

# MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 260

---

Dostęp do kredytów bankowych dla przedsiębiorstw  
w krajach Europy Południowo-Wschodniej podczas  
międzynarodowego kryzysu finansowego

---

Aleksander Leicht

Warszawa, 2011 r.

---

Projekt graficzny:  
Oliwka s.c.

Skład i druk:  
Drukarnia NBP

Wydął:  
Narodowy Bank Polski  
Departament Edukacji i Wydawnictw  
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21  
tel. 22 653 23 35, fax 22 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2011

Materiały i Studia są rozprowadzane bezpłatnie

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

---

---

## Spis treści

---

Spis rysunków, tabel i grafów .....	4
Spis skrótów .....	5
Streszczenie .....	6
Wstęp .....	7
<b>1. GŁÓWNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW W KRAJACH EUROPY POŁUDNIOWO-WSCHODNIEJ .....</b>	<b>11</b>
1.1. Niski stopień płynności oraz sprawności bałkańskich rynków kapitałowych jako czynnik ograniczający dostęp do kapitałowych źródeł finansowania ...	13
1.2. Kredyt bankowy jako główne zewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstw w krajach Europy Południowo-Wschodniej .....	17
<b>2. ROLA SYSTEMU BANKOWEGO W KRAJACH EUROPY POŁUDNIOWO-WSCHODNIEJ .....</b>	<b>20</b>
2.1. Restrukturyzacja systemu bankowego za pomocą procesów prywatyzacji oraz postępującej liberalizacji rynków – wejście międzynarodowych grup bankowych .....	21
2.2. Ilościowe oraz jakościowe zmiany w zarządzaniu aktywami bankowymi wynikające z obecności banków zagranicznych w Europie Południowo- Wschodniej .....	24
2.3. Wysoki poziom ryzyka finansowego jako czynnik ograniczający dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw .....	28
<b>3. REPERKUSJE ŚWIATOWEGO KRYZYSU FINANSOWEGO NA RYNKACH BANKOWYCH KRAJÓW EUROPY POŁUDNIOWO-WSCHODNIEJ .....</b>	<b>33</b>
3.1. Zacołanie rynków finansowych oraz ich kontrolowany rozwój wynikający z polityki ostrożnościowej banków centralnych jako czynniki hamujące pęcznienie bańki spekulacyjnej .....	35
3.2. <i>Contagion effect</i> oraz chwilowe zachwianie stabilności rynków bankowych .....	38
3.3. Skuteczna interwencja rządowa i międzynarodowa na rynkach bankowych chroniąca dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw .....	42
Podsumowanie .....	47
Bibliografia .....	50
Załączniki .....	54

---

## Spis tabel i wykresów

---

<b>Tabela 1.</b> Roczna wartość inwestycji typu <i>private equity</i> w krajach Europy Środkowej i Wschodniej .....	15
<b>Tabela 2.</b> Wartość i rodzaj inwestycji typu <i>venture capital</i> w Europie Środkowej i Wschodniej w 2008 r. ....	16
<b>Tabela 3.</b> Bariery w uzyskaniu pożyczki bankowej przez MiSP (2009 r.) .....	18
<b>Tabela 4.</b> Zestawienie największych banków zagranicznych regionu w 2008 r. ....	24
<b>Tabela 5.</b> Rozwój spreadu stóp procentowych w krajach bałkańskich .....	25
<b>Tabela 6.</b> Infrastruktura bankowa w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej .....	26
<b>Wykres 1.</b> Problemy z uzyskaniem zewnętrznych środków na finansowanie działalności gospodarczej w krajach Europy Południowo-Wschodniej (2007–2008) .....	12
<b>Wykres 2.</b> Giełdy papierów wartościowych w krajach Europy Południowo-Wschodniej .....	14
<b>Wykres 3.</b> Udział sektora bankowego w realizowaniu potrzeb finansowych przedsiębiorstw na Bałkanach w 2009 r. ....	17
<b>Wykres 4.</b> Porównanie struktury własnościowej sektora bankowego w wybranych krajach CEE .....	24
<b>Wykres 5.</b> Infrastruktura bankowa na poziomie regionalnym w Macedonii .....	26
<b>Wykres 6.</b> Udział pożyczek walutowych w rynku kredytowym krajów Europy Środkowo-Wschodniej .....	29
<b>Wykres 7.</b> Rozwój poziomu kredytów a depozytów bankowych .....	30
<b>Wykres 8.</b> Udział kredytów zagrożonych w stosunku do ogółu udzielonych kredytów .....	31
<b>Wykres 9.</b> Wartość kredytów hipotecznych wyrażona w stosunku do PKB .....	36
<b>Wykres 10.</b> Współczynnik wypłacalności w wybranych krajach Europy Południowo-Wschodniej (grudzień 2008) .....	38
<b>Wykres 11.</b> Poziom międzynarodowych pożyczek bankowych w 2008 r. – wyniki rozwijające się <i>versus</i> Europa .....	39
<b>Wykres 12.</b> Poziomu zaufania do banków w Europie Środkowej i Wschodniej w latach 2007–2009 .....	40
<b>Wykres 13.</b> Wskaźniki transformacyjne w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej .....	45

---

## Spis skrótów

---

- ABS** – papiery wartościowe zabezpieczone aktywami  
(z ang. *asset backed securities*)
- BHFM** – Filie Grupy Bankowej Société Générale, działające poza obrebnem Francji  
(z fr. *Banque Hors France Métropolitaine*)
- BS** – Bank Światowy
- CDO** – zabezpieczone obligacje dłużne (z ang. *collateralized debt obligations*)
- CEE** – Europa Środkowo-Wschodnia (z ang. *Central-Eastern Europe*)
- CIS** – Wspólnota Niepodległych Państw  
(z ang. *CIS – Commonwealth of Independent States*)
- EBRD** – Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju  
(z ang. *European Bank for Reconstruction and Development*)
- FDI** – Zagraniczne Inwestycje Bezpośrednie (z ang. *Foreign Direct Investments*)
- IPO** – pierwotna emisja akcji (z ang. *Initial Public Offering*)
- MiSP** – małe i średnie przedsiębiorstwa (ang. *SMEs – Small and Medium Enterprises*)
- MPS** – papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką (z ang. *mortgage backed securities*)
- MFW** – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
- NPL** – kredyt zagrożony (z ang. *non-performing loan*)
- NUK** – Nowa Umowa Kapitałowa
- OECD** – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju  
(z ang. *Organization for Economic Cooperation and Development*)
- PKB** – produkt krajowy brutto
- ROCE** – zwrot z zaangażowanego kapitału (z ang. *Return on Capital Employed*)
- SEE** – Europa Południowo-Wschodnia (z ang. *South-Eastern Europe*)
- SEO** – powtórna emisja akcji (z ang. *Seasoned Equity Offering*)
- UE** – Unia Europejska
- VAT** – podatek od towarów i usług
- VC** – inwestowanie ryzykowne (z ang. *Venture Capital*)

---

## STRESZCZENIE

---

Artykuł ocenia wpływ międzynarodowego kryzysu finansowego na dostęp do środków finansowania, a w szczególności kredytu bankowego, dla przedsiębiorstw z krajów Europy Południowo-Wschodniej. Przeprowadzona analiza ukazuje zmiany ilościowe oraz jakościowe, jakie zaszły w sektorze bankowym na Bałkanach, w wyniku wejścia na rynki międzynarodowych grup bankowych. Przy jednoczesnej restrykcyjnej polityce monetarnej i słabym rozwoju rynków kapitałowych wytworzyło to swoisty bufor chroniący przed wystąpieniem pierwszej fazy kryzysu finansowego i utrzymało płynność finansową sektora bankowego. Niemniej jednak, z uwagi na spadek globalnego popytu oraz zawirowania na rynkach produktów podstawowych, przy dużej otwartości gospodarek krajów Europy Południowo-Wschodniej, pogorszyła się sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw bałkańskich, co w ocenie banków obniżyło ich zdolność kredytową i skutkowało odmową przydzielenia nowych linii kredytowych. Chwilowe zachwianie stabilności sektora bankowego, nasilone spadkiem poziomu depozytów, uspokoiły antykryzysowe pakiety rządowe, które wsparte przez instytucje międzynarodowe, zagwarantowały ciągłość linii kredytowych i pomoc finansową dla przedsiębiorstw dotkniętych kryzysem, hamując w ten sposób dalsze rozprzestrzenianie się kryzysu.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, sektor bankowy na Bałkanach, dostęp do środków finansowych, źródła finansowania przedsiębiorstw

Sygnatury JEL: E58, E65, G21, G28, G32

---

## WSTĘP

---

Liczne badania empiryczne wykazują, że sprawnie funkcjonujące rynki finansowe, gwarantujące dostęp do funduszy dla przedsiębiorstw oraz osób prywatnych, przyczyniają się do pobudzenia wzrostu gospodarczego, zwiększenia możliwości dochodowych oraz zmniejszenia poziomu ubóstwa<sup>1</sup>. Jednakże w wielu krajach brak dostępu do źródeł finansowania ogranicza rozwój sektora prywatnego. Firmy, którym odmówiono funduszy, rezygnują z realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych, co w dalszym stopniu wpływa na ogólny stan gospodarki. Niewykorzystany potencjał gospodarczy wynikający z problemów w finansowaniu inwestycji skutkuje ograniczeniem wpływów podatkowych do budżetu, pogorszeniem sytuacji na rynku pracy oraz zmniejszeniem poziomu innowacyjności gospodarek, napędzając spiralę hamującą rozwój. Podatek od osób prawnych, będący częścią dochodów, które przedsiębiorstwa i inne osoby prawne muszą przekazać na rzecz budżetu państwa, obok podatku od towarów i usług (VAT) oraz podatku od osób fizycznych stanowi ważne źródło dochodów budżetowych. Utracone w wyniku braku dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania inwestycje to niższe dochody z działalności przedsiębiorstw, a zarazem ograniczone wpływy do budżetu państwa. Przy niższych przychodach firmy, dla zachowania swojej rentowności, będą zazwyczaj prowadziły politykę ograniczania kosztów działalności, której jednym z elementów są koszty osobowe. Dlatego też zahamowanie inwestycji ogranicza popyt przedsiębiorstw na nowych pracowników, a w najgorszym przypadku prowadzi do zwolnień, pogarszając sytuację na rynku pracy. Ostatecznie rozwój gospodarczy a zarazem postęp cywilizacyjny wynikają w dużej mierze ze zwiększenia nakładów na badania, które dla części z przedsiębiorstw stanowią zasadniczą część wydatków inwestycyjnych. Ograniczając inwestycje, firmy zmniejszają nakłady na badania i rozwój, co negatywnie wpływa na poziom innowacyjności gospodarek i wzrost gospodarczy.

Problem dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania przejawia się w formie:

- fizycznego braku produktów finansowych oferowanych przez rynki, lub ich ograniczonej liczbie,
- wysokiego kosztu uzyskania wsparcia finansowego, nieproporcjonalnego do realnego stopnia ryzyka reprezentowanego przez przedsiębiorstwa,
- skomplikowanych procedur biurokratycznych, wynikających z mnogości dokumentów wymaganych przez instytucje finansowe,
- braków infrastrukturalnych powodujących nierównomierne rozlokowanie kapitału, koncentrującego swoją działalność jedynie w streficznych ośrodkach miejskich,
- niestosownych rozwiązań prawnych ograniczających rozwój rynków finansowych.

Likwidowanie barier stojących przed przedsiębiorstwami w uzyskaniu zewnętrznych źródeł finansowania jest istotnym wyzwaniem dla organów państwowych. Ma ono szczególne znaczenie w krajach rozwijających się, gdzie stosowane praktyki odbiegają niekiedy od norm i standardów przyjętych przez kraje rozwinięte, a dostęp do funduszy jest problemem, z którym przedsiębiorstwa muszą radzić sobie w codziennej działalności operacyjnej.

Niniejsza publikacja przedstawia problem dostępu do zewnętrznych środków finansowych, a zwłaszcza do kredytu bankowego, będącego najbardziej powszechną formą finansowania w krajach Europy Południowo-Wschodniej. Celem dokonanych analiz jest

---

<sup>1</sup> World Bank Policy Research Report (2008): *Finance for All?*, Rozdział 1. *Access to Finance and Development: Theory and Measurement*.

zbadał wpływ międzynarodowego kryzysu finansowego, który zachwiał stabilnością światowej gospodarki, na dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw w omawianym regionie.

Przy analizowaniu dostępu do zewnętrznych środków finansowania posłużono się definicją przyjętą przez Bank Światowy<sup>2</sup>, według której integracja finansowa czy też szeroki dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania są tożsame z brakiem cenowych oraz jakościowych barier w stosowaniu usług finansowych, a przyznawanie funduszy odbywa się na podstawie realnej zdolności kredytowej podmiotu gospodarczego i przebiega w środowisku silnie konkurencyjnym, przy wykorzystaniu najwyższych standardów finansowych i dostępnych technologii. W konsekwencji „poprawa dostępu do środków finansowania rozumiana jest jako poprawa warunków, w jakich usługi finansowe dostępne są dla wszystkich, przy rozsądnej cenie”. Dostęp do źródeł finansowania, mimo że w dużym stopniu pokrywa się z pojęciem zużycia środków finansowych, nie jest z nim jednak tożsamy. Termin dostępu odnosi się w istocie do podaży produktów finansowych na rynkach, wykluczając całkowicie aspekt popytu, będący elementem definicji użycia środków finansowych. Dlatego też, analizując dostęp do zewnętrznych środków finansowania, celowo pominięto analizę dobrowolnej rezygnacji podmiotów gospodarczych z ubiegania się o fundusze zewnętrzne, która może być dyktowana czynnikami osobowościowymi, kulturowymi lub religijnymi.

Próbie zdefiniowania kryzysu finansowego podjęła prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska z Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Według autorki artykułu „Kryzysy bankowe – zagadnienia ogólne”<sup>3</sup> w większości przypadków kryzysy finansowe, z uwagi na znaczącą rolę banków jako pośredników finansowych, będą utożsamiane z kryzysami bankowymi rozumianymi jako „sytuacja, w której znaczna część sektora bankowego traci bezpieczeństwo”, a także dochodzi do „wzrostu należności zagrożonych oraz powstania strat w sektorze bankowym”. Niemniej jednak, zgodnie z definicją ww. autorki, pojęcie kryzysu finansowego jest pojęciem szerszym, gdyż obejmuje wszystkich uczestników rynków finansowych. Dlatego też kryzys finansowy można rozumieć jako wszelkiego rodzaju zaburzenia występujące w funkcjonowaniu rynków finansowych prowadzące do upadłości części instytucji finansowych, istotnych strat całego sektora, a także obniżenia poziomu zaufania podmiotów gospodarczych, którego skutkiem może być wystąpienie fali paniki finansowej. Istnieją różne rodzaje kryzysów finansowych, do których zaliczyć można kryzysy bankowe, walutowe oraz wywołane nadmiernym zadłużeniem zagranicznym państwa.

Jeżeli chodzi natomiast o pojęcie Europy Południowo-Wschodniej (*South Eastern Europe – SEE*), zwanej też Bałkanami, z uwagi na geograficzne położenie krajów wchodzących w jej skład, jest to region silnie zróżnicowany etnicznie, kulturowo oraz gospodarczo. Charakter mieszanki kulturowo-etnicznej, będącej elementem wspólnym dla całego regionu, najlepiej oddaje termin „kotła bałkańskiego”. Historia regionu, mimo że zapisana licznymi konfliktami narodowościowymi, pozwoliła jednocześnie na penetrację kulturową i interferencję językową między narodami zamieszkującymi Bałkany, a w konsekwencji wytworzenie jedynej w swoim rodzaju subkultury regionu opartej na wspólnym dziedzictwie, gdzie bardzo silnym uczuciom patriotyczno-nacjonalistycznym towarzyszy zarazem poczucie wspólnej przynależności grupowej. Zjawisko to zostało określone przez etnologów i socjologów pojęciem tygla kulturowego<sup>4</sup>. We współczesnej terminologii coraz częściej używa się pojęcia Europy Południowo-Wschodniej, a także Bałkanów Zachodnich (*Western Balkans*), wyłączając w ten sposób z grupy analizowanych krajów Słowenię, Grecję, Rumunię oraz Bułgarię, które pod koniec XX wieku znacząco wyróżniły się ekonomicznie w stosunku do reszty regionu, czego dowodem było stopniowe przystępowanie tych państw do Unii Europejskiej. Kraje te prezentują obecnie inny stopień roz-

<sup>2</sup> Zob. przypis 1.

<sup>3</sup> Zob. <http://prawo.uni.wroc.pl/~kwasnicki/EkonLit1/Kryzysy%20bankowe.pdf>.

<sup>4</sup> Tygiel kulturowy jak opisuje Jerzy Nikitrowicz w swojej książce „Pogranicze. Tożsamość. Edukacja międzykulturowa” to swoista mieszanka kulturowa, „w której człowiek poddany edukacji międzykulturowej zdola przekształcić koncepcję swój-obcy na swój-inny, nadając jej neutralny czy pozytywny sens”.



woju gospodarczego niż reszta regionu, a dotyczące je problemy natury finansowej są w wielu przypadkach rozwiązywane centralnie na poziomie unijnym, co wynika z przepisów rynku wewnętrznego. W konsekwencji państwa te zostały wykluczone z ujęcia porównawczego niniejszej publikacji, a pojęcie Europy Południowo-Wschodniej odnosi się jedynie do następujących państw: Albanii, Bośni i Hercegowiny, Chorwacji, Czarnogóry, Kosowa<sup>5</sup>, Macedonii oraz Serbii. Spośród wymienionych krajów Chorwacja oraz Macedonia rozpoczęły już proces negocjacyjny z UE, a Serbia, Albania oraz Czarnogóra złożyły oficjalne wnioski o rozpoczęcie negocjacji, natomiast Bośnia i Hercegowina oraz Kosowo zostały uznane przez UE jako potencjalni kandydaci. Ich relacje znajdują się obecnie w fazie przednegocjacyjnej. Mimo zróżnicowanego poziomu zamożności omawiane kraje wykazują podobny stopień rozwoju gospodarczego. Wszystkie z analizowanych państw zaliczyć można do krajów rozwijających się o stosunkowo małych rynkach wewnętrznych i silnych relacjach handlowych z krajami europejskimi. Ponadto z uwagi na późno rozpoczętą transformację ustrojową oraz przedłużający się proces integracji europejskiej kraje te często traktowane są przez inwestorów w ujęciu zagregowanym. Niemniej jednak celem niniejszej pracy, poza wyodrębnieniem wspólnych problematyk natury finansowej i prowadzenia analizy porównawczej, jest wskazanie na występujące różnice w dostępności kredytu dla przedsiębiorstw.

W niniejszej pracy region SEE jest wielokrotnie porównywany do krajów Europy Środkowo-Wschodniej (*Central Eastern Europe – CEE*), tj. ośmiu państw, które w 2004 r. przystąpiły do Unii Europejskiej, czyli Czechy, Estonia, Litwa, Łotwa, Polska, Słowacja, Słowenia oraz Węgry. Termin Europy Środkowej i Wschodniej używany jest natomiast w odniesieniu do ogółu państw SEE, CEE oraz krajów wchodzących w skład Wspólnoty Niepodległych Państw (CIS).

Jak wynika z opublikowanego przez Bank Światowy raportu<sup>6</sup>, okres 2003–2008 charakteryzował się dla krajów Europy Południowo-Wschodniej wysokim tempem wzrostu gospodarczego przekraczającym w większości państw 5%. Wzrost, któremu towarzyszył jednocześnie ogólny postęp i rozwój ekonomiczny wynikający z procesu integracji europejskiej, był jednak w zasadniczym stopniu kierowany wzmożoną działalnością zagranicznych inwestorów. Drastyczny spadek wartości inwestycji w momencie wybuchu światowego kryzysu gospodarczego rzutował na sytuację ekonomiczną analizowanych krajów<sup>7</sup>. W celu uniknięcia w przyszłości tak dużej zależności wzrostu gospodarczego od bezpośrednich inwestycji zagranicznych, powodujących niekiedy zjawisko przegrzania (ang. *overheating*), ważne jest zapewnienie dogodnych warunków rozwojowych dla lokalnych przedsiębiorstw, których wartość produkcyjna oraz inwestycyjna może napędzać gospodarkę i stać się istotnym czynnikiem postępu ekonomicznego. Warunki te mogą być zagwarantowane jedynie przy sprawnie działających rynkach finansowych zapewniających dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania, będących przedmiotem niniejszej publikacji.

W niniejszym artykule udowodniono tezę, że ogół zmian ilościowych oraz jakościowych w dostępie do zewnętrznych środków finansowania, a zwłaszcza wynikających z wejścia na rynki finansowe krajów Europy Południowo-Wschodniej międzynarodowych banków detalicznych – przy jednoczesnej restrykcyjnej polityce monetarnej prowadzonej przez banki centralne państw regionu oraz kontrolowanym wzroście zadłużenia spowodowanym również częściowym zacofaniem rynków finansowych – pozwolił na uniknięcie wytworzenia się bańki spekulacyjnej i wystąpienia pierwszej fali wstrząsów. W przeciwnieństwie do rynków zachodnich została zachowana płynność kapitału bankowego, gwarantując utrzymanie dostępu do kredytu dla przedsiębiorstw na poziomie zbliżonym

<sup>5</sup> Problem uznawalności niepodległości Kosowa jest nie do końca rozstrzygnięty z uwagi na jednostronny charakter deklaracji. Mimo braku oficjalnej deklaracji ONZ odnośnie do niepodległości Kosowa, jest ono uznawane jako niezależne państwo przez 65 krajów, w tym większość państw UE, a od 26 lutego 2008 roku również przez Polskę.

<sup>6</sup> „*Western Balkan Integration and the EU. An Agenda for Trade and Growth*”, Bank Światowy, 2008.

<sup>7</sup> Patrz Załączniki – 1. Wzrost gospodarczy w krajach SEE w latach 2007–2009 oraz 2. Stosunek bezpośrednich inwestycji zagranicznych do wartości PKB.

do okresu z przed wybuchu światowego kryzysu. Niemniej jednak otwarcie gospodarek bałkańskich na rynki międzynarodowe przy obniżonym popycie globalnym oraz spadku cen produktów podstawowych spowodowało pogorszenie sytuacji gospodarczej wielu przedsiębiorstw, a w konsekwencji obniżenie ich zdolności kredytowej w ocenie banków i odmowę przydzielenia nowych funduszy na finansowanie działalności bieżącej. Sytuacja ta, pogorszona częściową paniką na rynkach i spadkiem poziomu depozytów, wymagała skutecznej interwencji rządowej, która nastąpiła w dużym stopniu dzięki zdecydowanym działaniom podjętym przez instytucje międzynarodowe, gwarantującym kontynuację udostępniania nowych linii kredytowych oraz dofinansowanie dla przedsiębiorstw, które najbardziej ucierpiały z powodu zawirowań rynkowych.

W rozdziale pierwszym zostały opisane główne źródła finansowania przedsiębiorstw w krajach Europy Południowo-Wschodniej. Zaprezentowano w nim ogół produktów dostępnych dla przedsiębiorstw chcących uzyskać fundusze pochodzące od podmiotów zewnętrznych. Opisany został również brak skuteczności bałkańskich rynków kapitałowych, których mały rozmiar i niski stopień płynności jest istotną barierą dla przedsiębiorstw szukających zewnętrznego finansowania, czyniąc jednocześnie kredyt bankowy głównym zewnętrznym źródłem finansowania dla firm w Europie Południowo-Wschodniej.

Rozdział drugi odnosi się do roli systemu bankowego w krajach bałkańskich, opisując związany z prywatyzacją ogół zmian, jakie zaszły w sektorze bankowym państw regionu, prowadzących do zdominowania rynków finansowych przez międzynarodowe grupy bankowe. W rozdziale tym zaprezentowano również pozytywny wpływ banków międzynarodowych na ilościowe oraz jakościowe podejście do finansowania kredytem, czyniąc łatwiejszym dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania dla przedsiębiorstw. Jednakże zauważono również, że poziom ocenianego przez banki bałkańskie ryzyka, jak i stopień wymaganych zabezpieczeń, wynikały raczej z ostrożności finansowej, niż realnej sytuacji przedsiębiorstw, co powodowało wzrost kosztów uzyskania pożyczek bankowych, ograniczając rozwój rynków kredytowych na Bałkanach.

Rozdział trzeci poświęcony został reperkusjom światowego kryzysu finansowego na rynkach bałkańskich. Mimo zadowalającego poziomu płynności finansowej przez banki krajów Europy Południowo-Wschodniej, pozwalającej na dalsze finansowanie linii kredytowych udzielonych firmom, dochody przedsiębiorstw krajów bałkańskich, z uwagi na duże otwarcie gospodarek i ich zależność od sytuacji na rynkach zagranicznych, uległy istotnemu pogorszeniu, stymulując dodatkowy popyt na kredyt bankowy, który nie mógł zostać zrealizowany, co spowodowało chwilowe zachwianie stabilności rynków finansowych na Bałkanach. Jednocześnie zacofanie na rynkach finansowych oraz restrykcyjna polityka banków centralnych uniemożliwiły nadmierne zadłużenie podmiotów gospodarczych, co pomogło uchronić rynki finansowe regionu przed załamaniem. Ostatecznie istotne znaczenie odegrała również interwencja rządowa oraz międzynarodowa, która ustabilizowała sytuację na rynkach bałkańskich i pozwoliła na podjęcie skutecznych działań zwalczających kryzys, przywracając zaufanie rynkom i normalizując kwestię dostępu do kredytu bankowego dla przedsiębiorstw.

## 1

## Główne źródła finansowania przedsiębiorstw w krajach Europy Południowo-Wschodniej

1

Zapotrzebowanie na fundusze towarzyszy firmom już od momentu ich założenia, a narasta w całym okresie działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. W finansowaniu działalności firmy mają do dyspozycji środki wewnętrzne oraz zewnętrzne.

Środki wewnętrzne określają kapitał wniesiony przez właściciela w momencie założenia firmy, powiększony o fundusze wynikłe z nierozdysponowanego zysku netto, tzw. samofinansowania oraz z zarządzania majątkiem firmy tzw. zwolnienia kapitału<sup>8</sup>.

Środki zewnętrzne będą miały zasadniczo dwojaki charakter: środki zewnętrzne będące elementem kapitału własnego przedsiębiorstwa, a pochodzące od partnerów finansowych lub innych udziałowców (finansowanie majątkowe) oraz środki zewnętrzne, których źródłem są zobowiązania wobec wierzycieli firmy (finansowanie kredytowe).

W celu zaspokojenia zobowiązań firmy wynikających z jej działalności konieczne jest skuteczne zarządzania źródłami finansowania oraz ich odpowiednia dywersyfikacja. W zależności od czasu korzystania z kapitału zewnętrznego wyróżnić należy finansowanie krótkoterminowe, obejmujące zazwyczaj okres do 12 miesięcy, przeznaczone do pokrycia bieżących potrzeb przedsiębiorstwa tzw. zapotrzebowania na kapitał obrotowy oraz finansowanie długoterminowe, tj. powyżej roku, które ma na celu zagwarantowanie rozwoju przedsiębiorstwa i zapewnienia odpowiedniego poziomu inwestycji.

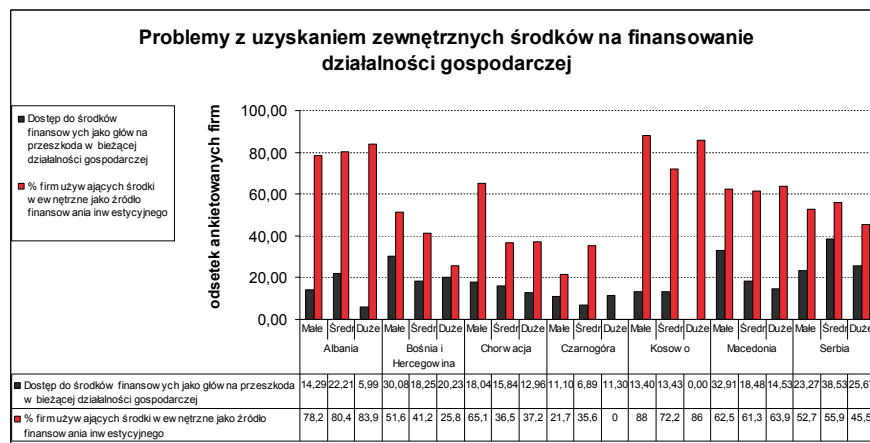
Z uwagi na ograniczoną wielkość funduszy własnych dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania jest warunkiem *sine qua non* sprawnego rozwoju firm. Umożliwia on pozyskanie środków niezbędnych do podejmowania inwestycji takich jak np. zakup sprzętu produkcyjnego oraz rozwój działalności, niezależnie od sytuacji majątkowej właścicieli przedsiębiorstw. W przypadku braku odpowiednich zewnętrznych źródeł finansowania, przedsiębiorcy mają stosunkowo ograniczone pole działania, czego skutkiem może być obniżenie poziomu innowacyjności gospodarek, będącego źródłem wzrostu gospodarczego i postępu cywilizacyjnego. Sprawny i skuteczny dostęp do różnego rodzaju zewnętrznych instrumentów finansowych może w następstwie pobudzać nastroje przedsiębiorcze społeczeństw, promując działalność indywidualną i samozatrudnienie. Ważne jest również, aby przy planowaniu potrzeb finansowych firmy mogły korzystać z różnorodnych źródeł kapitału, dywersyfikując w ten sposób poziom odczuwalnego ryzyka finansowego poprzez dobranie najbardziej optymalnego rozwiązania, gwarantującego maksymalną rentowność inwestycji.

Rozwój rynków finansowych pozwolił na utworzenie wielu instrumentów finansowych zapewniających odpowiedni dobór portfela inwestycyjnego, w zależności od zaistniałych potrzeb i wielkości przedsiębiorstwa. Dostępne produkty różnią się kosztem ich uzyskania, poziomem wymaganych zabezpieczeń, szybkością zapadania decyzji i innymi czynnikami, które przedsiębiorca musi wziąć pod uwagę przy opracowywaniu planu finansowania umożliwiającego zachowanie płynności finansowej oraz dalszy rozwój działalności.

<sup>8</sup> Łukasz Kusak, „Jak wybrać najkorzystniejsze źródło finansowania, ABC finansów”, Serwis Finansowo-Księgowy, 2004.

Jak wynika z danych publikowanych regularnie przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBRD) w ramach *Business Environment and Enterprise Performance Survey*<sup>9</sup>, dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania jest istotną barierą rozwojową dla krajów Europy Południowo-Wschodniej. Aż do 38% przedsiębiorstw (wykres 1), jak w przypadku średnich przedsiębiorstw w Serbii, ankietowanych przez Bank Światowy, deklaruowało niewystarczający dostęp do środków finansowych jako główną przeszkodę w bieżącej działalności gospodarczej. Dane zobrazowane na wykresie 1 pokazują, że problemy z finansowaniem dotyczą w dużo większym stopniu małe przedsiębiorstwa, stanowiące podstawę każdej z gospodarek. Średnio około 15–20% inwestycji w aktywa trwałe pochodzi w przypadku przedsiębiorstw działających na Bałkanach jedynie z funduszy własnych, a w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw (MiSP) fundusze te stanowią nawet do 88% inwestycji, co wskazuje na znamienne różnice w poziomie dostępu do środków finansowania zarówno między analizowanymi krajami, jak i ze względu na wielkość przedsiębiorstwa (wykres 1). Największe problemy z uzyskaniem zewnętrznych środków na finansowanie działalności mają przedsiębiorcy z Albanii oraz Kosowa, zaś najmniejsze firmy z Czarnogóry.

**Wykres 1. Problemy z uzyskaniem zewnętrznych środków na finansowanie działalności gospodarczej w krajach Europy Południowo-Wschodniej (2007–2009)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego – <http://www.enterprisesurveys.org/>.

Dlatego tak ważną kwestią, szczególnie w świetle międzynarodowego kryzysu finansowego, jest dokładne omówienie zewnętrznych źródeł finansowania będących w zasięgu przedsiębiorstw działających na Bałkanach. Rozdział ten obejmuje dostęp (podejście podażowe) do istniejących źródeł finansowania, będący w rzeczywistości tylko jednym z elementów, jakie przedsiębiorstwo musi wziąć pod uwagę w momencie opracowywania planów finansowania zewnętrznego. Celowo zostały pominięte niektóre elementy analizy finansowej tj. koszt pozyskania źródła finansowania oraz ryzyko jego obsługi, które zostaną omówione w następnych rozdziałach, jak również efekt dźwigni finansowej, którego wpływ wynika bezpośrednio z wewnętrznej sytuacji finansowej firmy.

W niniejszym rozdziale poddano dogłębnej analizie sytuację na Bałkanach, gdzie z uwagi na brak rozwiniętych rynków kapitałowych, kredyt bankowy pozostaje *de facto* jedynym źródłem finansowania znajdującym się w dyspozycji przedsiębiorstw.

<sup>9</sup> Zob. <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm>.

### 1.1. Niski stopień płynności oraz sprawności bałkańskich rynków kapitałowych jako czynnik ograniczający dostęp do kapitałowych źródeł finansowania

Jak już zostało wcześniej zauważone poziom dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania zależy w dużej mierze od sprawności funkcjonowania rynków kapitałowych definiowanej zarówno poprzez uwarunkowania natury prawnej, jak i wysokość obrotów. Jak wynika z raportu Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)<sup>10</sup> przejrzystość oraz płynność rynków kapitałowych istotnie sprzyja firmom w pozyskiwaniu funduszy, zmniejszając jednocześnie ich zależność od sektora bankowego. Jednocześnie dostęp do kapitałowych źródeł finansowania pozwala na dywersyfikację ryzyka, obniżając znacząco koszty finansowania.

W przypadku finansowania kapitałowego zasadniczą rolę odgrywać będzie giełda, na której inwestorzy – zarówno prywatni, jak i instytucjonalni – dokonują zakupu i sprzedaży papierów wartościowych, wpływając na wartość obrotów i możliwość uzyskania funduszy ze strony przedsiębiorstw. Natomiast w przypadku pozagiełdowych inwestycji kapitałowych istotne znaczenie ma działalność funduszy inwestycyjnych, a w szczególności funduszy typu *venture capital* oraz aniołów biznesu (ang. *business angels*), gdyż pozwala ona na uzyskanie funduszy niezbędnych do rozwoju dla małych i średnich przedsiębiorstw.

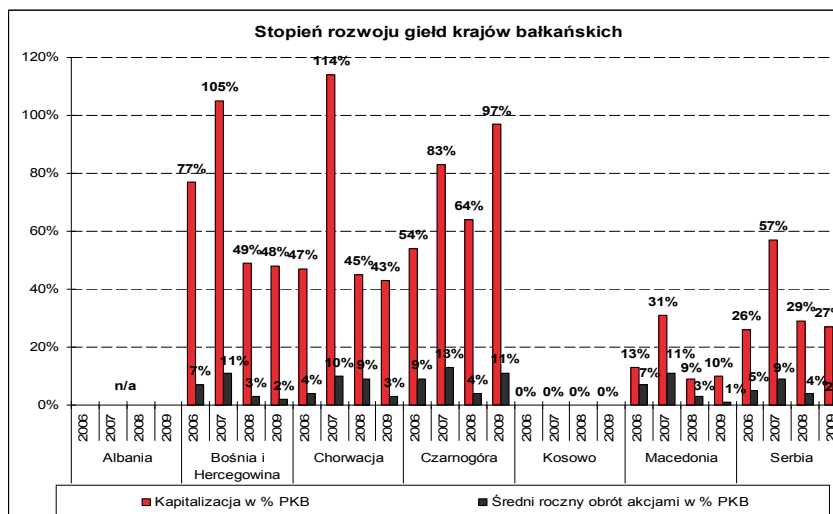
Współczesna historia rynków kapitałowych krajów bałkańskich sięga lat 90., kiedy to miała miejsce pierwsza fala prywatyzacji. Rządy państw regionu w procesie restrukturyzacji gospodarek, a jednocześnie w celu zwiększenia środków budżetowych na prowadzenie niezbędnych reform, zdecydowały się na przekazanie części spółek publicznych we władanie prywatnych inwestorów. Powołanie giełd papierów wartościowych miało unormować oraz usprawnić prywatyzację. Część z państw regionu, z uwagi na istnienie sprawnie działających rynków giełdowych przed nastaniem komunizmu<sup>11</sup>, miała to zadanie ułatwione. Natomiast w innych krajach, na przykład w Albanii, proces tworzenia rynków kapitałowych należało przeprowadzić od stanu zerowego, co wymagało znaczących nakładów pracy i czasu. Giełdę w Tiranie, podobnie jak Macedońską Giełdę Papierów Wartościowych otwarto w 1996 r.<sup>12</sup>, zaś pierwsze notowanie na giełdzie w Sarajewie miało miejsce dopiero w kwietniu 2002 r. Stosunkowo późne utworzenie rynków kapitałowych w krajach Europy Południowo-Wschodniej spowodowało, że ich udział w udostępnianiu funduszy dla przedsiębiorstw jest ciągle znikomy. W dodatku występujące silne wahania w poziomie obrotów świadczące o niskiej dojrzałości rynków (wykres 2) są *de facto* istotną barierą dla firm chcących zbudować strategię inwestycyjną opartą na kapitale giełdowym. W 2009 r. w żadnym z analizowanych krajów poza Czarnogórą stopień kapitalizacji giełd nie przekraczał 50% PKB. Ponadto, jak ukazuje wykres 2, liczba firm notowanych na giełdach państw Europy Południowo-Wschodniej jest znikoma (z wyjątkiem Bośni i Hercegowiny oraz Serbii), co oznacza, że rynki kapitałowe dostępne są jedynie dla nielicznych podmiotów gospodarczych.

<sup>10</sup> *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*, OECD, Paryż 2010.

<sup>11</sup> Pierwsza Belgradzka Giełda Papierów Wartościowych została utworzona już w 1894 r., a działalność giełdy w Zagrzebiu uruchomiono w 1907 r. – informacje pochodzą z [www.feas.org](http://www.feas.org).

<sup>12</sup> Oficjalnie giełda w Skopje została otwarta we wrześniu 1995 r., natomiast *de facto* zaczęła ona funkcjonować dopiero na początku 1996 r. Jeżeli chodzi natomiast o giełdę albańską to status niezależnej instytucji otrzymała dopiero w 2002 r., działając wcześniej w ramach departamentu Banku Narodowego – dane pochodzą z [www.feas.org](http://www.feas.org).

**Wykres 2. Giełdy papierów wartościowych w krajach Europy Południowo-Wschodniej**



	Albania	Bośnia i Hercegowina		Chorwacja	Czarnogóra	Kosowo	Macedonia	Serbia
		Banja Luka	Sarajewo					
data otwarcia	2002	2001	2002	1991	1993	x	1996	1989
liczba notowanych firm w 2009 r.	6	862	529	271	65	0	86	1779

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z Federacji Euroazjatyckich Giełd Papierów Wartościowych. [www.feas.org](http://www.feas.org).

Powyższy wykres wyraźnie świadczy o niskiej płynności bałkańskich rynków kapitałowych, niebędących w stanie zagwarantować funduszy pieniężnych dla przedsiębiorstw, w szczególności dla MiSP.

Rozwiązaniem, które poprawiłoby płynność rynków giełdowych i zwiększyło ich kapitalizację mogłoby być utworzenie giełdy papierów wartościowych o charakterze regionalnym, zrzeszającej państwa bałkańskie lub przyłączenie się giełd narodowych do istniejących już struktur międzynarodowych. Podobne inicjatywy mają już częściowo miejsce w regionie. Istotnym inwestorem w krajach Europy Środkowej jest giełda w Wiedniu, która ma znaczne udziały w giełdzie węgierskiej oraz rumuńskiej. Według doniesień prasowych<sup>13</sup> zarząd giełdy austriackiej zainteresowany był również przejęciem udziałów skarbu państwa w Macedońskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, a od października 2010 r. obie giełdy podpisały umowę o współpracy w zakresie rozpowszechniania danych. W przypadku niemożności utworzenia giełdy o charakterze regionalnym ważną kwestią jest, jak podkreśla raport OECD<sup>14</sup>, umożliwienie firmom lokalnym poszukiwania funduszy na bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Ponadto, w celu zachęcenia inwestorów do lokowania środków pieniężnych na rynkach kapitałowych, władze państwowe mogą wprowadzić różne rozwiązania podatkowe stymulujące inwestycje. Przykładem może być stosowane przez rząd Chorwacji zwolnienie z podatku od zysków pochodzących z inwestycji kapitałowych. Jak zauważono w raporcie

<sup>13</sup> *Macedonian Business Monthly*, Luty 2009, <http://en.wienerborse.at/about/press/pressrelease/joint-dissemination-of-data-macedonia.html>

<sup>14</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

OECD<sup>15</sup>, istotną barierą w rozwoju inwestycji typu *private equity* może być nieregulowany charakter prawny oraz brak specjalnych definicji w kodeksie spółek handlowych dotyczący operacji kapitałowych. Większość państw regionu przyjęła wprawdzie podstawy prawne niezbędne do działalności funduszy inwestycyjnych, ale ich zdefiniowanie pozostaje niekiedy niejasne i może budzić wątpliwości natury prawnej.

Oprócz dużych przedsięwzięć giełdowych mających na celu pomnożenie kapitału zakładowego firmy istnieje również popyt na mniejsze operacje kapitałowe, którego odbiorcami są opisane w pierwszej części fundusze inwestycyjne typu *private equity*. Dostęp do środków finansowych będących wynikiem inwestycji *private equity* dla małych przedsiębiorstw jest ograniczony nawet w krajach, gdzie rynki kapitałowe są dużo bardziej rozwinięte. W przypadku krajów bałkańskich odnotowano aktywność kilku funduszy inwestycyjnych, głównie w Chorwacji oraz Serbii. Jednakże skala inwestycji pozostaje stosunkowo niska (tabela 1), a jej charakter jest sporadyczny i nie wynika ze strategicznych planów inwestycyjnych ani istniejących sieci powiązań typu *private equity*. Potwierdzają to istotne wahania wartości inwestycji kapitałowych w porównaniu rocznym oraz niewielka liczba firm, którym udzielono wsparcia kapitałowego (tabela 1). Wyjątek może stanowić Chorwacja, gdzie utworzono stowarzyszenie zrzeszające działające tam fundusze *private equity*<sup>16</sup>, co może świadczyć o stałym charakterze działalności kapitałowej w tym kraju.

**Tabela 1. Roczna wartość inwestycji typu *private equity* w krajach Europy Środkowej i Wschodniej**

	Wartość inwestycji w tys. euro		Wartość inwestycji w % PKB	
	2007	2008	2007	2008
Bośnia i Hercegowina	754	4 208	0,007%	0,034%
Chorwacja	17 244	100 875	0,046%	0,213%
Czarnogóra	–	19 077	–	0,582%
Macedonia	9 058	0	0,177%	–
Serbia	161 610	8 402	0,548%	0,025%
Czechy	170 250	441 435	0,133%	0,297%
Polska	683 518	627 957	0,222%	0,165%
Węgry	491 367	476 604	0,487%	0,423%
Europa Środkowa i Wschodnia	3 005 162	2 455 610	0,325%	0,209%

Liczba firm będących beneficjentami inwestycji typu <i>private equity</i>							
Chorwacja		Serbia		Inne kraje SEE*		CEE	
2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
8	3	7	3	3	9	204	196

\*BIH, Macedonia, Czarnogóra

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, EVCA CEE Task Force, [http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/CEE\\_Stats\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/CEE_Stats_2008.pdf).

Wartość inwestycji kapitałowych we wczesnej fazie rozwoju firmy (z ang. *venture capital*), będących w rzeczywistości jedyną możliwą formą zinstytucjonalizowanego finansowania kapitałowego dla małych przedsiębiorstw oraz dla startupów, w przypadku krajów bałkańskich nie przekroczyła w 2008 r. 7 mln euro (tabela 2) (dla porównania w samej Bułgarii była ona wyższa). Ponadto większość z tych środków służyła inwestycjom w *venture capital* w późnej fazie, a wartość inwestycji w startupy oraz *seed capital* wyniosła zaledwie 554 tys. euro (tabela 2).

<sup>15</sup> Por. tekst od str. 13.

<sup>16</sup> Chodzi o Croatian Private Equity and Venture Capital Association. Adres strony stowarzyszenia: [www.cvca.ht](http://www.cvca.ht).

**Tabela 2. Wartość i rodzaj inwestycji typu *venture capital* w Europie Środkowej i Wschodniej w 2008 r. w tys. euro**

	<i>Seed</i>	<i>Startup</i>	<i>Venture capital</i> późniejszej fazy	Całkowita wartość inwestycji
Chorwacja	0	0	4 000	4 000
Serbia	0	0	1 300	1 300
Inne kraje SEE*	302	353	658	1 212
Kraje bałtyckie	0	4 093	6 012	10 105
Bułgaria	0	3 771	3 397	7 168
Czechy	0	281	45 690	45 971
Węgry	0	2 017	22 063	24 080
Polska	3 725	14 900	35 687	54 312
* BiH, Macedonia, Czarnogóra				

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, EVCA CEE Task Force, [http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/CEE\\_Stats\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/CEE_Stats_2008.pdf)

Jak wynika z ukazanej na poprzedniej stronie tabeli 1, wartość inwestycji typu *private equity* w krajach Europy Środkowej i Wschodniej odpowiadała w 2008 r. 0,2% PKB regionu, co przy wcześniej omówionej niskiej płynności finansowej rynków giełdowych stawia większość przedsiębiorstw w quasi-całkowitej zależności od finansowania kredytowego.

Aby poprawić sytuację inwestycji kapitałowych, rządy krajów bałkańskich mogą korzystać z programów finansowanych przez Unię Europejską we współpracy z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym oraz Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju, mających na celu promocję operacji typu *private equity*, a w szczególności *venture capital*<sup>17</sup>. Mimo spowolnienia gospodarczego i zawirowań na rynkach finansowych, jak widać na przykładzie Chorwacji, możliwe jest stworzenie warunków stymulujących rozwój inwestycji kapitałowych. W styczniu 2010 r. operujący na terenie kraju fundusz inwestycyjny Nexus Private Equity Partners wykupił udziały w działającej od 2005 r. chorwackiej sieci sklepów Kozmo sprzedających kosmetyki. W sierpniu 2009 r. ten sam fundusz zainwestował w przedsiębiorstwo Promotehna, tworzące wyspecjalizowane części do produkcji samochodów<sup>18</sup>.

Ostatnią z możliwości finansowania kapitałowego (choć niebędącą, z uwagi na nieinstytucjonalny charakter, elementem rynków kapitałowych) są tzw. aniołowie biznesu. Ich obecność w dużym stopniu może ułatwiać rozwój przedsiębiorstwa, gdyż oprócz wsparcia czysto finansowego, gwarantują oni przekazanie zdobytego uprzednio doświadczenia zawodowego oraz kontaktów handlowych. W przypadku krajów bałkańskich sieć aniołów biznesu praktycznie nie występuje. Prywatne inwestycje kapitałowe mają charakter sporadyczny i odpowiadają dużo bardziej swoją naturą kategorii finansowania, której źródłem jest rodzina lub znajomi. Oficjalna sieć aniołów biznesu (CRANE) została utworzona w Chorwacji w czerwcu 2008 r. Mimo to jej działalność skupia się obecnie bardziej na promowaniu idei aniołów biznesu i poszukiwaniu kapitału niezbędnego do realizacji procesu inwestycyjnego niż samego wsparcia finansowego przedsiębiorstw, którego skala jest póki co niewielka<sup>19</sup>.

<sup>17</sup> Przykładem takiego programu może być *Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises (JEREMIE)*, który mimo że skierowany jedynie do państw członkowskich UE, może stanowić podstawę do budowania podobnych struktur finansowych na Bałkanach (<http://www.eif.europa.eu/jeremie/>).

<sup>18</sup> Zob. [http://businessneweurope.eu/story1935/Private\\_equity\\_flows\\_into\\_Croatia](http://businessneweurope.eu/story1935/Private_equity_flows_into_Croatia).

<sup>19</sup> Zob. <http://www.emg.rs/en/news/region/54617.html>.

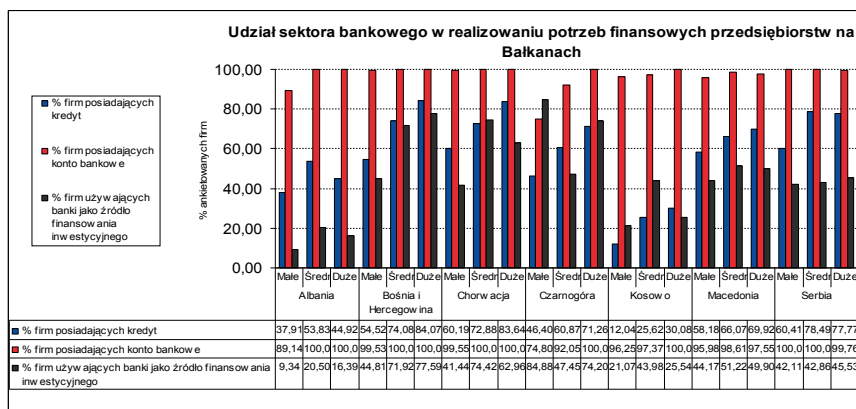


## 1.2. Kredyt bankowy jako główne zewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstw w krajach Europy Południowo-Wschodniej

Jak zostało wykazane w pierwszej części niniejszego rozdziału, w ofertach banków istnieje wiele rodzajów kredytów, o które mogą ubiegać się przedsiębiorstwa. Mając na uwadze tak bogaty portfel produktów bankowych, zróżnicowany ze względu na okres przyznawania kredytu, jego cel, sposób spłacania rat, rodzaj oprocentowania, firmy nie powinny mieć problemu z doбором odpowiedniej oferty, najbardziej odpowiadającej ich bieżącym potrzebom finansowym.

Dostęp do kredytu bankowego pozostaje głównym zewnętrznym źródłem finansowania przedsiębiorstw na Bałkanach. W 2009 r. średnio około 45% inwestycji finansowana był przy pomocy kredytów bankowych (wykres 3), co świadczy o znaczącej roli sektora bankowego w realizowaniu potrzeb rozwojowych firm. Należy zauważyć, że w Albanii oraz Kosowie odsetek ten był dużo niższy, co może wskazywać na utrudniony dostęp do zewnętrznych środków finansowych, będący istotną barierą w rozwoju przedsiębiorstw. Z drugiej zaś strony stosunkowo lepsze wyniki od średniej dla regionu zanotowała Bośnia i Hercegowina, gdzie 54,52% małych, 74,08% średnich oraz 84,07% dużych przedsiębiorstw ma kredyt. Wynikać to może przede wszystkim z rozwiniętego pakietu mikropożyczek oferowanych przez banki w Bośni. Jak zostało wykazane w raporcie opracowanym przez Instytut Williama Davidsona<sup>20</sup>, obecność instytucji finansowych oferujących mikro-kredyt poprawiła w znacznym stopniu dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania dla MiSP, czyniąc Bośnię i Hercegowinę najbardziej dynamicznym rynkiem oferującym usługi mikrokredytu wśród krajów bałkańskich.

**Wykres 3. Udział sektora bankowego w realizowaniu potrzeb finansowych przedsiębiorstw na Bałkanach w 2009 r.**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Banku Światowego (<http://www.enterprisesurveys.org/>).

Dodatkowo średnio około 55% firm operujących na terenie Bałkanów, ankietowanych przez Bank Światowy, ma otwartą linię kredytową, a prawie 100% używa konta bankowego w działaniach operacyjnych (wykres 3). Wyniki te w porównaniu ze średnią dla krajów Europy i Azji Środkowej wskazują, że sektor bankowy trwale wpisał się w krajobraz finansowy przedsiębiorstw na Bałkanach, wyraźnie przeważając nad innymi formami finansowania.

Szukając przyczyn tak dużego udziału kredytu bankowego, wskazywanego w porównaniu z innymi instrumentami jako główne zewnętrzne źródło finansowania na Bałkanach,

<sup>20</sup> Valentina Hartarska, Denis Nadolnyak, *An impact Analysis of Microfinance in Bosnia and Herzegovina*, William Davidson Institute Working Paper 915, grudzień 2007.

analicy OECD<sup>21</sup> zwracają uwagę na dwa zasadnicze czynniki, którymi są dynamiczny rozwój sektora bankowego w przeciągu ostatnich lat, związany z wejściem na rynki bałkańskie międzynarodowego kapitału finansowego (opisany w dalszej części niniejszej pracy) oraz uprzednio wykazana niska sprawność i zacofanie rynków kapitałowych.

Rola kredytu bankowego wydaje się być jeszcze bardziej istotna w przypadku wystąpienia zawirowań na rynkach finansowych, gdyż dostęp do niego pozwala firmom na utrzymanie poziomu aktywności finansowej w momencie, gdy część inwestorów kapitałowych wycofuje się z rynków, a partnerzy handlowi mają trudności z wywiązaniem się z zobowiązań. W konsekwencji brak jakościowych oraz cenowych przeszkód w pozyskiwaniu instrumentów finansowych przy możliwości, odpowiedniego do poziomu ryzyka, doboru rodzaju kredytu pozwala, przynajmniej w krótkim okresie, na poprawę płynności finansowej przedsiębiorstw, przeciwdziałając w ten sposób dalszemu rozprzestrzenianiu się recesji gospodarczej<sup>22</sup>.

Dlatego też jest rzeczą ważną, aby władze państwowe gwarantowały dogodne warunki rozwoju konkurencyjności sektora bankowego, jak również wprowadzały rozwiązania ułatwiające dostęp do kredytu bankowego dla firm, zwłaszcza w przypadkach, gdy dostęp ten jest obciążony licznymi barierami.

Szczególna uwaga powinna być poświęcona małym i średnim przedsiębiorstwom, dla których pozyskanie niezbędnych funduszy jest często kosztowne. MiSP stanowią znaczący potencjał ekonomiczny i społeczny w regionie, gdzie z uwagi na specyfikę poprzedniego ustroju, duże firmy charakteryzowały się niską wydajnością, a społeczeństwo starano się pozbawić przejawów przedsiębiorczości. Małe i średnie przedsiębiorstwa z uwagi na duże ryzyko, jakie stanowią dla banków, oraz niskie przychody w porównaniu z dużymi firmami są w wielu przypadkach pozbawiane szansy na uzyskanie funduszy bankowych<sup>23</sup>, a wymagane przez instytucje bankowe dokumenty i zabezpieczenia kapitałowe (tabela 3) wydłużają proces przyznawania kredytu i istotnie zwiększają jego koszt. Ponadto wszelkiego rodzaju zawirowania na rynkach finansowych dotyczą często w pierwszej kolejności MiSP, które z uwagi na niższą zdolność kredytową i faktyczne zasoby pieniężne, dużo silniej odczuwają skutki racjonowania kredytów.

**Tabela 3. Bariery w uzyskaniu pożyczki bankowej przez MiSP (2009 r.)**

Odsetek MiSP, dla których warunkiem koniecznym uzyskania pożyczki bankowej było zaprezentowanie dodatkowych zabezpieczeń						
Albania	Bośnia i Hercegowina	Chorwacja	Czarnogóra	Kosowo	Macedonia	Serbia
90,81%	76,32%	72,75%	88,42%	82,92%	78,48%	54,77%

Źródło: opracowanie własne na podstawie ankiety Banku Światowego (<https://www.enterprisesurveys.org/>).

Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju aż 47% przedstawicieli firm działających na Bałkanach uważało dostęp do źródeł finansowania w momencie wybuchu światowego kryzysu finansowego za trudny lub bardzo trudny<sup>24</sup>. Jednocześnie w prawie wszystkich krajach regionu ponad połowa firm ankietowanych przez Bank Światowy w ramach Investment Climate Surveys<sup>25</sup> uważa środki

<sup>21</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

<sup>22</sup> Stabilizacja poziomu płynności finansowej zgodnie z obserwacjami ekonomistów Banku Światowego jest jednym z czynników pozwalających zahamować rozwój kryzysu.

<sup>23</sup> Dla przykładu w strefie euro odsetek firm, którym odmówiono pożyczki wyniósł w 2009 r. 11,1% dla MiSP oraz 3% dla dużych firm (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>).

<sup>24</sup> Por. przypis 9.

<sup>25</sup> Zob. <https://www.enterprisesurveys.org/>.

wewnętrzne za główne źródło finansowania inwestycji. Brak możliwości uzyskania kredytów utrudnia działalność zwłaszcza mniejszym podmiotom gospodarczym i jest istotnym czynnikiem hamującym rozwój przedsiębiorstw. Jak wynika z raportu OECD<sup>26</sup>, w przypadku krajów Europy Południowo-Wschodniej główną przyczyną odrzucenia wniosków kredytowych składanych przez przedsiębiorstwa był brak niezbędnego w ocenie banków zabezpieczenia kredytowego. Jednocześnie jego wymagany poziom wahający się średnio od 110% wartości pożyczki w przypadku Chorwacji do 170% w Kosowie, Macedonii oraz Bośni i Hercegowinie, jest znacznie wyższy od średniej krajów OECD. W konsekwencji projekty inwestycyjne, które uzyskałyby niezbędne fundusze w krajach zachodnich, są blokowane w przypadku państw SEE z uwagi na, jak zostanie później wykazane, nieproporcjonalnie wysokie wymogi dotyczące zabezpieczenia kredytowego.

Istnieją różne rozwiązania będące w zasięgu władz publicznych, ułatwiające małym firmom dostęp do kredytu bankowego. Uruchomienie dodatkowych linii kredytowych, linii gwarancyjnych oraz specjalnych poręczeń dla MiSP, zwłaszcza w czasach kryzysu jest istotną formą wsparcia, jakie państwo może udzielić firmom, które nie są w stanie sprostać stawianym przed nimi wymogom bankowym. Oprócz rozwiązań natury finansowej wsparcie dla MiSP ubiegających się o kredyt bankowy może przebiegać w formie szkoleń z zakresu tworzenia biznes planu oraz doradztwa finansowego, eliminując w ten sposób problem nieumiejętnego składania wniosków kredytowych. Ważne jest również, aby stan prawny i przyjęte rozwiązania legislacyjne w sposób jasny określały zasady przyznawania kredytów.

Niemniej jednak przy budowaniu polityk wspierających i propagujących dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw ważne jest zachowanie równowagi systemu finansowego i dobieranie działań maksymalizujących jego konkurencyjność oraz efektywność. Zbyt duże uzależnienie przedsiębiorstw od instytucji bankowych może powodować istotny wzrost ich siły przetargowej, tworząc ryzyko tendencji kartelowych, czego efektem byłby wzrost cen produktów i usług bankowych, a w konsekwencji utrudnienie dostępu przedsiębiorstw do funduszy. Dlatego też należy pamiętać o poprawie sprawności funkcjonowania rynków kapitałowych stanowiących naturalną konkurencję finansowania kredytowego, a działalność banków oraz rolę systemu bankowego poddawać stałemu nadzorowi instytucji państwowych, które przekazywałyby wyniki ich działań do publicznej wiadomości.

W przypadku krajów bałkańskich działania podjęte przez władze państwowe, ułatwiające dostęp do kredytów, skupione są przede wszystkim na niwelowaniu wynikających z asymetrii informacji problemów związanych ze skutecznym oszacowaniem ryzyka finansowego. W tym celu wszystkie analizowane państwa regionu wprowadziły rejestry kredytowe zawierające zarówno pozytywną, jak i negatywną informację dotyczącą historii kredytowej podmiotów gospodarczych. Dodatkowo informacje o spłacalności wynikłych zobowiązań pozyskiwane są z różnych źródeł zarówno bankowych, jak i pozabankowych, w tym np. od operatorów sieci komórkowych. Tak szeroki dostęp do informacji, zawierający dane o aktualnym poziomie zadłużenia, wysokości udzielonych pożyczek oraz regularności w spłacie rat kredytowych, znacznie ułatwia bankom proces analizy zdolności kredytowej przedsiębiorstwa. Ponadto we wszystkich krajach Europy Południowo-Wschodniej wprowadzono również rejestr zastawów. Jak wynika z raportu OECD<sup>27</sup>, poziom skuteczności funkcjonowania rejestru zastawów jest szczególnie wysoki w Chorwacji oraz w Serbii. Niemniej jednak w Albanii oraz w Kosowie zastaw wpisany do rejestru obejmuje jedynie nieruchomości. Brak dokładnego zdefiniowania rodzaju rzeczy ruchomych oraz zbywalnych praw majątkowych, mogących być przedmiotem zastawu, stanowi czynnik ograniczający jego skuteczne użycie, a w konsekwencji wpływa na wymagany przez banki poziom zabezpieczeń kredytowych.

<sup>26</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

<sup>27</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

## 2

## Rola systemu bankowego w krajach Europy Południowo-Wschodniej

Otwarcie granic albańskich po 44 latach autarkii odcinającej kraj od kontaktów ekonomicznych i politycznych z resztą świata, a w końcu upadek reżimu Slobodana Miloševića kończący 10-letni okres wojen, które doprowadziły do dewastacji większości państw regionu, wprowadziły kraje Europy Południowo-Wschodniej na drogę transformacji ustrojowej i przemian demokratycznych.

Jednym z podstawowych elementów procesów transformacyjnych, znanych również z reform przeprowadzonych w Europie Środkowo-Wschodniej, jest wdrożenie zasad gospodarki rynkowej opierającej się na własności prywatnej, której siłą napędową są sprawnie działające przedsiębiorstwa. Elementem gwarantującym rozwój gospodarki rynkowej jest dostęp do kapitału umożliwiający finansowanie inwestycji. Stąd też istotną kwestią dla każdego kraju znajdującego się na początku procesu transformacji jest w szczególności restrukturyzacja<sup>28</sup> systemu bankowego, która w przypadku krajów Europy Południowo-Wschodniej rozpoczęła się pod koniec lat 90. Jak zostało już wcześniej wykazane, dostęp do kredytu bankowego, przy nieistniejących rynkach kapitałowych, pozostaje *de facto* quasi-jedynym zewnętrznym źródłem finansowania przedsiębiorstw w krajach rozwijających się. W konsekwencji jest sprawą niezmiernie istotną dla zrównoważonego rozwoju gospodarki, aby banki, przy ocenie zdolności finansowej przedsiębiorstw, kierowały się przede wszystkim kryteriami ekonomicznymi i były pozbawione presji politycznej ze strony władz państwowych czy lokalnych.

Stopniowa prywatyzacja systemu bankowego, zdominowanego przez działające pod wpływem władz państwowych instytucje finansowe, wydawała się nieunikniona również w przypadku państw Europy Południowo-Wschodniej. Jedyną kwestią sporną pozostał sposób prywatyzacji państwowych struktur bankowych, a doświadczenie sąsiadów z Europy Środkowo-Wschodniej sugerowało, że otwarcie rynków na podmioty zagraniczne pozwala znacząco poprawić stopień pośrednictwa bankowego (*banking intermediation*), zwiększając w ten sposób dostęp do środków finansowania dla przedsiębiorstw.

Otwarcie rynków na kapitał zagraniczny, połączone z prywatyzacją lokalnych struktur bankowych, doprowadziło do istotnych zmian w strukturze własnościowej banków bałkańskich. Zdominowanie rynków państw Europy Południowo-Wschodniej przez banki europejskie wywołało silne presje konkurencyjne, czego skutkiem były dalsze zmiany w podejściu do działalności bankowej pozwalające większej grupie przedsiębiorców na uzyskanie dostępu do kredytu bankowego.

Niemniej jednak, z uwagi na wysoki poziom ryzyka finansowego, finansowanie działalności za pomocą kredytu korporacyjnego wiązało się ze znacznymi kosztami, stanowiąc istotną barierę w rozwoju przedsiębiorstw, co zostanie wykazane w niniejszym rozdziale.

<sup>28</sup> Wyjątkiem jest sektor bankowy Chorwacji, który przechodził zmiany restrukturyzacyjne w okresie zbliżonym do krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

## 2.1. Restrukturyzacja systemu bankowego za pomocą procesów prywatyzacji oraz postępującej liberalizacji rynków – wejście międzynarodowych grup bankowych

Stosunkowo późno rozpoczęty proces transformacji w omawianych krajach polegający na przyjmowaniu standardów gospodarki rynkowej, a mający na celu przekształcenie struktury systemu bankowego, należało przeprowadzić sprawnie i szybko. Odpowiedzią na tak wielkie wyzwanie stojące przed rządami miało być wykupienie banków przez zagraniczne, głównie europejskie struktury finansowe, a celem nadrzędnym – przywrócenie zaufania obywateli i przedsiębiorców do instytucji bankowych<sup>29</sup> oraz wprowadzenie do gospodarki nowego kapitału, finansowanego przez banki europejskie.

Podobnie jak w przypadku części państw Europy Środkowo-Wschodniej, restrukturyzacja systemu bankowego w krajach Europy Południowo-Wschodniej miała charakter dwufazowy. Pierwszy etap polegał na stabilizacji systemu bankowego poprzez jego oczyszczenie ze „złych kredytów” (*bad loans*). Wspomniane już nadużycia przy rozdysponowywaniu kredytu dla przedsiębiorstw i polityczne, a nie ekonomiczne, podejście do działalności banku, znalazły swoje odbicie w bilansie banków, których aktywa były zdominowane przez złe kredyty udzielone głównie dużym przedsiębiorstwom państwowym o niskiej wypłacalności. Natomiast prywatne firmy i małe przedsiębiorstwa mogły jedynie liczyć na własne źródła finansowania.

W celu przeprowadzenia pierwszej fazy restrukturyzacji większość rządów, na wzór modelu węgierskiego<sup>30</sup>, utworzyła specjalne instytucje, których zadaniem było ustalenie struktury przyszłych systemów bankowych. Banki, w przypadku których rekapitalizacja nie poprawiłaby w istotny sposób sprawności finansowej, zostały zlikwidowane. Przykładem opisanego wyżej zjawiska może być utworzenie w 2001 r. The Bank Rehabilitation Agency, która doprowadziła do zamknięcia czterech największych banków serbskich – Jugobanku, Beogradskiego Banku, Beobanku oraz Investbanku<sup>31</sup>. Pasywa pozostałych banków zostały w pełni wykupione przez rządy, aby banki mogły być swobodnie przygotowane do drugiej fazy restrukturyzacji sektora bankowego, tj. jego przejścia przez zagranicznych inwestorów.

Odpowiedzialne za reformę systemu bankowego instytucje rządowe po uprzednim umorzeniu niewypłacalnych długów wystawiały zrestrukturyzowane banki na sprzedaż. Z uwagi na brak kapitału lokalnego naturalnym adresatem organizowanych przejęć stały się banki zagraniczne, w tym banki europejskie, które wykazały największe zainteresowanie regionem. Banki te otrzymywały stosowne licencje na działalność, a swoje zaplecze strukturalne budowały opierając się na wykupywanych aktywach banków lokalnych, znajdujących się w gestii instytucji rządowych.

<sup>29</sup> Z uwagi na brak nadzoru finansowego i ogólnej przejrzystości sektora bankowego liczne wywłaszczenia majątkowe i inne formy nadużyć, jak chociażby zamrożenie 4,2 mld euro oszczędności bankowych w walutach obcych, które miało miejsce w Serbii w 1992 r., spowodowały, że procent obywateli dążących zaufaniem instytucje bankowe był znikomy, a obrót pieniądza miał miejsce na rynkach poza bankowych. Zob. J. Dimitrijevic, B. Najman, *Inside the credit boom: competition, segmentation and information. The evidence from Serbian credit system*, 2008, Comparative Economic Studies.

<sup>30</sup> Mimo że kraje Europy Środkowo-Wschodniej są często traktowane przez inwestorów zagranicznych tożsamo, sposób prywatyzacji sektora bankowego przebiegał w nich dość odmiennie, wykazując dużą zależność od uwarunkowań historycznych, nazywaną przez socjologów *path dependency*. Wspomniany model węgierski, który posłużył za matrycę przemian na Bałkanach, polegał na powołaniu organizacji skupiającej ogół zrestrukturyzowanych aktywów bankowych, które następnie zostały sprzedane inwestorom zagranicznym. Warto przypomnieć, że Węgry były krajem satelickim, którego gospodarka charakteryzowała się względnie dużym udziałem kapitału zachodniego, w porównaniu z innymi państwami bloku wschodniego. Podobnie jak na Węgrzech restrukturyzacja systemu bankowego, poprzez powołanie specjalnej instytucji powierniczej (*Treuhandanstalt*), miała miejsce w byłej NRD, gdzie naturalnym inwestorem „zagranicznym” były banki RFN. – informacje zaczerpnięte z konferencji *Sociologie et histoire du post-communisme en Europe centrale et orientale 1989-2004*, prof. François Bafoil

<sup>31</sup> J. Dimitrijevic, B. Najman, *Inside the credit boom: competition, segmentation and information. The evidence from Serbian credit system*, 2008, Comparative Economic Studies.

Przyjęcie tego rozwiązania przez rządy krajów bałkańskich, wyraźnie sprzyjającego napływowi zagranicznych inwestycji, wynikało z chęci poprawy sprawności i stabilności sektora bankowego poprzez jego dokapitalizowanie. Władze państwowe miały również nadzieje, że wejście na rynki banków zachodnich pomoże we wdrożeniu innowacyjnych zasad zarządzania zwiększających rentowność bankową, umożliwiając tym samym dostęp do produktów finansowych dla szerszej grupy podmiotów gospodarczych. Wprowadzenie wysokich standardów oceny i kalkulacji ryzyka inwestycyjnego, zastosowanie metod analitycznych przy wycenie kredytów miało otworzyć dostęp do źródeł finansowania również mniejszym, aczkolwiek dobrze prosperującym, podmiotom, gwarantując *de facto* wzrost innowacyjności gospodarki. Dodatkowo otwarcie sektora bankowego na zagranicznych partnerów miało doprowadzić do wzrostu poziomu konkurencji, skutkującego obniżeniem kosztów usług bankowych. Ogół zmian jakościowych wynikających z obecności banków zagranicznych zostanie dogłębniej omówiony w części dotyczącej proliferacji produktów bankowych.

Mimo że proces liberalizacji sektora bankowego w krajach bałkańskich został rozpoczęty dużo później niż w Europie Środkowo-Wschodniej, przyjęty przez te państwa model prywatyzacji na wzór węgierski dużo szybciej doprowadził do dominacji podmiotów zagranicznych na rynkach lokalnych. Obecnie dorównuje on udziałowi kapitału zagranicznego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej i znacznie przewyższa poziom obserwowany na dopiero rozpoczynających restrukturyzację systemu bankowego rynkach Wspólnoty Niepodległych Państw (wykres 4), co świadczy o jego bardzo wysokiej dynamice rynkowej<sup>32</sup>.

Kolejne przejęcia, które nastąpiły na przełomie 2006/2007, jak chociażby sprzedaż akcji serbskiej Vojvodanskiej Banki kapitałowi greckiemu, zwiększyły udział zagranicznych banków w regionie, który według badań Unicredit, wyniósł w 2008 r. 80%<sup>33</sup>.

Analizując dane poszczególnych państw regionu (wykres 4), można zauważyć, że proces prywatyzacji w większości przypadków dobiegł już końca, a dalsze zmiany sektorowe wynikać będą wyłącznie z działań konsolidacyjnych lub wejścia na rynek poprzez wykup udziałów od innych podmiotów zagranicznych. Zjawisko, które można już zauważyć w krajach Europy Środkowo-Wschodniej<sup>34</sup>.

Z uwagi na bliskie relacje polityczno-gospodarcze oraz historyczne powiązania jednym z głównych graczy na rynkach bankowych krajów Europy Południowo-Wschodniej jest kapitał austriacki. Raiffeisen Bank, który jako pierwszy zagraniczny bank wszedł na rynki bałkańskie jest obecnie jednym z liderów w tym regionie, a jego udziały w 2009 r. wyniosły 10,7%<sup>35</sup> ogółu wartości aktywów. Raiffeisen Bank ma oddziały w pięciu spośród siedmiu analizowanych państw, a ponadto we wszystkich pięciu krajach znajduje się w czołówce największych banków. Drugi z austriackich banków – Erste Group, posiadając łącznie 11%<sup>36</sup> aktywów, zajmuje trzecie miejsce wśród największych banków regionu. Erste Group ma swoje oddziały w Chorwacji, a także w Serbii, gdzie jest trzecim największym bankiem. Oprócz kapitału austriackiego silnie zauważalna jest również obecność banków włoskich, dla których region Europy Środkowej i Wschodniej jest ważnym elementem strategicznym. W przypadku krajów bałkańskich wynikać to może po części z odbywających się na skalę masową przepływów migracyjnych z terenów Albanii, Serbii, Kosowa, czy też

<sup>32</sup> Jedną z najbardziej dynamicznych przemian miała miejsce na rynku serbskim, gdzie udział państwa w sektorze bankowym spadł z 94% w 2000 r. do jedynie 17,5% w 2008 r., a udział banków zagranicznych wzrósł z 0% w 2000 r. do 75,3% w 2008 r. Zob. J. Dimitrijevic, B. Najman, *Inside the credit boom: competition, segmentation and information. The evidence from Serbian credit system*, 2008, Comparative Economic Studies.

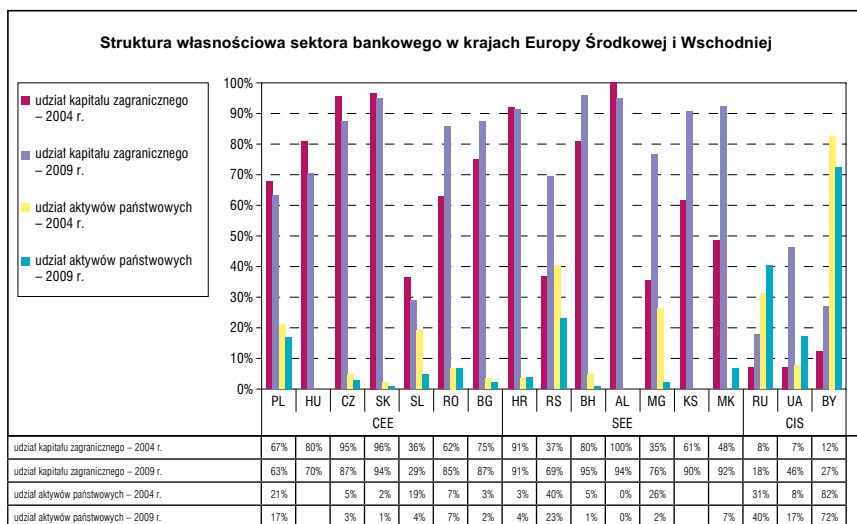
<sup>33</sup> *Banking in CEE: Challenging Times but Recovery on the Horizon*, UniCredit Group CEE Strategic Analysis, sierpień 2009.

<sup>34</sup> Przykładem jest ostatnie przejęcie WBK Banku Zachodniego przez hiszpański Santander poprzez wykup akcji Stowarzyszenia banków irlandzkich.

<sup>35</sup> Dane dotyczące procentowych udziałów poszczególnych banków w regionie pochodzą z raportu Raiffeisen Bank i prezentują strukturę własnościową z maja 2009 r. Za kraje regionu Europy Południowo-Wschodniej uznane zostały również Rumunia i Bułgaria.

<sup>36</sup> Zob. przypis powyżej.

Wykres 4. Porównanie struktury własnościowej sektora bankowego w wybranych krajach CEE



Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych raportów banków centralnych i banków komercyjnych.

Macedonii<sup>37</sup>. Obywatele tych krajów, na stałe przebywający na terenie Włoch, regularnie wspierają finansowo swoje rodziny, co stanowić może znaczącą niszę rynkową dla banków<sup>38</sup>. Innym czynnikiem faworyzującym obecność banków włoskich na terenie Bałkanów są również więzi handlowe<sup>39</sup>. Największy włoski bank, UniCredit, był największym graczem sektora bankowego krajów Europy Południowo-Wschodniej, dysponując 12%<sup>40</sup> ogółu aktywów. W 2009 r. UniCredit miał oddziały w trzech krajach regionu. Dodatkowo bank otworzył swoje biura również w Macedonii i Czarnogórze, co może świadczyć o dalszych planach rozwojowych w tym regionie. Inny z włoskich banków – Intesa Sanpaolo był piątym największym bankiem regionu o wartości aktywów odpowiadającej 6,8%<sup>41</sup> ogółu. Kraje bałkańskie są również ważnym strategicznie rynkiem dla francuskiego Société Générale, którego oddziały znajdują się w pięciu krajach regionu, a wartość aktywów odpowiada 8,3%<sup>42</sup> sumie aktywów regionu. W południowej części regionu szczególnie zauważalna jest również obecność banków greckich. Ze względu na silne powiązania polityczne i gospodarcze kapitał grecki zdominował sektor bankowy Macedonii. Największymi bankami greckimi w Europie Południowo-Wschodniej są: EFG Eurobank, National Bank of Greece oraz Alpha Bank. Aktywa tych banków znajdują się w Albanii, Macedonii, Serbii oraz Czarnogórze. Innym ciekawym zjawiskiem jest rosnąca aktywność finansowa kapitału z krajów Europy Środkowo-Wschodniej w państwach bałkańskich. Węgierski OTP ma łącznie 195 oddziałów w Serbii, Czarnogórze oraz Chorwacji, a słoweński Nova Ljubljanska Banka ulokował swój kapitał w 338 oddziałach w Bośni i Hercegowinie, Macedonii, Czarnogórze, Serbii oraz Kosowie.

<sup>37</sup> Jak wynika z portalu [www.culturalpolicies.net](http://www.culturalpolicies.net) w 2006 r. na terenie Włoch legalnie zamieszkiwało 376 tys. Albańczyków, stanowiących najliczniejszą mniejszość narodową, 74 tys. Serbów oraz 72 tys. Macedończyków.

<sup>38</sup> Według raportu Erudity Hoti z Uniwersytetu Lunds pt. *Remittances and Poverty in Albania* (2009) suma zagranicznych przekazów pieniężnych do Albanii w 2007 r. opiewała na kwotę 947 mln dolarów, co stanowiło 12% krajowego PKB.

<sup>39</sup> Patrz załącznik 4. Główni partnerzy handlowi krajów SEE.

<sup>40</sup> Zob. przypis 35.

<sup>41</sup> Zob. przypis 35.

<sup>42</sup> Zob. przypis 35.

Tabela 4. Zestawienie największych banków zagranicznych regionu w 2009 r.

	Albania		Bośnia		Chorwacja		Czarnogóra		Kosowo		Macedonia		Serbia		Ogółem		
	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	liczba oddziałów	udział w rynku (%) – 2008 r.	
największe zagraniczne banki regionu	Raiffeisen	104	30%	101	21%	79	11%	0	n/a	51	33%	0	n/a	101	9%	436	11,7%
	UniCredit	0	n/a	148	19%	146	24%	1	n/a	0	n/a	1	n/a	72	5%	368	11,7%
	Erste	0	n/a	0	n/a	138	12%	0	n/a	0	n/a	0	n/a	73	3%	211	11%
	SocGen	41	5%	0	n/a	151	7%	53	15%	0	n/a	28	6%	92	4%	365	8,9%
	Intesa	33	13%	53	5%	224	18%	0	n/a	0	n/a	0	n/a	210	14%	520	6,8%
	OTP	0	n/a	0	n/a	105	3%	40	37%	0	n/a	0	n/a	50	2,3%	195	4,3%
	NBG	29	7%	0	n/a	0	n/a	0	n/a	0	n/a	56	31%	204	5%	289	3,9%
	EFG	0	n/a	0	n/a	0	n/a	0	n/a	0	n/a	0	n/a	119	7%	119	3,7%
	Alpha	47	8%	0	n/a	0	n/a	0	n/a	0	n/a	25	5,5%	167	7%	239	3,2%
	NLB	0	n/a	118	10%	0	n/a	21	14,2%	66	13%	48	19,6%	85	2,7%	338	1,5%
liczba oddziałów																	
udział w rynku (%) – 2008 r.																	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z raportów bankowych.

## 2.2 Ilościowe oraz jakościowe zmiany w zarządzaniu aktywami bankowymi wynikające z obecności banków zagranicznych w Europie Południowo-Wschodniej

Zaprezentowana w poprzedniej części mapa sektora bankowego krajów Europy Południowo-Wschodniej obrazuje, jak radykalnej zmianie strukturalnej uległy rynki bałkańskie na przestrzeni ostatnich 10 lat. We wszystkich analizowanych krajach, oprócz Serbii oraz Czarnogóry, udział kapitału zagranicznego przewyższa aktualnie 90% ogółu aktywów bankowych, co plasuje omawiany region na równi z krajami Europy Środkowo-Wschodniej. Banki publiczne, które jeszcze na początku pierwszej dekady XXI wieku były głównymi podmiotami finansowymi w regionie zostały w większości sprywatyzowane, a pozostały dziś kapitał państwowy służy finansowaniu ściśle określonej działalności, jak chociażby wspieraniu eksportu, czy rozwojowi rolnictwa<sup>43</sup>. Z tego punktu widzenia zainicjowaną przed dziesięcioma latami restrukturyzację sektora bankowego można uznać za olbrzymi sukces. Pozostaje jednakże pytanie, w jakim stopniu wejście na rynki kapitału zagranicznego poprawiło sprawność działania banków, zwiększającą dostęp do kredytów, co było *de facto* głównym celem przeprowadzonych przez rządy bałkańskie reform.

Jak wynika z badań empirycznych przeprowadzonych przez Giovanniego Dell’Ariccia i Roberta Marqueza<sup>44</sup>, wejście na rynek zagranicznych banków poprawia konkurencyjność sektora bankowego i prowadzi w konsekwencji do obniżenia spreadu produktów finansowych. Według badaczy kluczem do wzrostu konkurencyjności sektora jest asymetria informacji. Zagraniczny kredytodawca posiadający mniejsze rozeznanie rynku, a także dysponujący mniejszą wiedzą na temat zdolności finansowej lokalnych przedsiębiorców będzie starał się skupić swoją działalność na bardziej przejrzystych sektorach gospodarki, gdzie konkurencja jest znacznie wyższa, a walka o klienta dużo ostrzejsza. Posiadając dalece większe zasoby kapitałowe, będzie zatem proponował dużo niższy spread stóp procentowych, co w konsekwencji zmusi lokalnych konkurentów zarówno do obniżenia kosztów swoich produktów, jak i poszukiwania nowych źródeł zysku, chociażby poprzez rozciągnięcie linii kredytowych na podmioty operujące na mniej transparentnych rynkach oraz te, którym wcześniej odmówiono finansowania (głównie małe i średnie przedsiębiorstwa).

Wpływ obecności zagranicznych instytucji finansowych na politykę lokalnych banków obrazuje ankieta przeprowadzona w sierpniu 2005 r. przez Jasną Dimitrijevic oraz Borisa Najmana na przykładzie serbskich banków<sup>45</sup>. Naukowcy zapytali o presję konkurencyjną ze strony banków zagranicznych i jej wpływ na warunki kredytowe. W rezultacie na

<sup>43</sup> Za przykład niech posłuży Macedonian Bank for Development Promotion (zob. <http://www.mbdp.com.mk/en/index.php>).

<sup>44</sup> Por. *Information and Bank Credit Allocation*, Journal of Financial Economics, 2004.

<sup>45</sup> Por. *Inside the credit boom: Competition, Segmentation and Information – evidence from Serbian credit market*, Comparative Economic Studies, 2007.



19 ankietowanych banków 12 zadeklarowało, że obecność kapitału zagranicznego wpływa na wysokość stóp procentowych od kredytów dla przedsiębiorstw. Dla 9 banków obecność kapitału zagranicznego oznaczała wymuszone obniżenie dodatkowych opłat przy udzielaniu kredytu dla przedsiębiorstw, a 7 banków zmieniło pozafinansowe warunki przyznawania kredytów. Wyniki te wyraźnie wskazują na zaostrzenie konkurencji wynikającej z wejścia na rynek bankowy zagranicznego kapitału.

Innym dowodem na wzmożoną presję konkurencyjną banków krajowych będącą bezpośrednim skutkiem obecności kapitału zagranicznego są badania Asli Demirgüç-Kunta i Harry'ego Huizinga<sup>46</sup>. Wykazali oni, że działalność banków zagranicznych powoduje ograniczenie zysków banków lokalnych oraz zmniejszenie kosztów ogólnych. Wyniki te posłużyły im do postawienia tezy, zgodnie z którą presja konkurencyjna zmuszała banki krajowe w pierwszym etapie do obniżenia kosztów swoich usług, co powodowało zmniejszenie zysków, a na dłuższą metę prowadziła do restrukturyzacji działalności, odnajdującej swoje odbicie w obniżeniu kosztów ogólnych i wzrost efektywności zarządzania aktywami bankowymi.

Pozytywny wpływ zwiększenia konkurencji sektora bankowego krajów Europy Południowo-Wschodniej na koszt usług bankowych, w tym na koszt kredytu dla przedsiębiorstwa, wykazuje tabela 5, która przedstawia rozwój spreadu stóp procentowych przed wybuchem kryzysu finansowego.

**Tabela 5. Rozwój spreadu stóp procentowych w krajach bałkańskich**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Albania	6,77	5,90	5,16	7,99	7,71	8,44
BiH	8,17	6,85	6,56	6,05	4,32	3,62
Chorwacja	10,95	10,05	9,87	9,48	8,22	7,00
Macedonia	8,80	8,03	5,90	6,91	6,63	5,36
Czarnogóra	..	..	..	..	6,10	4,12
Serbia	17,09	12,74	11,93	13,12	11,50	7,05

Źródło: World Bank Development Indicators Online: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986--pagePK:64133150--piPK:64133175~theSitePK:239419~isCURL:Y,00.html>.

Dodatkowo badania przeprowadzone przez Daniela Hardy'ego oraz Alexandra Tiemanna<sup>47</sup> wykazały, że filie zagranicznych banków działające w krajach Europy Południowo-Wschodniej były silnie wspierane przez rodzimy kapitał. Banki zachodnie, z uwagi na niskie stopy procentowe na swoich pierwotnych rynkach, chętnie lokowały środki na Bałkanach, gdzie perspektywa zysku była dużo większa. Według naukowców to właśnie poszukiwanie wyższego zwrotu kapitału przez banki zachodnie doprowadziło do ekspansji kredytów dla przedsiębiorstw, jaka miała miejsce w krajach Europy Południowo-Wschodniej w ostatnich latach. Z raportu opublikowanego przez Raiffeisen Bank wynika, że roczny wzrost kredytu dla przedsiębiorstw w krajach Europy Południowo-Wschodniej wyniósł odpowiednio 32% w 2004 r., 34% w 2005 r., 49% w 2006 r., 38% w 2007 r. oraz 19% w 2008 r. W 2009 r. wartość kredytu dla przedsiębiorstw spadła o 1%, co było jednak wynikiem lepszym od krajów CEE i CIS, a także strefy euro, gdzie wskaźnik ten spadł o 3–4%<sup>48</sup>.

Wzmożona konkurencja wynikająca z wejścia na rynki kapitału zagranicznego wymusiła na bankach rozwój działalności związanej nie tylko z nowymi sektorami gospo-

<sup>46</sup> Zob. *Financial structure and bank profitability*, the World Bank, 2001.

<sup>47</sup> Zob. *Innovation in Banking and Excessive Loan Growth*, IMF Working Paper, 200.

<sup>48</sup> Dla porównania w Europie Środkowo-Wschodniej ten sam wzrost wyniósł 15% w 2004 r., 17% w 2005 r., 20% w 2006 r., 25% w 2007 r. oraz 12% w 2008 r., a w krajach strefy euro wyniósł on odpowiednio 4% w 2004 r., 8% w 2005 r., 13% w 2006 r., 14% w 2007 r. oraz 10% w 2008 r. Zob. *Rough playing field, committed players – CEE Banking Sector Report*, Raiffeisen RESEARCH, czerwiec 2009.

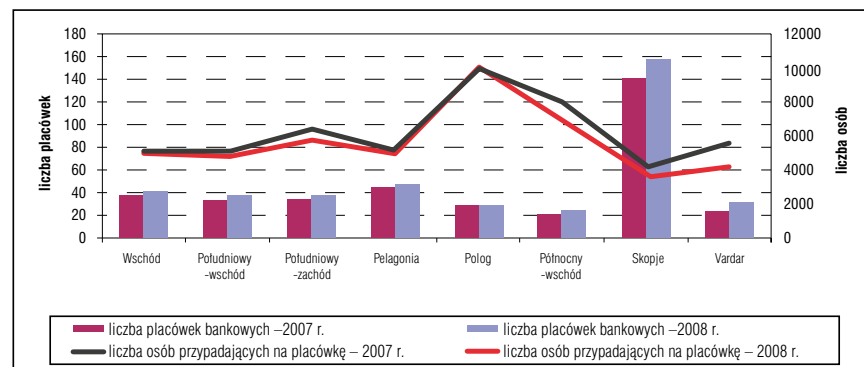
darki, ale również spowodowała ekspansję terytorialną i rozwój infrastruktury bankowej. Banki, uprzednio skupiające swoją działalność głównie w największych ośrodkach miejskich, odczuwając presję konkurencyjną, zaczęły otwierać nowe oddziały również w mniejszych miastach, ułatwiając w ten sposób fizyczny dostęp do kredytu dla lokalnych przedsiębiorców. W samym Kosowie liczba oddziałów wzrosła z 5 w 2000 r. do 292<sup>49</sup> w 2009 r. W Albanii natomiast liczba oddziałów wzrosła sześciokrotnie na przestrzeni ostatnich czterech lat. Mimo że liczba mieszkańców przypadająca na jeden oddział jest ciągle większa od średniej unijnej wynoszącej 2123 os./oddział banku, sytuacja znacząco się poprawia, a niektóre kraje regionu, jak chociażby Macedonia, Serbia, czy Chorwacja charakteryzują się wynikami zbliżonymi do większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej (tabela 6). Banki starają się pokryć swoją działalnością całość terytorium, a występujące różnice regionalne są coraz mniej wyraźne (wykres 5). Innym z wskaźników świadczących o poprawie infrastruktury bankowej w regionie jest zbliżona do krajów Europy Środkowo-Wschodniej liczba osób przypadająca na jeden bankomat (tabela 6).

**Tabela 6. Infrastruktura bankowa w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej w 2008 r.**

	Albania	Chorwacja	Macedonia	Serbia	Czechy	Węgry	Słowacja
Liczba mieszkańców/ oddział banku	7847	3549	5011	3134	5541	2969	4616
Liczba mieszkańców/ bankomat	7156	1327	2693	2953	3129	2643	2702

Źródło: National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

**Wykres 5. Infrastruktura bankowa na poziomie regionalnym w Macedonii**



Źródło: National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

Infrastruktura bankowa to także rozwój nowoczesnych kanałów dystrybucyjnych, w tym bankowości internetowej (tzw. e-banking), pozwalającej na znaczne obniżenie kosztów usług bankowych. Jak wynika z raportu Narodowego Banku Macedonii, czternaście banków posiadających w sumie 91% udziałów w rynku oferowało pod koniec 2008 r. serwisy internetowe dla swoich klientów. Najczęściej oferowanymi usługami były: możliwość sprawdzenia salda konta bankowego, złożenie wniosku o kredyt oraz wykonanie przelewu bankowego. W Kosowie zaś liczba kont internetowych wzrosła o 275% na przestrzeni jed-

<sup>49</sup> Por. przypis 48

nego roku<sup>50</sup>! Niemniej jednak w porównaniu z krajami zachodnimi, gdzie część banków opiera swoją działalność jedynie na nisko kosztowej bankowości internetowej, rezygnując całkowicie z oddziałów bankowych, kraje bałkańskie, mimo znaczącego postępu w ciągu ostatnich kilku lat, znajdują się we wczesnej fazie wdrażania nowoczesnych kanałów dystrybucyjnych.

Oprócz wzmożonej podaży kapitałowej zwiększającej dostęp do kredytów banki zagraniczne posiadają również niezbędny *know-how* pozwalający im na nowoczesne podejście do zarządzania ryzykiem poprzez wprowadzenie modeli analitycznych używanych w krajach macierzystych. Z uwagi na jakościowe standardy w obsłudze ryzyka finansowego oraz związane z nim wymogi kapitałowe obowiązujące w krajach zachodnich w wyniku postanowień Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Finansowego, banki europejskie wymusiły na swoich filiach przyjęcie nowoczesnych metod kalkulacji ryzyka finansowego. Wprowadzenie przez część banków operujących na Bałkanach Metody Standardowej, opisanej w pierwszym filarze Dyrektywy w Sprawie Wymogów Kapitałowych, przyspieszyło jedynie proces przyjęcia postanowień Nowej Umowy Kapitałowej (NUK) w krajach Europy Południowo-Wschodniej. W konsekwencji obecność kapitału zagranicznego pozwoliła państwom bałkańskim usprawnić metody nadzoru bankowego, opisane w drugim filarze NUK oraz wprowadzić nowoczesne metody raportowania, zwiększające przejrzystość sektora bankowego. Wprowadzona standaryzacja procesów analitycznych pozwala na poprawę jakości udzielanych kredytów, co prowadzi z reguły do obniżenia kosztów zarządzania portfelem kredytowym i zwiększenia ogólnej efektywności systemu bankowego.

Silnym katalizatorem zmian jakościowych w zarządzaniu portfelem inwestycyjnym jest proces integracji europejskiej, na ścieżce którego znajduje się większość państw regionu. Konieczność dostosowania prawa bankowego do dorobku prawnego Unii Europejskiej<sup>51</sup> jest warunkiem *sine qua non* akcesji państwa kandydującego. Obecność na Bałkanach banków europejskich, obeznanych z wymogami prawa wspólnotowego, umożliwia płynne wdrażanie nowoczesnych norm kontrolnych w dziedzinie bankowości.

Dostęp do omówionych w pierwszej części zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw, pozwalający na dywersyfikację ryzyka, zależy w dużym stopniu od sprawności systemu bankowego. Problem ten jest szczególnie zauważalny w krajach rozwijających się, gdzie przedsiębiorcy mogą jedynie ubiegać się o tradycyjne formy kredytu. Wzmoczona konkurencja i walka, jaką toczą banki o pozyskanie nowego klienta, przy jednoczesnej asymetrii informacji skłania banki zagraniczne do wzbogacenia oferty o alternatywne produkty finansowe pozwalające na dostęp do kapitału wiekszej liczbie przedsiębiorców. Jedną z najbardziej znamienitych zmian jakościowych umożliwiających szerszy dostęp do kredytów jest wprowadzenie mikrokredytu. Przykładem linii mikrokredytu jest wdrożony w 2008 r. przez Intesa SanPaolo oraz rząd Norwegii program promujący przedsiębiorczość wśród ludzi młodych oraz kobiet w Bośni i Hercegowinie, Serbii, a także Chorwacji<sup>52</sup>. Z badań przeprowadzonych przez OECD w ramach Investment Reform Index 2010<sup>53</sup> wynika, że mikrokredyt jest najczęściej używanym alternatywnym produktem finansowym na Bałkanach, a jego rozwój w znaczący sposób przyczynił się do wzrostu finansowania zewnętrznego przez małe i średnie przedsiębiorstwa. Innymi formami alternatywnego finansowania ułatwiającymi dostęp do kapitału jest leasing oraz factoring. Wprawdzie instrumenty te, z uwagi na brak odpowiednich uregulowań prawnych, występują w większości państw regionu jedynie w bardzo prymitywnej formie. Dalszy ich rozwój może pomóc niektórym firmom poprawić płynność finansową oraz obniżyć koszty inwestycyjne. Dywersyfikacja ryzyka umożliwiająca obniżenie kosztów finansowania przy

<sup>50</sup> 4742 konta internetowe w 2007 r. versus 13 051 kont w 2008 r., Zob. National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

<sup>51</sup> Obszary negocjacyjne obejmujące usługi finansowe, jak również kontrolę finansową.

<sup>52</sup> Zob. [http://www.alda-europe.eu/index.php?option=com\\_content&view=article&id=87&Itemid=243](http://www.alda-europe.eu/index.php?option=com_content&view=article&id=87&Itemid=243).

<sup>53</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

pożyczkach dla dużych przedsiębiorstw stała się realna dzięki wprowadzeniu przez banki międzynarodowe pożyczek konsorcjalnych, które wcześniej nie były dostępne na rynkach bałkańskich. Przykładem finansowania konsorcjalnego może być udzielona w 2003 r. przez Unicredit Group, Privredna Banka oraz Raiffeisen Bank Zagreb pożyczka w wysokości 225 milionów EUR chorwackiej firmie Agrokor z sektora spożywczego na rozwój działalności w Serbii oraz na Węgrzech<sup>54</sup>. Możliwość zgromadzenia wysokich sum kapitału dzięki pożyczkom konsorcjalnym miała również bardzo duże znaczenie dla samych banków, szczególnie w czasie zawirowań na rynkach monetarnych. Beneficjentem takiej pożyczki o wartości 100 milionów euro stała się w sierpniu 2008 r. chorwacka filia Raiffeisen Banku, co umożliwiło jej dalszą działalność kredytową, w tym finansowanie inwestycji dla przedsiębiorstw<sup>55</sup>.

### 2.3. Wysoki poziom ryzyka finansowego jako czynnik ograniczający dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw

Z uwagi na znaczącą rolę jaką odgrywa sektor bankowy na Bałkanach, władze krajów Europy Południowo-Wschodniej wprowadziły wiele inicjatyw mających na celu ogólną poprawę sprawności i przejrzystości systemów informacyjnych, ułatwiających bankom precyzyjną ocenę wniosków kredytowych (sprawne oszacowanie ryzyka finansowego), a w konsekwencji obniżenie kosztów dostępu do finansowania kredytowego dla przedsiębiorstw. Mimo to dostęp do kredytu na prowadzenie działalności i rozwój przedsiębiorstwa pozostaje ciągle ograniczony wysokim kosztem pożyczek oraz istniejącymi wymogami dotyczącymi poziomu zabezpieczenia kredytowego, które po części wynikają z omówionego poniżej realnego poziomu ryzyka finansowego. Niemniej jednak utrudniony dostęp do finansowania, a w szczególności wysokie wymogi zabezpieczeniowe, są także, w ocenie autora, skutkiem prowadzonej przez banki komercyjne polityki kredytowej, opartej w dużej mierze na wygórowanej w stosunku do realnej sytuacji przedsiębiorstw ocenie ryzyka kredytowego, kalkulowanej przez pryzmat ograniczonego zaufania do rynków rozwijających się.

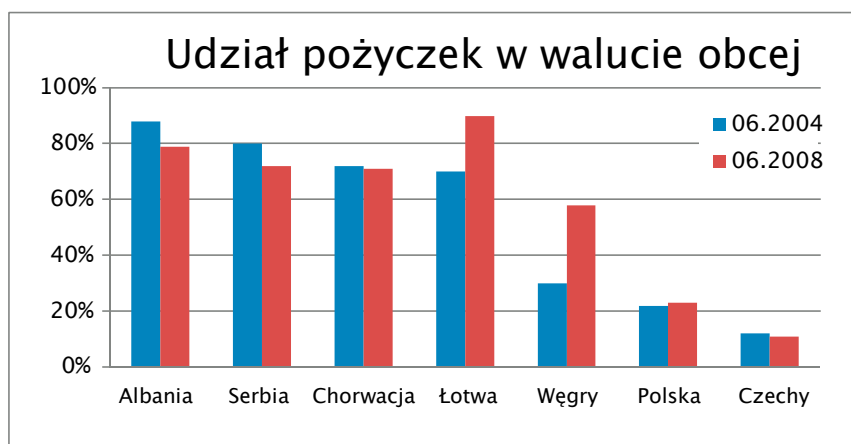
Jak zostało uprzednio wykazane, wejście na rynki bałkańskie zagranicznego kapitału wyraźnie podniosło poziom konkurencyjności sektora bankowego, czego znamienym skutkiem była poprawa jakości oferowanych usług oraz obniżenie cen produktów bankowych, a w konsekwencji zwiększenie dostępu do źródeł finansowania dla przedsiębiorstw. Niemniej jednak hegemonia banków europejskich na rynkach krajów Europy Południowo-Wschodniej wyraźnie zwiększyła wrażliwość finansową regionu. Specyficzne więzi łączące banki zachodnie z ich lokalnymi filiami spowodowały, że wszelkiego rodzaju wahania na rynkach europejskich mogłyby znaleźć swoje odbicie w bilansach banków działających na Bałkanach. Masowa ingerencja kapitału zagranicznego i ogół zmian, a przede wszystkim ich tempo, spowodowały, że działalność bankowa w krajach Europy Południowo-Wschodniej charakteryzowała się wysokim poziomem ryzyka finansowego, co w dobie zawirowań rynkowych może być istotną barierą dla przedsiębiorstw poszukujących zewnętrznych źródeł finansowania.

Charakterystyczna dla regionu wrażliwość finansowa wynika przede wszystkim z ryzyka rynkowego, a w szczególności z części związanej z ryzykiem walutowym. Przed wybuchem kryzysu znacząca część pożyczek udzielanych w krajach Europy Południowo-Wschodniej miała charakter pożyczek walutowych w euro (wykres 6).

Niezwykle łatwy dostęp do kredytów walutowych – z uwagi na naturalnie bogate zasoby dewizowe pochodzące z rodzimych banków strefy euro – oraz ich gwałtowny, nierzadko dwucyfrowy, wzrost na przestrzeni ostatnich lat były bezpośrednimi następ-

<sup>54</sup> Zob. <http://zse.hr/default.aspx?id=15419>.

<sup>55</sup> Zob. [http://seenews.com/news/latestnews/raiffeisenbankaustriad\\_d\\_\\_zagrebreceives\\_\\_\\_100millionloanfromdeg-130835578/](http://seenews.com/news/latestnews/raiffeisenbankaustriad_d__zagrebreceives___100millionloanfromdeg-130835578/).

**Wykres 6. Udział pożyczek walutowych w rynku kredytowym krajów Europy Środkowej i Wschodniej**

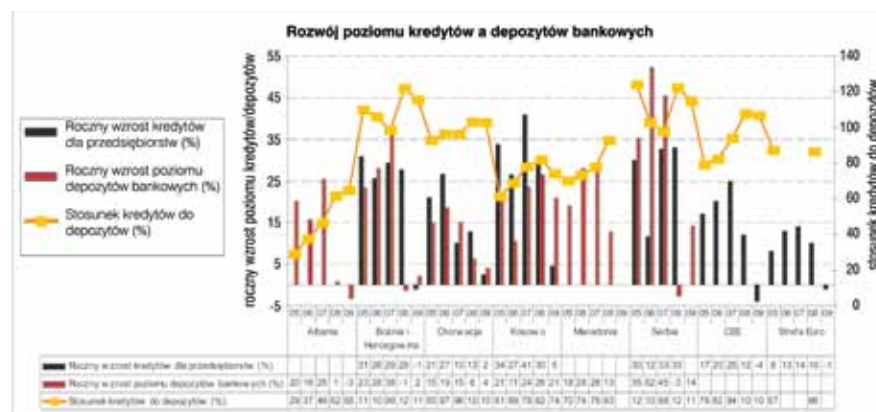
Źródło: *Progress Report on the Joint IFI Action Plan*, EBRD, 2009 (<http://www.ebrd.com/new/pressrel/2009/actionplan.pdf>).

stwami wejścia na rynki filii banków europejskich, którym pożyczki walutowe udzielane w euro pozwalały na redukcję kosztów transferowych w rozliczeniach z bankami rodzimymi. Filie banków europejskich promowały tę formę zadłużenia, zachęcając klientów zarówno korzystnymi warunkami, jak i konkurencyjnymi odsetkami. Jak wynika z raportu Narodowego Banku Macedonii, w 2008 r. aż 58,5% kredytów dla przedsiębiorstw było udzielonych w obcych walutach, przy czym odsetek bankowych depozytów w obcych walutach był znacząco niższy i oscylował w granicach 35%. Również w Chorwacji różnica między poziomem kredytów dla przedsiębiorstw zaciągniętych w obcej walucie (61%), a odsetkiem bankowych depozytów (38%) była istotna. Tak wyraźne różnice oraz sam stopień penetracji waluty unijnej powodowały, że wszelkie wahania w kursie walutowym mogły postawić na szali bankructwa wiele firm, które zaciągnęły kredyt w obcej dewizie, co prowadziłoby jednocześnie do poważnych naruszeń równowagi finansowej sektora bankowego. Problem ryzyka walutowego nie odgrywał natomiast większej roli zarówno w Kosowie, jak i Czarnogórze, gdzie euro jest oficjalną walutą, a także w Serbii oraz Bośni i Hercegowinie, gdzie z uwagi na tradycyjnie bardzo silne wahania kursowe udział kredytów walutowych dla przedsiębiorstw był stosunkowo niski i nie przekraczał 10%<sup>56</sup>.

Oprócz ryzyka walutowego polityka banków zachodnich działających na terenie Bałkanów doprowadziła do wzrostu ryzyka płynności finansowej. Ryzyko to jest integralnie wpisane w działalność bankową opierającą się na finansowaniu kredytów z ulokowanych w banku środków pieniężnych, a jego poziom zależy od zapadalności kredytu. W przypadku gdy po stronie aktywów banku dominują długotrwałe kredyty, jak chociażby kredyty hipoteczne charakteryzujące się relatywnie niskim stopniem płynności, które są finansowane ze środków ulokowanych na kontach bieżących o najwyższym stopniu płynności, mamy do czynienia z wysokim ryzykiem płynności finansowej. Konieczność utrzymania zdolności finansowej umożliwiającej pokrycie obsługi depozytów w przypadku ich likwidacji wymaga od banku zabezpieczenia w postaci zgromadzenia odpowiedniej ilości środków pieniężnych. Im wyższe ryzyko płynności finansowej, tym wyższy poziom rezerw wewnętrznych banku, stanowiących *de facto* zamrożenie kapitału i ograniczenie aktywności kredytowej. Mimo że stosunek udzielonych kredytów do ogółu depozytów w krajach bałkańskich kształtuje się ciągle lepiej niż w Europie Środkowo-Wschodniej, w wielu przypadkach tempo wzrostu kredytu dla przedsiębiorstw przekraczało w ostatnich latach poziom rozwoju depozytów bankowych, czyniąc strukturę bilansu bankowego wrażliwą na wszelkie zawirowania rynkowe (wykres 7).

<sup>56</sup> Zob. *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*.

Wykres 7. Rozwój poziomu kredytów a depozytów bankowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Reiffeisen Bank oraz lokalnych banków centralnych.

W celu ochrony klientów przed ryzykiem niewypłacalności banków władze krajów bałkańskich podnosiły regularnie poziom rezerw obowiązkowych, co skutkowało ograniczeniem dostępności kredytów, jak również wzrostem ich kosztu.

Z uwagi na znikomy stopień zadłużenia międzybankowego na rynkach lokalnych i stosunkowo niski poziom międzybankowych przepływów gotówkowych zagrożenie wystąpienia ryzyka systemowego spowodowanego niezdolnością finansową jednego z banków działających w krajach Europy Południowo-Wschodniej było bliskie zera. Niemniej jednak substytutem niskiej płynności finansowej na wewnętrznych rynkach międzybankowych były przepływy kapitałowe między bankami lokalnymi a ich strukturami matczynymi w krajach Europy Zachodniej. Przykładem jest udzielona w 2009 r., jeszcze przed wybuchem kryzysu finansowego, pożyczka francuskiego Société Générale opiewająca na kwotę 20 milionów euro dla macedońskiej Ohridska Banka<sup>57</sup>. Finansowanie operacji kredytowych banków Europy Południowo-Wschodniej przez instytucje macierzyste było często praktykowane na rynkach bałkańskich, a ze względu na wysoki stopień zaufania rynkowego do banków zachodnich nie znajdowało ono przełożenia w poziomie zarejestrowanego ryzyka systemowego. W przypadku jakichkolwiek szoków zewnętrznych, których epicentrum znalazłoby się w krajach rozwiniętych, sytuacja ta mogłaby skutkować degradacją zdolności kredytowej, prowadzącą wręcz w *worst case scenario* – do częściowego paraliżu sprawnej działalności banków Europy Południowo-Wschodniej.

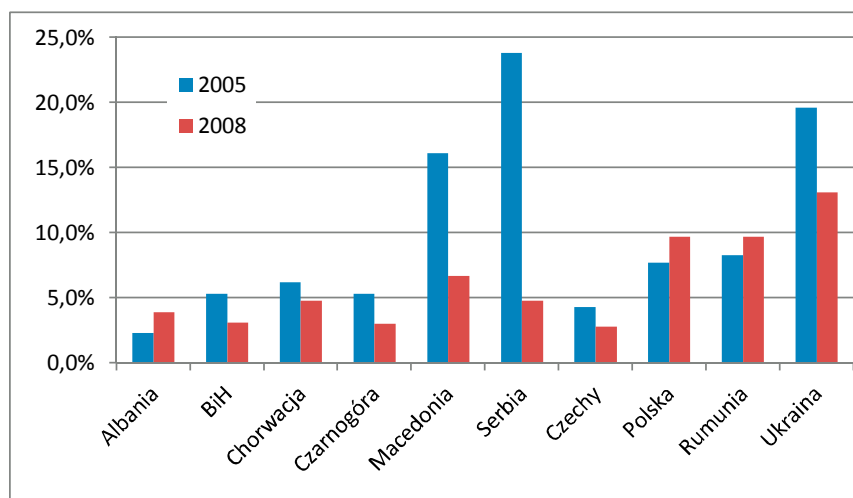
Inną z form ryzyka finansowego wynikającego z działalności bankowej jest ryzyko kredytowe określające prawdopodobieństwo niewywiązania się pożyczkobiorcy ze swoich zobowiązań i niespłacenia na czas wartości kredytu wraz z naliczonymi odsetkami. Stopień oszacowanego ryzyka wynika z wielu czynników o charakterze zarówno charakterze wewnętrznym, do których najczęściej można zaliczyć analizę samej zdolności kredytowej podmiotu tj. jego strukturę własnościową, poziom zadłużenia, zyskowność działalności operacyjnej, rachunek przepływów pieniężnych, historię płatności, pozycję rynkową, jak i charakterze zewnętrznym – sytuacji gospodarczej, stabilności politycznej kraju, w którym przedsiębiorstwo operuje, ryzyka branżowego itp. Wypadkowa wyżej wymienionych czynników, analizowana w stosunku do wewnętrznej polityki kredytowej banku, będzie w zasadniczy sposób wpływać na decyzję o przyznaniu pożyczki oraz na jej warunki tj. koszt. Ponadto, w celu ograniczenia oszacowanego ryzyka kredytowego, banki przy rozpatrywaniu wniosków kredytowych będą wymagały od przedsiębiorców różnego rodzaju zabezpieczeń o charakterze prawnym oraz rzeczowym, których najbardziej powszechnymi formami będą zastaw, przewłaszczenie, poręczenie i gwarancje oraz blokada środków na rachunku bieżącym. Zabezpieczenie kredytowe będące formą ograniczenia poziomu strat

<sup>57</sup> Zob. [http://www.seenews.com/business/dealwatch/investments/mk\\_ohridska\\_banka\\_signs\\_loan\\_deal\\_with\\_societe\\_generale](http://www.seenews.com/business/dealwatch/investments/mk_ohridska_banka_signs_loan_deal_with_societe_generale).

w przypadku niewypłacalności kredytowej podmiotu gospodarczego przy sprawnie funkcjonujących rynkach finansowych pozwala bankom na kontynuowanie działalności kredytowej w przypadku podmiotów charakteryzujących się istotnym ryzykiem kredytowym. Sprawnie działający system zabezpieczeń kredytowych ma szczególne znaczenie w sytuacji braku dostępu do informacji dotyczących kredytobiorcy. Niemniej jednak, jak zostało wykazane w poprzednich rozdziałach, mimo istniejących i sprawnie funkcjonujących rejestrów kredytowych oraz rejestrów zastawów, poziom wymaganych zabezpieczeń kredytowych w krajach bałkańskich był w przeddzień kryzysu finansowego nieproporcjonalnie wysoki i stanowił istotną barierę w dostępie do pożyczek dla przedsiębiorstw, a w szczególności dla MiSP. Mimo niskiego stopnia zadłużenia firm działających na Bałkanach w porównaniu z przedsiębiorstwami Europy Zachodniej oraz stosunkowo korzystnego wskaźnika NPL (wykres 8) poziom szacowanego ryzyka kredytowego nie odzwierciedlał rzeczywistej zdolności kredytowej przedsiębiorców, a wynikał dużo bardziej z negatywnej oceny czynników zewnętrznych oraz wewnętrznej polityki banków działających na Bałkanach, czyniąc kredyt bankowy kredytem droгим i trudnodostępnym, nawet dla sprawnie funkcjonujących przedsiębiorstw.

Wysoki poziom percepcji ryzyka kredytowego w krajach Europy Południowo-Wschodniej wynikał przede wszystkim z niskich ocen ratingowych dla państw regionu<sup>58</sup> oraz ograniczonego zaufania rynków do zdolności finansowych przedsiębiorstw działających w krajach rozwijających się.

**Wykres 8. Udział kredytów zagrożonych w stosunku do ogółu udzielonych kredytów**



Źródło: National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

Państwa regionu odnotowały wyraźny spadek poziomu kredytów zagrożonych w latach 2005–2007. W 2008 r. wskaźnik ten uległ niewielkiemu pogorszeniu, co jednak wiązało się głównie z gwałtownym wzrostem poziomu kredytów zagrożonych dla podmiotów indywidualnych – np. w Macedonii poziom ten wzrósł w 2008 r. o 73,4% w porównaniu z 2007 r. Poziom kredytów zagrożonych dla przedsiębiorstw ulegał ciągłej poprawie w latach 2005–2007.

<sup>58</sup> Ocena ratingowa suwerena jest maksymalną oceną wyjściową, jaką może otrzymać firma mająca siedzibę w danym kraju. Wszystkie spośród analizowanych krajów, oprócz Chorwacji, uzyskały oceny ratingowe poniżej proggu inwestycyjnego tj. BBB-.

Konsekwencją istotnego poziomu ryzyka finansowego w krajach Europy Południowo-Wschodniej były wysokie stopy procentowe, jakie banki ustalały na kredyty dla przedsiębiorstw. Jednocześnie – jak wynika z przeprowadzonej analizy – poziom szacowanego ryzyka, a zarazem cena kredytu korporacyjnego, nie do końca odzwierciedlały faktyczną sytuację finansową przedsiębiorstw, co w dużej mierze jest dowodem wysokiej marży ryzyka przypisywanej działalności na rynkach rozwijających się<sup>59</sup>.

<sup>59</sup> Podobne spostrzeżenia zostały ujęte w opracowanym przez OECD „Investment Reform Index 2010”.



## 3

## Reperkusje światowego kryzysu finansowego na rynkach bankowych krajów Europy Południowo-Wschodniej

Metodologia kryzysów pozwala na ich klasyfikację ze względu na różne czynniki, do których zaliczamy: miejsce wystąpienia epicentrum, zasięg terytorialny oraz sektorowy, czas trwania, skalę wyrażoną spowolnieniem trendu rozwoju PKB oraz sposób zarządzania kryzysem<sup>60</sup>. W rezultacie można wyróżnić kryzys wewnętrzny oraz zewnętrzny, o charakterze lokalnym, regionalnym lub światowym, sektorowy lub ogólnogospodarczy. Mimo różnorodności kryzysów i ich nierzadko złożonej natury, istnieją badania naukowe pozwalające na ustalenie natury kryzysu i prześledzenie w ten sposób poszczególnych faz jego rozwoju (zob. m.in. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* Charles'a Klinedbergera).

Nagromadzenie ryzykownych aktywów w portfelach inwestycyjnych głównych instytucji finansowych, jak również proliferacja skomplikowanych instrumentów finansowych silnie wstrząsnęły podstawami międzynarodowych stosunków gospodarczych. Fala paniki powstała w wyniku upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers rozprzestrzeniła się na pozostałe kraje globu, bulwersując jednocześnie społeczeństwa. Jeden z najbardziej znanych obecnie ekonomistów, Alan Greenspan, nazwał ostatnie perturbacje rynkowe „*once-in-a-century credit tsunami*”<sup>61</sup>. Specyfika tego kryzysu polega na jednoczesnym wystąpieniu różnorodnych wstrząsów gospodarczych, którym trzeba sprostać. Ponadto Bank Światowy nazywa wybuchły w połowie 2008 r. kryzys „*zaimportowanym*”, którego „*źródło należy doszukiwać się poza światem rozwijającym się*”<sup>62</sup>. W przeciwieństwie do poprzednich kryzysów o charakterze regionalnym dotyczących głównie kraje rozwijające się<sup>63</sup>, epicentrum obecnych szoków finansowych znalazło się w rozwiniętym świecie gospodarek zachodnich.

Okres poprzedzający wybuch kryzysu finansowego charakteryzował się dla krajów rozwijających wysokim wzrostem gospodarczym opartym głównie na rosnącym globalnym popycie. Niemniej jednak poprzez integrację kanałów produkcyjnych uczynił on większość państw wschodzących dużo bardziej zależnymi od światowej koniunktury. Stopień zależności, a jednocześnie zdolność narodowych gospodarek na stawienie czoła zewnętrznym wstrząsom finansowym wynikały *de facto* z polityki budżetowej przyjętej przez władze tych krajów, wyrażanej zarówno w poziomie rezerw, jak i ogółem przeprowadzonych reform strukturalnych. Równowaga między stopą oszczędności budżetowych a wydatkami inwestycyjnymi państw rozwijających się była silnie zróżnicowana na poziomie regionalnym. Dla przykładu w Chinach poziom oszczędności osiągnął w 2007 r. 58% PKB<sup>64</sup>, co było formą działania ochronnego na wypadek załamania się światowej koniunktury. Podobne, choć na mniejszą skalę, środki ostrożnościowe przyjęły Indie oraz inne kraje azjatyckie, doświadczone wcześniejszymi wstrząsami finansowymi. Zupełnie odmienne zachowanie charakteryzowało państwa Europy Środkowo-Wschodniej oraz kraje bałkań-

<sup>60</sup> Metodologia opracowana na podstawie wykładu *Financial Markets & the Economy* François-Xavier Chauchata, Sciences Po Paris.

<sup>61</sup> Zob. <http://www.dailymail.co.uk/news/worldnews/article-1079485/Financial-crisis-century-credit-tsunami-Greenspan-says-talks-shock-state-economy.html>.

<sup>62</sup> World Bank, *Global Economic Prospects 2008: Technology Diffusion in the Developing World*, 2008, <http://siteresources.worldbank.org/INTGEP2008/Resources/complete-report.pdf>.

<sup>63</sup> Przykładami są: kryzysy meksykański, argentyński, azjatycki i rosyjski.

<sup>64</sup> *Sky's the Limit? National and Global Implications of China's Reserve Accumulation* (zob. [http://www.brookings.edu/articles/2009/0721\\_chinas\\_reserve\\_prasad.aspx](http://www.brookings.edu/articles/2009/0721_chinas_reserve_prasad.aspx)).

skie, gdzie istotną część dochodów przeznaczono na inwestycje, pogarszając ogólny stan finansów publicznych. Dodatkowo charakterystycznym trendem dla tego regionu był opisany już wcześniej wysoki poziom pożyczek w walutach obcych prowadzący do wysokiego poziomu ryzyka rynkowego. Z drugiej zaś strony kraje Europy Centralnej oraz Bałkanów poczyniły znaczące reformy strukturalne dotyczące zarządzania sektorem bankowym, wprowadzając najwyższe, zgodne z regulacją europejską, standardy chroniące banki lokalne przed wstrząsami zewnętrznymi. Dlatego najbardziej wrażliwymi na wystąpienie kryzysu finansowego były kraje o wysokim poziomie zadłużenia i deficytu budżetowego, istotnie otwarte na przepływy międzynarodowe i charakteryzujące się wysokim poziomem eksportu produktów pierwotnych i surowców, spośród których chyba najbardziej wyrazistym przykładem jest Ukraina.

W raporcie *Global Economic Prospects*<sup>65</sup>, oceniającym stan światowej gospodarki, Bank Światowy podkreśla, że kieruje się ona w stronę niebezpiecznej strefy zagrażającej postępowi gospodarczemu, jaki większość krajów osiągnęła w przeciągu ostatniej dekady. Zahamowanie rozwoju gospodarczego w krajach rozwiniętych doprowadziło do gwałtownego ograniczenia działalności gospodarczej na rynkach rozwijających się w czwartym kwartale 2008 r., czego odzwierciedleniem był dwucyfrowy spadek eksportu i produkcji przemysłowej. Na początku 2009 r. negatywne trendy handlowe uległy dalszemu pogorszeniu, a część krajów rozwijających się, w tym zwłaszcza będących eksporterami surowców, odnotowała coroczny spadek eksportu o 40%. Dane liczbowe dotyczące wzrostu poziomu inwestycji wskazują jego gwałtowne spowolnienie z 13% w 2007 r. do 3,5% w 2009 r. Międzynarodowy Fundusz Walutowy oszacował natomiast, że wartość handlu międzynarodowego może obniżyć się o 2,8% w 2009 r.<sup>66</sup>, czego konsekwencje odczują głównie kraje rozwijające się, najbardziej zależne od poziomu międzynarodowych przepływów. Równocześnie wraz ze spowolnieniem obrotów handlowych światowa recesja wzmocniła poczucie awersji do ryzyka wśród inwestorów. Prawidłowością jest, że w czasach kryzysu kapitał międzynarodowy wycofuje się z rynków państw rozwijających, uznawanych za bardziej ryzykowne i charakteryzujących się większym stopniem niepewności.

Z uwagi na ich niewielkie rynki wewnętrzne kraje bałkańskie charakteryzują się wysokim stopniem otwarcia gospodarek<sup>67</sup>, a opisana wcześniej zależność sektora bankowego od kapitału zachodniego pozwalały domniemywać, że ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego było bardzo wysokie. Dodatkowo większość gospodarek regionu opiera swój eksport na surowcach i innych produktach podstawowych, których ceny z powodu spadku globalnego popytu obniżyły się o 55% w okresie od lipca 2008 do marca 2009 roku<sup>68</sup>, istotnie wpływając na sytuację finansową wielu przedsiębiorstw.

Chwilowe zachwianie stabilności rynków bankowych, jakie odnotowała większość gospodarek regionu spowodowało, że dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw stał się dużo bardziej kosztowny, a banki ograniczyły swoją działalność kredytową, uniemożliwiając w ten sposób pozyskanie niezbędnych środków do inwestycji dla dużej części firm.

Niemniej jednak prowadzona przed wystąpieniem kryzysu ostrożnościowa polityka banków centralnych regionu, jak również zacofanie rynków związane z niskim udziałem produktów strukturalnych w portfelach inwestycyjnych banków, uchroniły gospodarki regionu od krachu finansowego. Jednocześnie skuteczne interwencje rządowe, jak i pomoc instytucji międzynarodowych, pozwoliły na częściową stabilizację sytuacji, umożliwiając dalszą działalność kredytową dla przedsiębiorstw.

<sup>65</sup> Zob. *Global Economic Prospects 2008: Technology Diffusion in the Developing World*.

<sup>66</sup> IMF, *World Economic Outlook 2009*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/update/01/>.

<sup>67</sup> Patrz załącznik 3. *Wartość eksportu a importu wyrażona w stosunku do PKB*.

<sup>68</sup> Index mundi, *Commodity Price Index Monthly Price*, <http://www.indexmundi.com/commodities/?commodity=commodity-price-index&months=60>.

### 3.1. Zacofanie rynków finansowych oraz ich kontrolowany rozwój wynikający z polityki ostrożnościowej banków centralnych jako czynniki hamujące pęcznienie bańki spekulacyjnej

Nadmierne zaufanie do płynności rynków finansowych, jakie ogarnęło świat rozwinięty w latach 2003–2006, charakteryzujące się niekonwencjonalnymi praktykami na rynkach finansowych oraz powstawaniem skomplikowanych produktów finansowych, takich jak ABS, CDO oraz MBS, napędzało bańkę inwestycyjną, a jej wybuch spowodował recesję, ze skutkami której boryka się obecnie większość państw Zachodu. Rozwój rynków finansowych powiązany z niezwykle łatwym dostępem do kredytu przyczynił się do namnożenia liczby instrumentów finansowych będących w obiegu. Wzrost ten był szczególnie zauważalny w przypadku pożyczek typu *subprime*, charakteryzujących się bardzo wysokim stopniem ryzyka. Proces łączenia (*pooling*) i segmentacji (*trenching*) kredytów *subprime* pozwolił bankom na przekształcenia pożyczek o istotnym stopniu ryzyka w produkty strukturyzowane, którym agencje ratingowe przyznawały wysokie oceny. Zjawisko to wywołało dalsze ożywienie popytu na strukturyzowane papiery wartościowe, które były pierwotnie oparte na ryzykownych kredytach *subprime*, co spowodowało napędzenie błędnego koła. Rozwój rynku strukturyzowanych papierów wartościowych i jego hybrydyzacja stanowiły pierwszy krok do wybuchu światowego kryzysu finansowego.

Rynki finansowe krajów bałkańskich, które mimo gwałtownego rozwoju sektora bankowego w przeciągu ostatniej dekady, dalekie były od poziomu komplikacji instrumentów finansowych, jaki charakteryzował kraje rozwinięte. Dlatego w momencie wybuchu kryzysu wykazały one stosunkowo niską wrażliwość na turbulencje, jakie odczuły rynki zachodnie. Relatywnie wysoki poziom rentowności bankowej wynikający bezpośrednio ze wzrostu działalności kredytowej dla przedsiębiorstw i podmiotów prywatnych, jak również sama gwarancja dalszych tendencji wzrostowych w polityce kredytowej, dające bankom duży margines działania, uchroniły rynki krajów bałkańskich przed ekspozycją na ryzyko związane z produktami strukturyzowanymi. Dla przykładu, wskaźnik ROCE dla Serbii, Chorwacji oraz Macedonii oscylował w 2008 r. na poziomie 12%, co stanowiło znacznie wyższy poziom rentowności<sup>69</sup> bankowej w porównaniu z większością państw EU-15. Najwyższy poziom rentowności w regionie odnotowała Albania – 16,3%, zaś najniższy (wyraźnie gorszy od większości państw EU-15) odnotowały Czarnogóra – 2,6% oraz Bośnia i Hercegowina – 2,8%. Zysk z działalności stricte kredytowej w bankowości detalicznej był na tyle wysoki, że bankom działającym w krajach Europy Południowo-Wschodniej nie opłacało się tworzyć skomplikowanych portfeli inwestycyjnych, w skład których wchodzić miałyby instrumenty pochodne. Dodatkowo późno przeprowadzone reformy systemów emerytalnych<sup>70</sup> spowodowały, że działalność funduszy emerytalnych, które w przypadku krajów rozwiniętych szeroko inwestowały w produkty strukturalne, była znikoma. W konsekwencji działalność inwestycyjna opierała się głównie na operacjach fuzji i przejęć. Również opisany wcześniej brak rynków kapitałowych ograniczył znacznie działalność inwestycyjną w regionie, co w momencie wybuchu kryzysu działało na korzyść banków, których bilanse nie były obciążone brudnymi aktywami.

Udzielane zarówno podmiotom indywidualnym, jak i przedsiębiorcom kredyty prawie w całości były finansowane z depozytów bankowych, stanowiących stosunkowo bezpieczne źródło finansowania. Tradycyjne podejście do działalności bankowej, gdzie kredyty finansowane są przez wewnętrzne depozyty bankowe, przy znikomym udziale depozytów pochodzących od zagranicznych podmiotów, pozwoliło krajom bałkańskim na uniknięcie problemów płynności finansowej sektora bankowego w stopniu, w jakim dotknęły one państwa zachodnie, jak również państwa Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie proces zacofania rynków był dużo mniejszy.

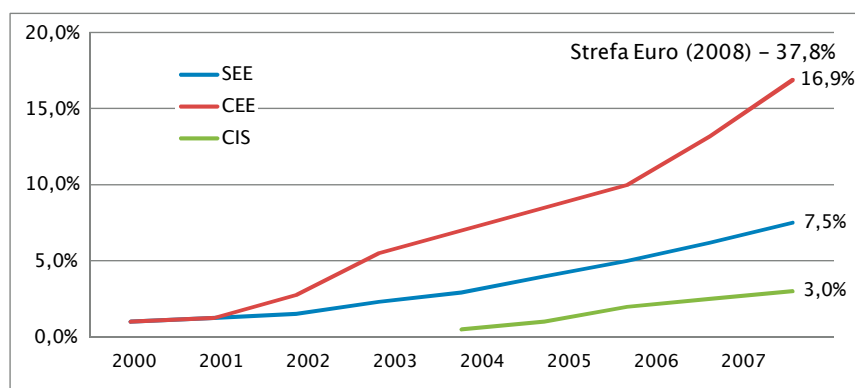
<sup>69</sup> Zob. National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

<sup>70</sup> Przykładem jest reforma systemu emerytalnego w Bośni i Hercegowinie, wprowadzająca drugi i trzeci filar, którą przeprowadzono w grudniu 2008 r.

Pęcznienie bańki spekulacyjnej na rynku budowlanym przy praktycznie nieograniczonym dostępie do kredytów hipotecznych, w tym do kredytów typu *subprime*, było obok niekontrolowanego rozwoju instrumentów pochodnych, jednym z głównych czynników, które pogrzyły kraje rozwinięte w recesji. Hiszpania, która z uwagi na swoje naturalne walory turystyczne, charakteryzowała się jednym z najszybszych wzrostów cen nieruchomości w Europie Zachodniej, boryka się obecnie z blisko 20% bezrobociem oraz z ujemnym wzrostem PKB -3,7%<sup>71</sup>, wynikającym w dużej mierze z zapaści na rynku budowlanym. W latach 2004–2008 wartość hipotek udzielanych hiszpańskim rodzinom wzrosła o 110%, przy czym 20% z wystawionych kredytów hipotecznych uważa się obecnie za kredyty zagrożone, o wysokim stopniu ryzyka niespłacalności<sup>72</sup>.

Jak wynika z raportu Raiffeisen Bank, w większości z krajów Europy Środkowej i Wschodniej wzrost wartości kredytów hipotecznych był głównym czynnikiem rozwoju działalności detalicznej banków. Z uwagi na korzystne warunki klimatyczne i walory turystyczne boom budowlany w krajach bałkańskich powinien przejawiać trendy podobne do tych, jakie zostały uprzednio opisane na przykładzie Hiszpanii. Jednakże dane liczbowe wskazują, że wzrost wartości kredytów hipotecznych na rynkach bałkańskich był dużo niższy niż w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (wykres 9).

**Wykres 9. Wartość kredytów hipotecznych wyrażona w stosunku do PKB**



Źródło: CEE Banking Report, June 2009, Raiffeisen Research, RZB Group.

Ze względu na zaległości strukturalne państw bałkańskich w uregulowaniu kwestii własności ziemi doszło do znacznie niższego rozwoju kredytów hipotecznych, niż wynikałoby z trendów zaobserwowanych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, jak i z samego potencjału turystycznego wybrzeża adriatyckiego. Bariery natury prawnej i sądowej w rozstrzyganiu sporów o charakterze własnościowym spowodowały, że banki działające w regionie niechętnie udzielały kredytów hipotecznych, co pozwoliło na uniknięcie bańki spekulacyjnej. Jak wynika z badań przeprowadzonych przez OECD, sprawnie działający kataster, odgrywający kluczową rolę na dojrzałych rynkach finansowych, wzmacnia prawną ochronę pożyczkodawcy i obniża koszty transakcyjne udzielania kredytu hipotecznego<sup>73</sup>. Mimo że kataster ziemny oficjalnie funkcjonuje we wszystkich krajach regionu Europy Południowo-Wschodniej, jedynie niewielki odsetek ziem znajduje się w rejestrze, a dodatkowo w większości przypadków kataster dostępny jest jedynie w formie papierowej, co podnosi koszty dostępu do zawartych w nim informacji. W krajach takich jak Albania, czy Bośnia i Hercegowina, charakteryzujących się stosunkowo wysokim stopniem

<sup>71</sup> Zob. Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/guip/themeAction.do>.

<sup>72</sup> Zob. <http://spaineconomy.blogspot.com/2009/08/twenty-percent-of-spanish-mortgages-now.html>.

<sup>73</sup> Zob. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*.

pokrycia katastru, wątpliwości budzi wiarygodność zawartych w nim informacji<sup>74</sup>. Wyjątek w regionie może stanowić Chorwacja, gdzie dużo wyższy stopień harmonizacji przepisów prawnych ze standardami unijnymi<sup>75</sup>, w tym uregulowanie przepisów dotyczących własności ziemi, a także sprawnie działający kataster oraz niekwestionowana przewaga warunków naturalnych sprzyjających rozwojowi turystyki spowodowały, że wzrost kredytów hipotecznych był dużo szybszy niż w innych krajach regionu, a jego wartość w porównaniu z PKB wynosiła w 2008 r. 15,3%<sup>76</sup>.

Z uwagi na znaczące zacofanie finansowo-infrastrukturalne państwa bałkańskie uniknęły sytuacji charakteryzującej kraje zachodnie, która doprowadziła do wybuchu kryzysu finansowego. Dużą rolę w przeciwdziałaniu czynnikom kryzysogennym odegrały banki centralne regionu, które mimo okresu boomu inwestycyjnego prowadziły restrykcyjną politykę monetarną, uniemożliwiając narastanie bańki spekulacyjnej.

Oprócz standardowych metod kontroli ryzyka, takich jak limit ekspozycji kredytowej w stosunku do pojedynczego podmiotu gospodarczego, czy do sektora gospodarki, banki centralne krajów bałkańskich prowadziły restrykcyjną politykę monetarną. Jednym z jej zasadniczych elementów było utrzymywanie wysokiej stopy bazowej, co sprzyjało działaniom oszczędnościowym i ograniczało nadmierny rozwój kredytu. Dla przykładu, mimo silnych presji społecznych Narodowy Bank Macedonii utrzymywał w 2009 r. stopę referencyjną na poziomie 7,50%<sup>77</sup>, stymulując wzrost długoterminowych depozytów bankowych, co zapewniało stabilność finansową banków komercyjnych. Dodatkowo banki centralne utrzymywały na wysokim poziomie stopę rezerw obowiązkowych, która dla przykładu wynosiła w Serbii 10% dla wkładów w dinarach oraz aż 45% dla wkładów w walutach obcych<sup>78</sup>, co pozwalało na kontrolę ryzyka finansowego. Wyraźne różnicowanie w poziomie rezerw obowiązkowych między wkładami pieniężnymi w walucie lokalnej a depozytami w walucie obcej miało na celu skuteczne ograniczenie ryzyka walutowego. Ciekawe rozwiązania prowadzące do ograniczenia wzrostu ryzyka walutowego wprowadził Narodowy Bank Chorwacji, który określił maksymalny stopień wskaźnika aktywów bankowych w walucie obcej do ogółu pasywów na poziomie 32%<sup>79</sup>. Ponadto, w celu kontroli nadmiernego rozwoju kredytów, Narodowy Bank Chorwacji już w styczniu 2007 r. wprowadził 12% próg na wzrost wartości pożyczek udzielanych przez banki.

Również w początkowej fazie kryzysu banki centralne regionu wydały wiele postanowień wzmocniających płynność finansową sektora bankowego bez konieczności wykupywania aktywów bankowych. Za przykład może posłużyć wydana w grudniu 2008 r. przez Narodowy Bank Macedonii „Decyzja odnośnie do zarządzania ryzykiem płynności finansowej banków”<sup>80</sup>. Władze banku centralnego, świadome zagrożenia jakie niosły zmiany na międzynarodowych rynkach monetarnych, jak również problemy związane z płynnością finansową niektórych banków europejskich, określili minimalny dozwolony poziom płynności finansowej zarówno w stosunku do wkładów, jak i pożyczek udzielanych w dinarze oraz w walutach obcych.

Poza bezpośrednim wpływem na aktywność kredytową banków przy pomocy środków polityki monetarnej banki centralne zaostrzyły reguły dotyczące kontroli bankowej i audytu, jak i przejrzystości działalności bankowej, czyniąc system sprawniejszym i odporniejszym na wszelkie szoki zewnętrzne.

<sup>74</sup> Spór o ziemię jest jedną z głównych przyczyn zbrodni w Albanii.

<sup>75</sup> Jak wynika z opublikowanego w 2007 r. raportu MFW *Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda* sprawność funkcjonowania regulacji prawnych wynikająca z wdrażania *acquis communautaire* w Chorwacji była porównywalna do tej, jaką odnotowały nowe państwa unijne.

<sup>76</sup> Zob. *Banking in CEE: Challenging Times but Recovery on the Horizon*.

<sup>77</sup> Zob. <http://www.nbrm.gov.mk>.

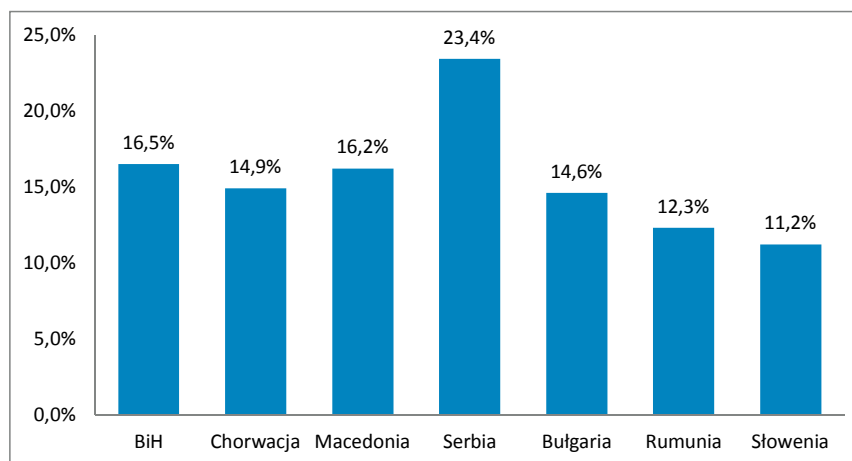
<sup>78</sup> Zob. <http://www.nbs.rs/>.

<sup>79</sup> Zob. *Banking in CEE: Challenging Times but Recovery on the Horizon*.

<sup>80</sup> Zob. <http://www.nbrm.gov.mk/default-EN.asp?itemID=A0A2980F6802D345AA75B923A3ABF867>.

W konsekwencji, w wyniku przeprowadzonych przez banki centralne stress testów, potwierdzona została wysoka płynność kapitałowa banków komercyjnych działających w regionie. Pomimo spadku wartości wywołanego pogorszeniem się warunków kredytowych współczynnik wypłacalności dla krajów regionu był pod koniec 2008 r. wysoce zadowalający (wykres 10).

**Wykres 10. Współczynnik wypłacalności w wybranych krajach Europy Południowo-Wschodniej (grudzień 2008)**



Źródło: National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

### 3.2. Contagion effect oraz chwilowe zachwianie stabilności rynków bankowych

Przeprowadzone w 2000 r. przez Lindę Goldberg, Gerarda Dagesa i Daniela Kinneya badania<sup>81</sup> na przykładach kryzysów argentyńskiego i meksykańskiego wykazały, że obecność kapitału zagranicznego w sektorze bankowym zwiększa odporność gospodarek na szoki finansowe, chroniąc te kraje przed wystąpieniem kryzysów. Banki macierzyste, w przeciwieństwie do ich filii lokalnych, przejawiają z reguły odmienną politykę dywersyfikacji ryzyka i są w dużo mniejszym stopniu zależne od koniunktury krajowej. W konsekwencji, w przypadku wystąpienia wstrząsów na rynkach wewnętrznych, filie banków zagranicznych będą mogły korzystać ze swoistego parasola ochronnego w postaci dofinansowania kapitałowego pozwalającego na utrzymanie odpowiedniego poziomu płynności finansowej, co zapewni im możliwość kontynuacji działalności kredytowej i pozwoli na przejście kryzysu bez większych zawirowań w wewnętrznym bilansie finansowym.

Niemniej jednak opisana powyżej dywersyfikacja ryzyka w przypadku wystąpienia wstrząsów wewnętrznych może mieć zupełnie odmienny charakter w momencie, gdy źródło zawirowań znajdować się będzie w krajach banków macierzystych. Opisane zjawisko można było obserwować w latach 90., kiedy wstrząsy wewnętrzne na rynkach finansowych Japonii, której instytucje kredytowe były silnie obecne na rynku amerykańskim, spowodowały redukcję działalności kredytowej na terenie Stanów Zjednoczonych. Również w czasie ostatnich perturbacji na rynkach finansowych zauważalne było wyraźne obniżenie międzynarodowych przepływów bankowych. Jak wynika z danych opublikowanych przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych<sup>82</sup> w ostatnim kwartale 2008 r., banki z państw

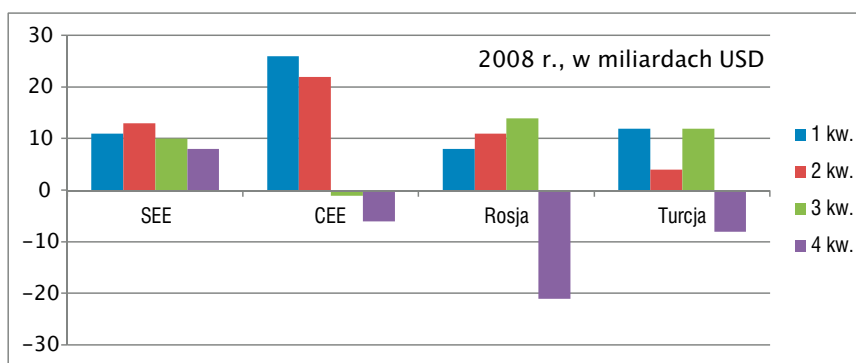
<sup>81</sup> National Bureau of Economic Research, *Foreign and domestic bank participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina*, 2000.

<sup>82</sup> *Roczny raport BRM 2008/2009*, opublikowany na stronie <http://www.bis.org/>.

rozwinętych ograniczyły poziom pożyczek udzielanych krajom rozwijającym o 205 miliardów dolarów.

Mimo że zależność między bankami macierzystymi a ich filiami w przypadku krajów bałkańskich jest dużo mniejsza, niż opisana wcześniej sytuacja na rynkach argentyńskim czy meksykańskim, chociażby z uwagi na inne uwarunkowania prawne regulujące działalność bankową w regionie, to sama skala udziału kapitału zagranicznego w sektorze bankowym Europy Południowo-Wschodniej powoduje, że wszelkie wstrząsy na rynkach macierzystych mogą obniżyć płynność finansową banków bałkańskich. Banki macierzyste borykające się z kłopotami finansowymi mogłyby wycofać przede wszystkim część linii kredytowych udzielonych filiom, jak również wymóc na nich ograniczenie działalności kredytowej, a w najgorszej sytuacji przejąć wręcz część zysków w postaci dywidend, czego skutki najbardziej odczuliaby przedsiębiorcy ubiegający się o kredyt. Niemniej jednak badania empiryczne wykazały, że nawet w najtrudniejszych momentach kryzysu banki zachodnie nie interweniowały tak drastycznie w politykę kredytową swoich filii na Bałkanach. Wnioski te zostały również potwierdzone w raporcie Banku Rozrachunków Międzynarodowych, według którego poziom pożyczek zagranicznych był dużo bardziej stabilny w mniejszych gospodarkach Europy Środkowej, których sektor finansowy był zdominowany przez obecność dużych europejskich grup bankowych (wykres 11).

**Wykres 11. Poziom międzynarodowych pożyczek bankowych w 2008 r. – rynki rozwijające się versus Europa**



Źródło: <http://www.nbrm.gov.mk/default-EN.asp?itemID=A0A2980F6802D345AA75B923A3ABF867>.

Banki zachodnie na Bałkanach wykazywały jedynie pewien stopień ostrożności i dużo mniejszy optymizm finansowy w stosunku do banków, których działalność finansowa nie była wystarczająco rentowna. W żadnym z badanych krajów nie doszło jednak do wycofania wcześniejszych linii kredytowych lub do próby przejęcia znacznej części zysków, pozostawiając *de facto* kwestię zarządzania kredytami w gestii banków lokalnych.

Jak wynika z raportu Narodowego Banku Macedonii, dużo większe znaczenie w dostępności do kredytu w regionie miały czynniki pochodne kryzysu, ze szczególnym wyróżnieniem spowolnienia gospodarczego, które odbiło się na sytuacji finansowej przedsiębiorstw, a w konsekwencji utrudniło staranie o kredyt, jak również czynniki psychologiczne.

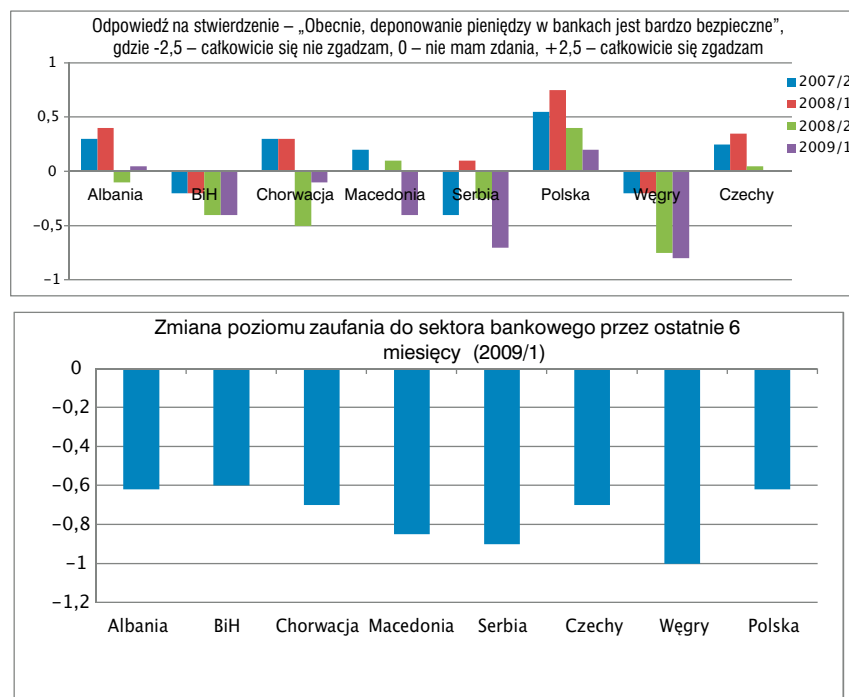
Negatywny wzrost gospodarczy w krajach Unii Europejskiej, będących głównymi partnerami handlowymi państw bałkańskich, i związany z tym niższy popyt wpłynęły na spadek poziomu eksportu w regionie<sup>83</sup>, dotykając zwłaszcza przedsiębiorców gospodarek silnie otwartych, jak chociażby Chorwacji czy Czarnogóry. Niższe obroty handlowe

<sup>83</sup> Jak wynika z komunikatu prasowego Narodowego Banku Albanii, poziom eksportu w 2009 r. obniżył się o 19,6% (zob. <http://www.bis.org/>).

firm wyraźnie zauważalne w krajach Europy Południowo-Wschodniej oraz gorsze od oczekiwanych rezultaty finansowe wpłynęły z kolei na wzrost poziomu szacowanego ryzyka finansowego w ocenie banków, co podniosło koszty kredytu, obniżając możliwości inwestycyjne części przedsiębiorstw i powodując swoisty efekt domina. W konsekwencji już w czwartym kwartale 2008 r., mimo pozytywnych wyników finansowych oraz zadawalającego stopnia kapitalizacji, banki przyjęły politykę ograniczenia ekspozycji na ryzyko, wprowadzając bardziej rygorystyczne zasady przyznawania kredytu i monitoringu finansowego. W przeprowadzonych przez OECD ankietach opracowywanych na potrzeby *The Investment Report Index* większość banków operujących w regionie tłumaczyła zaostrzenie warunków kredytowych dla przedsiębiorstw problemami konkretnych sektorów przemysłowych, jak i wysoką ogólną wrażliwością finansową gospodarek krajów bałkańskich. Jednocześnie banki odnotowały wzrost zapotrzebowania na krótkoterminowe pożyczki korporacyjne wynikające z pogorszenia warunków handlowych w płaceniu za obrotowe środki kapitałowe.

Zmiana w podejściu do polityki kredytowej wywołana była również drastycznym spadkiem poziomu depozytów, jaki miał miejsce w ostatnich miesiącach 2008<sup>84</sup> r. Klienci banków w Europie Południowo-Wschodniej doświadczeni nadużyciami bankowymi, jakie miały miejsce w przeszłości, wykazują ograniczone zaufanie do instytucji bankowych (wykres 12).

**Wykres 12. Poziom zaufania do banków w Europie Środkowej i Wschodniej w latach 2007–2009**



Źródło: według badania przeprowadzonego w maju 2009 r. na zlecenie Narodowego Banku Austrii, zob. [http://www.oenb.at/de/img/feei\\_2009\\_q4\\_studies\\_dvorsky-scheiber-stix\\_tcm14-144284.pdf](http://www.oenb.at/de/img/feei_2009_q4_studies_dvorsky-scheiber-stix_tcm14-144284.pdf).

<sup>84</sup> Jak wynika z przeprowadzonych rozmów środowiskowych, w obawie przed efektem paniki bankowej (*bank run*), Centralny Bank Albanii rozważał nawet na okres dwóch tygodni w grudniu 2008 r. wprowadzenie ograniczeń dotyczących swobody wyboru zdeponowanych środków pieniężnych.



Obawiając się o swoje oszczędności zarówno przedsiębiorcy, jak i klienci indywidualni niechętnie lokowali swoje dochody na kontach bankowych. Zawirowania w bazie depozytowej krajów bałkańskich najlepiej oddaje raport banku centralnego Macedonii:

*„W 2008 r. poziom depozytów bankowych charakteryzował się dwiema zasadniczymi tendencjami: wolniejszym wzrostem oraz przekształceniami walutowymi. W sytuacji spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej oraz zauważalnego wpływu czynników psychologicznych na proces podejmowania decyzji podmiotów sektora prywatnego w 2008 r. poziom depozytów bankowych odnotował najniższy wzrost na przestrzeni ostatnich kilku lat. W tym samym czasie, pod wpływem niepewności wynikłej z wydarzeń, jakie miały miejsce na międzynarodowej arenie finansowej i ich możliwym reperkusjom na gospodarkę oraz sytuację banków Republiki Macedonii, w 2008 r. zaszły zmiany w oczekiwaniach podmiotów gospodarczych, których najlepszym dowodem są zaistniałe przekształcenia walutowe. W 2008 r. spowolnienie wzrostu było widoczne zarówno w poziomie depozytów korporacyjnych, jak i depozytów gospodarstw domowych (...) Poziom depozytów korporacyjnych zarejestrował roczny wzrost o 8,3%, co oznacza aż o 16,3 punkty procentowe mniej w stosunku do 2007 r. Ponadto wzrost ten jest najniższy na przestrzeni ostatnich sześciu lat”<sup>85</sup>.*

Jak wynika ze spotkań lokalnych zorganizowanych przez pracowników OECD z przedsiębiorcami krajów bałkańskich zrzeszonymi w Eurochambers of Commerce, wzrost kosztu uzyskania kredytu był najbardziej dotkliwym skutkiem kryzysu finansowego. Pogorszenie warunków gospodarczych ograniczyło wiarygodność kredytową firm, co przyczyniło się do podniesienia przez banki stóp procentowych. Na wysokie wymagania stawiane przez lokalne banki skarżyli się głównie mali przedsiębiorcy, którzy wskazywali wzrost wymaganego zabezpieczenia kredytowego, jako przykład zaostrzenia polityki kredytowej<sup>86</sup>. Do innych czynników wymienianych przez przedsiębiorców zaliczyć można również wzrost kosztów ubiegania się o kredyt. Duże znaczenie miały także obniżenie wskaźnika akceptacji wniosków pożyczkowych oraz czas trwania procedur oceny zdolności kredytowej.

Odczucia przedsiębiorców związane z pogorszeniem ich sytuacji finansowej i trudniejszym dostępem do linii kredytowej mogą napędzać siłę kryzysu, gdyż będą warunkować zarówno poziom produkcji, jak i stopień inwestycji. Należy pamiętać, że przy trudnych warunkach gospodarczych awersja do ryzyka jest istotnie wysoka, a wpływ tzw. miękkich czynników, do których zaliczamy oczekiwania gospodarcze przedsiębiorców, przybiera na znaczeniu, wykazując dużą korelację z cyklem makroekonomicznym<sup>87</sup>. Dlatego tak ważną kwestią jest, aby – obok interwencji na rynkach monetarnych – prowadzić działania umożliwiające warunki rozwoju dla firm, poprawiając w ten sposób skłonności inwestycyjne przedsiębiorców.

<sup>85</sup> National Bank of the Republic of Macedonia, *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, kwiecień 2009.

<sup>86</sup> Bardzo podobne problemy napotykały przedsiębiorcy w wyniku reperkusji kryzysu finansowego na politykę kredytową banków w strefie euro wskazywał Europejski Bank Centralny w swoim raporcie „*Survey on the access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro area (2009)*”.

<sup>87</sup> Jednymi z najbardziej znanych miękkich wskaźników są tzw. *Purchasing Managers' Indices*, odzwierciedlające aktualne skłonności przedsiębiorców do inwestycji na rynkach finansowych. Jak wynika z przeprowadzonych badań wykorzystujących dane statystyczne pochodzące z portali Bloomberg oraz Markit, stopień korelacji wahań PMI oraz wzrostu PKB gospodarek europejskich w przeciągu ostatnich 10 lat wynosił 0,9! Dane uzyskane podczas wykładu *Financial Markets & the Economy* François-Xavier Chauchata, Sciences Po Paris.

### 3.3. Skuteczna interwencja rządowa i międzynarodowa na rynkach bankowych chroniąca dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw

Opisany przez Daniele Klingebiel oraz Patricka Honohana<sup>88</sup> model skutecznego przeciwdziałania negatywnym skutkom perturbacji na rynkach bankowych, oparty na empirycznych badaniach reakcji władz państwowych na kryzysy finansowe lat ubiegłych pozwala na opracowanie skoordynowanej polityki zarządzania kryzysem. Według naukowców pracujących dla Banku Światowego należy wyróżnić dwie zasadnicze fazy wychodzenia z kryzysu:

- faza powstrzymania (*containment phase*),
- faza oczyszczenia i restrukturyzacji (*rehabilitation and restructuring phase*).

Przedstawiona przez autorów faza powstrzymania polega na szybkiej reakcji stabilizującej rynki, która umożliwiłaby zahamowanie ekspansji szokowej na pochodne sektory gospodarki. Faza ta ma też na celu odbudowę zaufania do rynków. Środki, jakimi dysponują rządy, to bezpośrednia polityka monetarna w postaci stóp procentowych oraz ogólna insercja pieniądza do sektora bankowego pozwalająca na ustabilizowanie płynności finansowej. W celu zwiększenia zaufania rządy winny tworzyć błyskawiczne pakiety gwarancyjne wspierające zarówno pożyczkodawców, jak i pożyczkobiorców. Zabezpieczenie wypłacalności świadczeń pozwala na uniknięcie zjawiska ucieczki bankowej oraz gwarantuje minimalny stopień utrzymania polityki kredytowej.

W momencie oddalenia widma dalszej ekspansji wstrząsów finansowych, zadaniem rządów jest przywrócenie wypłacalności kapitałowej banków oraz wyeliminowanie z obiegu toksycznych aktywów, będących jednym ze źródeł kryzysu.

Po wdrożeniu niezbędnych metod przeciwdziałania recesji przez rządy gospodarek dotkniętych kryzysem, konieczny jest – zdaniem autorów – przegląd ogólnej sprawności systemów i przeprowadzenia dalekosiężnych reform strukturalnych dotyczących m.in. zmian w regulacji oraz w podejściu do zarządzania polityką gospodarczą. Skuteczność tych polityk będzie tym większa, im bardziej będzie skoordynowana współpraca na szczeblu międzynarodowym nadająca podjętym decyzjom wysoki stopień uznawalności i wykonalności.

Zaprezentowane w poprzedniej części działania banków centralnych mające na celu usprawnienie płynności finansowej instytucji bankowych na Bałkanach, pokrywające się z opisaną pierwszą fazą polityki antykryzysowej, spełniły swoje zadanie, chroniąc rynki finansowe regionu przed bezpośrednią falą szoków zewnętrznych wywołaną światowym kryzysem gospodarczym. Jednakże wyniki finansowe przedsiębiorstw uległy znacznemu pogorszeniu z uwagi na zmniejszony popyt międzynarodowy, a także na wahania cen dóbr podstawowych będących głównym składnikiem eksportu krajów bałkańskich. W celu przeciwdziałania negatywnym trendom w handlu międzynarodowym, które pośrednio odbiły się na dostępie do środków finansowania dla firm, rządy krajów Europy Południowo-Wschodniej przy ścisłej współpracy z międzynarodowymi instytucjami finansowymi, takimi jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Bank Światowy, czy też Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, wprowadziły różne instrumenty mające skutkować poprawą sytuacji finansowej przedsiębiorstw. Znamienne rolę odegrała również polityka solidarności finansowej państw Unii Europejskiej, zainicjowana przez rząd austriacki, którego banki były najbardziej narażone na negatywny wpływ zmian w sytuacji gospodarczej krajów Europy Południowo-Wschodniej.

W celu zahamowania rozwoju kryzysu finansowego rządy krajów zachodnich wprowadziły dalekosiężne inicjatywy mające pobudzić wzrost gospodarczy i przywrócić zaufanie rynków. W pierwszej fazie banki centralne obniżyły drastycznie stopy procentowe, w wielu przypadkach plasując je na poziomie zerowym. Niemniej jednak działania mone-

<sup>88</sup> D. Klingebiel, L. Laeven, *Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises*, The World Bank, 2002.

tarne okazały się niewystarczające i należało sięgnąć po dodatkowe środki stymulujące powrót do normalnego funkcjonowania gospodarek. Za priorytet uznano ustabilizowanie sytuacji na rynkach bankowych, a następnie pomoc przedsiębiorstwom, które najbardziej odczuły skutki recesji. Banki zachodnie potrzebowały dodatkowego kapitału, aby zredukować problemy związane z niedostateczną płynnością finansową. W tym celu rządy: amerykański, brytyjski, francuski, niemiecki i belgijski przystąpiły do częściowej nacjonalizacji banków, których sytuacja była najbardziej dramatyczna. Iniekcja dodatkowego kapitału pozwoliła na częściowe unormowanie przepływów finansowych. Pakiety ratunkowe przygotowane przez rządy zawierały propozycje różnych ulg podatkowych dla przedsiębiorstw, a także wprowadzenia nowych linii kredytowych oraz gwarancji, które stymulowałyby dalsze inwestycje, co razem miało pobudzić gospodarkę i przywrócić zaufanie inwestorów.

Instrumenty opracowane przez rządy państw zachodnich pozwoliły na częściowe opanowanie kryzysu w jego epicentrum. Niemniej jednak niektórzy ekonomiści ostrzegali przed ryzykiem rykoszetu nadchodzącego z części gospodarek rozwijających się, które z uwagi na dużo mniejsze zdolności kapitałowe, nie byłyby w stanie w pełni poradzić sobie z przejściem przez fazę oczyszczenia i restrukturyzacji. Problem ten podniesiony w kwietniu 2009 r. na szczycie grupy G-20 w Londynie<sup>89</sup> dotyczył głównie mniejszych gospodarek europejskich będących członkami UE, państw Europy Środkowo-Wschodniej, Wschodniej oraz krajów bałkańskich. Po stronie tych państw stanął Międzynarodowy Fundusz Walutowy popierany przez wspomniane już wcześniej kraje UE o najwyższej ekspozycji finansowej na rynki Europy Środkowej i Wschodniej. W konsekwencji największe gospodarki świata zgodziły się na przyznanie dodatkowych 500 miliardów dolarów MFW na walkę z kryzysem, ze szczególnym uwzględnieniem potrzeb krajów rozwijających się, co stanowiło „zielone światło” dla wdrażania polityk restrukturyzacyjnych oraz wspierania przedsiębiorców również na Bałkanach.

Od początku 2009 r. MFW na walkę z kryzysem udzieliło na Bałkanach ponad dwa miliardy dolarów bezpośredniej pomocy w formie umów o kredyt *stand-by*<sup>90</sup>. Fundusze te skierowane były do dwóch państw regionu, które aplikowały o pomoc w uregulowaniu sytuacji na ich rynkach finansowych. Pierwszym z krajów, który otrzymał wsparcie w wysokości 530,3 milionów dolarów była Serbia. Rząd serbski już w styczniu 2009 r. uzyskał zgodę na 15 miesięczną pożyczkę, której pierwsza transza opiewająca na kwotę 353,3 milionów dolarów została wypłacona w momencie podpisania umowy. Jak wynika z komunikatu prasowego zamieszczonego na stronach MFW, środki udostępnione przez Fundusz miały wesprzeć rządowy program utrzymania równowagi finansowej i makroekonomicznej. Drugim z państw Europy Południowo-Wschodniej, które uzyskało pomoc finansową MFW, była Bośnia i Hercegowina. W lipcu 2009 r. rząd bośniacki podpisał z przedstawicielami Funduszu porozumienie kredytowe w wysokości 1,57 miliarda dolarów, z czego 282,37 milionów było udostępnione w trybie natychmiastowym. Dalsza część kwoty miała być wydawana stopniowo w zależności od sprawności zarządzania czerpanymi funduszami, ocenianej na podstawie kwartalnych raportów kontrolnych. Celem pomocy finansowej w przypadku Bośni było wspieranie rządowego programu gospodarczego w przeciwdziałaniu skutkom światowego kryzysu finansowego.

Dodatkowo, oprócz bezpośredniego wsparcia finansowego udzielanego krajom ubiegającym się o pożyczki, MFW dokonuje oceny jakości wprowadzanych reform, opracowując rekomendacje dla rządów oraz aktywnie uczestnicząc w przygotowywaniu programów restrukturyzacyjnych.

Przykładem pozafinansowej pomocy MFW w procesie stabilizacji gospodarczej krajów bałkańskich, a w szczególności w pomocy kredytowej dla przedsiębiorców, była Inicjatywa Współpracy Banków Europejskich<sup>91</sup>, znana również jako inicjatywa wiedeń-

<sup>89</sup> Zob. <http://www.londonsummit.gov.uk/en/>.

<sup>90</sup> Zob. <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2009/pr0912.htm>.

<sup>91</sup> The European Bank Coordination Initiative (<http://www.ebrd.lt/new/pressrel/2009/090925.htm>).

ska. Zoorganizowane w styczniu 2009 r. spotkanie przedstawicieli głównych organizacji międzynarodowych odpowiedzialnych za stan światowych finansów, rządów krajów Europy Środkowej i Wschodniej oraz krajów, których banki komercyjne mają znaczne udziały w regionie, jak również przedstawicieli największych banków operujących w regionie, miało na celu stworzenie skoordynowanej polityki zarządzania kryzysem w tej części Europy. Szczyt wiedeński miał olbrzymie znaczenie strategiczne w przeciwdziałaniu narastania ryzyka systemowego oraz rozprzestrzenienia się kryzysu. Jednocześnie był przykładem tego, jak skuteczna może być bliższa współpraca przedstawicieli instytucji międzynarodowych, rządowych oraz sektora prywatnego, którzy to kolegiально przyjęli na siebie odpowiedzialność przeprowadzenia wszelkich możliwych działań chroniących Europę Środkową i Wschodnią przed ubocznymi skutkami turbulencji na światowych rynkach finansowych. Podczas szczytu przedstawiciele państw bałkańskich zapewнили o kontynuowaniu wdrażania niezbędnych reform przy jednoczesnym wspieraniu rozwoju gospodarczego. Poprzez dofinansowywanie istniejących linii kredytowych instytucje międzynarodowe potwierdziły możliwość ubiegania się o specjalne pożyczki na wdrażanie pakietów antykryzysowych, a banki komercyjne zobowiązały się do utrzymania stopy pożyczek na poziomie gwarantującym dalsze pobudzenie inwestycji. Jednocześnie największe banki europejskie wyraziły zgodę na wsparcie kapitałowe swoich filii w regionie w przypadku, gdy wystąpiłaby taka konieczność. Tak jednoznaczna postawa miała bardzo silny odzew, przywracając w dużej mierze zaufanie inwestorów.

Inna z ważnych inicjatyw wspierających działania antykryzysowe w regionie Europy Południowo-Wschodniej została powołana przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Europejski Bank Inwestycyjny oraz Bank Światowy. Pod koniec lutego 2009 r. instytucje te wydały „Joint IFI Action plan in support of banking systems and lending to the real economy in Central and Eastern Europe”<sup>92</sup>, którego celem była poprawa stabilności sektora bankowego oraz dofinansowanie polityki kredytowej dla przedsiębiorstw. Przygotowany plan pomocy finansowej dla Europy Środkowej i Wschodniej opiewał na kwotę 24,5 miliardów euro, które miały być rozdysponowane w latach 2009–2010, z czego około 19% byłoby przekazane krajom bałkańskich. Przeznaczone środki miały przede wszystkim być wykorzystane w przygotowywanych przez rządy pakietach antykryzysowych. Jak wynika z częściowego bilansu udzielonej pomocy finansowej<sup>93</sup>, z uwagi na wzrost poziomu pożyczek zagrożonych, największym wyzwaniem dla państw regionu jest wspieranie polityki kredytowej banków, ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich przedsiębiorstw, stanowiących siłę napędową gospodarek regionu oraz istotne źródło zatrudnienia. To właśnie dalszy rozwój działalności prywatnej, który może nastąpić jedynie przy odpowiednim wsparciu ze strony banków, będzie warunkować ożywienie gospodarcze.

Finansowe jak również merytoryczne wsparcie instytucji międzynarodowych pozwoliło rządów krajów bałkańskich na opracowanie pakietów mających na celu pobudzenie rozwoju gospodarczego. Jak podaje Macedońska Rada Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych<sup>94</sup>, rząd Czarnogóry przygotował we współpracy z IFI plan antykryzysowy równoważny 10% przewidywanego na 2009 r. PKB, zaś władze Macedonii wyraziły gotowość przeznaczenia środków w wysokości 5–6% rocznego PKB na walkę z kryzysem. Pakiet wydany przez rząd chorwacki zawierał natomiast 10 punktów mających na celu poprawę sytuacji gospodarczej, w tym wsparcie dla sektorów turystyki oraz nieruchomości, jak również politykę proinwestycyjną dla MiSP. Również rządy innych krajów wygospodarowały znaczne kwoty pozwalające na wspieranie przedsiębiorstw w przeciwdziałaniu negatywnej koniunkturze gospodarczej.

<sup>92</sup> Europejski Bank Inwestycyjny, zob. <http://www.eib.org/about/news/joint-support-for-central-eastern-and-southern-europe.htm>.

<sup>93</sup> EBRD, *Progress Report on the Joint IFI Action Plan*, 2009, zob. [http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/EuropeActionPlan\\_ProgressReport\\_Oct09/\\$FILE/EuropeActionPlan\\_ProgressReport\\_Oct09.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/about.nsf/AttachmentsByTitle/EuropeActionPlan_ProgressReport_Oct09/$FILE/EuropeActionPlan_ProgressReport_Oct09.pdf).

<sup>94</sup> COFER, *Global Financial Crisis and its impact on Balkans*, 2009, zob. <http://www.cofereb.org/files/global.pdf>.

Dodatkowo władze państw Europy Południowo-Wschodniej zobowiązały się do kontynuowania podjętych uprzednio reform strukturalnych oraz działań ułatwiających dostęp do środków finansowania dla przedsiębiorstw. W większości krajów regionu wprowadzone zostały specjalne linie kredytowe przeznaczone dla MiSP<sup>95</sup>, a także projekty gwarancyjne zmniejszające ryzyko kredytowe w przypadku pożyczek udzielanych przedsiębiorcom. Ponadto władze rządowe regularnie promują przedsiębiorczość wśród obywateli, organizując między innymi znane z innych państw inkubatory innowacyjności, jak również wprowadzają zmiany jakościowe ułatwiające dostęp do informacji kredytowej. Mimo że część przyjętych inicjatyw nie zawsze bywa w pełni skuteczna, kierunek zmian przyjęty przez kraje bałkańskie zbliża je do praktyk stosowanych na Zachodzie, skutecznie poprawiając sytuację przedsiębiorstw, co w okresie perturbacji na rynkach finansowych może odegrać kluczową rolę, pozwalając państwom regionu na łagodne przejście największego od lat 30. XX wieku kryzysu, jaki dotknął światową gospodarkę. Jak wynika z raportu MFV<sup>96</sup> szybkie oraz pełne wdrożenie dyrektyw unijnych odnoszących się do wspólnego rynku w przypadku europejskich krajów rozwijających się będzie skutkowało wzmocnieniem lokalnych rynków finansowych, poprawiając jednocześnie poziom zaufania inwestorów. Skuteczność przeprowadzanych reform w sektorze bankowym w porównaniu z praktykami stosowanymi w krajach rozwiniętych jest oceniana między innymi przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, przy użyciu tzw. wskaźników transformacyjnych. Większość państw regionu, w skali od 1 do 4+, otrzymała ocenę 3, odpowiadającą znacznemu postępowi we wdrażaniu rozwiązań prawnych z zakresu nadzoru ostrożnościowego, wyraźnemu wzrostowi ilości pożyczek dla przedsiębiorstw oraz istotnemu udziałowi banków prywatnych (wykres 13).

**Wykres 13. Wskaźniki transformacyjne w wybranych krajach Europy Środkowej i Wschodniej**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących z EBRD, zob. <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm>.

Mimo pozytywnej oceny różnorodnych inicjatyw wdrożonych przez kraje bałkańskie, mających przeciwdziałać kryzysowi (epicentrum kryzysu, jak należy przypomnieć, znajdowało się w państwach rozwiniętych, a analizowane kraje zostały nim dotknięte w wyniku szoków zewnętrznych spowodowanych silnym otwarciem gospodarek regionu na handel

<sup>95</sup> Wyjątkowo dobrze oceniona została polityka rządu Chorwacji we wprowadzaniu ułatwień kredytowych dla MiSP, będąca w gestii wyspecjalizowanej Agencji – HAMAG, która pokrywa aż do 80% wartości udzielanych przez banki komercyjne pożyczek.

<sup>96</sup> Edda Zoli: *Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda*, IMF Working Paper No. 07/245, 2007.

międzynarodowy), pozostaje pytanie, czy podjęte działania można było przeprowadzić bardziej skutecznie.

W ocenie polityk antykryzysowych zasadniczą rolę odgrywają dwa czynniki – szybkość interwencji oraz jej rozmiar. Pakiety kryzysowe wdrażane przez rządy krajów bałkańskich przy współpracy z instytucjami międzynarodowymi obejmowały elementy polityki monetarnej, reformy strukturalne oraz bezpośrednie bodźce ekonomiczne w postaci ulg podatkowych oraz dodatkowych linii kredytowych. Również rozmiar stosowanych pakietów stanowiących niekiedy 10% PKB jest w pełni zadawalający. Niemniej jednak podkreślane wielokrotnie znaczenie współpracy międzypaństwowej w ramach regionu SEE, nadająca podjętym działaniom dużo wyższy prestiż i skuteczność, wydawało się w pewnym stopniu pominięte przez rządy bałkańskie. W momencie gdy państwa zachodnie próbowały koordynować swoje polityki monetarne chociażby poprzez wspólne, jednoczesne obniżki stóp procentowych, rządy państw Europy Południowo-Wschodniej starały się początkowo przeciwdziałać kryzysowi niejako „na własną rękę”. Dopiero wzmożona interwencja międzynarodowych instytucji finansowych wymusiła dialog na poziomie regionalnym i bliższą konwergencję wdrażanych polityk. Ponadto wydawać by się mogło, że przyjęte pakiety wykraczające poza tradycyjne elementy polityki monetarnej można było przygotować i wprowadzić dużo wcześniej, już w momencie pierwszych symptomów pogarszania koniunktury międzynarodowej, co być może pozwoliłoby na uniknięcie ujemnego wzrostu gospodarczego, jaki dotknął wszystkie kraje bałkańskie. Jest rzeczą oczywistą, że państwa charakteryzujące się dużym otwarciem na rynki międzynarodowe są najbardziej wrażliwe na wszelkie zmiany zachodzące w globalnej gospodarce. Jednakże rządy krajów bałkańskich sprawiały wrażenie, jakby kryzys miał je ominąć, czekając do ostatniej chwili z wprowadzaniem pakietów ratunkowych.

---

## Podsumowanie

---

Sprawnie działające rynki finansowe gwarantują dostęp do środków finansowania niezbędnych przedsiębiorstwom do rozwoju działalności i prowadzenia inwestycji. Dzięki inwestycjom rozwojowym firmy napędzają wzrost gospodarczy i przyczyniają się do poprawy sytuacji na rynkach pracy, będąc jednocześnie źródłem innowacyjności gospodarek. W teorii istnieje wiele rodzajów instrumentów finansowych, zarówno o charakterze kapitałowym, jak i pożyczkowym, znajdujących się w dyspozycji przedsiębiorstw, które mogą korzystać z finansowania zewnętrznego.

W krajach Europy Południowo-Wschodniej z uwagi na niską płynność finansową rynków kapitałowych szanse na uzyskanie funduszy pochodzących od inwestorów kapitałowych (zarówno o charakterze zorganizowanym, jak i prywatnym) lub za pośrednictwem giełdy są znikome. Wyjątek może stanowić Chorwacja, gdzie poziom aktywności inwestorów kapitałowych jest nieco wyższy niż w pozostałych analizowanych krajach regionu. Niemniej jednak w Albanii oraz w Kosowie rynki kapitałowe znajdują się dopiero we wczesnej fazie tworzenia, a działające w tych krajach przedsiębiorstwa zdane są jedynie na korzystanie z kredytowych źródeł finansowania.

We wszystkich analizowanych krajach regionu kredyt bankowy pozostaje głównym zewnętrznym źródłem finansowania przedsiębiorstw, a dostęp do niego warunkuje *de facto* możliwości rozwojowe firm. Całkowita dominacja systemu bankowego w oferowaniu instrumentów kredytowych spowodowała, że poziom penetracji instytucji bankowych w krajach Europy Południowo-Wschodniej jest znaczący. Najwyższy stopień penetracji banków odnotowano w Bośni i Hercegowinie, gdzie istotną rolę odgrywa mikrokredyt, będący najbardziej korzystną formą finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw. Wyraźnie niższy od średniej regionu poziom penetracji banków w działalności operacyjnej oraz inwestycyjnej przedsiębiorstw charakteryzował Albanie oraz Kosowo, gdzie kredyt pozostaje ciągle produktem trudno dostępnym. Z uwagi na dominującą rolę instytucji bankowych na bałkańskich rynkach finansowych władze państwowe powinny wspierać rozwój konkurencyjności sektora bankowego przy jednoczesnym zachowaniu równowagi rynków, jak również likwidować bariery ograniczające dostęp do kredytu dla przedsiębiorstw, a w szczególności dla MiSP.

Wdrożenie reguł gospodarki rynkowej, opartej na własności prywatnej, jest zasadniczym elementem przy przeprowadzaniu transformacji ustrojowej w krajach postkomunistycznych. W celu umożliwienia sprawnego dostępu do źródeł finansowania przedsiębiorstw, władze publiczne państw bałkańskich zdecydowały się na liberalizację oraz prywatyzację działających w regionie instytucji bankowych. Z uwagi na istotne opóźnienia rozwojowe w krajach Europy Południowo-Wschodniej ogół reform gospodarczych, w tym dotyczących sektora bankowego, należało przeprowadzić jak najszybciej. Restrukturyzacja sektora bankowego miała charakter dwufazowy. Pierwszym niezbędnym etapem było uzdrowienie instytucji bankowych poprzez oczyszczenie ich bilansów ze „złych” pożyczek oraz przygotowanie ich do dalszej prywatyzacji. Następnie większość państw regionu zdecydowała się na otwarcie rynków na kapitał zewnętrzny, umożliwiając w ten sposób wykupienie lokalnych aktywów bankowych przez główne banki Europy Zachodniej. Obecnie proces prywatyzacji można uznać za zakończony sukcesem. Z uwagi na strategiczne interesy ekonomiczne system bankowy krajów Europy Południowo-Wschodniej został zdominowany przez kapitał austriacki, włoski, grecki oraz francuski. Udział banków zagranicznych ze względu na państwo pochodzenia jest zróżnicowany wśród krajów bałkańskich i wynika w dużym stopniu z relacji polityczno-gospodarczych łączących poszczególne

państwa. Ciekawym zjawiskiem w regionie jest wzmożony udział kapitału pochodzącego z krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Wejście na rynki bałkańskie największych banków europejskich wywołało istotne presje konkurencyjne, prowadząc do poprawy sprawności systemów bankowych krajów Europy Południowo-Wschodniej, a w konsekwencji ułatwiło dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw. Obecność banków zachodnich posiadających znaczną przewagę kapitałową i technologiczną spowodowała restrukturyzację systemów bankowych oraz poprawę obowiązujących technik zarządzania portfelami kredytowymi. Tym samym bałkański sektor bankowy stał się bardziej efektywny, a jednocześnie podjęte działania pozwoliły na obniżenie kosztów uzyskania kredytu dla przedsiębiorstw. Ponadto skutkiem wzmożonej konkurencji na rynkach bankowych, wynikającej bezpośrednio z obecności kapitału zagranicznego, była ekspansja terytorialna i sektorowa instytucji bankowych, co poszerzyło liczbę potencjalnych klientów mogących starać się o środki finansowania. Prawdziwą rewolucję na rynkach bałkańskich wywołało wprowadzenie bankowości elektronicznej, która – mimo że ciągle znajduje się w początkowej fazie – pozwoliła na obniżenie kosztów usług bankowych oraz zwiększenie poziomu penetracji bankowej wśród przedsiębiorstw. Banki europejskie, oferując kompleksowe pakiety usług finansowych uprzednio niedostępne na rynkach państw Europy Południowo-Wschodniej, pozwoliły przedsiębiorcom na dywersyfikację źródeł finansowania kredytowego, zmniejszając poziom ryzyka kredytowego w ocenie banków, a zarazem czyniąc pożyczki dla firm tańszymi. Ogół pozytywnych zmian, jaki miał miejsce na rynkach bałkańskich w związku z wejściem na nie międzynarodowych instytucji finansowych, poprawiający dostęp do kredytów dla przedsiębiorstw oraz wzmacniający odporność sektora bankowego na globalne wahania koniunktury, może być istotnym sygnałem dla pozostałych krajów postkomunistycznych, znajdujących się ciągle w fazie transformacji ustrojowej i wdrażania nowoczesnych metod zarządzania kapitałem.

Niemniej jednak prowadzona przez banki europejskie wzmożona działalność kredytowa i narastający poziom zadłużenia w stosunku do wysokości wkładów bankowych spowodowały wzrost ogólnego poziomu ryzyka finansowego, a w szczególności ryzyka walutowego. Ocena ryzyka kredytowego, jak również poziom wymaganych zabezpieczeń, były również częściowo oparte na braku zaufania do rynków rozwijających się i nie odpowiadały faktycznemu stanowi finansów przedsiębiorstw. Sytuacja ta, wynikająca bardziej z polityki ostrożności finansowej, skutkowałą jednocześnie odrzucaniem części wniosków, które mogłyby uzyskać pozytywną ocenę w krajach rozwiniętych. Powyższa polityka, mimo różnych zmian jakościowych wprowadzonych przez rządy krajów Europy Południowo-Wschodniej, poprawiających dostęp do informacji kredytowej, stanowiła istotne utrudnienie dla firm bałkańskich w pozyskiwaniu zewnętrznego finansowania. Z drugiej zaś strony pozwoliła ona na uniknięcie nadmiernej ekspansji kredytowej i powstania bańki spekulacyjnej, która doprowadziła do wybuchu światowego kryzysu finansowego.

Konserwatywny model finansowania na rynkach bankowych wynikał także po części z samego zacofania rynków i braku możliwości wprowadzenia przez lokalne banki skomplikowanych instrumentów strukturalnych. Ostrożnościowa polityka finansowa i monetarna charakteryzowała również wiele działań przeprowadzonych przez banki centralne regionu, a mających na celu wyhamowanie nadmiernego wzrostu poziomu udzielanych kredytów, powodujących negatywny efekt przegrzania gospodarki. Restrykcyjna polityka monetarna umożliwiła jednocześnie bankom zachować płynność finansową, co w momencie zawirowań na międzynarodowych rynkach monetarnych pozwoliło krajom bałkańskim na uniknięcie bezpośrednich reperkusji wstrząsów. Stabilna sytuacja finansowa banków działających w regionie Europy Południowo-Wschodniej była gwarantem utrzymania polityki kredytowej na poziomie poprzedzającym kryzys.

Rynki bałkańskie, z uwagi na ich niewielkie rozmiary i otwartość gospodarek, są zależne w dużym stopniu od popytu na rynkach zagranicznych. Kryzys gospodarczy,



jaki dotknął kraje rozwinięte, spowodował drastyczny spadek poziomu konsumpcji oraz produkcji, co odbiło się na sytuacji finansowej firm na Bałkanach, które opierały swoje dochody na eksporcie produktów podstawowych na rynki zachodnie. Sytuację pogorszył dodatkowo spadek cen dóbr elementarnych, przyczyniając się do wystąpienia problemów finansowych przedsiębiorstw, które w celu łagodzenia negatywnych skutków globalnej recesji gospodarczej zwiększyły zapotrzebowanie na kredyt. Przy dużo gorszych warunkach finansowych przedsiębiorstw i stosowanej przez banki polityce ostrożnościowej wielu firmom odmówiono przyznania kredytu, co wywołało chwilowe zachwianie stabilności gospodarek regionu. W przeciwieństwie do krajów rozwiniętych zachwianie to nie wynikało z problemów wewnętrznych rynków finansowych.

Istotną rolę w stabilizacji sytuacji gospodarczej, w tym w zachowaniu niezbędnego poziomu dostępu do kredytowych źródeł finansowania przedsiębiorstw oraz zahamowaniu rozprzestrzeniania się kryzysu, odegrała interwencja rządowa i międzynarodowa. W ramach dodatkowych linii kredytowych uruchomionych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy na walkę z kryzysem państwa bałkańskie uzyskały dwa miliardy dolarów. Krajom Europy Południowo-Wschodniej udzielono dodatkowo około pięciu miliardów euro bezpośredniej pomocy finansowej w ramach programu *Joint IFI Action Plan* mającego na celu poprawę stabilności sektora bankowego i dofinansowanie działalności kredytowej banków. Uzyskane fundusze pozwoliły również rządowi krajów bałkańskich na wdrożenie pakietów antykryzysowych opracowanych we współpracy z głównymi instytucjami międzynarodowymi. Opracowane programy ratunkowe, jak chociażby wprowadzone specjalne linie kredytowe przeznaczone dla MiSP oraz pakiety gwarancyjne, dążyły do pobudzenia wzrostu gospodarczego. Skuteczna współpraca międzynarodowa pozwoliła na przywrócenie zaufania rynkom i ustabilizowanie sytuacji dostępu do kredytu bankowego dla przedsiębiorstw. Niemniej jednak istnieje pytanie, czy podjętych działań nie można było przeprowadzić wcześniej, opierając się w dużej mierze na współpracy transregionalnej.

Można ocenić, że kraje Europy Południowo-Wschodniej, przy pomocy międzynarodowych instytucji finansowych, w sprawny sposób poradziły sobie z uspokojeniem nastrojów na rynkach i stabilizacją sytuacji gospodarczej. Działania antykryzysowe – poprzez poprawę dostępu do środków finansowania przedsiębiorstw, stymulujących działalność inwestycyjną – zainicjowane przez rządy bałkańskie świadczą o dużej dojrzałości politycznej i w świetle postępującej integracji europejskiej, jaka ma miejsce w tym regionie, pozwalają na zachowanie optymizmu na przyszłość. Władze państw Europy Południowo-Wschodniej, nauczone ostatnim kryzysem, zobowiązały się do kontynuowania podjętych reform strukturalnych i działań mających na celu poprawę jakości usług publicznych. Będą również dalej likwidowane bariery związane z dostępem do zewnętrznych źródeł finansowania, umożliwiając przedsiębiorstwom jak najlepsze warunki rozwojowe. Część niezbędnych działań, jak chociażby promocja przedsiębiorczości, dostęp do informacji kredytowej, a także wspieranie inkubatorów innowacyjności, została już podjęta przez większość państw regionu. Jednakże istnieje jeszcze wiele reform, które należy wprowadzić, aby zapewnić przedsiębiorstwom operującym na Bałkanach dostęp do środków finansowania, porównywalny do tego, jaki mają firmy w krajach zachodnich.

W osobistej ocenie autora do największych wyzwań stojących przed władzami regionu w najbliższych latach należą: szybka harmonizacja rozwiązań prawnych z dziedziny finansów (z uwzględnieniem przepisów prawnych występujących w tym zakresie w państwach Unii Europejskiej), uregulowanie kwestii własności ziemi i usprawnienie funkcjonowania katastru, zdecydowanie krótsze procesy upadłościowe, prowadzenie regularnego monitoringu implementowanych polityk oraz sytuacji przedsiębiorstw, obejmującego sprawdzanie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, koordynacja podejmowanych działań zarówno na poziomie narodowym, jak i transregionalnym, rozwój rynków kapitałowych oraz promocja alternatywnych źródeł finansowania.

---

## Bibliografia

---

### Pozycje książkowe

1. L. Baumel, *La relation entre le taux des credit et le coût des ressources bancaires*, Annales d'économie et de statistique, 2000.
2. T. Beck, A. Demigrüç-Kunt, *A new database on the structure and development of the financial sector*, The World Economic Review, 2000.
3. J. Berk, P. DeMarzo, *Finance d'entreprise*, Pearson, 2008.
4. J. Bonin, I. Hasan, *Privatisation Matters: Bank Efficiency in Transition Countries*, Bank of Finland, 2004.
5. S. Claessens, N. Van Horen, J. Mercado, *Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995-2006. Data and Trends*, Mimeo, 2008.
6. S. Claessens, A. Demigrüç-Kunt, *How does foreign entry affect domestic banking markets?*, Journal of Banking and Finance, Edward Elgar, 2001.
7. R. De Haas, I. van Lelyveld, *Internal Capital Markets and Lending by Multinational Bank Subsidiaries*, EBRD Working Paper, 2008.
8. R. De Haas, N. Van Horen, *Strategic behaviour of banks during the 2007/2008 credit crisis, evidence from the syndicated loan market*, EBRD Working Paper, 2008.
9. A. Demigrüç-Kunt i H. Huizing, *Financial structure and bank profitability*, The World Bank, 2001.
10. J. Dimitrijevic, B. Najman, *Inside the credit boom: Competition, Segmentation and Information – evidence from Serbian credit market*, Comparative Economic Studies, 2007.
11. Ch. Fehlker, A. Mehl, A. Winkler, *EU Accession – Financial Opportunities and Challenges for Southeast Europe*, ECB, 2005.
12. B. Ganbold, *Improving Access to Finance for SME: International Good Experience and Lessons for Mongolia*, Institute of Developing Economies, 2008.
13. V. Gligorov, A. Iara, M. Landesmann, *Western Balkan Countries: Adjustment Capacity to External Shocks, with a Focus on Labour Market*, The Vienna Institute for International Economic Studies, 2008.
14. L. Goldberg, G. Dages, D. Kinney, *Foreign and domestic bank participation in emerging markets: lessons from Mexico and Argentina*, National Bureau of Economic Research, 2000.
15. D. Hardy, A. Tiemann, *Innovation in Banking and Excessive Loan Growth*, IMF Working Paper, 2008.
16. V. Hartarska, D. Nadolnyak, *An Impact Analysis of Microfinance in Bosnia and Herzegovina*, The William Davidson Institute, 2007.
17. R. Hausmann, B. Klinger, *Structural transformation in the Easter Europe and Central Asia*, EBRD Working Paper, 2008.
18. E. Hoti, *Remittances and Poverty in Albania*, University of Lunds, 2009.
19. V. Ivashina, D. Scharfstein, *Bank Lending During the Financial Crisis of 2008*, Harvard Business School, 2008.
20. Ch. Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Wiley, 2005.
21. D. Klingebiel, L. Laeven, *Managing the Real and Fiscal Effects of Banking Crises*, The World Bank, 2002.
22. G. Kiss-Martón, N. Vonnak, *Credit Growth in Central and Eastern Europe: Convergence or boom?*, MNB Working Paper, 2006
23. Ł. Kusak, *Jak wybrać najkorzystniejsze źródło finansowania*, ABC finansów, Serwis Finansowo-Księgowy, 2004.

24. R. La Porta, L. Florencio, *Government Ownership of Banks*, Harvard University, 2002.
25. R. Lensink, N. Hermes, *The short-term effects of foreign bank entry on domestic bank behaviour: does economic development matter?*, Journal of Banking and Finance, 2004.
26. K. Liebscher, J. Christl, *Financial Development, Integration and Stability. Evidence from Central, Eastern and South-Eastern Europe*, Edward Elgar 2006.
27. D. Mihaljek, *Privatisation, consolidation and the increased role of foreign banks*, BIS Paper, 2006.
28. R. Moreno, A. Villar, *The increased role of foreign bank entry in emerging markets*, BIS Papers, 2005.
29. A. Murphy, *An Analysis of the Financial Crisis of 2008, Causes and Solutions*, Oakland University, 2008.
30. J. Nikitorowicz, *Pogranicze. Tożsamość. Edukacja międzykulturowa*, Trans Humana, Białystok 1995.
31. P. Sorsa, B. Bakker, C. Duenwald, *Vulnerabilities in Emerging Southeastern Europe – How much Cause for Concern?*, IMF Working Paper, 2007.
32. J. Więclawski, *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, 1997.
33. W. Willims, *Importance of Domestic and Regional Bond Market Development – Emerging Markets: Formulation of Strategies for entering domestic and international bond markets*, Asian Development Bank, 2007.
34. A. Winkler, *Southeastern Europe: Financial Deepening, Foreign Banks and Sudden Stops in Capital Flows*, Austrian Central Bank, 2009.
35. S. Xhepa, M. Agolli, *Small and Medium-Sized Enterprises Development in Albania*, Institute of Contemporary Studies/Albanian Centre for International Trade, 2004.
36. E. Zoli, *Financial Development in Emerging Europe: The Unfinished Agenda*, IMF Working Paper, 2007.
37. *Structural Reforms in Southeastern Europe since the Kosovo conflict*, The World Bank, 2002.
38. *Transition Report 2008, The global credit crisis and the transition region*, EBRD, 2008.
39. *Investment Reform Index 2010: Monitoring Policies and Institutions for Direct Investment*, OECD, Paryż 2010.
40. *Finance for All?*, World Bank Policy Research Report 2008.
41. *Western Balkan Integration and the EU. An Agenda for Trade and Growth*, The World Bank, 2008.
42. *The heat goes on, no real signs of a cool down yet – CEE Banking Sector Report*, Raiffeisen RESEARCH, 2007.
43. *Rough playing field, committed players – CEE Banking Sector Report*, Raiffeisen RESEARCH, 2009.
44. *Report on Banking System and Banking Supervision of the Republic of Macedonia in 2008*, National Bank of the Republic of Macedonia, 2009.
45. *Global Economic Prospects 2008: Technology Diffusion in the Developing World*, the World Bank 2008.
46. *World Economic Outlook*, IMF, 2009.
47. *Survey on the access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro area*, Europejski Bank Centralny, 2009.

## Artykuły

1. G. Dell’Ariccia, R. Marquez, *Information and Bank Credit Allocation*, Journal of Financial Economics, 2004.

2. A. Dulian, *Papier komercyjny jako instrument pozyskiwania środków finansowych*, Bank i Kredyt, 2004.
3. A. Fandrejewska, *Mały i średni biznes ucierpiał najmocniej*, Rzeczpospolita, 2009.
4. R. Hiault, *La désintégration européenne*, Les Echos, 2009.
5. M. Iwanicz-Drozdowska, *Kryzysy bankowe – Zagadnienia ogólne*, Bezpieczny Bank nr 4/2002, Warszawa 2002.
6. B. Koleka, *Club Med renonce à un projet de village en Albanie*, Reuters, 2009.
7. J. Lyons, *Trade-finance squeeze hurts the healthy*, The Wall Street Journal, 2008.
8. J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce i w krajach wysokorozwiniętych*, Materiały i Studia, Zeszyt 183, 2004.
9. E. Prasad, *Sky's the Limit? National and Global Implications of China's Reserve Accumulation*, The Brookings Institution, 2009.
10. W. Smoczyński, *Kłopoty jak w banku*, Polityka, nr 9(2694), 2009.
11. *Eastern Europe: A prolonged winter*, Business Eastern Europe, 2009.
12. *Rating those who rate*, Business Eastern Europe, 2009.
13. *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, EVCA CEE Task Force, Warszawa, 2009.
14. *Banking in CEE: Challenging times but recovery on the horizon*, UniCredit Group CEE Strategic Analysis, 2009.
15. *Progress Report on the Joint IFI Action Plan*, EBOiR, 2009.
16. *Banking Sector of Serbia in the Year 2006*, Association of Serbian Banks, 2007.
17. *Progress Report on the Joint IFI Action Plan*, EBRD 2009.
18. *Global Financial Crisis and its impact on Balkans*, COFER 2009.

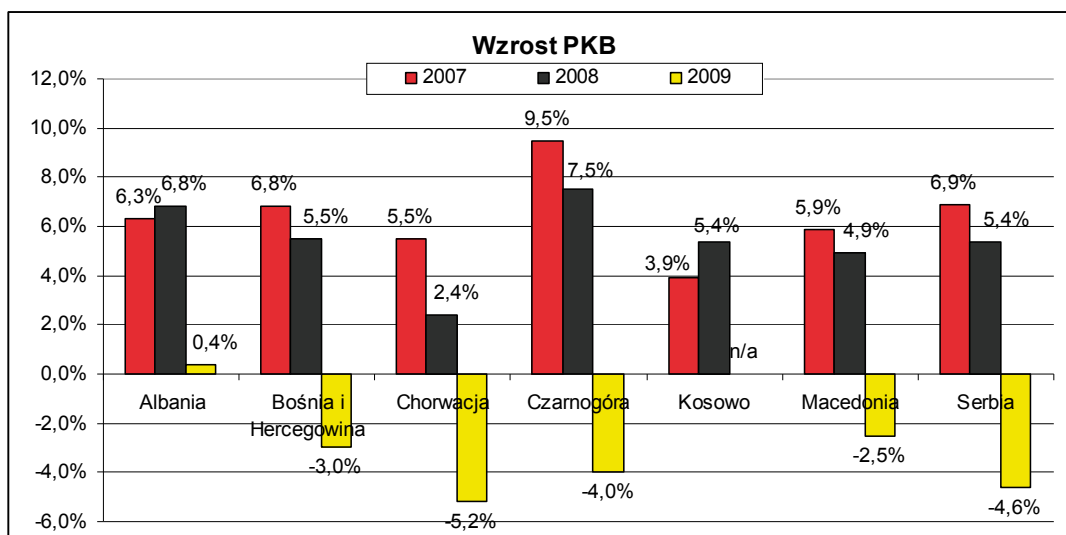
#### Strony Internetowe

1. <http://www.ebrd.com> – Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju
2. <http://www.cofereb.org> – Council of Foreign Economic Relations
3. <http://www.oecd.org> – Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju
4. <http://www.bis.org/> – Bank Rozrachunków Międzynarodowych
5. <http://www.ilf.org> – Międzynarodowy Fundusz Walutowy
6. <http://www.worldbank.org> – Bank Światowy
7. <http://www.eib.org/> – Europejski Bank Inwestycyjny
8. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/guip/themeAction.do> – Eurostat
9. <http://www.culturalpolicies.net> – portal Compendium, Rada Europy
10. <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/surveys/beeps.htm> – Business Environment and Enterprise Performance Survey
11. <http://www.enterprisesurveys.org/> – dane statystyczne Banku Światowego dotyczące przedsiębiorstw krajów rozwijających się
12. <http://www.feas.org> – Federacja Euroazjatyckich Giełd Papierów Wartościowych
13. <http://www.nbrm.gov.mk> – Narodowy Bank Macedonii
14. <http://www.nbs.rs/> – Narodowy Bank Serbii
15. <http://www.cb-mn.org/eng/> – Narodowy Bank Czarnogóry
16. <http://www.bqk-kos.org/?cid=2,1> – Narodowy Bank Kosowa
17. <http://www.hnb.hr/eindex.htm> – Narodowy Bank Chorwacji
18. <http://economicresearch-e.bankaustria.at/domain/domain.jsp> – Narodowy Bank Austrii
19. <http://zse.hr/> – Giełda Papierów Wartościowych w Zagrzebiu
20. <http://www.rb.cz/en/financial-markets/research/> – Raiffeisen Bank Research
21. <http://www.unicreditgroup.eu/en/Research/Research.htm> – Unicredit Research
22. <http://faktoring.abacus.pl/historia.html> – strona poświęcona faktoringowi
23. <http://www.kredyty-inwestycyjne.com.pl/> – strona poświęcona kredytom inwestycyjnym

24. <http://www.londonsummit.gov.uk/en/> – strona poświęcona szczytowi G-20 w Londynie
25. <http://business.highbeam.com/articles/436250/macedonian-business-monthly> – Macedonian Business Monthly
26. <http://www.cvca.ht> – Croatian Private Equity and Venture Capital Association
27. <http://www.mbdp.com.mk/en/index.php> – Macedonian Bank For Development Promotion
28. <http://www.alda-europe.eu/> – Association of Local Democracy Agencies
29. <http://seenews.com/news/latestnews/> – portal informacyjny o wydarzeniach mających miejsce na Bałkanach
30. <http://www.dailymail.co.uk/news/worldnews/article-1079485/Financial-crisis-century-credit-tsunami-Greenspan-says-talks-shock-state-economy.html> – artykuł z Dailymail dotyczący kryzysu
31. <http://spaineconomy.blogspot.com/2009/08/twenty-percent-of-spanish-mortgages-now.html> – blog poświęcony sytuacji gospodarczej w Hiszpanii
32. <http://www.indexmundi.com/> – portal statystyczny

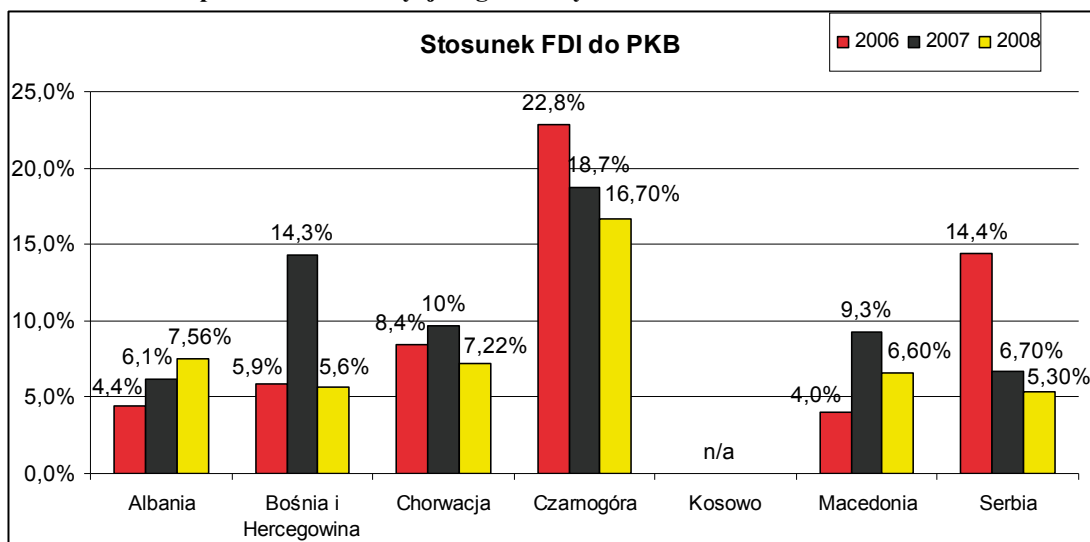
## Załączniki

## A. Wzrost gospodarczy w krajach SEE w latach 2007–2009



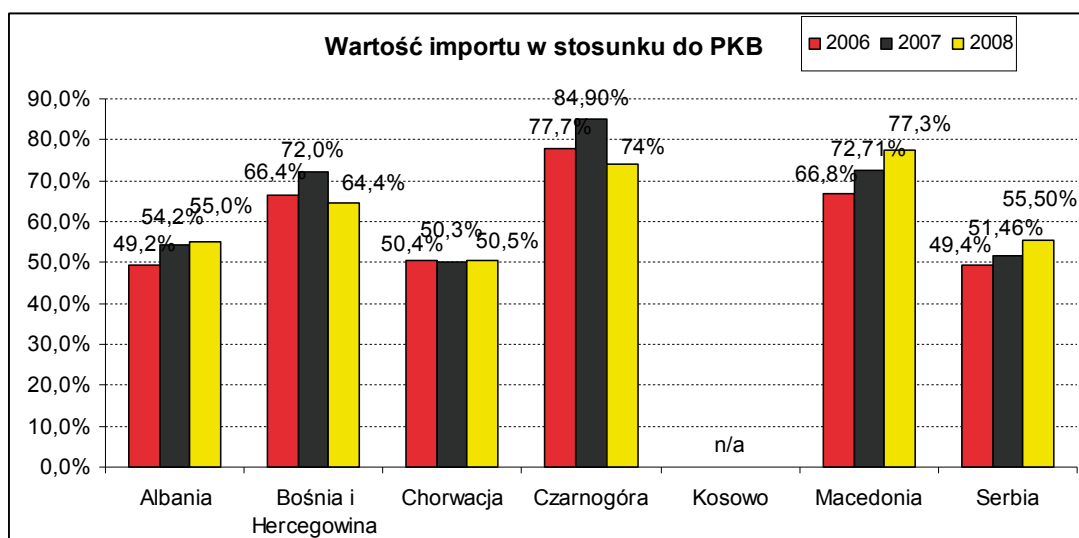
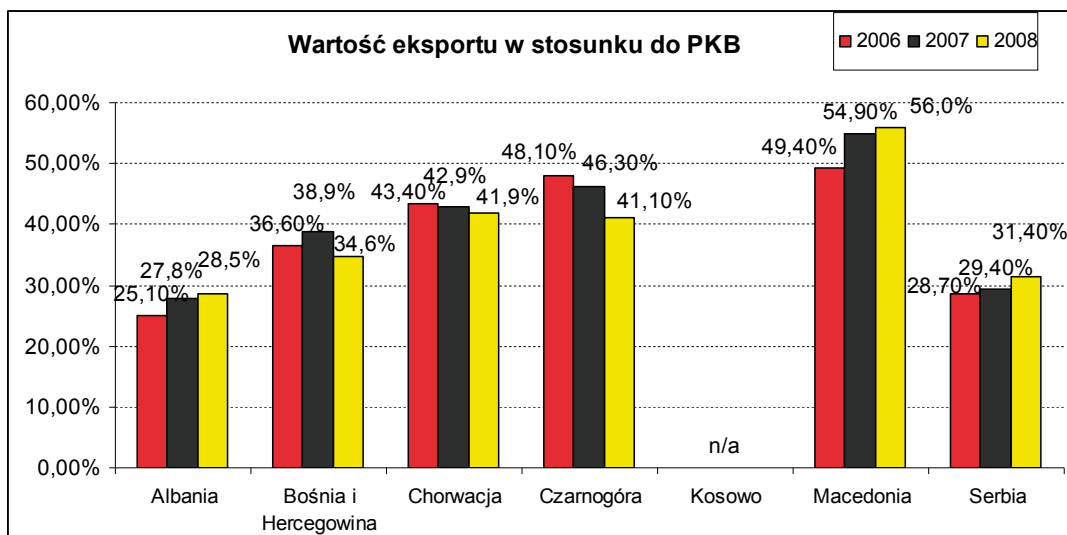
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych pochodzących portalu statystycznego Index Mundi oraz raportu Raiffeisen.

## B. Stosunek bezpośrednich inwestycji zagranicznych do wartości PKB



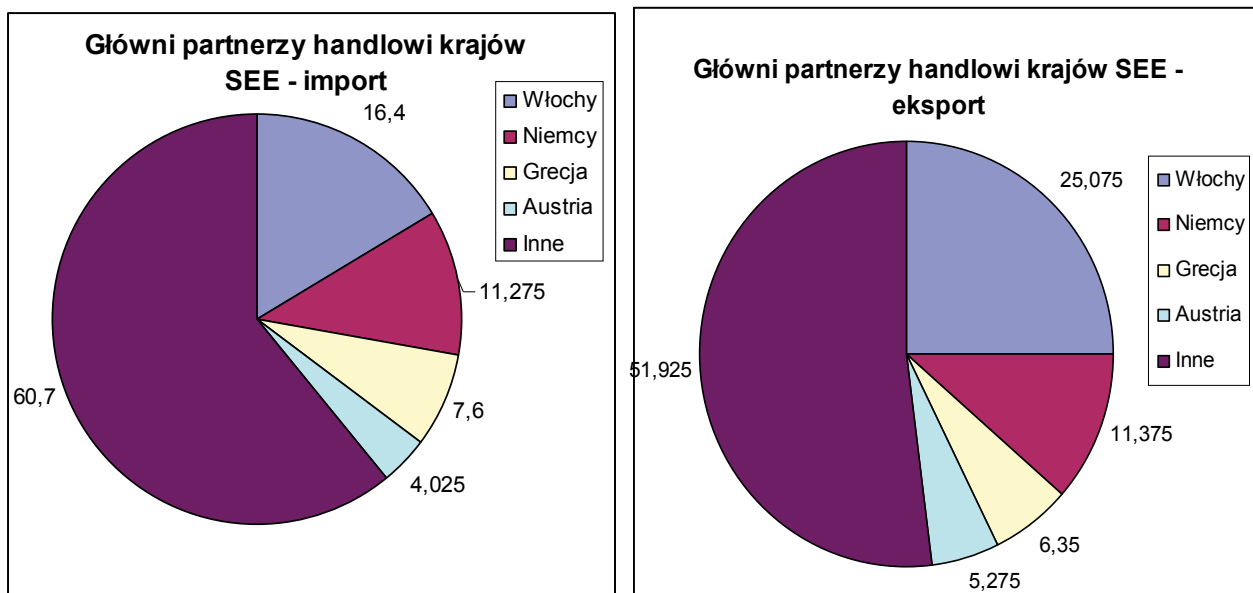
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ONZ (<http://data.un.org/Default.aspx>).

## C. Wartość eksportu a importu wyrażona w stosunku do PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portalu Index Mundi, FMI oraz Banku Światowego.

### D. Główni partnerzy handlowi krajów SEE (2008 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portalu statystycznego Index Mundi.