę zmiennej objaśnianej poprzez zmienność zmiennej objaśniającej o jedną jednostkę, przy innych zmiennych niezmiennych (*ceteris paribus*). W regresji zmienna objaśniana została przedstawiona jako przyrost wzrostu gospodarczego ( $\Delta$ PKB), występująca w Polsce na koniec okresu. Zmienna ta była wyjaśniana przez zmienność zmiennych objaśniających. W regresji zmiennymi objaśniającymi były następujące zmienne:

- $\Delta$  kredytów dla sektora niefinansowego ( $\Delta$ SN),
- $\Delta$  kredytów dla sektora finansowego ( $\Delta$ SF),
- $\Delta$  kredytów dla sektora rządowego ( $\Delta$ SRZ).

Analiza zmienności obejmowała lata 2005–2015. W przeprowadzonym badaniu, wykorzystując klasyczną metodę najmniejszych kwadratów (tabela 1 – model 1), wykazano silny wpływ kredytów dla sektora niefinansowego na wzrost gospodarczy. Na podstawie badań można stwierdzić, że wzrost kredytów dla sektora niefinansowego o 1 p.p. prowadzić będzie do wzrostu gospodarczego o blisko 0,2 p.p. Potwierdzono również wpływ kredytów dla sektora finansowego na wzrost gospodarczy, niemniej jednak wykazana istotność była na poziomie 10%. Większa zależność między zmiennością kredytów dla sektora niefinansowego a zmiennością wzrostu gospodarczego implikowała podjęcie próby szczegółowej analizy, wpływu poszczególnych rodzajów kredytów dla tego sektora na wzrost gospodarczy.

**TABELA 1.** Model 1 – wpływ zmian kredytów dla poszczególnych sektorów na przyrost PKB

Współczynnik	Wartość	Błąd standardowy	Wartość p	Istotność
$\Delta$ SN	0,1998	0,0405	0,0017	***
$\Delta$ SF	0,0991	0,0479	0,0775	*
$\Delta$ SRZ	0,0161	0,0370	0,6762	×
R <sup>2</sup>	92%	×	×	×
Skorygowany R <sup>2</sup>	89%	×	×	×

\*\*\* na poziomie 1%, \*\* na poziomie 5%, \* na poziomie 10%.

Źródło: Opracowanie własne.



Analiza w modelu 1 skutkowała podjęciem próby analizy wpływu zmian poszczególnych rodzajów kredytów dla sektora niefinansowego na poziom zmienności wzrostu gospodarczego. Do analizy tej wykorzystano metodę najmniejszych kwadratów, zaś okres analizy obejmował lata 2005–2015. W regresji zmienna objaśniana została przedstawiona (tak jak w modelu 1) jako przyrost wzrostu gospodarczego ( $\Delta$ PKB), występująca w Polsce na koniec okresu. Badania przeprowadzono dla każdej zmiennej osobno. W regresji zmiennymi objaśniającymi były następujące zmienne:

- $\Delta$  kredytów dla gospodarstw domowych ogółem ( $\Delta$ GD),
- $\Delta$  kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych ogółem ( $\Delta$ M),
- $\Delta$  kredytów mieszkaniowych w walucie obcej dla gospodarstw domowych ( $\Delta$ MW),
- $\Delta$  kredytów konsumpcyjnych dla gospodarstw domowych ( $\Delta$ K),
- $\Delta$  kredytów z tytułu kart kredytowych dla gospodarstw domowych ( $\Delta$ KK),
- $\Delta$  kredytów dla przedsiębiorstw ogółem ( $\Delta$ P),
- $\Delta$  kredytów inwestycyjnych dla przedsiębiorstw ( $\Delta$ I),
- $\Delta$  kredytów na finansowanie nieruchomości dla przedsiębiorstw ( $\Delta$ FN).

**TABELA 2.** Model 2 – wpływ zmian kredytów dla poszczególnych sektorów na zmianę PKB

Współczynnik	Wartość	Błąd standardowy	Wartość p	Istotność
$\Delta$ GD	0,1652	0,1652	0,0001	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	82%	×	×	×
$\Delta$ M	0,1148	0,0181	0,0001	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	81%	×	×	×
$\Delta$ MW	0,0743	0,0241	0,0131	**
Skorygowany R <sup>2</sup>	51%	×	×	×
$\Delta$ K	0,1966	0,0535	0,0051	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	60%	×	×	×
$\Delta$ KK	0,1205	0,0361	0,0087	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	55%	×	×	×
$\Delta$ P	0,2453	0,0447	0,0004	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	77%	×	×	×
$\Delta$ I	0,2013	0,0567	0,0063	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	58%	×	×	×
$\Delta$ FN	0,134	0,0330	0,0029	***
Skorygowany R <sup>2</sup>	65%	×	×	×

\*\*\* na poziomie 1%, \*\* na poziomie 5%, \* na poziomie 10%.

Źródło: Opracowanie własne.

Analizując wpływ zmienności poszczególnych rodzajów kredytów na zmienność wzrostu gospodarczego, można zauważyć znaczny wpływ poszczególnych kredytów dla sektora niefinansowego na wzrost gospodarczy.

Zarówno kredyty dla gospodarstw domowych ogółem, jak i dla przedsiębiorstw w znaczny sposób wpływają na poziom wzrostu gospodarczego. Warto zwrócić uwagę na to, że najsilniej na zmianę wzrostu gospodarczego wpływa zmienność kredytów dla przedsiębiorstw ogółem. W tym przypadku wzrost kredytów ogółem dla przedsiębiorstw o 1 p.p. będzie prowadził do wzrostu PKB o 0,24 p.p. Niemniej jednak najlepiej wyjaśniona została zmienność wzrostu gospodarczego i kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych ogółem (skorygowany  $R^2$  na poziomie 81%). W tym przypadku wzrost kredytów mieszkaniowych o 1 p.p. spowoduje wzrost PKB o 0,11 p.p. Warto dodać, iż każdy kierunek zmian we wszystkich rodzajach kredytów ma taki sam kierunek zmian, jak wzrost PKB. W związku z tym można potwierdzić tezę, że wzrost kredytowania (głównie sektora niefinansowego) przez sektor bankowy sprzyja wzrostowi gospodarczemu.

## PODSUMOWANIE

Sektor bankowy w Polsce w znaczny sposób może sprzyjać wzrostowi gospodarczemu kraju poprzez finansowanie różnych sektorów gospodarki. W opracowaniu ukazano znaczny wpływ finansowania sektora niefinansowego i finansowego na wzrost PKB. Kredyty udzielane przez sektor bankowy w Polsce są na ogół coraz to lepiej spłacane pomimo wzrostu ich wolumenu. Poprawnie udzielone kredyty mają dodatkowy wpływ na wzrost gospodarczy. W Polsce nie było i w najbliższej perspektywie nie będzie potrzeby ratowania banków komercyjnych z powodu nierozważnych decyzji związanych z kredytowaniem sektora niefinansowego. Warto jednak zwrócić uwagę na inne zagrożenie, jaki jest rynek kredytów konsumpcyjnych – firm pożyczkowych, których to klientami są w większości ludzie młodzi. W dłuższej perspektywie może to stanowić zagrożenie makroekonomiczne związane z kłopotami finansowymi części gospodarstw domowych.

## Spis literatury

- ACEMOGLU D. 2009: Introduction to Modern Economic Growth. Princeton University Press, Princeton.
- Cinco años y 100.000 millones después: historia del rescate de la banca española, retrieved from [http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-03-30/cinco-anos-y-100-000-millones-despues-historia-del-rescate-de-la-banca-espanola\\_109053](http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-03-30/cinco-anos-y-100-000-millones-despues-historia-del-rescate-de-la-banca-espanola_109053).



- ECB 2015: Raport on financial structures, retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201510.en.pdf>.
- FRATIANNI M., MARCHIONNE F. 2009: The Role of Banks in the Subprime Financial Crisis, MoFiR 23.
- KACPRZYK A. 2014: Instytucjonalne determinant wzrostu gospodarczego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- KASIEWICZ S., KURKLIŃSKI L., MARCINKOWSKA M. 2013: Sektor bankowy – motor czy hamulec wzrostu gospodarczego?, Alterum, Warszawa.
- Polska i Europa – kryzys i konsekwencje, raport ZBP, Warszawa 2014, retrieved from [https://zbp.pl/public/repozytorium/Menu\\_gorne/Raporty/Polska\\_i\\_Europa\\_kryzys\\_i\\_konsekwencje\\_2014.pdf](https://zbp.pl/public/repozytorium/Menu_gorne/Raporty/Polska_i_Europa_kryzys_i_konsekwencje_2014.pdf).
- Raport o stabilności systemu finansowego, 2016, NBP, Warszawa, retrieved from <http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf022016.pdf>.
- Rekomendacja S Komisji Nadzoru Finansowego dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie, Warszawa 2013, retrieved from [https://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja\\_S\\_18\\_06\\_2013\\_tcm75-34880.pdf](https://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja_S_18_06_2013_tcm75-34880.pdf)
- Rynek firm pożyczkowych w Polsce, raport PWC, Warszawa 2013, retrieved from [https://www.pwc.pl/pl/publikacje/assets/pwc\\_raport\\_rynek\\_firm\\_pożyczkowych.pdf](https://www.pwc.pl/pl/publikacje/assets/pwc_raport_rynek_firm_pożyczkowych.pdf).
- Walka o polski rynek pożyczkowy w świetle nowelizacji ustawy o kredycie konsumentskim, Warszawa 2015, retrieved from <http://zpp.net.pl/materiały/run,19.download,file,1469.html>.
- Zweryfikowany szacunek produktu krajowego brutto za lata 2010–2014, Warszawa 2015, retrieved from <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rachunki-narodowe/roczne-rachunki-narodowe/zweryfikowany-szacunek-produktu-krajowego-brutto-za-lata-2010-2014,9,1.html>.

## THE IMPACT OF BANK CREDIT ON ECONOMIC GROWTH IN POLAND

**Abstract.** Banks during the financial crisis 2007–2009 and immediately after it significantly reduced lending (including through the regulation of mortgage loans in foreign currency for households and companies for fear of “bad loans”). The loan can provide a broad and narrow term, as an opportunity and a threat to the various economic operators and the entire country. Poland is one of the leaders in credit growth across the European Union but in Poland credits granted by the banking sector are increasingly better paid, and the analysis of the tendencies and ability to repay these loans is more precisely analyzed by financial institutions. The study identifies significant link between changes in non-financial sector lending by banks in Poland, along with changes in economic growth. It shows important, a high correlation between the increase in housing loans to households and GDP growth.

**Key words:** credit, economic growth, households



## ZARZĄDZANIE FINANSAMI OSOBISTYMI STUDENTÓW WYDZIAŁU NAUK EKONOMICZNYCH SZKOŁY GŁÓWNEJ GOSPODARSTWA WIEJSKIEGO W WARSZAWIE

Marzena Ganc, Klaudia Krajewska  
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** W ostatniej dekadzie nastąpił wzrost dobrobytu globalnego społeczeństwa. Ludzie bardziej panują nad swoimi finansami osobistymi, świadomie planując swój budżet domowy w celu zapewnienia bezpieczeństwa finansowego. Stabilna sytuacja finansowa wymaga jednak podejmowania prawidłowych i przemyślanych decyzji finansowych. W artykule przedstawiono analizę finansów osobistych studentów wydziału nauk ekonomicznych, ich wiedzę na ten temat oraz umiejętność stosowania jej w praktyce.

**Słowa kluczowe:** finanse osobiste, oszczędzanie, zarządzanie finansami

### WSTĘP

Finanse osobiste są dziedziną nauk ekonomicznych zajmującą się stosunkami ekonomicznymi polegającymi na gromadzeniu i wydatkowaniu środków finansowych przez gospodarstwa domowe. Zarządzanie finansami osobistymi z kolei polega na gospodarowaniu zasobami pieniężnymi przez ich właścicieli. W związku z tym, są to czynności, takie jak: pozyskiwanie, wydatkowanie, oszczędzanie i inwestowanie pieniędzy zgodnie z przyjętymi celami oraz w tak racjonalny sposób, aby maksymalizować zaspokojenie swoich potrzeb.

Pierwotnie termin finanse oznaczał zjawiska związane głównie z finansami publicznymi, czyli nakładaniem podatków, gromadzeniem dochodów z tytułu

podatków, zaciąganiem pożyczek oraz wydatkowaniem środków pieniężnych przez państwo. Współcześnie termin ten nabrał innego znaczenia. Owsiak twierdzi, że finanse to wszelkiego rodzaju zjawiska pieniężne, które powstają podczas gospodarczej i społecznej działalności człowieka [Owsiak 2015].

Jajuga zauważa bardziej rozbudowany charakter finansów. Uważa on, że finanse to ogół zjawisk, które związane są z działalnością człowieka, w której występuje przepływ pieniądza. W zakres finansów wchodzi w tym przypadku nie tylko samo zjawisko przepływu pieniądza, ale także wszystko, co jest z tym związane, czyli m.in. analiza wartości tego przepływu czy też podejmowanie przez podmiot, z którym przepływ pieniężny jest związany, decyzji [Jajuga 2007].

Dobrosiewicz definiuje finanse jako stosunki ekonomiczne, które nawiązywane są w celu gromadzenia i podziału zasobów pieniężnych, czyli także produktu społecznego [2005]. Podstawka natomiast [2010] określa finanse jako ogół zjawisk i procesów pieniężnych, które związane są z emisją, przepływem, gromadzeniem, a także z wydatkowaniem środków pieniężnych. Przedmiotem zainteresowania obu wspomnianych badaczy są: ruch i tworzenie pieniądza, jego cyrkulacja i jej skutki społeczno-gospodarcze.

Finanse są jednym z przedmiotów badań naukowych. Z biegiem lat spośród nauki o finansach zaczęto wyodrębniać inne dyscypliny naukowe, w związku z czym obecnie nie mówi się o nauce o finansach, ale o naukach o finansach [Kapoor i in. 2010]. Wśród ekonomistów różne są nie tylko definicje finansów. Ich podział też jest sprawą dyskusyjną. Mimo że podziały nie są identyczne, to każdy z nich wyróżnia finanse ludności, czyli finanse gospodarstw domowych. Można znaleźć także następującą definicję: finanse gospodarstw domowych są gromadzeniem środków pieniężnych przez ludność z różnych źródeł (z wynagrodzeń za pracę, rent i emerytur, z tytułu zysków pochodzących z kapitałów pieniężnych itp.) oraz przeznaczanie ich na wydatki konsumpcyjne i oszczędności lokowane w bankach oraz w instrumentach rynku pieniężnego i kapitałowego [Korenik i Korenik 2004].

Daniluk definiuje finanse gospodarstw domowych jako rozległy sektor podmiotów prowadzących określoną gospodarkę finansową, zróżnicowanych pod względem dochodów, zasobów majątkowych i wydatków [2005]. Sektor ten zajmuje ważne miejsce w sferze przepływów pieniężnych, usług bankowych (czyli m.in. tworzenia oszczędności, kredytów), także w innych dziedzinach systemu finansowego państwa. Flejterski zauważa, że finanse gospodarstw domowych zajmują się gromadzeniem i wydatkowaniem zasobów pieniężnych przez gospodarstwa domowe, czyli stosunkami ekonomicznymi [2007]. Zjawiska finansowe powstające w gospodarstwach domowych są częściowo opisywane (m.in. w ekonomii), ale także praktycznie wykorzystywane w innych dziedzinach w celu zarządzania finansami w innych podmiotach gospodarczych. Finanse ludności ciągle ewoluują. Powstają ich nowe subdyscypliny m.in. mikrofinanse, które oznaczają udzielanie na dużą skalę kredytów o niewielkiej wysokości i pozyskiwanie



tak samo niewielkich depozytów od ludzi ubogich za pośrednictwem instytucji finansowych, które są dogodnie zlokalizowane, bezpieczne oraz konkurencyjne [Garman i Forgue 2008].

Finanse ludności dotyczą najliczniejszej grupy społecznej, jaką są gospodarstwa domowe. To podstawowe jednostki gospodarujące. Ich celem jest zaspokajanie zarówno wspólnych, jak i osobistych potrzeb osób je tworzących [Fatuła 2010]. Są to rodziny: rozszerzone, mieszkające pod jednym dachem, wielogeneracyjne i korzystające ze wspólnych zasobów ekonomicznych, a także osoby żyjące samotnie [Ratajczak 2011]. Tradycyjna teoria gospodarstwa domowego uznaje rodzinę jako podmiot, który maksymalizuje funkcję użyteczności. Nowa ekonomia postrzega rodzinę jako wieloosobową jednostkę produkcyjną, która maksymalizuje funkcję produkcji, w której nakładami są dobra rynkowe, kwalifikacje i wiedza członków rodziny oraz czas [Swart 2004].

Finanse osobiste (personal finance) to subdyscyplina finansów gospodarstw domowych. Pojęcia te nie powinny zatem być stosowane zamiennie, gdyż ich zakres jest różny. Finanse osobiste to aktywne planowanie i regularna kontrola. Każdy osiąga mniejsze lub większe dochody, a w związku z tym na każdym kroku spotykamy się z procesami: oszczędzania, zarządzania wydatkami, inwestowania oraz redystrybucją dochodów. Z tymi procesami związane jest także pojęcie budżetu domowego – odpowiednika planu finansowego w firmie. To on powinien nam sugerować, jaka jest płynność finansowa naszego gospodarstwa domowego, zdolność do finansowania kosztów, wysokość oczekiwanych nadwyżek finansowych oraz wcześniej zaplanowane, czasami permanentne, a czasem niespodziewane przyszłe wydatki [Sztuczka 2012].

Świecka [2014] proponuje przyjmowanie dwóch definicji finansów osobistych:

- finanse osobiste sensu *stricte* – jako dziedzina nauki o finansach, która zajmuje się pozyskiwaniem środków finansowych, a także ich gromadzeniem oraz wydatkowaniem przez osoby fizyczne,
- finanse osobiste sensu *largo* – jako dziedzina nauk ekonomicznych, która związana jest z gospodarowaniem (zarządzaniem) środkami finansowymi przez członków gospodarstw domowych. Inaczej mówiąc, finanse osobiste to z jednej strony pozyskiwanie, z drugiej wydatkowanie środków, a także oszczędzanie i inwestowanie środków finansowych przez członków gospodarstw domowych. Wtedy pojęcie te może być stosowane zamiennie z pojęciem finansów gospodarstw domowych.

Finanse osobiste obejmują zjawiska finansowe dotyczące działalności pojedynczego człowieka lub gospodarstwa domowego. Dział ten, mimo że istnieje od niedawna, zyskuje na znaczeniu. Jest to spowodowane m.in. coraz większą rolą, jaką odgrywają gospodarstwa domowe na rynku i w gospodarce [Jajuga 2007]. Lipiński [2010] opracował najbardziej uniwersalną definicję finansów osobistych – sfera naszej aktywności, która w sposób decydujący wpływa na jakość naszego



zycia i dla której umiejętności w zakresie zarządzania obiegiem – środków pieniężnych poprzez sprawne wykorzystanie pieniądza w celu osiągnięcia założonych celów są niezbędne. Finanse osobiste mogą także służyć jako narzędzie długoterminowego planowania finansowego, uwzględniającego wiele szczegółowych celów [Bywalec 2009].

Planowanie finansów osobistych staje się istotnym elementem zapewnienia sobie bezpieczeństwa finansowego. Każdy pragnie, aby jego sytuacja finansowa była stabilna, a wpływ na to ma podejmowanie słusznych codziennych decyzji. Studenci Wydziału Nauk Ekonomicznych Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie z założenia powinni posiadać większą wiedzę teoretyczną na ten temat. Należy jednak ocenić, czy prawidłowo stosują tę wiedzę w praktyce, dlatego poruszenie tematu zarządzania finansami osobistymi wśród tych studentów może okazać się nie tylko ciekawe, ale także ważne w celu zidentyfikowania oraz przeanalizowania ich wiedzy, jak też oceny ich comiesięcznych decyzji finansowych.

## METODY BADAŃ

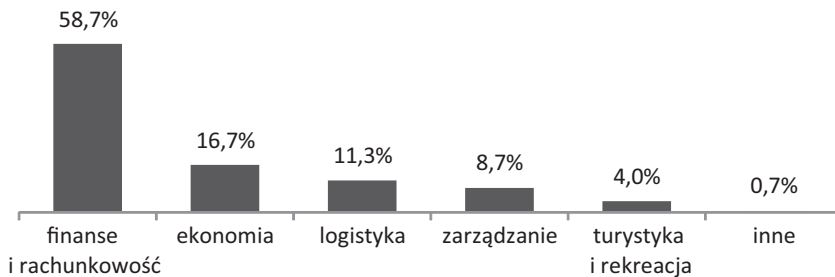
Badaniem w formie ankiety internetowej zostało objętych 150 studentów Wydziału Nauk Ekonomicznych Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie (WNE SGGW). Kwestionariusz obejmował kilkadziesiąt pytań, które dotyczyły zarządzania finansami osobistymi studentów. Pytania podzielono na pięć sekcji: metryczka, pytania ogólne, dochody, wydatki i pozostałe. Dane z metryczki ankiety pozwoliły określić strukturę wieku, płci, kierunku, trybu, rodzaju i roku studiów, jak też stanu cywilnego, wykształcenia, miejsca zamieszkania oraz wykształcenia rodziców badanych studentów. Badanie przeprowadzono w styczniu 2016 roku. Dobór respondentów był celowy, a kryterium stanowiło studiowanie na WNE SGGW. Ankietę mógł uzupełnić każdy chętny student tego wydziału. W badaniu wzięło udział 150 studentów, co stanowi 3,5% ogółu studiujących na tym wydziale. Przy poziomie ufności 95% należy przyjąć, że błąd maksymalny może wynieść 8%. Odpowiedzi ankietowanych pozwoliły na zdefiniowanie źródeł i wysokości dochodów, ich zagospodarowania, a także skuteczności zarządzania swoimi finansami.

## WYNIKI BADAŃ

Większość badanej grupy stanowią kobiety, gdyż jest to aż 78,7%. Mężczyźni stanowią jedynie 21,3% badanej grupy. Rozbieżność ta może być spowodowana tym, że kierunki ekonomiczne studiuje w większości kobiety. Powodem może być także większe zainteresowanie kobiet rozwojem nauki, okazywane poprzez większą



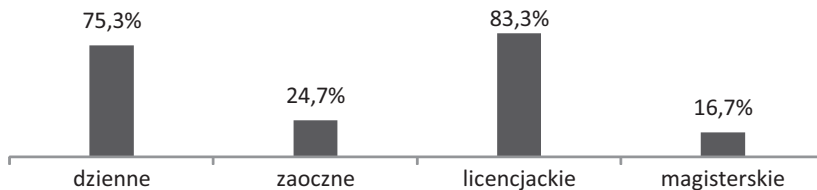
chęć uzupełniania ankiet potrzebnych do przeprowadzenia badania. Większość badanych studiuje kierunek finanse i rachunkowość (rysunek 1). Grupa ta stanowi aż 58,7% badanych. Tak duża rozbieżność między tym kierunkiem a innymi może być spowodowana tym, że kierunek ten cieszy się największym powodzeniem, a przez to jest studiowany przez największą liczbę osób. Drugim co do udziału kierunkiem była ekonomia (studiowana przez 16,7% badanych), a na miejscu trzecim uplasowała się logistyka (11,3%), na dalszych pozycjach znajdowały się kolejno: zarządzanie (8,7%), turystyka i rekreacja (4,0%). Jedna osoba studiuje inny kierunek niż wymienione.



**RYСУNEK 1.** Podział badanych osób ze względu na kierunek studiów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

W przypadku podziału badanych według kryterium trybu i poziomu studiów większa część badanych (aż 75,3% osób) studiuje w trybie dziennym (rysunek 2). Reszta osób (24,7%) studiuje niestacjonarnie. Może wynikać to z faktu, że studia dzienne są darmowe i w takim trybie studiuje większa część studentów. Dokładnie 83,3% badanych jest na pierwszym stopniu studiów, czyli na studiach licencjackich, a pozostali, czyli 16,7%, na studiach magisterskich.



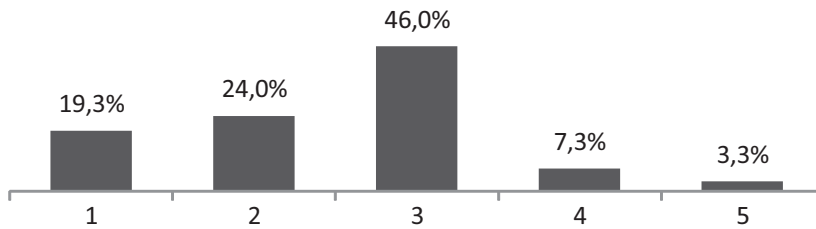
**RYСУNEK 2.** Podział badanych osób ze względu na tryb i poziom studiów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Przyczyną pokrywania się ilości studentów studiów dziennych z ilością studentów na studiach zaocznych może być fakt, że większość studentów zaczyna studia licencjackie w trybie stacjonarnym, a studia magisterskie decyduje się ukończyć w trybie niestacjonarnym.



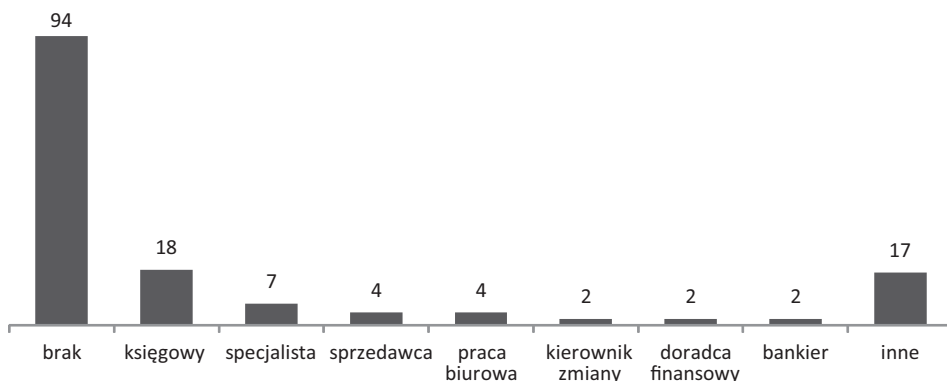
Na rysunku 3 przedstawiono strukturę respondentów ze względu na rok studiowania. Największy odsetek badanych stanowią studenci trzeciego roku, gdyż jest to aż 46%. Odpowiada to dużej liczbie ankietowanych w wieku 22 lat. Osoby będące na drugim roku stanowią 24%, a na pierwszym 19,3%. Studenci będący na czwartym i piątym roku studiów stanowią łącznie 10,6%. Tak niewielki ich udział może być spowodowany tym, że studentów tych jest mniej niż na studiach licencjackich.



**RYСУNEK 3.** Podział badanych osób ze względu na rok studiów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

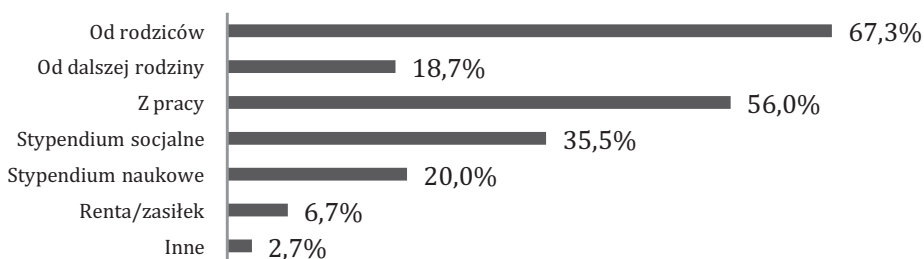
Większość badanych – 94 osoby ze 150 (około 63% respondentów) – nie ma pracy (rysunek 4). Wśród osób pracujących największą grupę stanowią osoby na stanowisku księgowy – 18 osób (12% badanych). Kolejne pozycje to: specjalista – siedem osób (około 5% badanych studentów), sprzedawca i praca biurowa – po cztery osoby oraz kierownik zmiany, doradca finansowy i bankier – po dwie osoby. Ponadto 18 spośród badanych osób wykonuje inne zawody, którymi są m.in.: barista, doradca klienta, grabarz, kelner oraz urzędnik. Może to świadczyć o trudności w zdobywaniu doświadczenia przez respondentów zgodnego z ich kierunkiem studiowania.



**RYСУNEK 4.** Podział badanych osób ze względu na wykonywany zawód (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Przy ocenie zarządzania finansami ważne jest rozróżnienie źródeł dochodów. Studenci Wydziału Nauk Ekonomicznych Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie otrzymują pieniądze z różnych źródeł, dlatego przy tym pytaniu było kilka możliwości wyboru odpowiedzi (rysunek 5). Większość studentów, bo aż 67,3%, otrzymuje pieniądze od rodziców, a 18,7% od dalszej rodziny, czyli m.in. od dziadków lub rodzeństwa. Pieniądze z pracy otrzymuje 56% badanych, pracując zarówno dorywczo, jak też mając stałą pracę. Ankietowani studenci mają także przyznane różnego rodzaju stypendia m.in. socjalne i naukowe. Spośród ankietowanych 35,5% zadeklarowało, że otrzymuje stypendium socjalne a 20% stypendium naukowe. Z renty lub zasiłku korzysta 6,7% badanych, 2,7% ma także inne, niewymienione wcześniej źródła dochodów.



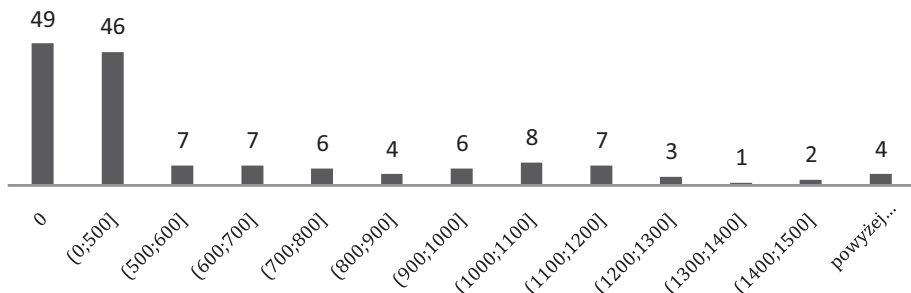
**RYСУNEK 5.** Źródła dochodów badanych studentów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Najczęściej wskazywanym źródłem dochodu jest rodzina. To od niej większość respondentów otrzymuje pieniądze. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że niektórzy studenci utrzymują się tylko z tych pieniędzy, a niektórzy dodatkowo posiadają inne źródła dochodów. Należy więc rozróżnić poszczególne dochody ze względu na ich wysokość. Kwoty, które otrzymują studenci od rodziców, są bardzo zróżnicowane. Blisko jedna trzecia (49 osób) studentów deklaruje, że nie otrzymuje pieniędzy od rodziców. Ponadto 46 osób (około 30% badanych) odpowiedziało, że kwota, którą miesięcznie uzyskują od rodziców, nie przekracza 500 PLN. Osiem osób (5% respondentów) otrzymuje kwotę 1000–1100 PLN. Po siedem osób może liczyć na kwoty wahające się w granicach 500–600, 600–700 oraz od 1100–1200 PLN, a sześć osób na kwoty 700–800 oraz 900–1000 PLN. Czterech studentów (2,5% badanych osób) od rodziców dostaje 800–900 oraz powyżej 1500 PLN, trzech od 1200 do 1300 PLN, dwóch od 1400 do 1500 PLN oraz jeden 1300–1400 PLN (rysunek 6).

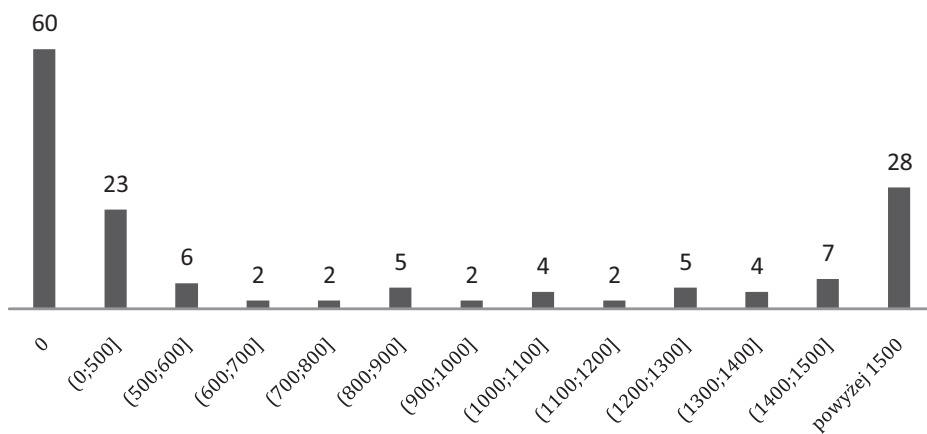
Niektórzy studenci nie otrzymują pieniędzy od rodziców (rysunek 7). Innym studentom pieniądze od rodziców nie wystarczają na wszystkie niezbędne podczas studiów wydatki, dlatego podejmują pracę już podczas studiów. Inni postanawiają zdobyć doświadczenie, które może przydać się w przyszłości i właśnie





**RYSUNEK 6.** Jaka kwotę miesięcznie otrzymujesz od rodziny? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

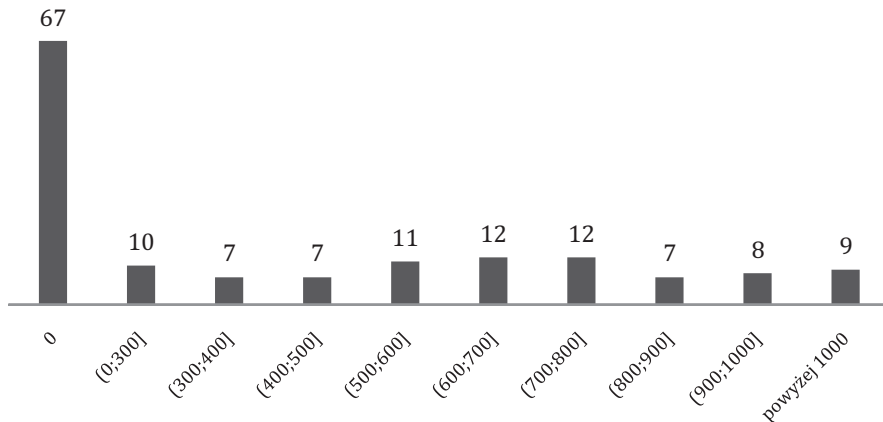


**RYSUNEK 7.** Jaka kwotę miesięcznie zarabiasz? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

dlatego szukają pracy. Większa część studentów zadeklarowała, że otrzymuje pieniądze z pracy, zarówno tej dorywczej, jak też w formie umowy o pracę. Wśród 150 ankietowanych osób 60 (40% badanych) nie pracuje i nie ma żadnych dochodów. Wśród osób, które zarabiają jakiegokolwiek kwoty, największe grupy stanowią osoby z zarobkami do 500 PLN – 23 osoby (około 15% respondentów), oraz osoby z zasobami, powyżej 1500 PLN – 28 osób (19% badanych). Pozostałe osoby zarabiają kwoty wahające się między 500 a 1500 PLN.

Poza wsparciem finansowym rodziców i wynagrodzeniem z tytułu pracy studenci posiadają także pieniądze pochodzące ze stypendium (rysunek 8). Przyznawane są one nie tylko za wybitne osiągnięcia w nauce i sporcie, ale także istnieją stypendia socjalne przeznaczone dla osób z biedniejszych rodzin, aby finansowo ułatwić im czas studiów. Kwoty stypendium są bardzo zróżnicowane. Otrzymywanie stypendium naukowego nie wyklucza możliwości otrzymania stypendium socjalnego i odwrotnie.



**RYСУNEK 8.** Jaka kwotę miesięcznie otrzymujesz ze stypendium? (ilość wskazań)

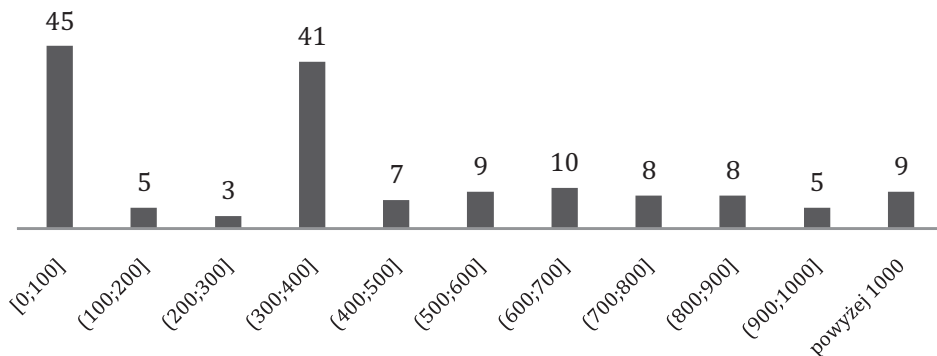
Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Wśród ankietowanych 67 studentów (45% wskazań) nie otrzymuje żadnego stypendium, 12 osób (8% badanych) otrzymuje je w wysokości 600–700 oraz 700–800 PLN. Ponadto 11 ankietowanych posiada stypendium w wysokości 500–600 PLN, a 10 w kwocie do 300 PLN. Wysokość stypendium dziewięciu studentów wynosi powyżej 1000, ośmiu 900–1000 PLN, a po siedmiu studentów w granicach 300–400, 400–500 oraz 800–900 PLN.

Jednymi z głównych wydatków studentów są wydatki na cele mieszkaniowe (rysunek 9). Studenci, którzy mieszkają z rodzicami, nic nie wydają na cele mieszkaniowe lub też pokrywają część opłat. Ci, którzy posiadają własne mieszkania, muszą opłacać czynsz. Pozostali mieszkają w wynajętych mieszkaniach, pokojach lub akademikach. Każdy z nich ponosi różnej wysokości miesięczne koszty. Biorąc pod uwagę osoby, które wydają na cele mieszkaniowe więcej niż 100 PLN, największą grupę stanowią osoby wydające 300–400 PLN. Są to z pewnością osoby mieszkające w akademikach, ponieważ w tych granicach wahają się opłaty za pokój w SGGW. Kolejną grupę stanowią osoby płacące kwotę w granicach 600–700 PLN – 10 osób. Osoby te prawdopodobnie wynajmują pokój w mieszkaniu, gdyż wskazuje na to cena rynkowa takiego najmu. Pozostałe większe grupy osób to: po dziewięć osób płacących miesięcznie 500–600 oraz powyżej 1000 PLN oraz po osiem osób płacących 700–800 oraz 800–900 PLN.

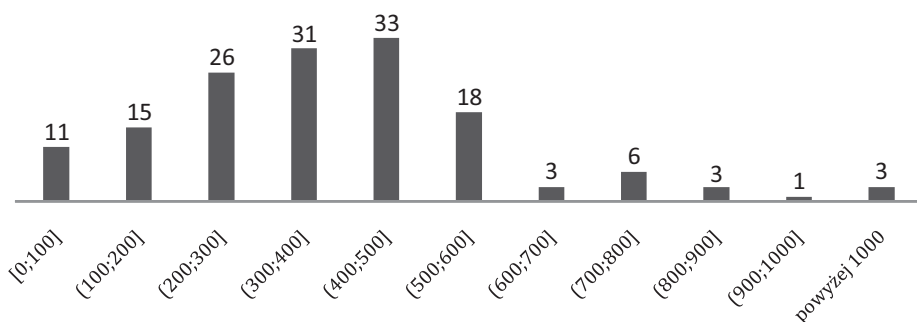
Kolejnym ważnym wydatkiem są pieniądze przeznaczone na konsumpcję. Jedni wydają na nią niewiele, inni stanowczo za dużo. Artykuły spożywcze potrzebuje jednak każdy. Studenci mieszkający z rodzicami wydają z pewnością mniej na konsumpcję, ponieważ albo płacą za nią tylko rodzice albo też „dokładają się” do zakupów (rysunek 10).





**RYSUNEK 9.** Jaką kwotę miesięcznie przeznaczasz na cele mieszkaniowe? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.



**RYSUNEK 10.** Jaką kwotę miesięcznie przeznaczasz na konsumpcję? (ilość wskazań)

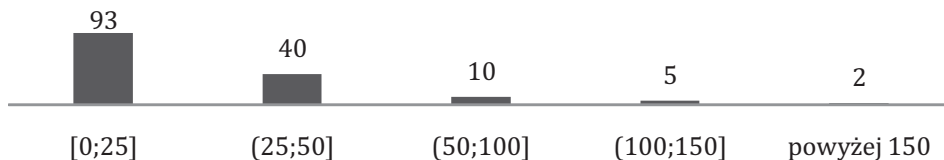
Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Osoby wydające miesięcznie na konsumpcję mniej niż 100 PLN należy uznać za te, które mieszkają z rodzicami (11 osób). Największą grupę stanowią ankietowani, którzy wydają na artykuły spożywcze 300–400 PLN – 33 osoby. Niewiele mniej, bo 31 respondentów, wydaje 300–400 PLN miesięcznie. Kolejną grupą jest 26 osób, które wydaje nieco mniej, bo 200–300 PLN. Od 500 do 600 PLN na konsumpcję poświęca 18 osób, a 15 osób od 100 do 200 PLN. Pozostałe 16 osób wydaje na konsumpcję powyżej 600 PLN.

Studenci poświęcają znaczną część swojego czasu na uczęszczanie na zajęcia, jak też na naukę. Mimo że studia wyższe są w Polsce darmowe, to wydatki na zeszyty, usługi ksero czy też książki ponoszą studenci (rysunek 11).

Zdecydowana większość badanych (93 osoby) wydaje na naukę i edukację nieznaczące kwoty, które nie przekraczają 25 PLN. Grupa wydająca 35–50 PLN miesięcznie liczy 40 osób. Ponadto 10 osób wydaje na edukację i naukę 50–100 PLN



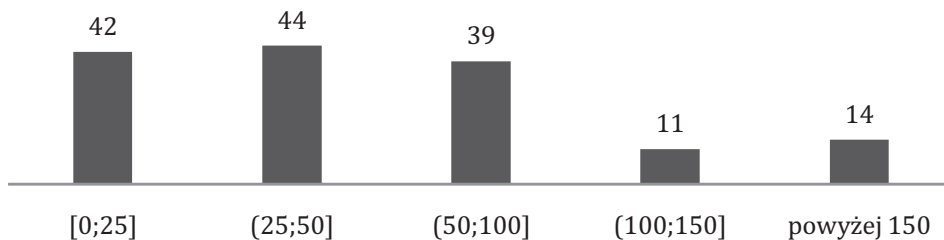


**RYSUNEK 11.** Jaką kwotę miesięcznie przeznaczasz na naukę i edukację? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

miesięcznie. W badanej grupie znalazło się też pięć osób wydających 100–150 PLN oraz dwie osoby wydające powyżej 150 PLN.

Student nie spędza całego czasu na nauce. Korzysta także z dużej ilości rozrywek, którymi są wyjazdy, siłownia, dyskoteki, jak też wiele innych. Każdy z wymienionych rodzajów spędzenia wolnego czasu kosztuje (rysunek 12).



**RYSUNEK 12.** Jaką kwotę miesięcznie przeznaczasz na rozrywkę? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Największą grupę stanowią studenci przeznaczający na rozrywkę 25–50 PLN – 44 studentów. Niewielu mniej, bo 42 studentów, wydaje na ten cel do 25 PLN miesięcznie. Kolejną co do wielkości grupą są studenci przeznaczający na rozrywkę 50–100 PLN. Grupa ta liczy 39 osób. Powyżej 100 PLN na rozrywkę wydaje 25 osób, z których 11 szacuje swoje wydatki na 100–150, a 14 na powyżej 150 PLN.

Oceniając skuteczność zarządzania finansami osobistymi, warto wziąć pod uwagę ważny jego aspekt – oszczędzanie. Przy jego ocenie należy jednak dokonać rozróżnienia na umiejętność i skuteczność oszczędzania, gdyż nie są to pojęcia jednoznaczne. Umiejętność wskazuje na to, czy studenci potrafią obecnie oszczędzać, ale także czy, jeśli mieli taką możliwość (np. zarabialiby więcej), oszczędziliby pewną kwotę. Skuteczność oszczędzania jest to systematyczne przeznaczanie pewnej kwoty pieniędzy na oszczędności. Umieć oszczędzać można nawet, gdy nie ma się pieniędzy, aby przeznaczyć je na oszczędności. Skuteczność pojawia się

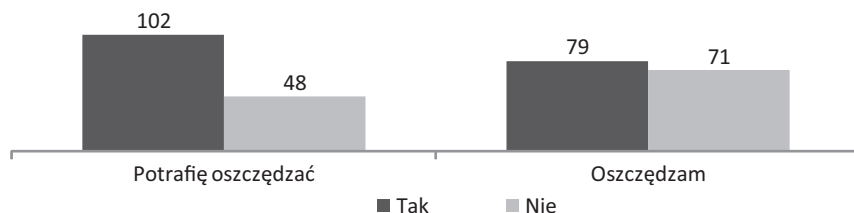


dopiero wtedy, gdy mamy jakieś pieniądze i systematycznie, skutecznie je oszczędzamy (rysunek 13).

Umiejętność i skuteczność różnią się znacząco – tak jak odpowiedzi. Twierdząco na pytanie: „Czy potrafisz oszczędzać?” odpowiedziały 102 osoby, zaprzeczyło 48. Na pytanie: „Czy skutecznie oszczędzasz?” twierdząco odpowiedziało mniej osób niż na poprzednie pytanie, ponieważ już tylko 79. Zaprzeczyło 71 osób. Można zauważyć, że istnieje pewna część osób, która potrafi, ale nie jest w stanie oszczędzać. Przy określaniu umiejętności oszczędzania ważna jest wysokość oszczędności. Jednak porównywanie kwot niewiele ukazuje, gdyż niektórzy potrzebują mniej pieniędzy, a inni więcej, aby się utrzymać. Porównywalną jednostką jest więc czas, a w tym przypadku miesiące, przez które jesteśmy w stanie utrzymać się tylko z naszych oszczędności.

Jedno z pytań dotyczących oszczędzania dotyczyło także przeznaczenia pieniędzy pochodzących z niespodziewanego przyływu gotówki. Anketowani mieli określić, na co przeznaczyliby takie pieniądze (rysunek 14).

Większość anketowanych podjęłoby decyzję o zainwestowaniu dodatkowych pieniędzy lub wpłaceniu ich na lokatę. Około 59 osób (blisko 40% badanych) odpowiedziało, że takie pieniądze wpłaciłoby właśnie na lokatę – oczekują oni stabilności i pewnych zysków, bez ryzyka. Ponadto 44 osoby (około 30% respondentów) zainwestowałyby te pieniądze np. w mieszkanie, a 20 osób (12% spośród



**RYСУNEK 13.** Ocena umiejętności i skuteczności oszczędzania (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

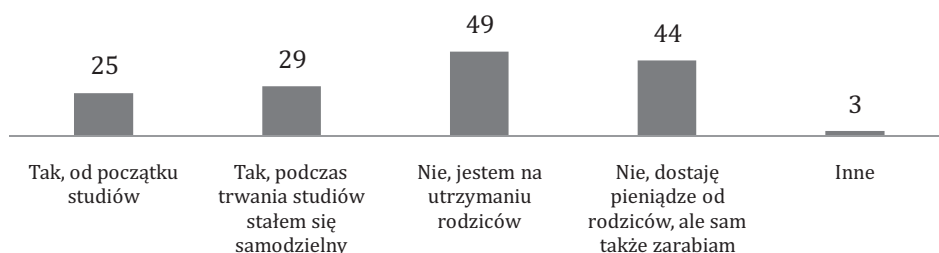


**RYСУNEK 14.** Co zrobiłbyś z nagłym przyływem gotówki? (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

badanych studentów) przeznaczyłyby je na przedmioty, na które nie było ich wcześniej stać (np. nowy sprzęt komputerowy). Blisko 14 ankietowanych (około 10%) spełniłoby jedno ze swoich marzeń i za te pieniądze pojechaliby w jakąś podróż. Jedynie pięciu osobom dodatkowe pieniądze przydałyby się w celach konsumpcyjnych, a osiem osób (około 5% badanych) podjęłoby inną decyzję niż wymienione.

Samodzielność finansowa to bardzo ważny element dorosłego życia każdego człowieka. Studenci pragną z jednej strony być samodzielnymi, a z drugiej czuć wsparcie rodziców – nie tylko mentalne. Z tej przyczyny większość studentów, mimo otrzymywania pieniędzy od rodziców, pracuje. Niektórzy robią to w celu utrzymania się, gdyż pieniądze od rodziców nie wystarczają im na życie. Inni dorabiają na drobne wydatki (rysunek 15).



**RYSUNEK 15.** Ocena samodzielności finansowej (ilość wskazań)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie odpowiedzi uzyskanych z badań ankietowych.

Wśród badanych studentów 49 osób na pytanie „Czy jesteś samodzielny/a finansowo?” odpowiedziało, że jest całkowicie na utrzymaniu rodziców. Niewiele mniej, bo 44 osoby dostają pieniądze od rodziców, ale same także zarabiają. Spośród badanych 29 stwierdziło, że są samodzielnymi, a nastąpiło to podczas trwania studiów – wiąże się to z otrzymaniem stałej pracy. Od początku studiów 25 osób deklarowało, że jest samodzielnymi finansowo.

## WNIOSKI

Ocena zarządzania finansami osobistymi przez studentów Wydziału Nauk Ekonomicznych Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie pokazała, że większość studentów pieniądze otrzymuje od rodziców. W związku z tym osoby te nie są samodzielne finansowo. Duża część badanych osiąga dochody, pracując jednak nie w zawodzie zgodnym z kierunkiem studiowania. Część studentów ma przyznane stypendium o różnej wysokości. Większość posiadanych przez studentów pieniędzy pochłaniają wydatki na cele mieszkaniowe i konsumpcyjne. Dużym wydatkiem jest dla nich także transport. Rozrywka oraz nauka i edukacja



stanowią niewielki odsetek wśród wydatków. Studenci określają skuteczność zarządzania swoimi finansami osobistymi jako dobrą. Wśród badanych znalazły się jednak też osoby, które posiadają tak duże oszczędności, że potrafią samodzielnie, korzystając tylko z nich, utrzymać się przez ponad rok. Jednak wśród ankietowanych były osoby, którzy nie posiadają oszczędności. Większość badanych nie potrafiłaby utrzymać się z oszczędności przez dłużej niż pół roku. Ankietowani w większości twierdzą, że potrafią oszczędzać długoterminowo, jednak robi to tylko połowa z nich. Umiejętności nie wystarczą, ponieważ najważniejsza jest skuteczność i systematyczność oszczędzania. Wśród badanych znalazły się osoby, które miały problem z prawidłowym oszacowaniem wydatków. Jednak większość z ankietowanych studentów miała nieprzewidziane wydatki „pod kontrolą”.

Uzyskane wyniki wskazują, że studenci Wydziału Nauk Ekonomicznych Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie zasadniczo sprawnie zarządzają swoimi finansami. Oznacza to, że edukacja finansowa ma bardzo duży wpływ na zarządzanie finansami. Dobre praktyki poznawane w teorii podczas zajęć wykorzystywane są przez studentów w życiu codziennym. Otrzymane dane mają perspektywę dalszego wykorzystania. Wyniki Wydziału Nauk Ekonomicznych SGGW powinny, w dalszym pogłębianiu badań, być porównane z wynikami innych wydziałów Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie.

## Spis literatury

- BYWALEC C. 2009: *Ekonomika i finanse gospodarstw domowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- DANILUK M. 2005: *Podstawy finansów*, Oficyna Wydawnicza WSM, Warszawa.
- DOBROSIEWICZ Z. 2005: *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- FATUŁA D. 2010: *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
- FLEJTERSKI S. 2007: *Metodologia finansów. Podręcznik akademicki*, Wydawnictwo PWN, Warszawa.
- GARMAN E.T., FORGUE R. 2008: *Personal Finance*, Houghton Mifflin Company, USA.
- GASPARSKI P. 2000: *Psychologia ekonomiczna*, *Czasopismo Psychologiczne* 6, 3, s. 175–187.
- JAJUGA K. 2007: *Elementy nauki o finansach*, PWE, Warszawa.
- KAPOOR J.R., DLABAY L.R., HUGHES R.J. 2010: *Personal Finance*, McGraw-Hill, Irwin, New York.
- KORENIK D., KORENIK S. 2004: *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- LIPIŃSKI M. 2008: *Finanse osobiste. Świadome zarządzanie własnym portfelem*, Helion, Gliwice.



- NOGALSKI B., BIAŁAS T., CZAPIEWSKI M. 1994: Zarządzanie w różnych formach własności, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- OWSIAK S. 2015: Finanse, PWE, Warszawa.
- PODSTAWKA M. 2010: Finanse, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- RATAJCZAK M. 2001: Dylematy rozwoju edukacji ekonomicznej w Polsce, VII Kongres Ekonomistów Polskich „Edukacja Ekonomiczna” styczeń 2011, tom VI, M. Rocki (red.), Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa.
- SWART N. 2004: Personal Financial Management, Juta and Company, USA.
- ŚWIECKA B. 2014: Współczesne problemy finansów osobistych, CeDeWu, Warszawa.
- SZTUCZKA P. 2012: Zmiany świadomości ekonomicznej w polskich gospodarstwach domowych. Definicje i istota finansów osobistych, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 735, Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 27, s. 567–576.

**MANAGEMENT OF STUDENTS' PERSONAL FINANCES  
OF THE FACULTY OF ECONOMIC SCIENCES IN WARSAW UNIVERSITY  
OF LIFE SCIENCES – SGGW**

**Abstract.** In the last decade there has been an increase in social welfare. People are more in control of their personal finances, including planning household budget. It provides a financial security. Stable financial situation requires taking proper and informed financial decision. Students of faculty of economic sciences should have a broad knowledge of this, but the most important is to use it in practice.

**Key words:** personal finance, savings, financial management





## A COMPARATIVE STUDY OF THE DIVERGENCE IN RATES OF RETURN FROM FOREIGN DIRECT INVESTMENTS – EVIDENCE FROM THE POLISH ECONOMY

Serhiy Zabolotnyy

Department of Economics and Organization of Enterprises  
Warsaw University of Life Sciences – SGGW

**Abstract.** The goal of the research is to present the divergence in rates of return on inward foreign direct investments (FDI) and outward foreign direct investments (FDIA) of emerging market economy on the example of Poland. The comparison between the efficiency of foreign direct investments and low risk financial instruments was also conducted. The evidence of higher rates of return on inward foreign direct investment in Poland (FDI) than on Polish outward foreign direct investments (FDIA) in the countries with developed economies was received.

**Key words:** foreign direct investment, rate of return, efficiency, Poland

### INTRODUCTION

According to the theory of financial management a measure of risk is the extent to which the future portfolio values are likely to diverge from the expected or predicted value [Modigliani and Pogue 1974]. Hence the risk of investing in financial market can be expressed by volatility of various financial instruments. Increased volatility, associated with a higher risk, can lead to extraordinary deviations in returns on investments while stable low-risk financial instruments as a rule generate considerably lower but sure profits for investors. This concept can be also applied to a company or a global market. In a company the contradiction between the goals of maximizing profits and maintaining the liquidity exists [Wędzki 2003]. To maximize the value and ensure growth of a business the manager will seek for projects with higher rates of return that leads to a higher financial risk [Titman et

al. 2010]. Less profitable projects can be accepted if the company aims for minimizing risk and providing continuity of its business. Hence the rational manager will look for an optimal relation between the profit and the risk of the projects' portfolio [Gitman 2007]. In case of a global market different macroeconomic risk factors influence the forming of rates and therefore determine the direction of cash flows. Some dependencies in their distribution can be noticed. During the periods of economic prosperity investors seek for greater profits accepting more risky projects with higher rates of return. In short term this stimulates investing in emerging markets that are associated with higher risk premium [Harvey 1995]. It is also widely argued that long-run stock returns in emerging markets are to exceed those of developed markets [Makiel and Mei 1998]. Moreover a low correlation between returns in developing and developed markets should provide investors with an opportunity to diversify their portfolio [Henry and Kannan 2008]. Contrary to this crises typically lead to an increase in the number of risk averse investors locating capital according to their defensive strategies in developed markets and safer instruments which ensure relatively low returns [Guo 2002]. In the years after financial crisis of 2007–2008, as the perception of global risks faltered, one of the most attractive places for capital allocation, including foreign direct investments, became the countries of Central and Eastern Europe. In this region the processes of a fundamental political and economic transformation brought the dominant catalyst for rapid global capital inflow [Zabolotnyy 2015]. This was largely achieved by mergers and acquisitions as well as selling of distressed corporate assets [Working Group... 2003]. Traditionally economies of these countries are defined as emerging markets implying high rates of return on investment projects as well as increased level of financial risk. However some studies show that investments in emerging markets under some circumstances can be less efficient than those in more developed markets [Henry and Kannan 2008]. It is also noticed that direct investments from developed countries can lead to a number of negative effects in host countries such as increase in income inequality, worsening of situation of local companies and decrease of productivity [Mayer-Foulkes and Nunnenkamp 2005]. Considering these arguments it is important to find an evidence of whether the investing in emerging economies such as Poland is efficient for investor in terms of risk-return concept [Kinnunen 2013].

## GOAL AND METHODS OF THE RESEARCH

The goal of the research is to present the divergence in rates of return on inward foreign direct investments (FDI) and outward foreign direct investments (FDIA) in emerging market economy on the example of Poland. The comparison between the efficiency of foreign direct investments and low risk financial instruments was





also conducted. In the article the efficiency is defined by the rate of return on foreign direct investments. The hypothesis of the research claims that rates of return on inward foreign direct investment in Poland (FDI) are higher than rates of return on Polish outward foreign direct investments (FDIA) in the countries with developed economies<sup>1</sup>. According to the theoretical assumptions returns in developing countries should be higher than in developed markets due to a higher risk premium required by investors. Poland is perceived as a developing market according to a wide range of professional sources ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)). For example, the credit rating of Poland is BBB+ for long-term liabilities in foreign currencies, comparing to higher credit ratings of Germany (AAA) and the USA (AA+) ([www.standardpoors.com](http://www.standardpoors.com)).

A foreign direct investor is defined as an entity (an institutional unit) resident in one economy that has acquired, either directly or indirectly, at least 10% of the voting power of a corporation (enterprise), or equivalent for an unincorporated enterprise, resident in another economy [OECD 2008]. To determine the efficiency of Polish FDI and FDIA the return on investment ratio was used [Zabolotny 2014]:

$$RI = \frac{I}{R}$$

where:

*RI* – return on investment in current year;

*I* – income from investment in current year;

*R* – position of investment in the end of the year (receivables or liabilities).

The material for the research was collected from the reports of the National Bank of Poland [NBP 2014]. The period of the research includes years 2010–2012.

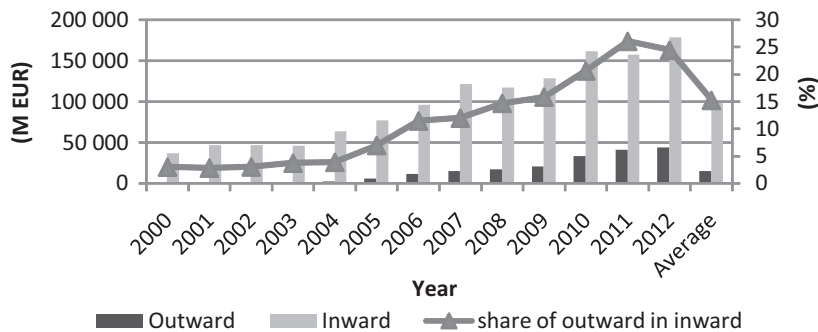
## RESULTS

An inward position of FDI in Poland was characterized by much higher volume than an outward position of Polish FDIA (Figure 1). In 2000–2012 the average value of FDI inward position was 98,051 M EUR while the FDIA outward position amounted to only 14,906 M EUR, or 15.2% of FDI. An outward position of FDIA rose from 1,095 to 43,492 M EUR corresponding to the growth of FDI inward position from 36,792 to 178,257 M EUR in the analyzed period.

Such a rapid growth came from a number of economic factors such as the overall high pace of the development of the economy, an increasing demand on new investments, and comparatively higher yields on the Polish market. The surge of

<sup>1</sup> Definitions of FDI and FDIA were presented in earlier studies [OECD 2008].





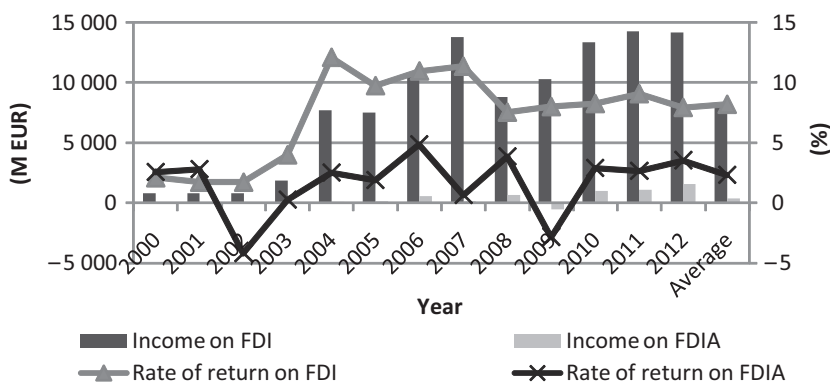
**FIGURE 1.** Inward position of Polish FDI versus outward position of Polish FDIA

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].

the share of outward position of FDIA in inward position of FDI from 3% in 2000 to 24.4% in 2012 illustrated the raising role of FDIA flows in Polish economy.

Figure 2 illustrates the relation between the volume of an income and rates of return from Polish foreign direct investments. The income from Polish FDI was substantially higher than the income from FDIA. In 2000–2012 an average income from FDI came to 8,032 M EUR and from FDIA to 346 M EUR, or 4.3% of FDI. It should be mentioned that the share of an income from FDIA in an income from FDI rose from 3.6% in 2000 to 10.9% in 2012 that was a result of rapid growth of Polish investments' outward position.

Rates of return on FDI were relatively higher and more volatile than on FDIA. An average return on FDI accounted for 8.4% and was 5.9 p.p. higher than similar rate on FDIA. The spread between the highest and lowest rate of return on FDI was 10.3 p.p. while for FDIA this parameter achieved 9 p.p. This gave a strong

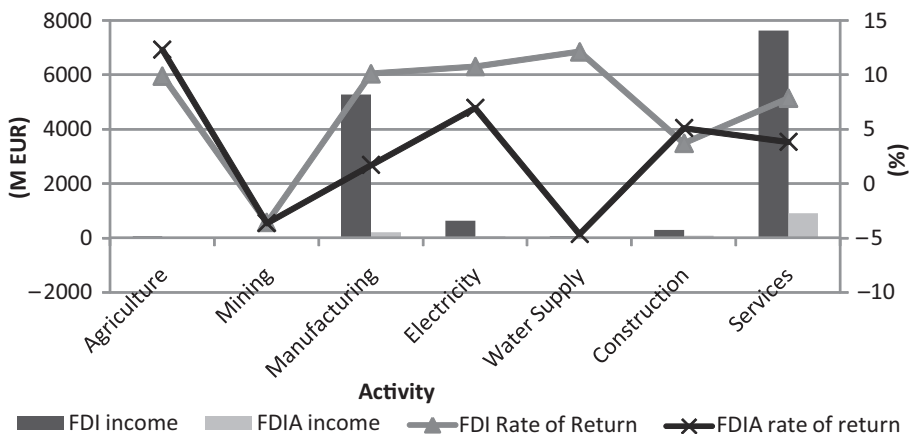


**FIGURE 2.** The volume of income versus rate of return from FDI and FDIA

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].

evidence of a risk-return concept. Nevertheless all years of analyzed period were characterized by positive rates of return on FDI, while FDIA generated losses in 2002 (-4.2%) and 2009 (-2.8%).

To focus on some factors influencing the divergence between rates of return on FDI and FDIA the analysis of income and rates of return according to economic activity of direct investment enterprise in 2010–2012 was conducted (Figure 3). The vast part of income from FDI and FDIA was received from services and manufacturing sectors. The largest average share in total income from foreign direct investments came from services sector amounting to 54.8% for FDI and to 74.5% for FDIA. Comparatively high rates of return (average 7.9% for FDI and 3.8% for FDIA) characterized this sector as one of the most attractive for investing. The average share of manufacturing sector in total income from foreign direct investments equaled to 37.9% for FDI and 17.7% for FDIA. In this sector the rates of return presented a substantial divergence averaging out 10.1% for FDI and 1.7% for FDIA. Returns in both sectors gave an evidence of comparatively higher efficiency of Polish FDI than FDIA. Nevertheless volatility of rates of return measured as a spread between the highest and the lowest levels of values was substantially high ranging from 15.7 p.p. for FDI to 17 p.p. for FDIA. This gave a moderate evidence of a risk-return concept. Besides the lowest divergence between FDI and FDIA in rates of return was noticed in agriculture, forestry and fishing sector (3 p.p.), mining and quarrying sector (0 p.p.) and construction sector (1.4 p.p.). The highest divergence was in water supply sector (16.8 p.p.).



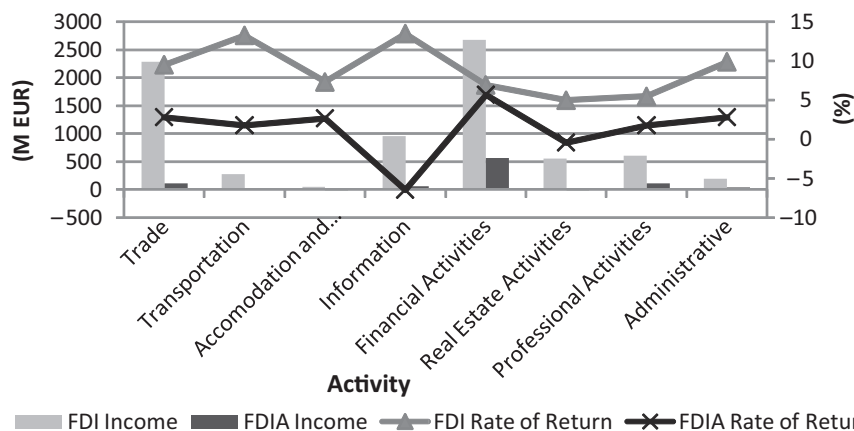
**FIGURE 3.** Average income and rate of return on FDI and FDIA by the economic activity of the direct investment enterprise in 2010–2012

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].



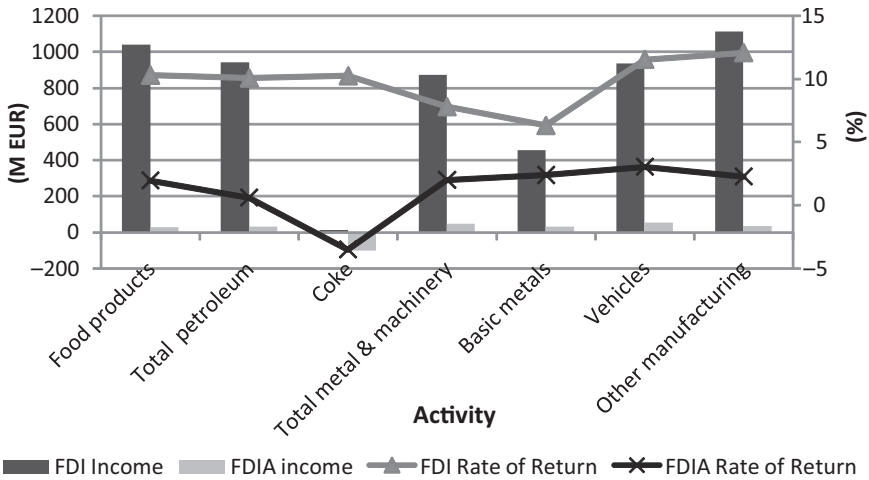
In 2010–2012 there was a significant disproportion in volume of income and rates of return among the particular branches of service sector (Figure 4). Generally in the analyzed branches rates of return were higher and less volatile on FDI than on FDIA. This gave a moderate evidence for a risk-return concept. In Service sector the highest share of income from FDI was noted in such branches as financial and insurance (35%), wholesale and retail trade (29.9%) and information and communication (12.5%). The highest average rates of return on FDI were noticed in information and communication (13.5%) and transportation and storage (13.2%), while the lowest in real estate activities (5.0%). Moderate rates of return were noticed in financial and insurance (6.9%) and wholesale and retail trade (9.5%). In FDIA the largest share in total income had financial and insurance (63.1%) and wholesale and retail trade (12.5%) branches. The highest rate of return on FDIA was formed in financial and insurance (5.7%), while negative rates were noticed in real estate activities (-0.4%) and information and communication (-6.4%). Other branches demonstrated very similar rates of returns ranging from 1.8 to 2.8%. The lowest divergence between rates of return on FDIA and FDI was noticed in financial and insurance (1.2 p.p.), while the highest in information and communication (19.9 p.p.).

In FDI and FDIA the volume of income and rates of return were on comparable levels in the main branches of manufacturing sector (Figure 5). Rates of return on FDI were higher and less volatile than on FDIA. This gave a moderate evidence of a risk-return concept. The highest average rates of return in FDI were noticed in such branches as total vehicles and other transport equipment (11.6%) and total of other manufacturing (12.1%), while the lowest rate appeared in basic metals



**FIGURE 4.** Average income and rate of return from FDI and FDIA in main branches of service sector in 2010–2012

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].

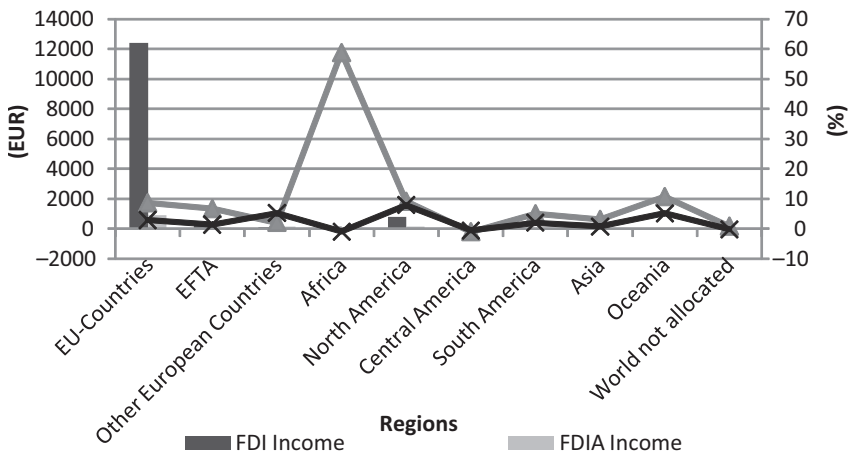


**FIGURE 5.** Average income and rate of return from FDI and FDIA in main branches of manufacturing sector in 2010–2012

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].

and fabricated metal products (6.3%). Average rate of returns on FDIA balanced on the level of 1.7–3.0% in all branches except of coke and refined petroleum products where the negative rate was noticed (–3.5%).

Additional factor that could influence the divergence in the rates of return was the geographical distribution of foreign direct investments according to the country of residence of investing party and the investee (Figure 6).



**FIGURE 6.** Average income and rate of return from FDI and FDIA by geographic regions in 2010–2012

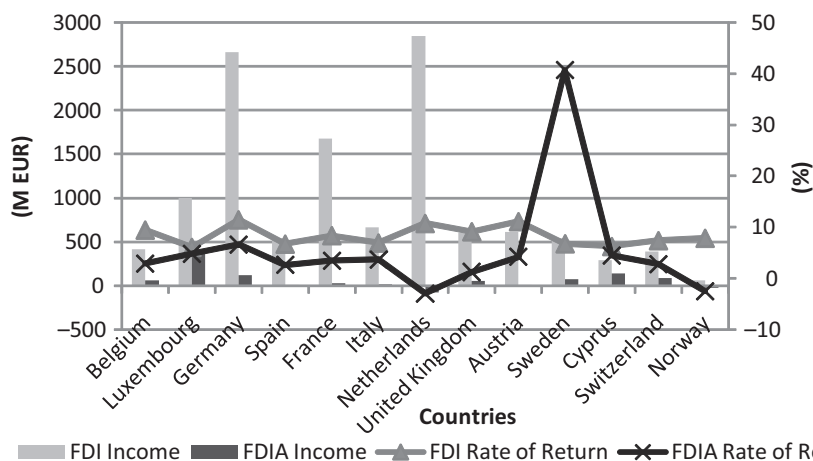
Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].



The vast majority of foreign investment flows was concentrated in Europe amounting to 89.1% of average total income from FDI and 73.4% from FDIA. The rates of return on FDI were higher and more volatile than on FDIA. Higher volatility of income and rates of return could be also explained by the use of capital in transition presented as a part of FDI [Zabolotnyy 2015]. The highest average rates of return on FDI were noticed for North America (9.2%) and Oceania (10.7) in spite of their insignificant role in the structure of direct investments in Poland. The lowest returns on FDI received investors from Asia (3.1%) and Other European countries including Russia (2.1%) while investments from Central America generated losses (-1%). FDI from European Union countries in average brought 8.6% return while from EFTA countries 6.7% return. On FDIA the highest rates of return appeared in North America (8%), Other European Countries (5.4%) and Oceania (5.2%). European Union and EFTA countries showed moderate average rates of return on FDIA (respectively 3.0% and 1.5%) that was lower by 0.1 and by 1.6 p.p. than in the whole world. This was consistent with theoretical assumption that investment projects in well developed countries were less profitable than in emerging markets such as Poland.

A breakdown of income and rates of return by particular European countries explains the specifics of investment activities and reasons for locating of Polish direct investments (Figure 7).

The main income from FDI was received by investors from such countries as the Netherland (22.1% of total income of European countries), Germany (20.6%) and France (13%). An income from FDIA to higher extent came from Luxembourg



**FIGURE 7.** Average income and rate of return from FDI and FDIA by the main European countries in 2010–2012

Source: Own research based on National Central Bank of Poland data [NBP 2014].

(38.1%), Cyprus (12.9%), Germany (10.9%), Switzerland (8.1%) and Belgium (5.5%) that corresponded to a relatively high volume of investing in financial sector of these countries. Generally the rates of return on FDI were higher than on FDIA<sup>2</sup> in Europe that gave an evidence of comparatively higher efficiency of investing in emerging markets such as Poland.

To extent the scope of a research the efficiency of FDI and FDIA was compared to other investment low-risk instruments such as government bonds (Table).

**TABLE.** Return on Polish FDI and FDIA versus long-term Polish and US government bond yields (10-year bond yields – 10-Y)

Description	Rate of Return (%)				Growth 2012/2010 (p.p.)
	2010	2011	2012	average	
Return on Polish FDI	8.26	9.07	7.93	8.42	-0.32
Return on Polish FDIA	2.90	2.68	3.55	3.04	0.65
Polish 10-Y bond yields	5.80	5.98	4.94	5.57	-0.23
US 10-Y bond yields	3.13	2.73	1.76	2.54	-1.37

Source: Own research base on 10-Year Poland and US Bond Yield ([www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)).

In the analyzed period higher rates of return were achieved on Polish FDI and Polish 10-Y bonds in comparison to Polish FDIA and US 10-Y bonds. This gave an evidence of a risk return concept: investing in the markets with higher risk provided a higher rate of return both in terms of foreign direct investments and government debt instruments. Nevertheless the rate of return on Polish FDIA rose from 2.90% in 2010 to 3.55% in 2012 while the US 10-Y bond yields went down from 3.13% in 2010 to 1.76% in 2012. This proved the growing efficiency of Polish investments abroad along with the decreasing attractiveness of investing in debt instruments with low risk.

## CONCLUSIONS

Based on the conducted research the results were as follows:

1. The rates of return on Polish FDI were relatively higher and more volatile than on FDIA. An average return on FDI accounted for 8.4% and was 5.9 p.p. higher than similar rate on FDIA. In the analyzed period the spread between the highest and lowest rate of return on FDI was 10.3 p.p. while for FDIA this parameter achieved 9.0 p.p. This gave a strong support to a risk-return principle.

<sup>2</sup> Sweden was eliminated due to a great deviation from the rest of the countries.



2. The vast part of income from FDI and FDIA was received from services and manufacturing sectors. Returns in both sectors gave an evidence of comparatively higher efficiency of Polish FDI than FDIA. This demonstrated that generally investment projects in well-developed countries were less profitable than in Polish markets.
3. In the analyzed period higher rates of return were achieved on Polish FDI and Polish 10-Y bonds comparing to Polish FDIA and US 10-Y bonds. This gave an evidence of a risk-return principle: investing in the markets with higher risk provided a higher rate of return both in terms of foreign direct investments and government debt instruments.

## References

- GITMAN L.J. 2007: Principles of Managerial Finance, Prentice Hall, New York.
- GUO H. 2002: Understanding the Risk-Return Tradeoff in the Stock Market, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2002-001A.
- HARVEY C.R. 1995: Predictable Risk and Returns in Emerging Markets, *The Review of Financial Studies* 8, 3, pp. 773-816.
- HENRY P.B., KANNAN P. 2008: Growth and Returns in Emerging Markets (in:) *International Financial Issues in the Pacific Rim: Global Imbalances, Financial Liberalization, and Exchange Rate Policy (NBER-EASE 17)*, The University of Chicago Press, Chicago, pp. 241-265.
- KINNUNEN J. 2012: Risk-Return Trade-off and autocorrelation, *Acta Universitatis Lappeenrantaensis* 551.
- MALKIEL B., MEI J.P. 1998. *Global Bargain Hunting: The Investor's Guide to Profits in Emerging Markets*, Simon Schuster, New York.
- MAYER-FOULKES D., NUNNENKAMP P. 2005: Do Multinational Enterprises Contribute to Convergence or Divergence? A Disaggregated Analysis of US FDI, Kiel Institute for World Economics Working Paper 1242.
- MODIGLIANI F., POGUE G.A. 1974: Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence, *Financial Analysts Journal* 30, 2, pp. 68-80.
- TITMAN S., KEOWN A.J., MARTIN J.D. 2010: *Financial Management. Principles and Applications*, Prentice Hall, New York.
- Narodowy Bank Polski (NBP) 2014: *Polskie i zagraniczne inwestycje bezpośrednie w 2012 r.*, Warszawa.
- OECD 2008: *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, The Organisation for Economic Co-operation and Development, Fourth Edition.
- WĘDZKI D. 2003: *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Working Group of the Capital Markets Consultative Group 2003: *Foreign Direct Investment in Emerging Market Countries*.





- ZABOLOTNYY S. 2014: Polish Direct Investments Abroad as an Instrument of Value Creation For Investors, *Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, Roczniki Naukowe SERiA* 16, 6, pp. 551–558.
- ZABOLOTNYY S. 2015: The efficiency of Foreign Direct Investments in Poland – Does the Risk of Investing in Emerging Market Country Lead to a High Rate of Return?, *Roczniki Naukowe SERiA* 17, 6, pp. 320–326.

### **STUDIUM PORÓWNAWCZE ZRÓŻNICOWANIA STÓP ZWROTU Z BEZPOŚREDNICH INWESTYCJI ZAGRANICZNYCH NA PRZYKŁADZIE POLSKIEJ GOSPODARKI**

**Abstrakt.** Celem opracowania jest przedstawienie poziomu zróżnicowania między stopami zwrotu z przyjmowanych i wysyłanych bezpośrednich inwestycji zagranicznych kraju z rozwijającą się gospodarką na przykładzie Polski. Przeprowadzono także porównanie między efektywnością bezpośrednich inwestycji zagranicznych a instrumentami finansowymi o niskim poziomie ryzyka. Stwierdzono, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce charakteryzowały się wyższymi stopami zwrotu niż polskie inwestycje zagraniczne w krajach o gospodarkach rozwiniętych.

**Słowa kluczowe:** bezpośrednie inwestycje zagraniczne, stopa zwrotu, efektywność, Polska





## ZMIANY W GLOBALNEJ AWERSJI DO RYZYKA ORAZ ICH WPŁYW NA WARTOŚĆ POLSKIEJ WALUTY

Katarzyna A. Czech

Katedra Ekonomiki Rolnictwa i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** Celem artykułu jest zbadanie zależności między poziomem globalnej awersji do ryzyka a kształtowaniem się cen na polskim rynku walutowym. Artykuł zawiera przegląd literatury na temat wskaźników globalnej awersji do ryzyka, w tym przede wszystkim wskaźników opartych na cenach opcji. Badania przeprowadzono na podstawie danych odnośnie kursów walutowych PLN/USD i PLN/EUR, zagregowanego miernika awersji do ryzyka GFSI (ang. *Global Financial Stress Index*) oraz zmienności strategii 25-delta *risk reversal*. Wyniki testu przyczynowości w sensie Grangera sugerują, że dla danych z 2004–2015 zmiany w poziomie globalnej awersji do ryzyka mierzonej wskaźnikiem GFSI nie były przyczyną, w sensie Grangera, zmian kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD.

**Słowa kluczowe:** globalna awersja do ryzyka, GFSI, rynek walutowy, polska złotówka, przyczynowość Grangera

### WSTĘP

W literaturze można znaleźć wiele publikacji badających zależność między awersją do ryzyka a zmiennością cen na rynku akcji. Mało badaczy zajmowało się badaniem tej relacji na rynku walutowym. Ocena zależności pomiędzy awersją do ryzyka a kształtowaniem się kursów walutowych jest trudniejsza i bardziej złożona, niż ocena tej relacji na rynku akcji. Co więcej, dla różnych walut, kierunek opisanej powyżej zależności może być odmienny. W przypadku rynku akcji dominuje przekonanie, że istnieje ujemna zależność między awersją do ryzyka a ceną tych instrumentów finansowych. Wzrost awersji do ryzyka utożsamiany jest bowiem ze spadkiem cen akcji, z kolei spadkowi niechęci inwestorów do ryzyka

towarzyszy trend wzrostowy na rynku akcji. Na rynku walutowym zależność ta jest różna dla poszczególnych walut.

Związek między awersją do ryzyka a wartością walut analizowany jest przede wszystkim w publikacjach poruszających problem strategii walutowych *carry trade*. Strategia ta polega na zadłużeniu się w walucie kraju o niskich stopach procentowych (Japonia, Szwajcaria), a następnie ulokowaniu uzyskanych środków w kraju o wysokich stopach procentowych (Nowa Zelandia, Australia) [Czech 2012]. Brunnermeier i inni [2008] pokazali, że zmiana poziomu globalnej awersji do ryzyka mierzonej indeksem VIX wpływa na zmiany w zainteresowaniu strategiami spekulacyjnymi *carry trade*. Ich zdaniem wraz ze wzrostem globalnej awersji do ryzyka spada zaangażowanie inwestorów w strategię *carry trade*. Do podobnych wniosków doszli Clarida i inni [2009] oraz Vistesen [2009]. Należy podkreślić, że zmniejszenie ilości zawieranych transakcji typu *carry trade*, przyczynia się do zwiększenia wartości walut krajów o niskich stopach procentowych oraz zmniejszenia wartości walut krajów o wysokich stopach procentowych. Z kolei, w czasie dobrych nastrojów rynkowych, kiedy to poziom awersji do ryzyka jest niski, prowadzone inwestycje w krajach o wyższym koszcie pieniądza przyczyniają się do aprecjacji waluty tych krajów, natomiast duży odpływ kapitału z krajów o niskiej stopie procentowej przyczynia się do znacznej deprecjacji ich waluty. Można zatem wywnioskować, że istnieje dodatnia zależność między poziomem globalnej awersji do ryzyka oraz wartością walut krajów o niskich stopach procentowych, a ujemna zależność między awersją do ryzyka, a wartością walut krajów o wysokich stopach procentowych. Brunnermeier i inni [2008] wykazali dodatkowo, że waluty krajów o podobnych stopach procentowych są ze sobą ściśle powiązane.

Claus Vistesen [2009] wykazał, iż istnieje negatywna zależność między wartością walut krajów o niskich stopach procentowych takich jak jen japoński i frank szwajcarski, a wartością giełdowych indeksów akcji S&P 500, Nikkei 225 oraz Dax30. Ponadto, wykazał on pozytywną zależność między wartością jena japońskiego i franka szwajcarskiego, a kształtowaniem się indeksu globalnej awersji do ryzyka VIX. Vistesen [2009] pokazał, że wraz ze wzrostem indeksu VIX wzrasta także wartość walut krajów o niskich stopach procentowych.

Liu i inni [2012] wykorzystali modele wektorowej korekty błędem (*vector error-correction model*) do zbadania zależności między poziomem globalnej awersji do ryzyka mierzonej indeksem VIX a wartością kursów walutowych JPY/USD, JPY/EUR, JPY/AUD, JPY/NZD i JPY/GBP. Wykazali oni, że istnieje negatywny związek między indeksem VIX, a analizowanymi kursami walut. Wraz ze wzrostem indeksu globalnej awersji do ryzyka, spada wartość kursów JPY/USD, JPY/EUR, JPY/AUD, JPY/NZD i JPY/GBP, co utożsamiane jest ze wzrostem wartości jena japońskiego względem pozostałych walut. Liu i inni [2012] pokazali dodatkowo, że istnieje pewna asymetria w reakcji badanych kursów walutowych na zmianę poziomu globalnej awersji do ryzyka. W czasie dobrych nastrojów, niskiego poziomu

awersji do ryzyka wśród uczestników rynku analizowane kursy walutowe stopniowo wzrastają. W czasie niepokoju, wzrostu awersji do ryzyka spadek kursów JPY/USD, JPY/EUR, JPY/AUD, JPY/NZD i JPY/GBP jest szybki.

Zdaniem Liu i innych [2012] zależność między badanymi kursami walut a indeksami giełdowym S&P 500 i DJIA jest jednak silniejsza niż zależność między JPY/USD, JPY/EUR, JPY/AUD, JPY/NZD i JPY/GBP a indeksem globalnej awersji do ryzyka VIX. Liu i inni [2012] uważają, że indeks VIX nie jest dobrym miernikiem awersji do ryzyka wśród uczestników rynku walutowego. Zdaniem autorki to zagregowane indeksy awersji do ryzyka, takie jak LCVI lub GFSI, lepiej odzwierciedlają zmiany w poziomie awersji do ryzyka inwestorów zaangażowanych w strategię *carry trade* oraz inne inwestycyjne strategię walutowe. Zagregowane indeksy awersji do ryzyka, takie jak LCVI lub GFSI, zostały opisane w dalszej części artykułu.

Celem artykułu jest zbadanie zależności między poziomem globalnej awersji do ryzyka a kształtowaniem się cen na polskim rynku walutowym. Badania przeprowadzono dla kursów PLN/USD i PLN/EUR, gdzie polska złotówka jest walutą kwotowaną, a dolar amerykański i euro to waluty bazowe. Część druga artykułu zawiera przegląd literatury dotyczącej wskaźników globalnej awersji do ryzyka. Opis dotyczy przede wszystkim mierników bazujących na cenach opcji. W trzeciej części artykułu przedstawiono wyniki badań. Ostatnia część artykułu zawiera podsumowanie i wnioski.

## WSKAŹNIKI GLOBALNEJ AWERSJI DO RYZYKA

Wskaźniki awersji do ryzyka bazujące na cenach opcji zbudowane są często z wykorzystaniem implikowanej z cen opcji funkcji gęstości prawdopodobieństwa. Funkcje te szacowane są przy założeniu neutralności wobec ryzyka (ang. *risk-neutral probability density function*, RN-PDF) [Breedem i Litzenberger 1978]. Odzwierciedlają one zatem faktyczne oczekiwania uczestników rynku tylko wówczas, gdy inwestorzy są neutralni wobec ryzyka. W literaturze przedmiotu wyróżnia się kilka metod estymacji implikowanych z cen opcji funkcji gęstości prawdopodobieństwa. Przykładowo, Hull i White [1987] oraz Heston [1993] zbudowali funkcję RN-PDF na podstawie modeli zmienności stochastycznej. Rubinstein [1994] i Dupire [1994] wykorzystali drzewa dwumianowe, Ait-Sahalia i Lo [2000] zastosowali estymatory jądrowe (ang. *kernels*). Shimko [1993] oraz Bliss i Panigirtzoglou [2004] otrzymali funkcję RN-PDF poprzez wygładzenie wyliczonej powierzchni implikowanej zmienności (ang. *implied volatility surface*).

Jeżeli prognozy cen instrumentu bazowego stosujące implikowaną funkcję RN-PDF nie są dokładne, to zakłada się, że uczestnicy rynku nie są neutralni wobec ryzyka, tylko mają awersję do ryzyka [Bliss i Panigirtzoglou 2004]. Wskaźnik



awersji do ryzyka bazujący na cenach opcji obliczany jest często poprzez porównanie implikowanych oraz subiektywnych funkcji gęstości prawdopodobieństwa (ang. *subjective density*, SD) [Kang i Kim 2006]. Subiektywna funkcja gęstości prawdopodobieństwa (SD) estymowana jest na podstawie historycznych cen instrumentu bazowego przy użyciu modeli klasy GARCH lub na podstawie obliczonej funkcji RN-PDF i wybranej funkcji użyteczności. Przykładowo, Bartunek i Chowdhury [1997] zastosowali kwadratową funkcję użyteczności, z kolei Bliss i Panigirtzoglou [2002] uwzględnili w swoich badaniach kwadratową i wykładniczą funkcję użyteczności. Bartunek i Chowdhury [1997] oszacowali wskaźnik awersji do ryzyka na podstawie opcji na amerykański indeks S&P 100. Bliss i Panigirtzoglou [2002] przeprowadzili swoje badania na podstawie cen opcji na brytyjski indeks FTSE 100 i amerykański indeks S&P 500.

Według Jackwertha [2004] wskaźniki oszacowane przez Bartunka i Chowdhury'ego [1997] oraz Bliss i Panigirtzoglou'a [2002] są znacznie zaniżone. Jego zdaniem problem ten wynika, z szacowania funkcji użyteczności metodami parametrycznymi, a nie metodami nieparametrycznymi. Jackwerth [2000] zbadał związek między awersją do ryzyka, mierzoną miernikami bezwzględnej i względnej awersji do ryzyka Arrowa i Pratta [Pratt 1964, Arrow 1970], a implikowaną z cen opcji funkcją gęstości prawdopodobieństwa oraz subiektywną funkcją gęstości.

Bollerslev i inni [2011] zaproponowali nieco łatwiejszą metodę szacowania zmiennej w czasie awersji do ryzyka. W przeciwieństwie do Jackwertha [2000] czy też Bliss i Panigirtzoglou'a [2002, 2004] ich miernik bazuje jedynie na porównaniu implikowanej i zrealizowanej zmienności, bez potrzeby wyliczania funkcji gęstości prawdopodobieństwa. Bollerslev i inni [2011] zastosowali w swoich badaniach pięciominutowe dane odnośnie kształtowania się cen indeksu akcji S&P 500. Ich zdaniem oszacowany miernik awersji do ryzyka jest przydatny w prognozowaniu przyszłego poziomu indeksu S&P 500. Ponadto, miernik ten jest wrażliwy na występujące w danym okresie recesje gospodarcze, kryzysy finansowe i inne ekonomiczne wydarzenia, które wywierają duży wpływ na kształtowanie się cen na rynkach finansowych.

Wielu badaczy do opisu zmian poziomu awersji do ryzyka wśród uczestników rynku stosuje opracowany przez Whaley'a [1993] indeks VIX (ang. *volatility index*). Mierzy on implikowaną zmienność opcji na amerykański indeks S&P 500. Zmienność implikowana odzwierciedla aktualne oczekiwania uczestników rynku odnośnie przyszłej zmienności indeksu S&P 500, a tym samym oczekiwania co do ryzyka związanego z inwestycją w amerykański indeks akcji S&P 500. Wskaźnik na poziomie 25% oznacza, że w ciągu najbliższych 30 dni spodziewany jest wzrost/spadek indeksu S&P 500 o 25%. W praktyce indeks VIX nazywany jest „miernikiem strachu” czy też „barometrem nastrojów”.

Metodologię budowy indeksu VIX opracował jako pierwszy Whaley [1993]. Na początku indeks ten był szacowany jako uśredniona zmienność implikowa-

na, wyliczona z modelu Blacka-Scholesa [1973], na podstawie opcji *at-the-money* (ATM) na giełdowy indeks akcji S&P 100. Od 2003 roku zmieniono metodologię wyliczania indeksu zmienności VIX. Nowa metodologia bazuje się na metodzie przedstawionej w pracy Demeterfiego i innych [1999]. Obecnie zmienność implikowana w indeksie VIX nie jest wyliczana ze wzoru Blacka-Scholesa, tylko wyznaczana jest bezpośrednio z uśrednionych, rzeczywistych kwotowań opcji na amerykański indeks giełdowy S&P 500. Ta zmiana pozwoliła na niezależnienie indeksu VIX od jakiegokolwiek modelu wyceny opcji [Ślepaczuk i Zakrzewski 2007]. Dodatkowo, oprócz opcji ATM, nowy indeks VIX stworzono na opcjach *out-of-the-money* (OTM). Należy podkreślić, że dodanie opcji OTM, odzwierciedlających szeroką gamę cen wykonania, pozwoliło na uwzględnienie całej płaszczyzny zmienności, w tym także efektu uśmiechu zmienności (ang. *volatility smile*). Uśmiech zmienności odzwierciedla zależność zmienności implikowanej od ceny wykonania opcji.

W literaturze przedmiotu opisywane są także inne, bardziej złożone, wskaźniki globalnej awersji do ryzyka. Przegląd dostępnych mierników globalnej awersji do ryzyka znajduje się w pracy Couderta i Gexa [2008]. Opisali oni wskaźniki awersji do ryzyka opracowane nie tylko przez naukowców, ale również przez różnego rodzaju instytucje finansowe. Coudert i Gex przedstawili mierniki określane często mianem empirycznych mierników awersji do ryzyka. Ta nazwa wynika z powszechnego stosowania tych miar przez praktyków rynków finansowych. Pierwsza grupa opisanych przez Couderta i Gexa [2008] empirycznych miar awersji do ryzyka obejmuje indeks globalnej awersji do ryzyka (ang. *Global Risk Aversion Index*, GRAI) i indeks awersji do ryzyka (ang. *Risk Aversion Index*, RAI). Mierniki GRAI i RAI są powiązane z modelem wyceny aktywów kapitałowych (ang. *Capital Asset Pricing Model*, CAPM) [Sharpe 1964, Litner 1965]. Indeks GRAI został opracowany przez Kumara i Persauda [2002]. W odniesieniu do modelu wyceny aktywów kapitałowych CAMP, Kumar i Persaud [2002] opisali zależność między nadzwyczajną stopą zwrotu z inwestycji a miarą ryzyka systematycznego i ceną ryzyka, utożsamianą z poziomem awersji do ryzyka inwestorów. Analogiczny do indeksu GRAI, indeks awersji do ryzyka (RAI) został opracowany przez Wilmota i innych [2004]. Różni się od miary GRAI tym, że w przypadku RAI nie jest wyliczany współczynnik korelacji, ale współczynnik regresji między nadzwyczajną stopą zwrotu z inwestycji a poziomem ryzyka rynkowego. Wadą indeksów GRAI i RAI jest to, że nie odzwierciedlają one poziomu awersji do ryzyka, a jedynie zmiany w poziomie awersji do ryzyka. Kumar i Persaud [2002] oszacowali indeks GRAI dla dawnych stóp zwrotu obliczonych dla 17 wybranych walut. Ich zdaniem kryzysy finansowe czy też kryzysy walutowe mogą wynikać albo ze słabych fundamentów gospodarczych danego kraju i ze złej polityki ekonomicznej lub ze zmian w skłonności inwestorów do ryzyka. Międzynarodowy Fundusz Walutowy i grupa finansowa J.P. Morgan oszacowali swój własny indeks GRAI. Z kolei indeks RAI



został wyliczony przez grupę finansową Credit Suisse First Boston oraz Niemiecki Bank Narodowy (Deutsche Bundesbank).

Coudert i Gex [2008] do empirycznych wskaźników awersji do ryzyka zaliczyli także opisany wcześniej w pracy indeks zmienności VIX oraz wskaźniki awersji do ryzyka bazujące na agregacji różnych mierników opisujących ryzyko rynkowe oraz skłonność inwestorów do ryzyka. Takie zagregowane wskaźniki globalnej awersji do ryzyka budowane są przez największe instytucje finansowe na świecie. Są wśród nich opracowany przez J.P. Morgana wskaźnik LCVI (ang. *Liquidity, Credit and Volatility Index*) [Kantor i Caglayan 2002], miernik GFSI (ang. *Global Financial Stress Index*) zbudowany przez grupę finansową Merrill Lynch [Rosenberg 2003] czy też *Risk Index* wprowadzony przez grupę UBS (Union des Banques Suisses) [Germanier 2003]. Indeks LCVI stanowi średnią ważoną szeregów czasowych, które odzwierciedlają trzy rodzaje ryzyka: ryzyko płynności, ryzyko kredytowe i ryzyko rynkowe. Najważniejsze z punktu widzenia oceny skłonności inwestorów do ryzyka są szeregi czasowe związane z ryzykiem rynkowym. Należą do nich indeks zmienności VIX, szereg czasowy odzwierciedlający zmienność na rynku walutowym oraz indeks Globalnej Awersji do Ryzyka (GRAI). Podobnie zbudowany jest indeks GFSI i UBS' *Risk Index*. Należy podkreślić, że wymienione powyżej zagregowane wskaźniki awersji do ryzyka nie są złożone z identycznych szeregów czasowych, jednak zawsze w ich skład wchodzi szeregi dotyczące zmienności na rynku stopy procentowej, rynku akcji, rynku walutowym i często także rynku surowców. Przykładowo, indeks GFSI uwzględnia także zmienność na rynku złota.

W literaturze przedmiotu globalna awersja do ryzyka mierzona jest często indeksem VIX [Garcia-Herrero i in. 2006, Giordano i in. 2013, Ananchotikul i Zhang 2014]. Zdaniem autorki artykułu lepsze są jednak zagregowane indeksy awersji do ryzyka, gdyż oprócz indeksu VIX, który mierzy oczekiwaną zmienność na giełdowym rynku akcji, złożone są one również z szeregów, które odzwierciedlają zmienność cen na pozagiełdowym rynku walutowym, czy też rynku surowców. W artykule, ze względu na dostępność danych, do oceny zależności między globalną awersją do ryzyka a wartością polskiej waluty wykorzystano zagregowany miernik awersji do ryzyka GFSI (ang. *Global Financial Stress Index*) stworzony przez grupę finansową Merrill Lynch.

## GLOBALNA AWERSJA DO RYZYKA A WARTOŚĆ POLSKIEJ WALUTY

Ceny opcji oraz ich zmienność są źródłem informacji na temat nastrojów wśród inwestorów, czy też zmian w ocenie ryzyka przez uczestników rynku. Zmiany w postrzeganiu ryzyka przez uczestników rynku polskiej złotówki można zbadać na podstawie danych odnośnie zmienności strategii 25-delta *risk reversal* (25RR) dla wybranych kursów walutowych.





*Risk reversal* to strategia opcyjna, która polega na jednoczesnym zakupie opcji kupna *out-of-the-money* (OTM) i sprzedaży opcji sprzedaży *out-of-the-money* (OTM), z tym samym terminem wygaśnięcia, których instrumentem bazowym jest kurs walutowy (w badanym przypadku odpowiednio kursy PLN/EUR i PLN/USD). Zmienność strategii *risk reversal* kwotowana jest na rynku międzybankowym. W artykule wykorzystano dane dotyczące trzymiesięcznej zmienności strategii 25-delta *risk reversal*. Zmienność strategii *risk reversal* jest równa zmienności implikowanej opcji kupna OTM pomniejszonej o wielkość zmienności implikowanej opcji sprzedaży OTM:

$$25RR = \sigma_c^{25\delta} - \sigma_p^{25\delta}$$

gdzie:

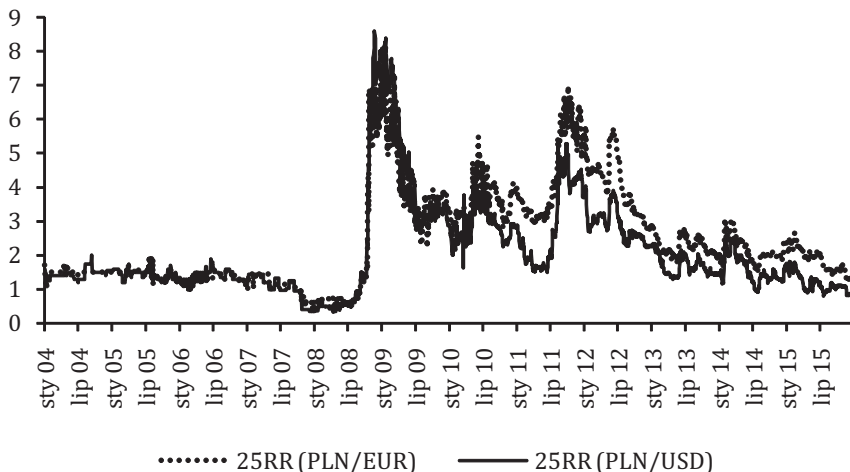
25RR – zmienność strategii 25-delta *risk reversal*;

$\sigma_c^{25\delta}$  – zmienność implikowana opcji kupna (*call*) 25-delta;

$\sigma_p^{25\delta}$  – zmienność implikowana opcji sprzedaży (*put*) 25-delta.

Na rysunku pokazano kształtowanie się trzymiesięcznej zmienności strategii 25-delta *risk reversal* dla kursów PLN/EUR i PLN/USD w latach 2004–2015.

Z rysunku wynika, że zmienna 25RR dla kursów PLN/EUR i PLN/USD przyjmuje dodatnie wartości. Dodatnia wartość *risk reversal* oznacza, że uczestnicy rynku oczekują, że w dniu wygaśnięcia opcji kurs  $S_{t+k}$  będzie wyższy niż kurs  $S_t$ .



**RYСУNEK.** Kształtowanie się zmiennej 25-delta *risk reversal* dla kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD w latach 2004–2015

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy Bloomberg.



W przypadku strategii RR dla kursów PLN/EUR i PLN/USD dodatnia wartość RR oznacza zatem, że zdaniem uczestników rynku prawdopodobieństwo tego, że polska złotówka osłabi się względem odpowiednio euro i dolara amerykańskiego jest większe niż prawdopodobieństwo tego, że waluta polska będzie się umacniać. Należy podkreślić, że im wyższy poziom zmiennej 25RR, tym większe jest prawdopodobieństwo wykonania opcji kupna OTM, a tym samym tym większe jest prawdopodobieństwo osłabienia się polskiej waluty. Zmienna RR może być utożsamiana także z premią za ryzyko. Im wyższy poziom RR, tym uczestnicy rynku żądają większej premii za ryzyko związane z inwestycją na danym rynku walutowym, a tym samym są oni skłonni zapłacić coraz więcej za zabezpieczenie się przed ryzykiem związanym z osłabieniem się polskiej waluty.

W okresie od stycznia 2004 roku do września 2008 roku poziom zmienności strategii 25-delta *risk reversal* oscylował w okolicach wartości 1. W trzecim kwartale 2008 roku, kiedy to znacznie wzrosła awersja do ryzyka i doszło do upadku wielu ważnych instytucji finansowych, można było zaobserwować wzrost zmiennej 25RR do poziomu około 9 dla obu kursów walutowych. Kolejny wzrost zmiennej 25RR widoczny był także w latach 2011–2012. Był to czas, kiedy uczestnicy rynku postrzegali ryzyko deprecjacji polskiej złotówki jako coraz bardziej prawdopodobne oraz byli oni skłonni zapłacić coraz więcej za zabezpieczenie się przed ryzykiem wzrostu kursów PLN/EUR i PLN/USD. Wykorzystanie zmiennej 25RR do oceny zmian w postrzeganiu ryzyka przez uczestników rynku zaprezentowali m.in. Gagnon i Chaboud [2007].

Zależność między poziomem globalnej awersji do ryzyka a poziomem kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD została zbadana na podstawie testu przyczynowości w sensie Grangera [Granger 1969]. Zmienna  $X$  jest przyczyną  $Y$  w sensie Grangera, jeżeli bieżące wartości  $Y$  można prognozować z większą dokładnością przy użyciu opóźnionych wartości  $X$  do rzędu  $p$  włącznie, niż bez ich wykorzystania [Osińska 2008]. Hipoteza zerowa dla jednokierunkowej zależności przyczynowo-skutkowej mówi, że  $X$  nie jest przyczyną  $Y$ , czyli opóźnione wartości zmiennej  $X$  są statystycznie nieistotne. Wyniki testu przyczynowości przedstawiono w tabeli. W kolumnach umieszczono zmienne zależne  $Y$ , natomiast w wierszach zmienne niezależne  $X$ .

**TABELA.** Wyniki testy przyczynowości w sensie Grangera

Wyszczególnienie	PLN/EUR	PLN/USD	25RR (EUR)	25RR (USD)
GFSI	0,399	0,497	1,41	0,327
25RR (EUR)	3,142***	-	-	-
25RR (USD)	-	1,624*	-	-

\*, \*\*, \*\*\* odrzucenie hipotezy zerowej na poziomach istotności odpowiednio 0,1; 0,05, 0,01.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z bazy Bloomberg.



Wyniki przedstawione w tabeli wskazują na to, że jedynie zmiany w zmienności strategii 25-delta *risk reversal* dla PLN/EUR i PLN/USD są przyczyną zmian badanych kursów walutowych w sensie Grangera. Z kolei nie ma natomiast podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla jednokierunkowej zależności przyczynowo-skutkowej mówiącej, że GFSI nie jest przyczyną zmian kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD. Nie wykazano zatem, że poziom globalnej awersji do ryzyka mierzonej wskaźnikiem GFSI wpływa na wartość polskiej waluty. Należy podkreślić, że badania przeprowadzone dla waluty japońskiej, wskazują zazwyczaj, że istnieje istotna statystycznie zależność między jenem japońskim a poziomem globalnej awersji do ryzyka [Liu i in. 2012]. Daje to podstawy sądzić, że polska waluta nie jest tak podatna na globalne załamania jak, wykorzystywana na szeroką skalę w strategiach spekulacyjnych *carry trade*, waluta japońska.

## WNIOSKI

Ceny opcji oraz ich zmienność są źródłem informacji na temat nastrojów wśród uczestników rynku finansowego, ich skłonności do ryzyka oraz zmian w postrzeganiu ryzyka. W artykule przedstawiono przegląd literatury dotyczącej konstruowania mierników awersji do ryzyka na podstawie cen opcji. Dodatkowo, zaprezentowano zastosowanie danych odnośnie zmienności strategii 25-delta *risk reversal* (25RR) do oceny zmian w postrzeganiu ryzyka przez uczestników rynku walutowego. Dla analizowanych kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD, w okresie od stycznia 2004 roku do września 2008 roku, poziom zmienności strategii 25-delta *risk reversal* oscylował w okolicach wartości 1. W trzecim kwartale 2008 roku, kiedy to znacznie wzrosła awersja do ryzyka i doszło do upadku wielu ważnych instytucji finansowych, obserwowano znaczny wzrost zmiennej 25RR dla obu kursów walutowych. Kolejny wzrost zmiennej 25RR widoczny był także w latach 2011–2012. Był to czas, kiedy uczestnicy rynku postrzegali ryzyko deprecjacji polskiej złotówki, jako coraz bardziej prawdopodobne i byli oni skłonni zapłacić coraz więcej za zabezpieczenie się przed ryzykiem wzrostu kursów PLN/EUR i PLN/USD.

Zależność między poziomem globalnej awersji do ryzyka a poziomem kursów walutowych PLN/EUR i PLN/USD została zbadana na podstawie o test przyczynowości w sensie Grangera. Do oceny globalnej awersji do ryzyka wykorzystano zagregowany miernik awersji do ryzyka GFSI (ang. *Global Financial Stress Index*) zbudowany przez grupę finansową Merrill Lynch. Wykazano, że zmiany w zmienności strategii 25-delta *risk reversal* dla PLN/EUR i PLN/USD są przyczyną zmian badanych kursów walutowych w sensie Grangera. Z kolei nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej dla jednokierunkowej zależności przyczynowo-skutkowej mówiącej, że globalna awersja do ryzyka nie jest przyczyną zmian wartości polskiej waluty.



## Spis literatury

- AIT-SAHALIA Y., LO A.W. 2000: Nonparametric risk management and implied risk aversion, *Journal of Econometrics* 94, s. 9–51.
- ANANCHOTIKUL N., ZHANG L. 2014: Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets, *International Monetary Fund Working Paper* 14/156.
- ARROW K.J. 1970: The Theory of Risk Aversion (w:) K.J. Arrow (red.), *Essays in the Theory of Risk Bearing*, Markham, Chicago, s. 90–109.
- BARTUNEK K., CHOWDHURY M. 1997: Implied risk aversion parameter from option prices, *Financial Review* 32, 1, s. 197–124.
- BLISS R., PANIGIRTZOGLU N. 2002: Testing the Stability of Implied Probability Density Functions, *Journal of Banking & Finance* 26, 2–3, 381–422.
- BLISS R., PANIGIRTZOGLU N. 2004: Option-Implied Risk Aversion Estimates, *The Journal of Finance* 59, 1, s. 407–446.
- BOLLERSLEV T., GIBSON M., ZHOU H. 2011: Dynamic Estimation of Volatility Risk Premia and Investor Risk Aversion from Option-Implied and Realized Volatilities, *Journal of Econometrics* 160, 1, s. 235–245.
- BREEDEN D., LITZENBERGER R. 1978: Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices, *Journal of Business*, 51, 4, s. 621–651.
- BRUNNERMEIER M., NAGEL S., PEDERSEN L. 2008: Carry Traders and Currency Crashes, *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual* 23, s. 313–347.
- CLARIDA R., DAVIS J., PEDERSEN N. 2009: Currency carry trade regimes: Beyond the Fama regression, *Journal of International Money and Finance* 28, s. 1375–1389.
- COUDERT V., GEX M. 2008: Does risk aversion drive financial crises? Testing the predictive power of empirical indicators, *Journal of Empirical Finance* 15, s. 167–184.
- CZECH K. 2012: Walutowa strategia spekulacyjna “carry trade”, *Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie, Ekonomia i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* 95, 135–143.
- DEMETERFI K., DERMAN E., KAMAL M., ZOU J. 1999: More than you ever wanted to know about volatility swaps, *Quantitative Strategies Research Notes*, Goldman Sachs.
- DUPIRE B. 1994: Pricing with a Smile, *Risk* 7, 1, s. 18–20.
- GAGNON J.E., CHABOUD A.P. 2007: What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen?, *International Finance Discussion Papers*, 899, s. 1–29.
- GARCIA-HERRERO A., ORTIZ A., COVAN K. 2006: The Role of Global Risk Aversion, in *Explaining Sovereign Spreads*, *Economia* 7, s. 125–155.
- GERMANIER B. 2003: Updated risk index. Foreign exchange note, *Union des Banques Suisses*, September.
- GIORDANO R., PERICOLI M., TOMMASINO P. 2013: Pure or Wake-up-Call Contagion? Another Look at the EMU Sovereign Debt Crisis, *International Finance* 16, s. 131–160.

- GRANGER C.W.J. 1969: Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods, *Econometrica* 37, 3, s. 424–438.
- HESTON S. 1993: A closed-form solution for options on assets with stochastic volatility with application to bond and currency options, *Review of Financial Studies* 6, 2, s. 327–343.
- HULL J., WHITE A. 1987: The Pricing of Options on Assets with Stochastic Volatilities, *The Journal of Finance* 42, 2, s. 281–300.
- JACKWERTH J. 2000: Recovering Risk Aversion from Option Prices and Realized Returns, *Review of Financial Studies* 13, 2, s. 433–451.
- JACKWERTH J. 2004: Option-Implied Risk Neutral Distributions and Risk Aversion, Research Foundation of Association for Investment Management and Research, USA.
- KANG B.J., KIM T.S. 2006: Option-implied risk preferences: An extension to wider classes of utility functions, *Journal of Financial Markets* 9, 2, s. 180–198.
- KANTOR L., CAGLAYAN M. 2002: Using equities to trade FX: introducing the LCVI, J.P. Morgan Chase Bank, Global Foreign Exchange Research, Investment Strategies 7.
- KUMAR M.S., PERSAUD A. 2002: Pure contagion and investors' shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence, *International Finance* 5, 3, s. 401–436.
- LITNER J. 1965: The valuation of risk assets and the selection of risky investment in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and Statistics* 47, 1, s. 13–37.
- LIU M.-H., MARGARITIS D., TOURANI-RAD A. 2012: Risk appetite, carry trade and exchange rates, *Global Finance Journal* 23, s. 48–63.
- OSIŃSKA M. 2008: Ekonometryczna analiza zależności przyczynowych, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- PRATT J.W. 1964: Risk Aversion in the Small and in the Large, *Econometrica* 32, 1/2, s. 122–136.
- ROSENBERG D. 2003: Introducing Merrill Lynch's proprietary weekly indicators, Merrill Lynch, *The Market Economist*, June, s. 4–10.
- RUBINSTEIN M. 1994: Implied Binomial Trees, *Journal of Finance* 49, 3, s. 771–818.
- SHARPE W. 1964: Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk, *Journal of Finance* 19, 3, s. 425–442.
- SHIMKO D. 1993: Bounds on Probability, *Risk* 6, s. 33–37.
- ŚLEPACZUK R., ZAKRZEWSKI G. 2007: VIW20 – koncepcja indeksu zmienności dla polskiego rynku akcyjnego, *E-finanse* 4, s. 1–27.
- VISTESEN C. 2009: Carry Trade Fundamentals and the Financial Crisis 2007–2010, *Global Economy Matters*, MPRA Paper 15265, s. 1–27.
- WHALEY R.E. 1993: Derivatives on market volatility: hedging tools long overdue, *The Journal of Derivatives* 1, 1, s. 71–84.
- WILMOT J., MIELCZARSKI P., SWEENEY J. 2004: Global Risk Appetite Index, Credit Suisse First Boston, Global Strategy Research: Market Focus, February.



## GLOBAL RISK AVERSION AND ITS IMPACT ON POLISH CURRENCY

**Abstract.** The aim of the paper is to examine relationship between global risk aversion and value of the Polish currency. Article contains a literature review concerning global risk aversion measures. Paper is focused mainly on indicators which are based on options' prices. Research are conducted for daily time series data of PLN/USD and PLN/EUR exchange rates, Global Financial Stress Index (GFSI) and 3-month 25-delta risk reversal volatility. Data cover the period for 2004 till 2015. The results of Granger causality test show no causality running from global risk aversion measured by GFSI to PLN/EUR and PLN/USD exchange rates.

**Key words:** global risk aversion, GFSI, foreign exchange market, Polish zloty, Granger causality

## ODNIESIENIA DO KWESTII DEFICYTU BUDŻETOWEGO I DŁUGU PUBLICZNEGO W MYŚLI EKONOMICZNEJ

Michał Wielechowski

Katedra Ekonomii i Polityki Gospodarczej

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** W artykule przedstawiono ogólny zarys ewolucji podejścia do deficytu budżetowego i ciężaru zadłużenia prezentowanego przez przedstawicieli poszczególnych nurtów ekonomicznych oraz zaprezentowano odniesienie do problemu długu w okresie przed ukształtowaniem się nauki ekonomii w starożytności i średniowieczu. Studia literatury wskazały, że poglądy przedstawicieli poszczególnych szkół ekonomii na temat deficytu budżetowego oraz długu publicznego ewoluowały na przestrzeni wieków. Dominują przede wszystkim dwie sprzeczne doktryny związane z tymi zjawiskami. Podejście konserwatywne postulowało utrzymywanie równowagi budżetowej w celu uniknięcia zadłużania publicznego. Apologetci interwencjonizmu państwowego pochwalali wykorzystywanie kredytu publicznego w celu równoważenia finansów publicznych.

**Słowa kluczowe:** deficyt budżetowy, dług publiczny

### WSTĘP

Poglądy ekonomistów dotyczące deficytu budżetowego oraz emisji długu publicznego ewoluowały na przestrzeni wieków. Spojrzenie na rolę tych dwu zjawisk i koncepcje z nimi związane często przeplatały się ze sobą. Ich rozwój, podobnie jak cała teorii ekonomii, był uwarunkowany bieżącymi wydarzeniami i zmianami zachodzącymi w gospodarce, jednocześnie na nie oddziałując [Jajko 2008]. Zasadność oraz skutki wykorzystywania zwrotnych źródeł w celu finansowania wydatków publicznych były już przedmiotem rozważań, zarówno myślicieli, jak i zarządzających finansami państwowymi, na długo przed uformowaniem się

nauki ekonomii. Wciąż w odniesieniu do kwestii deficytu budżetowego oraz długu publicznego, w debacie ekonomicznej występuje dwugłós [Babczuk 2008]. Zjawiska te uznawane były i są za centralne ogniwa sporu ekonomicznego, w którym ścierały i ścierają się ze sobą dwie sprzeczne doktryny traktujące o deficycie budżetowym i długu publicznym. Apologeci konserwatyizmu fiskalnego postulują utrzymywanie równowagi budżetowej, a wykorzystywanie kredytu publicznego uznają za element wadliwie funkcjonującego systemu finansów publicznych. Uznają zadłużanie publicznego za działanie nieproduktywne i nieetyczne, którego ciężar spoczywać będzie na barkach przyszłych pokoleń. Przedstawiciele interwencjonizmu państwowego wskazują na obowiązek ingerencji państwa poprzez wykorzystanie deficytu budżetowego i długu publicznego w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego [Poniatowicz 2005].

## **CEL I METODA BADAŃ**

Celem artykułu jest prezentacja poglądów przedstawicieli poszczególnych szkół ekonomii na problem deficytu budżetowego oraz długu publicznego. W pracy wykorzystano metodę studiów literatury, która objęła analizę odniesień do kwestii deficytu budżetowego i długu publicznego prezentowanych w pracach wpisujących się w poszczególne nurty ekonomiczne, począwszy od merkantyizmu, aż do teorii wyboru publicznego. Studia literatury dotyczyły również oceny ewolucji poglądów na temat kredytu publicznego głoszonych w starożytności oraz średniowieczu, tj. w okresie przed ukształtowaniem się nauki ekonomii. Tekst został podzielony na sześć części w celu wyodrębnienia odniesień do kwestii deficytu budżetowego i długu publicznego prezentowanych przez poszczególne teorie ekonomii.

## **STAROŻYTNOŚĆ I ŚREDNIOWIECZE (OKRES PRZED UKSZTAŁTOWANIEM SIĘ NAUKI EKONOMII)**

Analizując poglądy ekonomistów dotyczące deficytu budżetowego i długu publicznego, należy cofnąć się aż do starożytności. Kredyt publiczny nie był wówczas przedmiotem samodzielnej i szczegółowej analizy uczonych oraz myślicieli. Ich stosunek do niego należy odnajdywać w głoszonych poglądach na temat oprocentowanych pożyczek. Zarówno starożytni grecy, m.in. Arystoteles, Platon, jak i myśliciele rzymscy, tj. Cynceron oraz Katon, wyrażali bardzo negatywny stosunek wobec lichwy [Babczuk 2008]. Żydzi w Starym Testamencie dostali zakaz pobierania odsetek od innych Żydów. Ten sam zakaz narzucili na siebie chrześcijanie. Przez długi czas pożyczanie pieniędzy na procent podlegało karze publicz-





nej. Średniowieczni chrześcijanie uważali Żydów za osoby nieczyste i zezwolili im na udzielanie pożyczek pieniężnych chrześcijanom. I to Żydzi opanowali ten fach lepiej, niż ktokolwiek inny [Sedlaček 2011]. Słowo bank pochodzi od włoskiego słowa *banci*, czyli ławy, na których siadywali Żydzi, udzielając pożyczek w średniowiecznych Włoszech [Ferguson 2010].

Pomiędzy Biblią a ekonomią istnieje bardzo silny związek. Spośród 30 przypowieści Jezusa w Nowym Testamencie aż 19 prezentuje kontekst ekonomiczny albo społeczny [Sedlaček 2011]. W przypowieści o dwóch dłużnikach wierzyciel daruje obydwu cały dług. Kilkanaście wersów wcześniej jest mowa o nieuczciwych rządcach i częściowym umorzeniu ich długów. Bez trudu można w tych przypowieściach odnaleźć analogie do obecnej sytuacji finansowej na świecie [Ewangelia wg św. Łukasza 1982]. W Modlitwie Pańskiej „Ojcze nasz” znajduje się stwierdzenie *odpuść nam nasze winy*, które można interpretować, jako *anuluj nasze długi*. W Starym Testamencie greckie słowo *wina* oznacza zarówno grzech, jak i dług. T. Sedlaček uznaje, że bez terminologii ekonomicznej najważniejsze koncepcje religii chrześcijańskiej nie miałyby sensu [Sedlaček 2011].

Bardzo rygorystyczne stanowisko Kościoła w sprawie pobierania procentu zostało złagodzone dopiero przez św. Tomasza z Akwinu, który określił kilka sytuacji, w których pobieranie procentu można uznać za godziwe [Babczuk 2008]:

- *damnum emergens* – poniesienie przez wierzyciela rzeczywistej szkody, która jest możliwa do określenia;
- *periculum sortis* – wystąpienie ryzyka utraty kapitału przez pożyczkodawcę;
- *lucrum cessans* – wystąpienie zysku utraconego wierzyciela na skutek braku możliwości korzystania z pożyczonego kapitału.

## MERKANTYLIZM I KAMERALIZM

Prace merkantylistów z XV–XVII wieku należy uznać za pierwsze, dojrzałe próby całościowego potraktowania gospodarki oraz kwestii finansów publicznych. Merkantylizm charakteryzował skupienie na silnym interwencjonizmie i fiskalizmie. Fiskalizm zakładał gromadzenie jak największych dochodów publicznych w celu zapewnienia trwałej przewagi wewnętrznych oraz zewnętrznych interesów państwa. Jednym z istotnych sposobów tworzenia tej przewagi było wykorzystanie długu publicznego [Poniatowicz 2005]. Prace merkantylistów były przełomem w stosunku do pobierania lichwy. Merkantylści jako pierwsi bowiem koncentrowali się w swych rozważaniach na gospodarczym, a nie etycznym znaczeniu tego zjawiska. Przedstawiciele tego nurtu prezentowali pozytywny stosunek do długu publicznego. Podkreślali błędnie wskazywaną wówczas zależność pomiędzy długiem publicznym a prywatnym. J. Melon porównywał nawet dług publiczny do długu prawej ręki w stosunku do ręki lewej. G. Berkeley nazywał kredyt publiczny



mianem kopalni złota, wierząc, że przyczynia się on do wzrostu aktywów narodowych. N. Condorcet twierdził, że jedynie zagraniczny dług publiczny jest zły, tj. w sytuacji, gdy odsetki od niego płacone są obcokrajowcom [Babczuk 2008].

Niemieccy kameraliści z XVII–XVIII wieku sprawę kredytu państwowego, podobnie jak wszystkie inne zagadnienia finansów publicznych, rozpatrywali z punktu widzenia praktyki gospodarczej, mniej natomiast zajmowały ich zagadnienia teoretyczne. Według nich uzasadnieniem zaciągania pożyczek państwowych było występowanie nadzwyczajnych potrzeb wydatkowych państwa, które nie mogły być pokryte z normalnych dochodów państwowych. J.H. Justi zaliczał do takich wydatków nadzwyczajnych przede wszystkim koszty finansowania wojny. Kameraliści, z racji bycia zwolennikami protekcjonizmu państwowego, patrzyli na zagadnienie pożyczek państwowych szerzej, uwzględniając także gospodarczy aspekt uzasadnienia pożyczek państwowych. Ich zdaniem środki mobilizowane za pomocą pożyczek państwowych powinny znaleźć gospodarcze zastosowanie, w drodze uruchamiania przedsiębiorstw państwowych albo poprzez subsydiowanie przedsiębiorstw prywatnych. Najwybitniejsi kameraliści, w tym J.H. Justi, wyraźnie preferowali tworzenie przedsiębiorstw państwowych, jako sposobu ożywienia gospodarki. Kameraliści rozpatrywali też problem dopuszczalnych granic zadłużania się państwa. Z punktu widzenia gospodarki finansowej państwa tę granicę miała stanowić wysokość odsetek od zaciąganych pożyczek, jakie państwo jest w stanie płacić z normalnych dochodów. Z kolei z punktu widzenia całej gospodarki tę granicę wyznaczać powinny rozmiary wolnych sił wytwórczych danej gospodarki. Dalsze zaciąganie pożyczek przez państwo kameraliści uznawali za bezcelowe, w sytuacji, kiedy zaangażowane były wszystkie siły wytwórcze. Kameraliści uznawali korzystny wpływ krajowego długu publicznego na rozwój gospodarki. Zaciąganie pożyczek poza krajem, zgodnie z założeniami merkantylistów, uważali za szkodliwe. Należy zaznaczyć, że kameralistów uznaje się za twórców zasady rocznego opracowywania budżetu. Wyrażali oni pogląd, że w przypadku finansów publicznych kwotę wydatków należy traktować jako wielkość daną i do niej dostosowywać wielkość dochodów [Fedorowicz 1968].

## LIBERALNE TEORIE EKONOMICZNE

Podkreślanie gospodarczej roli państwa oraz finansów publicznych, w tym długu publicznego, charakterystyczne dla merkantylistów, których wyrazicielami na gruncie nauki finansów były poglądy kameralistów, znalazło negację w poglądach przedstawicieli klasycznej szkoły ekonomii politycznej. Przedstawiciele liberalizmu przeciwstawiali teoriom i praktyce protekcjonistycznej tezę o nieprodukcyjnym charakterze działalności publicznej. Twierdząc, że tylko gospodarka prywat-



na w warunkach wolnej konkurencji zapewnić może prawidłowy rozwój ekonomiczny kraju, przedstawiciele klasycznej szkoły ekonomii zalecali ograniczanie wydatków publicznych do minimum. Prezentowali oni zasadniczo negatywny pogląd na zadłużanie publiczne, które w ich rozumieniu oznaczało odciąganie kapitałów od zastosowania produkcyjnego na rzecz bezprodukcyjnej konsumpcji przez państwo [Fedorowicz 1968].

D. Hume, zagorzały angielski antymerkantysta, swoje przemyślenia na temat długu publicznego zawarł w eseju „Of public credit”, gdzie poddał całkowitej krytyce tezę o braku zależności między występowaniem długu publicznego a dobrobytem społeczeństwa [Hume 1987].

Sprzeciw wobec deficytu i długu wyrażał również Ch. de Montesquieu, który, podobnie jak D. Hume, odrzucał pogląd merkantylistów, że zjawiska te zwiększają bogactwo społeczne, przyczyniając się do wzrostu obiegu pieniężnego [Babczuk 2008].

Podstawy badań nad deficytem i sposobami jego finansowania stworzyli przedstawiciele klasycznej szkoły ekonomii, na czele z A. Smithem. Wskazywali, że finansowanie wydatków emisją długu pozwala na przesunięcie obciążeń w czasie. Dostrzegali jednak ryzyko związane z odkładaniem ciężaru długu publicznego na przyszłe pokolenia. Utrzymywali przy tym, że takie działanie rządu może spowodować wystąpienie korzyści w następstwie zaciągnięcia długu [Wagner 2004]. Stali na stanowisku, że istnieje analogia między finansami publicznymi a finansami przedsiębiorstw czy gospodarstw domowych [Jajko 2008]. A. Smith negował argument, iż dług publiczny nie jest obciążeniem dla państwa, a jedynie transferem. Wskazywał, że proces narastania ogromnych długów publicznych może doprowadzić dane państwo do bankructwa [Smith 1950]. A. Smith tolerował występowanie ujemnego salda budżetowego w sytuacjach nadzwyczajnych, szczególnie w czasie wojny. Uznawał jednak takie działania państwa za nieefektywne w kwestii tworzenia bogactwa kraju oraz za ograniczające swobody obywatelskie [Jajko 2008]. Konieczność zaciągania pożyczek państwowych w czasie wojny wynikała według A. Smitha również stąd, że państwo w czasie pokoju nie prowadzi racjonalnej i oszczędnej gospodarki finansowej oraz nie tworzy rezerw na wypadek niespodziewanych wydatków [Smith 1954]. Ze wszystkich możliwych form kredytu państwowego za najmniej szkodliwe (najbardziej celowe) A. Smith uważał zaciąganie krótkoterminowych lub średnioterminowych pożyczek na poczet wpływów z określonych podatków. A. Smith nieufnie podchodził do gospodarki finansowej państwa. Był przeciwnikiem tworzenia specjalnych funduszy dla umorzenia długu państwowego, wskazując, że wydzielone w ten sposób środki mogą być użyte na pokrycie innych wydatków publicznych, nie zaś w celu amortyzacji długu [Fedorowicz 1968].

Podobne poglądy na zagadnienie długu publicznego wyznawał D. Ricardo. Twierdził, że zasady dotyczące finansów publicznych powinny być tożsame ze



stosowanymi wobec finansów prywatnych. Negował utrzymywanie się deficytów budżetowych i nadmiernego zadłużenia państw. Uznawał kredyt publiczny za całkowicie nieproduktywny, stanowiący przejaw rozrzutności. W kwestii długu publicznego D. Ricardo zalecał nieuciekanie się do wykorzystywania kredytu publicznego na sfinansowanie wydatków publicznych, a w sytuacji emisji długu zalecał natychmiastowe podjęcie działań naprawczych oraz całkowitą spłatę zadłużenia [Babczuk 2008]. Twierdził on, że państwo ubożeje na skutek zaciągania pożyczek powodowanych rozrzutnością prowadzonej polityki przez rząd [Ricardo 1957]. D. Ricardo nie wskazywał na nadmierne ryzyko utraty wypłacalności państw europejskich w przeciwieństwie do A. Smitha. Drogi oddłużenia państwa D. Ricardo upatrywał w sprzedaży części majątku państwowego, jednakże wyrażał obawę, czy stać będzie kraj na podjęcie takiej decyzji [Ricardo 1957]. D. Ricardo w ogóle nie przewidywał możliwości, iż rozmiary długu publicznego mogą przekraczać wartość całkowitego majątku państwa.

Problemem długu publicznego zajmował się również J.S. Mill, reprezentant schyłkowej fazy rozwoju klasycznej szkoły angielskiej. Większość jego poglądów należy uznać za zbliżone do A. Smitha, jednakże J.S. Mill różnił się od A. Smitha oraz D. Ricardo, wskazując na inne możliwości wykorzystania długu publicznego. Twierdził, że pożyczki państwowe nie mają tak ujemnych następstw w sytuacji, gdy [Mill 1966]:

- pożyczca się kapitał zagraniczny, tj. nadmiar ogólnej akumulacji świata;
- pożyczca się kapitał, który albo nie byłby w ogóle oszczędzony, albo po oszczędzeniu zostałyby zmarnotrawiony w nieprodukcyjnych przedsięwzięciach lub wysłany na szukanie zatrudnienia w obcych krajach.

Dość spójnej i dokładnej analizy istoty zagadnienia długu publicznego dokonał francuski ekonomista P. Leroy-Beaulieu, który w dziele zatytułowanym „*Traité de la science des finances*” (Rozprawa na temat nauki finansów) przeanalizował poglądy XVIII-wiecznych, przede wszystkim merkantystów. P. Leroy-Beaulieu wskazał na trzy sofizmaty związane z zagadnieniem długu publicznego [Poniatowicz 2005]:

- państwo, które jest zadłużone u siebie, nie staje się przez to biedniejsze (sofizmat Voltaire’a);
- dług publiczny składa się z długów, które ręka prawa winna jest ręce lewej; z takiego punktu widzenia fakt, czy kwota należy do pożyczkodawcy, czy jest w posiadaniu pożyczkobiorcy, nie ma znaczenia dla bogactwa państwa (sofizmat Melona);
- dług publiczny jest zły tylko w sytuacji, kiedy odsetki z nim związane płacone są za granicę (sofizmat Condorceta).

P. Leroy-Beaulieu swą uwagę skupił na celowości zadłużania państwa. Zwrócił uwagę, by dokonywać wyraźnego oddzielenia konsekwencji zaciągnięcia długu publicznego od skutków finansowania wydatków przez państwo [Poniatowicz

2005]. W opinii A. Pigou, jednego z twórców ekonomii dobrobytu, nie ma miejsca na zadłużanie w normalnych czasach (w sytuacji braku wojen, sytuacji kryzysowych, kataklizmów). Według niego dochody pochodzące ze źródeł podatkowych powinny finansować wszystkie zwyczajne wydatki budżetowe występujące cyklicznie (rocznie) [Pigou 1928].

## TEORIE INTERWENCJONIZMU PAŃSTWOWEGO

Pierwszych koncepcji interwencjonizmu fiskalnego należy odnajdywać w poglądach ekonomistów z końca XIX wieku. Przedstawiciele szkoły narodowej i szkoły historycznej w Niemczech, której głównym przedstawicielem był A. Wagner, w wielu zagadnieniach przeciwstawiali się liberalizmowi klasyków. Jednakże w odniesieniu do długu publicznego stali na stanowisku, które można uznać za zbliżone do poglądów A. Smitha i D. Ricardo. A. Wagner zalecał pokrywanie wydatków nadzwyczajnych, przede wszystkim wojennych, za pomocą funduszu tworzonego z oszczędności w czasie pokoju. W jego opinii pożyczka państwowa musi zaabsorbować część kapitału czynnego w gospodarce. Dopiero prace A. Schäffle wniosły nową myśl do zagadnienia długu publicznego, który jako pierwszy łączył sprawę zadłużania publicznego nie tylko z występowaniem nadzwyczajnych wydatków publicznych, ale również z systemem rocznego budżetowania dochodów i wydatków publicznych. Zwracał uwagę, że roczny okres zamykania budżetu oraz rozdział wydatków na zwyczajne i nadzwyczajne, z punktu widzenia ich pokrycia dochodami publicznymi, jest sztuczny, gdyż przebieg cyklu gospodarczego wygląda w inny sposób. A. Schäffle uznawał, że równowaga budżetowa powinna podlegać ocenie w okresach dłuższych niż rok oraz, że zadłużanie publiczne stanowi tylko środek antycypowania zwiększonych dochodów podatkowych, jakie można będzie uzyskać w korzystniejszej fazie cyklu gospodarczego [Fedorowicz 1968].

Twórcy naukowego socjalizmu, K. Marks i F. Engels, zajmowali się zagadnieniem długu publicznego w sposób marginesowy. Kredyt państwowy, podobnie jak podatki, był przez nich traktowany jako jedno ze źródeł utrzymania państwowego aparatu ucisku. K. Marks uznawał kredyt publiczny za nowy sposób podniesienia podatków i zaspokojenia nowych potrzeb stworzonych w wyniku przejęcia władzy przez burżuazję. Marksisci doszukiwali się w pożyczkach państwowych i obsłudze długu publicznego przyczyn wzrostu fiskalnego obciążenia klasy robotniczej [Fedorowicz 1968].

Wkład szkoły keynesowskiej można uznać za zdecydowanie najistotniejszy finansów publicznych w XX wieku. Popularność teorii J.M. Keynesa wspomogły ciężkie doświadczenia lat 30. XX wieku (wielki kryzys) i uitorowały drogę dla koncepcji korygowania niedoskonałości rynku drogą interwencjonizmu państwowego. J.M. Keynes i jego apologeti reprezentowali zdecydowanie inne spojrzenie na



występowanie deficytu i długu służącego jego finansowaniu. Odeszli od teorii zrównoważonego budżetu, prezentowanej przez klasyków. Wskazywali na pozytywną rolę deficytu budżetowego w zakresie stabilizacji koniunktury gospodarczej [Jajko 2008]. Keynesiści utrzymywali pogląd, że ciężar emisji długu ponoszony jest przez jego emitentów. Kwestionowali poglądy klasyków o występowaniu analogii pomiędzy finansami rządowymi a finansami przedsiębiorstw czy gospodarstw domowych [Buchanan 1997]. Zdaniem J.M. Keynesa występowanie deficytu budżetowego jest w pewnych warunkach pożądane, a poziom dochodu narodowego uzyskiwanego za pomocą deficytu jest wyższy aniżeli poziom, do którego mógłby się obniżyć dochód narodowy bez wykorzystania deficytu [Keynes 1936]. To za pomocą deficytu J.M. Keynes chciał stymulować agregatowy popyt i w ten sposób wrócić do pełnego wykorzystania potencjału wytwórczego. Mechanizm pobudzania nie był skomplikowany. Jego zdaniem niezagospodarowane prywatne oszczędności, które doprowadziły do wielkiego kryzysu gospodarczego, należało przechwycić dzięki obligacjom skarbowym i przeznaczyć na sfinansowanie części wydatków publicznych. J.M. Keynes wypracował nieznane wówczas rozwiązanie, mianowicie ekspansywną politykę fiskalną. Bodziec monetarny zastąpiono impulsem fiskalnym. Wzrost zakupów rządowych, sfinansowany deficytem budżetowym, miał rekompensować spadek wydatków prywatnych, głównie inwestycji. J.M. Keynes obiecywał coś więcej niż tylko samą substytucję w obrębie wydatków autonomicznych. Wskazywał, że ów wzrost wydatków publicznych uruchomi efekt mnożnikowy i doprowadzi do zwiększenia wydatków prywatnych, głównie konsumpcji. Koncepcja mnożnika J.M. Keynesa przyjęta została za absolutne *novum* i wzmacniała wiarygodność rodzącej się teorii agregatowego popytu. Była na tyle przekonująca, że stała się teoretycznym uzasadnieniem dla polityki interwencyjnej rządu.

Teorię interwencjonizmu fiskalnego Keynesa doskonalono przez kolejne trzy dekady (w latach 40., 50. i 60. XX wieku). Do najwybitniejszych przedstawicieli tego nurtu należeli: A.H. Hansen, A.P. Lerner, P. Samuelson, E. Domar, J.R. Hicks, W. Leontief oraz A.W.H. Philips [Próchnicki 2012]. A.P. Lerner i A.H. Hansen, w sposób jednoznaczny, odrzucili zasadę budżetu zrównoważonego w cyklu jednorocznym. W ich opinii równowaga budżetowa powinna być traktowana jako jeden z elementów funkcjonowania ogólnego mechanizmu gospodarki rynkowej. Jej występowanie nie powinno być uznawane za cel nadrzędny finansów publicznych. Zdaniem A.H. Hansena i A.P. Lenera w pewnych okresach zaciąganie długu jest nie tylko nieszkodliwe, ale należy je uznać za przejaw zdrowej polityki fiskalnej (przede wszystkim w okresie depresji gospodarczej) [Próchnicki 2012]. Zgodnie z poglądami A.H. Hansena wydatki publiczne są korzystne nawet wówczas, kiedy bazują tylko na podatkach. Dzieje się tak, ponieważ państwo nie tworzy oszczędności i jego skłonność do konsumpcji jest większa od tej charakteryzującej podmioty prywatne. Dzięki temu zwiększenie wydatków państwa ma

działanie podobne do inwestycji i przynosi wzrost poziomu dochodu zwiększony kilkukrotnie dzięki działaniu mnożnika. Takie dochodowe oddziaływanie wydatków publicznych i kredytu państwowego może wystąpić tylko przy założeniu, że istnieją wolne siły wytwórcze w gospodarce. W przypadku niewystąpienia powyższych warunków, dodatkowy popyt będzie miał działanie inflacyjne, nie podnosząc dochodu narodowego w ujęciu realnym. Stąd twierdzenie A.H. Hansena, że polityka deficytowego finansowania powinna być zalecana w sytuacji występowania złej koniunktury oraz niepełnego zatrudnienia. W przypadku przegrzania gospodarki, zalecał on tworzenie nadwyżek budżetowych, które zmniejszałyby ogólny popyt [Fedorowicz 1968]. A.P. Lerner podzielała poglądy A.H. Hansena, że występowanie permanentnego deficytu budżetowego doprowadziłoby do narastania długu publicznego, co groziłoby bardzo niepożądanymi konsekwencjami. Opowiadała się za zwiększaniem wpływów budżetowych drogą wzrostu podatków bądź redukcją wydatków w okresie dobrej koniunktury gospodarczej. Działanie to pozwoliłoby na zniwelowanie zadłużenia publicznego i przywrócenie równowagi budżetowej na przestrzeni jednego cyklu gospodarczego [Próchnicki 2012].

E.D. Domar poddał szczegółowej analizie problem ciężaru obsługi długu publicznego. Jego podejście zakładało, że ciężar długu stanowią przede wszystkim koszty jego obsługi, wobec czego naturalnym jego wskaźnikiem powinien być stosunek wysokości płatności odsetkowych do wielkości produktu krajowego brutto. Według E.D. Domara ciężar długu bądź średnia stopa podatkowa pokrywająca spłatę odsetek są równe w przybliżeniu stosunkowi płaconych odsetek do dochodu lub też stosunkowi długu do dochodu pomnożonemu przez stopę procentową płaconą od obligacji. Z wysokością ciężaru długu związana jest u E.D. Domara granica długu i granica budżetu [Domar 1957].

## DOKTRYNY NEOLIBERALNE (KONSERWATYZM FISKALNY)

Skuteczność interwencjonizmu państwowego znacząco osłabła w latach 70. XX wieku, wówczas gdy gospodarki najbardziej rozwiniętych krajów świata popadły w stagnację, przejawiającą się m.in. minimalną stopą wzrostu gospodarczego, rosnącym poziomem bezrobocia, wysoką stopą inflacji. Krytycy obwiniali państwowy interwencjonizm, twierdząc, że m.in. narusza filozofię mechanizmu rynkowego, podważa prawa rządzące rynkiem oraz dewastuje zasoby gospodarki [Owsiak 2005].

Nurt zapoczątkowany przez J.M. Keynesa musiał ustąpić miejsca doktrynie neoliberalnej. Dokonało się to za sprawą przedstawicieli monetaryzmu, szczególnie M. Friedmana. Deficyt budżetowy ponownie został uznany za niekorzystne zjawisko, a zrównoważony w skali roku budżet był wymogiem zdrowej polityki makroekonomicznej. Teoria M. Friedmana osłabiała przekonanie o słuszności



aktywnej polityki fiskalnej i niemalże wymogła na rządach stosowanie tzw. konserwatyizmu fiskalnego. W teorii finansów publicznych następował powrót do koncepcji jak najmniejszego budżetu państwa przy wykorzystaniu cięć w wydatkach publicznych [Próchnicki 2012]. Według monetarystów wszystkie te działania powinny prowadzić do radykalnego zmniejszenia zadłużenia publicznego [Owsiak 2005].

Podejście to umocnił dorobek szkoły realnego cyklu koniunkturalnego oraz szkoły podażowej, który całkowicie zanegował sensowność polityki stabilizacyjnej. R. Barro i E. Prescott wskazywali, że polityka ta wywołuje efekt wypychania. W ich opinii aktywna i ekspansywna polityka fiskalna przyczynia się do wyhamowania wzrostu gospodarczego [Próchnicki 2012]. R. Barro wskazał również na występowanie tzw. ekwiwalentności ricardiańskiej (równoważności Ricardo). U jej podstaw leży założenie o nieskończonym horyzoncie życia gospodarstwa domowego. Kwestionuje ona poglądy dotyczące stymulującego wpływu deficytu na gospodarkę. Teoria ta stanowi, że obniżka podatków finansowana emisją długu powoduje jedynie zmianę struktury czasowej obciążeń, a tym samym nie wywołuje efektu majątkowego [Barro 1996].

## TEORIA WYBORU PUBLICZNEGO

Dokonania przedstawicieli ekonomii wyboru publicznego, przede wszystkim J.M. Buchanana i G. Tullocka, odnoszące się do problemu długu publicznego oraz powodów zadłużania się państw należy uznać za istotne. J.M. Buchanan podzielała poglądy szkoły klasycznej o przesunięciu ciężaru obsługi długu publicznego. W zakresie wpływu emisji zadłużenia na bogactwo przyszłych pokoleń, J.M. Buchanan przeciwstawiał obciążenia podatkowe (konsekwencje wyemitowanego długu) korzyściom, jakich może dostarczyć działanie finansowane przez kredyt publiczny [Jajko 2008]. W jego opinii to teoria J.M. Keynesa stała się główną przyczyną złamania niepisanej zasady zrównoważonego budżetu, obowiązującej do lat 30. XX wieku [Ptak 2013]. Bardzo negatywny stosunek J.M. Buchanana do założeń teoretycznych J.M. Keynesa można znaleźć w jego ironicznej opinii mówiącej, że za jedyne dziedzictwo J.M. Keynesa należy uznawać domniemaną zasadność stwierdzenia o konieczności: finansowania wydatków deficytem, inflacji oraz rozrostu rozmiarów sektora publicznego [Buchanan i Wagner 2000]. J.H. Tempelman, analizując dzieła J.M. Buchanana, wskazał jeszcze na następujące jego poglądy dotyczące długu publicznego [Tempelman 2007]:

- równoważność ricardiańska postulowana przez R. Barro nie występuje ze względu na zjawisko iluzji fiskalnej;



- wykorzystanie długu publicznego należy uznać za niemoralne, ponieważ jego ciężar ponosić będą przyszłe pokolenia, które nie mają wpływu na decyzje dotyczące wielkości wydatków oraz pożyczek publicznych;
- konstytucyjne ograniczenie w postaci zrównoważonego budżetu jest jedynym sposobem powstrzymania rządzących przed podejmowaniem koniunkturalnych decyzji, których celem jest osiągnięcie wybranych celów politycznych, a nieunikniony skutek stanowić będzie permanentny deficyt budżetowy oraz wysoki poziom zadłużenia publicznego.

## WNIOSKI

Przedstawione w zarysie poglądy przedstawicieli poszczególnych szkół ekonomii związane ze zjawiskami deficytu budżetowego oraz długu publicznego ewoluowały na przestrzeni wieków. Problem zadłużania publicznego stanowił przedmiot zainteresowania wielu myślicieli i rządzących na długo przed ukształtowaniem się nauki ekonomii. Silna awersja i negacja pożyczki prezentowana w starożytności i średniowieczu uległa akceptacji dla długu publicznego w poglądach merkantylistów i kameralistów. Klasyczna ekonomia liberalna postulowała równowagę finansów publicznych. Założenia keynesizmu dopuszczwały występowanie deficytu budżetowego i długu publicznego, wskazując na pożyteczne efekty tych zjawisk w gospodarce. Doktryny neoliberalne zanegowały teorię interwencjonizmu państwowego, postulując implementację konserwatyizmu fiskalnego. Przedstawiciele teorii wyboru publicznego wskazali na niemoralność wykorzystywania długu publicznego, jako kosztu, który ponosić będą przyszłe pokolenia.

### Spis literatury

- BABCZUK A. 2008: Problem deficytu i długu publicznego w przedkeynesowskiej myśli ekonomicznej. *Ekonomista* 6, 777-797.
- BARRO R.J. 1996: Reflections on Ricardian Equivalence. NBER Working Paper Series, Working Paper 5502, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- BUCHANAN J. 1997: Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes, The Online Library of Liberty, Indiana.
- BUCHANAN J.M., WAGNER R.E. 2000: Democracy in Deficit. The Political Legacy of Lord Keynes. Vol. VIII, The Collected Works of James M. Buchanan, Liberty Fund, Indianapolis.
- DOMAR E.D. 1957: *Essays in Theory of Economic Growth*. Oxford University Press, New York.
- Ewangelia wg św. Łukasza 1982: Biblia to jest Pismo Święte Starego i Nowego Testamentu. Nowy Przekład, Brytyjskie i Zagraniczne Towarzystwo Biblijne, Warszawa.



- FEDOROWICZ Z. 1968: *Finanse i kredyt w krajach kapitalistycznych*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- FERGUSON N. 2010: *Potęga pieniądza: Finansowa historia świata*, Wydawnictwo Literackie, Kraków.
- HUME D. 1987: *Of Public Credit (w:) Essays, Moral, Political and Literary*. Liberty Fund, Indianapolis, pobrane z <http://www.econlib.org/library/LFBooks/Hume/hmMPL32.html> (dostęp sierpień 2016).
- JAJKO B. 2008: *Dług publiczny a równowaga fiskalna*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- KEYNES J.M. 1936: *The General Theory of Employment Interest and Money*. Macmillan, London.
- MILL J.S. 1966: *Zasady Ekonomii Politycznej i niektóre jej zastosowania do filozofii społecznej*. Tom 2, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- OWSIAK S. 2005: *Finanse Publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- PIGOU A. 1928: *A Study in Public Finance*, Macmillan, London.
- PONIATOWICZ M. 2005: *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego (na przykładzie miast na prawach powiatu)*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- PRÓCHNICKI L. 2012: *Rola deficytu budżetowego w gospodarce – ewolucja teorii*. *Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania* 27, s. 163–186.
- PTAK P. 2013: *Dług publiczny w poglądach Jamesa Buchanana a kryzys zadłużenia na świecie*. *Studia Ekonomiczne* 129, s. 19–27.
- RICARDO D. 1957: *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- SEDLAČEK T. 2011: *Economics of good and evil: the quest for economic meaning from Gilgamesh to Wall Street*, Oxford University Press, New York.
- SMITH A. 1950: *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*. Vol. II, Methuen, London.
- SMITH A. 1954: *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. Tom 2, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- TEMPELMAN J.H. 2007: *James M. Buchanan on Public-Debt Finance*, *The Independent Review* 11, 3.
- WAGNER R.E. 2004: *Debt, Money and Public Finance*, J.G. Backhaus, R.E. Wagner (red.), *Handbook of Public Finance*, Kluwer Academic Publishers, London, s. 195–216.

## REFERENCES TO THE ISSUE OF BUDGET DEFICIT AND PUBLIC DEBT IN ECONOMIC THOUGHT

**Abstract.** The article presents an evolution of the approach to the budget deficit and debt burden presented by the representatives of the various economic schools and presents a reference to the problem of debt in the period before forming the science of economics, namely in antiquity and the medieval era. Literature studies have indicated that the views of representatives of the various schools of economics associated with the phenomenon of the budget deficit and public debt have evolved over the centuries. There were mainly two contradictory doctrines dealing of budget deficit and public debt. Conservative approach postulated to maintain a balanced budget in order to avoid public indebtedness. Public interventionism apologists approved the use of public credit for balancing public finances.

**Key words:** budget deficit, public debt





## NARZĘDZIA CSR W KREOWANIU WIZERUNKU BANKU SPÓŁDZIELCZEGO

Marta Idasz-Balina, Rafał Balina  
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw  
Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** Przeprowadzone badania dotyczyły określenia znaczenia narzędzi wykorzystywanych przez banki spółdzielcze w ramach koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu do kreowania własnego wizerunku na rynku lokalnym. Badania ankietowe przeprowadzono w pierwszej połowie 2016 roku na grupie 600 klientów banków spółdzielczych. Przeprowadzone badania wykazały, że w przypadku badanych polskich banków spółdzielczych stosowanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu wpływa pozytywnie na jego wizerunek a społecznie odpowiedzialne banki uzyskują wiele korzyści zarówno dla siebie samych, jak również dla społeczności oraz środowiska, w którym funkcjonują.

**Słowa kluczowe:** społeczna odpowiedzialność biznesu, bank spółdzielczy, wizerunek, korzyść

### WSTĘP

Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu pojawiła się na początku XIX wieku. Koncentrowała się ona wtedy na badaniu wrażliwości przedsiębiorstw na problemy społeczne, a także wskazywaniu zasad etycznych, które powinny być obecne w ich działalności [Nakoneczna 2008]. Obecnie społeczna odpowiedzialność biznesu określana jest często jako moralne oraz zgodne z prawem zobowiązanie wobec otaczającego każde przedsiębiorstwo środowiska. Mówiąc inaczej, jest to wrażliwość na sprawy środowiska zewnętrznego, jak również umiejętność utrzymania równowagi pomiędzy interesami akcjonariuszy, pracowników i klientów, a także świadczenie określonych usług na rzecz lokalnych społeczności. Gasparski wskazuje, że społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR) to strategia budowania

przewagi konkurencyjnej, polegającej na dostarczaniu trwałych wartości dla interesariuszy [Gasparski i in. 2004]. Z kolei Żelazna-Bilcharz uważa, iż społeczna odpowiedzialność to zespół obowiązków, które spoczywają na przedsiębiorstwie, odnoszących się do ochrony oraz wzmacniania społeczności, w której przedsiębiorstwo to funkcjonuje [2013]. Najnowsza definicja CSR zaproponowana przez Unię Europejską określa społeczną odpowiedzialność jako odpowiedzialność przedsiębiorstw za wpływ, jaki wywierają na społeczeństwo.

Wielowątkowość koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu spowodowała wydzielenie jej wielu obszarów zainteresowań. Jednym z najczęściej spotykanych jest podział według kryterium przedmiotowego zaproponowany przez Carrola [Carroll i Buchholtz 2003]. Opierając swoje założenia na piramidzie potrzeb Masłowa, zbudował on czteroczęściowy model społecznej odpowiedzialności organizacji. Wynika z niego, że społecznie odpowiedzialne działania mogą występować w czterech obszarach: filantropijnym – uważanym przez społeczeństwo za pożądany, etycznym – oczekiwanym przez społeczeństwo oraz prawnym i ekonomicznym – społecznie wymaganym. Podstawę modelu Carrola stanowi odpowiedzialność ekonomiczna oznaczająca konieczność generowania przychodu umożliwiającego, co najmniej przetrwanie podmiotu gospodarczego, ponieważ społeczeństwo wymaga od przedsiębiorstw by były podmiotami biznesowymi, których zobowiązaniem wobec akcjonariuszy jest wypracowywanie zysku. Wymagana przez społeczeństwo odpowiedzialność prawna zajmuje w modelu kolejne miejsce. Zobowiązuje ona przedsiębiorstwo do prowadzenia działalności zgodnie z obowiązującym prawem, chociaż zbyt rygorystyczne regulacje mogą w znacznym stopniu ograniczyć działalność podmiotu gospodarczego w konkurencyjnym i niestałym otoczeniu. Następnym poziomem odpowiedzialności oczekiwanej przez społeczeństwo jest odpowiedzialność etyczna, która rozumiana jest jako działania uczciwe i etyczne [Carroll i Buchholtz 2003]. Na samym szczycie znajduje się odpowiedzialność filantropijna, która wynika wyłącznie z decyzji przedsiębiorstwa [Bargieł 2011]. Odpowiedzialność ta obejmuje działania dobrowolne, darowizny lub inne formy pomocy, o które przedsiębiorstwa zostały poproszone przez indywidualnych potrzebujących lub organizacje społeczne [Adamczyk 2009].

W ostatnich latach koncepcja społecznej odpowiedzialności zyskała wielu zwolenników. Stała się filozofią zarządzania przedsiębiorstwem, która dostarcza wymierne korzyści zarówno w krótkim, jak i w długim czasie, co z perspektywy stabilności i ciągłości istnienia przedsiębiorstwa jest niezwykle istotne. Wśród korzyści osiągniętych przez firmę społecznie odpowiedzialną można wymienić wzrost zainteresowania inwestorów. Przedsiębiorstwa, które w swojej strategii uwzględniają wymiar społeczny, mogą spodziewać się łatwiejszego dostępu do finansowania. Inwestorów bardziej bowiem interesuje współpraca z podmiotami, które poza dobrymi wynikami finansowymi mogą pochwalić się przejrzystością zarządzania, odpowiedzialnym budowaniem swojego wizerunku oraz pozytywnymi relacjami

z otoczeniem. Wielu inwestorów uważa, że wiarygodność finansowa przedsiębiorstwa uzależniona jest od jego wiarygodności społecznej. Do korzyści osiągniętych przez społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwa należy także poprawa wizerunku oraz reputacji, a tym samym zwiększenie zaufania do niego. Wielu konsumentów jest wrażliwych na aspekty społeczne i ekologiczne, dlatego też firma może zyskać lojalnych wobec swojej marki klientów. Coraz bardziej świadomi konsumenci oprócz dobrej ceny i jakości oczekują także, by usługi i produkty były możliwie ekologiczne, a w procesie produkcyjnym przestrzegano zasad CSR. Stworzenie silnego wizerunku przedsiębiorstwa w oczach interesariuszy jest istotnym źródłem przewagi konkurencyjnej. Pozytywny wizerunek zapewnia firmie stabilność funkcjonowania oraz zmniejsza ryzyko. W czasie spowolnienia gospodarczego przedsiębiorstwa stosujące CSR są w mniejszym stopniu narażone na zmniejszenie popytu, ponieważ u ich klientów występuje większe przywiązanie do marki [Leoński 2015]. Badania przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych potwierdzają istnienie współzależności między aktywnością społeczną firmy a osiąganym przez nią zyskiem. Ze wspomnianych badań wynika, iż działalność sponsorska podmiotów gospodarczych jest najczęściej akceptowana przez konsumentów oraz skłania ich do nabywania produktów tej firmy bardziej niż reklama [Rybak 2004]. Działanie zgodnie z ideą CSR to również lepsze wykorzystanie zasobów. Redukcja energo- oraz materiałochłonności produkcji i usług, zmniejszanie kosztów wywozu odpadów, zużycia wody, energii i materiałów, co zwiększa rentowność firmy. Poprawa kultury organizacyjnej firmy jest kolejnym ważnym czynnikiem zachęcającym do wdrożenia strategii bazującej na społecznej odpowiedzialności. Podnoszony jest bowiem standard postępowania względem klientów, kontrahentów, pracowników itp., co chroni przed kosztami negatywnego partnerstwa. Kultura organizacyjna w instytucjach, które preferują zasady społecznej odpowiedzialności, bazuje na zaangażowaniu, szacunku, odpowiedzialności, zaufaniu oraz transparentności dla wszystkich zainteresowanych. Pozytywnym skutkiem jest ograniczenie starć, konfliktów i oporów, a także polepszenie efektywności pracy. Przyjazne oraz niezagrażające zdrowiu miejsca pracy skutkują lepszymi, dobrze zmotywowanymi pracownikami, którzy wykonują pracę chętniej oraz bardziej wydajnie [Paetzold 2010]. Poprawa wizerunku firmy i zwiększenie zaufania wśród pracowników powoduje również wzrost atrakcyjności przedsiębiorstwa na rynku pracy skutkujący możliwością pozyskania najlepszych pracowników.

Banki są specyficznymi instytucjami, które zgodnie z tradycyjną definicją prowadzą działalność polegającą na przyjmowaniu depozytów oraz udzielaniu kredytów lub wydawaniu elektronicznego pieniądza [Ziółkowska 2013]. Bankami, z uwagi na funkcje, jakie pełnią, nie mogą być podmioty, których jedynym celem jest maksymalizacja wartości rynkowej. Powinny one również spełniać warunki bycia instytucjami publicznego zaufania. Instytucje bankowe mają silny wpływ na gospodarkę oraz społeczeństwo. Do grona interesariuszy przedsiębiorstwa bankowego



należą: akcjonariusze, pracownicy, klienci, lokalna społeczność oraz organizacje pozarządowe. Trudność odpowiedzialnego społecznie zarządzania bankiem polega na częstej rozbieżności oczekiwań poszczególnych grup interesariuszy.

W koncepcji CSR poświęca się wiele uwagi potrzebie integracji służebnej roli banku z rolą komercyjną, umożliwiającą zrównoważenie interesów wszystkich grup interesariuszy. Postuluje się w niej, by banki zachowywały się odpowiedzialnie zarówno wobec akcjonariuszy, jak i pozostałych grup interesu, a także by w swojej działalności poza aspektami ekonomicznymi uwzględniały również aspekty etyczne, społeczne i ekologiczne [Gostomski 2009].

W środowisku naukowym oraz wśród zwolenników odpowiedzialności społecznej panuje przekonanie, iż strategia CSR przynosi bankom wiele korzyści. Są to m.in.: zwiększenie lojalności klientów oraz pozostałych interesariuszy, wzrost zainteresowania ze strony coraz bardziej świadomych inwestorów, poprawa stosunków ze społecznością oraz lokalnymi władzami, wzrost konkurencyjności, podnoszenie poziomu kultury organizacyjnej, kształtowanie pozytywnego wizerunku wśród pracowników, pozyskanie oraz utrzymanie najlepszych pracowników [Korenik 2013]. W społecznej odpowiedzialności banki widzą szansę na odbudowanie zaufania, które utraciły w czasie światowego kryzysu gospodarczego.

Nie ma wątpliwości, czy społecznie odpowiedzialna aktywność banku przyczynia się do wzrostu jego wartości. Można nawet twierdzić, iż w obecnych czasach skupianie się jedynie na aspektach ekonomicznych działalności nie zagwarantuje bankom silnej pozycji oraz potencjału dla przetrwania w sytuacji kryzysu w sektorze finansowym. Problemem jest natomiast, jak ideę CSR przekształcić w rzeczywistość.

## METODY BADAŃ

Celem opracowania jest określenie znaczenia narzędzi wykorzystywanych przez banki spółdzielcze w ramach koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu (CSR) do kreowania swojego wizerunku na rynku lokalnym.

Mając na uwadze realizację celu głównego, przeprowadzono badania ankietowe na próbie 600 klientów. Badaniami objęto banki spółdzielcze prowadzące działalność na obszarach wiejskich w województwach: mazowieckim (210 respondentów), warmińsko-mazurskim (190 respondentów) oraz podlaskim (200 respondentów). Badania przeprowadzono w pierwszej połowie 2016 roku na klientach badanych banków spółdzielczych, którzy zadeklarowali co najmniej minimalną znajomość koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. Respondenci odpowiadali na 8 pytań dotyczących wpływu wykorzystania narzędzi wykorzystywanych przez banki spółdzielcze w ramach koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu.

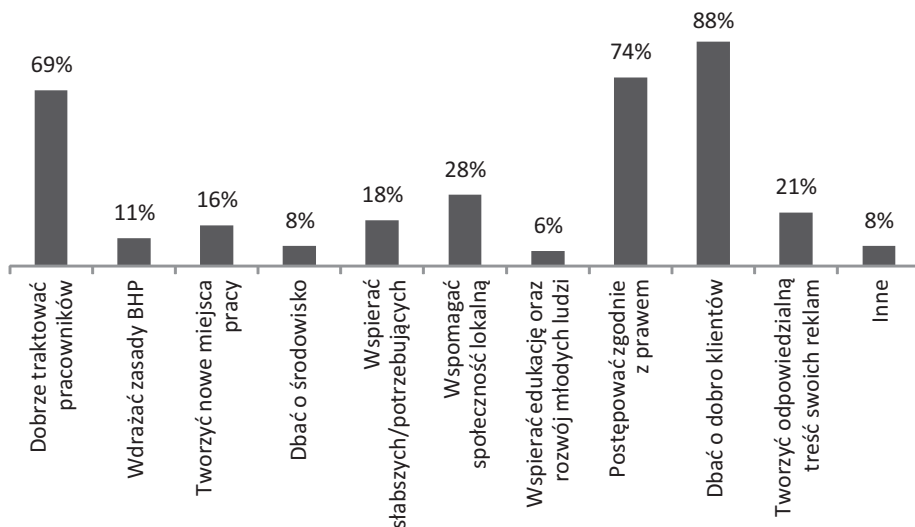


## WYNIKI BADAŃ

W pierwszym pytaniu respondenci zostali poproszeni o wskazanie działań, które powinny podejmować banki, by można było je uznać za społecznie odpowiedzialne (rysunek 1). W tym pytaniu ankietowani mogli wskazać maksymalnie 3 odpowiedzi. Najwięcej klientów (88%) uznało, że banki społecznie odpowiedzialne powinny przede wszystkim dbać o dobro klientów. Dużą popularnością cieszyły się również takie odpowiedzi, jak: „postępować zgodnie z prawem” (74%) oraz „dobrze traktować pracowników” (69%). Wspomaganie społeczności lokalnej oraz tworzenie odpowiedzialnej treści reklamy, to z kolei istotne działania w rozumieniu odpowiednio 28 oraz 21% ankietowanych. W opinii zaledwie 6% osób banki powinny „wspierać edukację oraz rozwój młodych ludzi”.

Niepokojąca jest mała liczba wskazań, iż społeczna odpowiedzialność biznesu to również działania na rzecz ochrony środowiska. Jedynie 8% respondentów postrzega społecznie odpowiedzialny bank jako instytucję odpowiedzialną za środowisko.

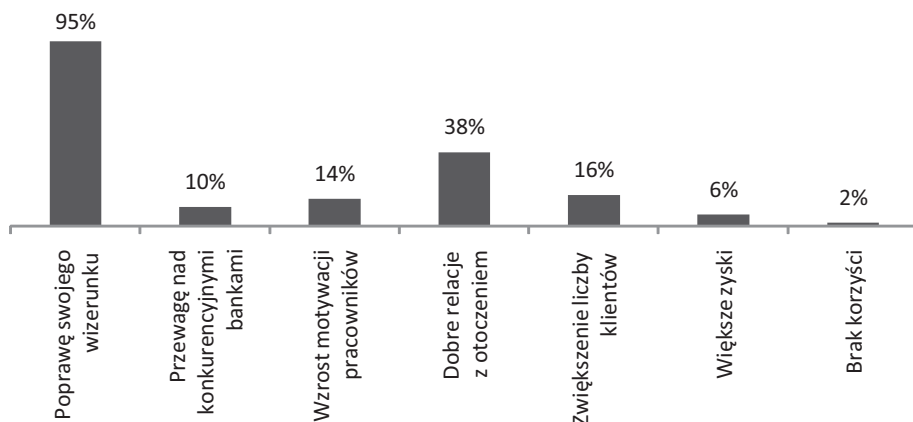
Na pytanie o korzyści jakie osiągają społecznie odpowiedzialne banki, 95% ankietowanych wskazało na poprawę wizerunku (rysunek 2). Ku tej opcji skłoniło się 94,33 oraz 95,67% mężczyzn. Z kolei dobre relacje z otoczeniem są jedną z osiąganych korzyści w opinii 38% respondentów. Pozostałe korzyści dostrzegane przez ankietowanych to: zwiększenie liczby klientów (16%), wzrost motywacji



**RYСУNEK 1.** Działania podejmowane przez społecznie odpowiedzialne banki w opinii klientów banków spółdzielczych (% ankietowanych)

Źródło: Badania własne.





**RYSUNEK 2.** Korzyści osiągnęte przez społecznie odpowiedzialne banki w opinii klientów badanych banków spółdzielczych (% ankietowanych)

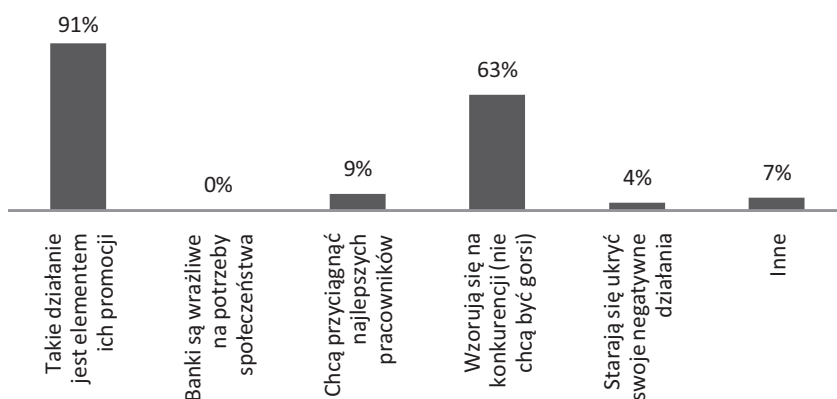
Źródło: Badania własne.

pracowników (14%), przewaga nad konkurencyjnymi bankami (10%) oraz większe zyski (6%). Co ciekawe, dwie osoby (mężczyźni) wskazały na brak jakichkolwiek korzyści.

Pozytywnym faktem jest, iż w opinii 98% ankietowanych koncepcja społecznej odpowiedzialności realizowana przez banki niesie za sobą korzyści.

Następne pytanie dotyczyło powodów zaangażowania banków w działalność społeczną (rysunek 3).

Głównym motywem angażowania się przez banki w działalność społeczną jest potrzeba budowania wizerunku. Tę odpowiedź wskazało najwięcej, bo aż

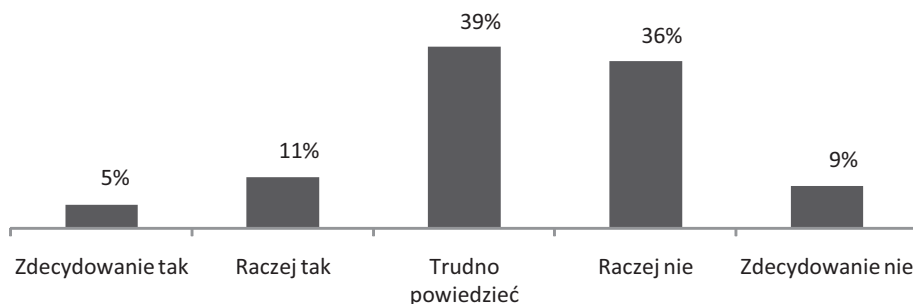


**RYSUNEK 3.** Powody zaangażowania banków w działalność społeczną w opinii klientów banków spółdzielczych (% ankietowanych)

Źródło: Badania własne.

91% respondentów. Inne motywy wdrażania idei CSR przez banki to: wzorowanie się na konkurencji (63%), chęć pozyskania najlepszych pracowników (9%) oraz możliwość ukrycia swoich negatywnych działań (4%).

Nikt z ankietowanych nie skłonił się ku opcji „banki są wrażliwe na potrzeby społeczeństwa”. Respondentów zapytano również: „Czy jest Pan/i w stanie więcej zapłacić za produkt/usługę banku uważanego powszechnie za społecznie odpowiedzialny?” (rysunek 4).



**RYСУNEK 4.** „Czy jest Pan/i w stanie więcej zapłacić za produkt/ usługę banku uważanego powszechnie za społecznie odpowiedzialny?” (% ankietowanych)

Źródło: Badania własne.

Badanie wykazało, iż zaledwie 5% ankietowanych klientów banku jest zdecydowane zapłacić więcej za produkt/usługę banku uważanego powszechnie za społecznie odpowiedzialny. Niewiele więcej, bo tylko 11% osób raczej zdecydowałoby się na takie działanie. Najwięcej ankietowanych – 39% badanej populacji – wyraziło niezdecydowanie w tej kwestii. Negatywny stosunek do poniesienia większych kosztów zadeklarowało 36% (raczej nie) oraz 9% (zdecydowanie nie).

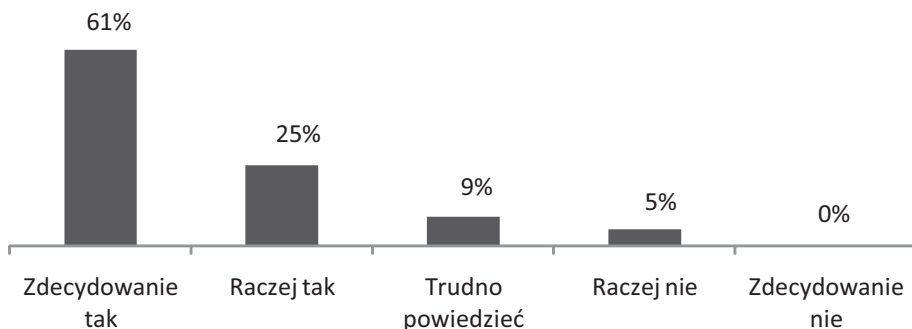
Następne pytanie dotyczyło kwestii informowania przez banki o podejmowanych przez nie działaniach z zakresu społecznej odpowiedzialności (rysunek 5).

Według zdecydowanej większości badanych, banki powinny informować o swoich działaniach z zakresu CSR – 61% wskazań „zdecydowanie tak”, 25% – „raczej tak”. Niezdecydowanie wyraziło 9% osób, a zaledwie 5% badanej populacji uważało, że działania z zakresu CSR nie są informacją, którą bank powinien upubliczniać. Żadna z osób nie zadeklarowała zdecydowanego sprzeciwu.

Respondenci zostali również poproszeni o wybór jednej informacji na temat banku, która spowodowałaby rezygnację korzystania z jego usług (rysunek 6). Wśród badanych osób 86% podjęłoby decyzję o rezygnacji po uzyskaniu informacji o nieuczciwych praktykach banku wobec klientów.

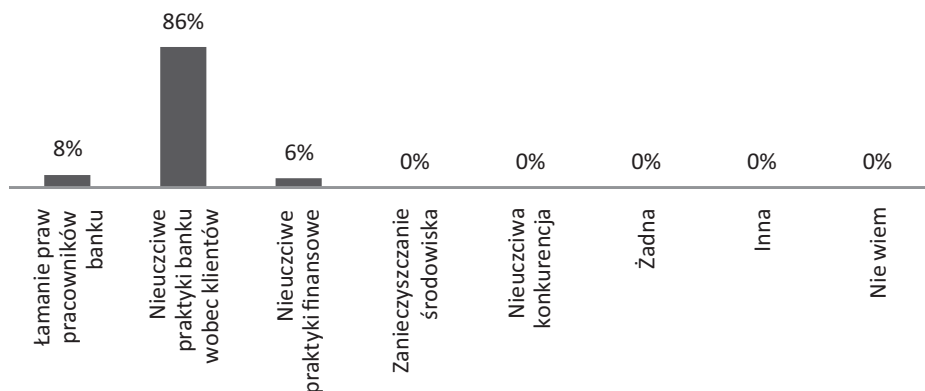
Dla 8% osób ważniejsza byłaby informacja o łamaniu praw pracowników tej instytucji. Tylko 6% badanych powód do rezygnacji z usług banku widzi w jego nieuczciwych praktykach finansowych. Zanieczyszczenie środowiska oraz





**RYSUNEK 5.** Opinia klientów banków spółdzielczych na temat potrzeby informowania przez bank o działaniach z zakresu CSR (% ankietowanych)

Źródło: Badania własne.

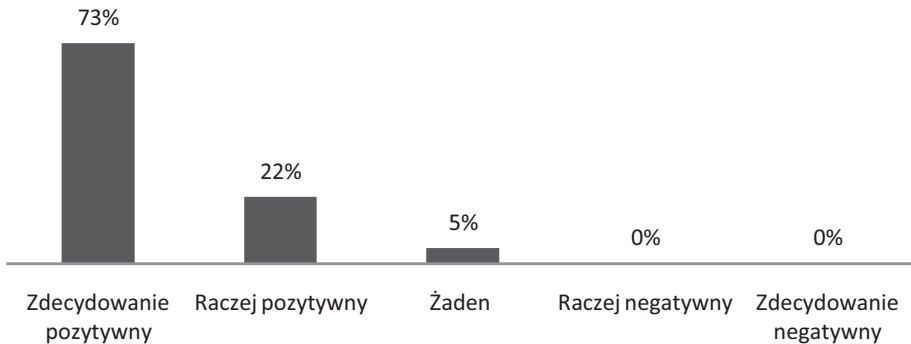


**RYSUNEK 6.** Czynniki mogące wpłynąć na rezygnację przez klientów banków spółdzielczych z korzystania z jego usług (% ankietowanych)

Źródło: Badania własne.

nieuczciwa konkurencja dla żadnego z ankietowanych nie stanowi głównej przyczyny rezygnacji.

Kwestionariusz ankiety zawierał, także pytanie o wpływ idei CSR na wizerunek banku. W koncepcji CSR większość respondentów widzi pozytywny wpływ na wizerunek banku. 73% ankietowanych jest zwolennikiem opcji „zdecydowanie pozytywny”, a 22 % zaznaczyło odpowiedź „raczej pozytywny”. Tylko 5% osób nie dostrzegło w takim działaniu żadnych konsekwencji. Żadna z osób nie zauważyła natomiast negatywnego wpływu tej koncepcji na wizerunek banku (rysunek 7).



**RYSUNEK 7.** Wpływ koncepcji CSR na wizerunek banku

Źródło: Badania własne.

## WNIOSKI

Współcześnie w warunkach dużej konkurencyjności pozytywny wizerunek staje się istotnym narzędziem walki konkurencyjnej. Wyróżnia on organizację, oddziałuje na decyzje nabywców dotyczące produktów przedsiębiorstwa, co w efekcie decyduje o sukcesie firmy. Posiadanie rozpoznawalnego wizerunku umożliwi instytucji uniknąć problemu anonimowości. Zbudowanie wizerunku oraz prawidłowe nim zarządzanie jest w obecnych czasach koniecznością. Literatura oraz praktyka wskazuje wielu narzędzi, które mogą być stosowane w procesie budowania wizerunku podmiotu gospodarczego. Jednym z takich instrumentów stały się w ostatnich latach działania z zakresu odpowiedzialności społecznej biznesu (CSR).

Celem badań było określenie wpływu zastosowania narzędzi CSR w procesie kreowania wizerunku banku spółdzielczego. Przeprowadzone badania miały charakter fragmentaryczny, dlatego też uzyskane wyniki nie mogą stanowić uogólnień na całą populację banków spółdzielczych i ich klientów. Nie mniej uzyskane wyniki mogą stanowić istotne źródło informacji dla zarządzających bankami spółdzielczymi.

Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

- Przeprowadzone badania wykazały, że stosowanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu przez bank spółdzielczy wpływa pozytywnie na jego wizerunek w środowisku lokalnym.
- W opinii klientów badanych banków spółdzielczych społecznie odpowiedzialny bank to taki, który przede wszystkim dba o dobro klienta. Dodatkowo stwierdzono, że dla klientów banków spółdzielczych ważne są przede wszystkim te działania, które bezpośrednio ich dotyczą.



- Warto zauważyć, że mimo świadomości klientów banków spółdzielczych w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu klienci banków spółdzielczych nie są zdecydowani zapłacić więcej za produkt lub usługę banku uważanego powszechnie za społecznie odpowiedzialny.

Mając na uwadze wyniki badań, stwierdzono, że klienci badanych banków spółdzielczych wykazują się dużym stopniem świadomości w zakresie istotnego wpływu narzędzi CSR na proces kreowania wizerunku banku. Warte podkreślenia jest to, że informacje o społecznym zaangażowaniu banków w niewielkim stopniu wpływają na decyzje klientów odnośnie nawiązania współpracy z wybranym bankiem, ale istotnym aspektem jest ogólny wizerunek banku, który w dużym stopniu kreowany jest przez narzędzia udostępnione bankom w ramach koncepcji CSR.

## Spis literatury

- ADAMCZYK J. 2009: Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- BARGIEŁ D. 2011: Stosowanie narzędzi biznesu odpowiedzialnego społecznie w dążeniu do rozwoju społeczno-ekonomicznego, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy 20, Rzeszów, s. 70–77.
- CARROLL A.B., BUCHHOLTZ A.K. 2003: Business & Society: Ethics and Stakeholder Management, Thomson Learning, South – Western College.
- GASPARSKI W., LEWICKA-STRZAŁECKA A., ROK B., SZULCZEWSKI G. 2004: Odpowiedzialność społeczna i etyka biznesu w polskim życiu gospodarczym, Wydawnictwo IFIS PAN, Warszawa.
- GOSTOMSKI E. 2009: Społeczna odpowiedzialność banków w dobie kryzysu finansowego (w:) Społeczna odpowiedzialność instytucji finansowych, (red.) M. Bąk, P. Kulawczuk, Instytut Badań nad Demokracją i Przedsiębiorstwem Prywatnym, Warszawa.
- KORENIK D. 2013: Znaczenie społecznej odpowiedzialności banku w teorii i praktyce bankowej, Zarządzanie i Finanse 2/1, s. 308–320.
- LEOŃSKI W. 2015: Koncepcja CSR w polskim sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Studia Ekonomiczne 229, Katowice, s. 92–102.
- NAKONIECZNA J. 2008: Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych, Difin, Warszawa.
- PAETZOLD K. 2010: Corporate Social Responsibility (CSR): An International Marketing Approach, Diplomica Verlag, Hamburg.
- RYBAK M. 2004: Etyka menedżera – Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- ZIÓŁKOWSKA E. 2013: Idea Corporate Social Responsibility jako przykład społecznych aspektów funkcjonowania sektora bankowego przez pryzmat odpowiedzialności

banków za kryzys subprime, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów 127, s. 127–148.

ŻELAZNA-BLICHAZ A. 2013: Społeczna odpowiedzialność w procesie gospodarowania a zrównoważona produkcja i konsumpcja, Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin.

### **APPLICATION OF CSR TOOLS IN THE PROCESS OF IMAGE CREATION IN COOPERATIVE**

**Abstract.** The research was determining the significance of the tools used by the cooperative banks under the concept of Socially Responsible Business to create their own image in the local market. The questionnaire survey was conducted in the first half of 2016 at group of 600 clients of cooperative banks. The research showed that in the case of Polish cooperative banks the concept of corporate social responsibility has a positive effect on their image. What more socially responsible banks gets a lots of benefits for them and for the environment and the community, in which they operate.

**Key words:** Socially Responsible Business, cooperative bank, image, benefit



