

Anna Trzecińska



„Założenia polityki pieniężnej” są podstawowym dokumentem określającym cel i sposób realizacji polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Polski na dany rok. W ciągu szesnastu lat od momentu rozpoczęcia ich opracowywania podlegały ciągłej ewolucji. Zmianom podlegał sposób ich uchwalania, jak również strategia osiągania celów polityki pieniężnej oraz rodzaje używanych do tego zadania instrumentów.

Ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. Prawo bankowe nałożyła na banki obowiązek kierowania się w swojej działalności uchwalanymi przez Sejm „Założeniami polityki pieniężno-kredytowej państwa”. Projekty tych „Założeń” na poszczególne lata wraz z projektami planu kredytowego na dany rok – zgodnie z ustawą z dnia 31 stycznia 1989 r. o Narodowym Banku Polskim – sporządzał NBP. W wyniku nowelizacji Prawa bankowego i ustawy o NBP, dokonanej ustawą z 14 lutego 1992 r., banki zwolniono z obowiązku kierowania się „Założeniami polityki pieniężno-kredytowej państwa”, zaś nazwę tego dokumentu zmieniono – w ustawie o NBP – na „Założenia NBP w zakresie polityki pieniężnej”. Dokument ten Prezes NBP przedkładał Sejmowi równocześnie z przedkładanym przez rząd projektem ustawy budżetowej na dany rok. Sejm uchwalał Założenia wraz z ustawą budżetową. Podstawowym celem działalności NBP było umacnianie pieniądza krajowego.

Ustawa o Narodowym Banku Polskim z dnia 31 stycznia 1989 r. utraciła moc z dniem 1 stycznia 1998 r., tj. z chwilą wejścia w życie nowej ustawy o NBP, z dnia 29 sierpnia 1997 r. Obowiązująca do dzisiaj ustawa wskazała jako podstawowy cel działalności NBP utrzymywanie stabilnego poziomu cen, przy czym NBP zobowiązany został do wspierania polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to realizacji podstawowego celu NBP.

Należy podkreślić, że określający powyższe cele i zadania NBP przepis art. 3 ust. 1 ustawy o Narodowym Banku Polskim koresponduje z odpowiednimi postanowieniami Protokołu w sprawie Europejskiego Systemu Banków Centralnych, które – odwołując się wprost do art. 1051 Traktatu z Maastricht – nakładają na ESBC, jako podstawowy obowiązek, utrzymywanie stabilności cen.

Zgodnie z ustawą o NBP z dnia 29 sierpnia 1997 r., kompetencje w zakresie ustalania „Założeń polityki pieniężnej” posiada Rada Polityki Pieniężnej, stanowiąca organ Narodowego Banku Polskiego. Uchwalone „Założenia” na dany rok Rada przedkłada do wiadomości Sejmowi, równocześnie z przedłożeniem przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej. Rada jest ponadto zobowiązana do składania Sejmowi, w ciągu pięciu miesięcy od zakończenia roku budżetowego, sprawozdania z realizacji polityki pieniężnej w poprzednim roku.

Od 2004 r. celem polityki pieniężnej jest stabilizowanie inflacji na poziomie 2,5% w średnim okresie. Kierując się tym celem, w „Założeniach polityki pieniężnej”, Rada określa główne parametry polityki pieniężnej, w tym stopy procentowe NBP, zasady prowadzenia przez bank centralny operacji otwartego rynku oraz operacji depozytowo-kredytowych, a także zasady naliczania i utrzymywania przez banki rezerwy obowiązkowej w NBP. Bank centralny może prowadzić interwencje na rynku walutowym, jeśli uznalby to za konieczne z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego.

Głównym instrumentem służącym do zarządzania płynnością sektora bankowego są podstawowe operacje otwartego rynku. Polegają na emisji raz w tygodniu bonów pieniężnych NBP o terminie zapadalności wynoszącym 7 dni. Decyzje odnośnie poziomu operacji podstawowych podejmowane są na podstawie sporządzanych przez bank centralny prognoz płynności sektora bankowego. Skrócenie z początkiem 2005 r. okresu zapadalności bonów pieniężnych z 14 do 7 dni ułatwiło zarządzanie płynnością zarówno bankowi centralnemu, jak i bankom komercyjnym, co przyczyniło się do stabilizacji stawek rynkowych. Krok ten zbliżył jednocześnie system krajowy do standardów Eurosystemu.

Jedną z ważniejszych zmian w funkcjonowaniu systemu operacyjnego polityki pieniężnej w ostatnich latach było wprowadzenie od 2005 r. limitu lokat terminowych Ministerstwa Finansów w NBP. Uzgodniony z Ministerstwem limit pozwolił na ograniczenie wielkości oraz zmienności tej pozycji w bilansie banku centralnego. Dzięki temu nastąpiła stabilizacja warunków płynnościowych na rynku międzybankowym. Przyjęte rozwiązanie, zakładające przesunięcie większości nadwyżek budżetowych do sektora bankowego, oparte zostało na zasadach obowiązujących w większości krajów strefy euro. Ograniczona w ten sposób zmienność tzw. czynników autonomicznych (do których należy również zaliczyć m.in. poziom pieniądza gotówkowego w obiegu, a także skup walut netto dokonywany przez bank centralny) pozwalała na zwiększenie precyzji prognoz płynności sektora bankowego i lepsze dopasowanie operacji otwartego rynku do warunków rynkowych.

Podpisany w br. z MF aneks do umowy ramowej w sprawie lokowania środków pieniężnych MF w NBP przewiduje, że średni poziom omawianych lokat w 2006 r. wyniesie 5,6 mld zł. Ważnym elementem systemu lokat MF w NBP pozostanie codzienne przekazywanie przez MF krótkoterminowych prognoz wysokości środków budżetowych utrzymywanych w banku centralnym.

Ze względu na fakt, iż w 2006 r. Narodowy Bank Polski będzie realizował politykę pieniężną w warunkach zbliżonych do występujących w 2005 r., zachowany zostanie podobny zestaw instrumentów polityki pieniężnej.

W „Założeniach polityki pieniężnej na 2006 r.” wprowadzono jednocześnie zmiany mające na celu poprawę efektywności stosowanych obecnie rozwiązań, tj.:

- Poszerzenie zakresu danych publikowanych przez NBP w serwisie informacyjnym Reuters o prognozę średniego poziomu rachunku bieżącego banków w okresie zapadalności podstawowej operacji otwartego rynku oraz średni poziom rachunku bieżącego w poprzednim dniu operacyjnym. Rozpoczęcie przez NBP publikowania szerszego zakresu informacji powinno zwiększyć trafność dokonywanych przez uczestników rynku ocen warunków płynnościowych. Powinno to przyczynić się do stabilizacji sytuacji rynkowej i ograniczyć wahania krótkoterminowych stawek rynkowych.
- Rozszerzenie listy kontrahentów dopuszczonych do podstawowych operacji otwartego rynku, podobnie jak ma to miejsce w przypadku Eurosystemu, na wszystkie banki spełniające tzw. kryteria kwalifikacyjne. Kontrahentami operacji dostarczających będzie grupa banków posiadająca status banku-dealera rynku pieniężnego. Wybór taki powinien zapewnić NBP możliwość efektywnego kształtowania warunków płynnościowych na rynku międzybankowym.

Z końcem br. NBP podpisze umowę z wybranymi bankami, które będą pełnić rolę dealerów rynku pieniężnego w 2006 r. Banki te zostaną dopuszczone do dostarczających operacji otwartego rynku. Operacje te mogą zostać podjęte w przypadku nieoczekiwanej krótkoterminowej zmiany płynności sektora bankowego, prowadzącej do niepożądanych – z punktu widzenia polityki pieniężnej – wahań krótkoterminowych stóp procentowych.

Wskazane zmiany mają na celu zbliżenie krajowego systemu operacyjnego polityki pieniężnej do rozwiązań obowiązujących w Eurosystemie.

Anna Trzecińska
Członek Zarządu NBP
Dyrektor Departamentu Operacji Krajowych

Bank

Kredyt

Bank

Kredyt

Bank

Kredyt

BANK I KREDYT

lipiec
2005

- 4 Jacek Orzeł** Ilościowe metody pomiaru ryzyka operacyjnego
- 14 Leokadia Oręziak** Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu i jej potencjalne konsekwencje
- 28 Eryk Łon** Wybrane makroekonomiczne uwarunkowania premii na wschodzących rynkach akcji
- 40 Zbigniew Krysiak, Łukasz Reksa** Rola ubezpieczenia wierzycelności hipotecznych w rozwoju rynku finansowania nieruchomości
- 53 Andrzej Buszko** Wpływ rozwiązań zwyczajowych na funkcjonowanie islamskich banków komercyjnych
- 60 Jacek Grzywacz, Ewa Lorek** Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa w ocenie zdolności kredytowej
- 66 Summaries**

Polski system bankowy

Tomasz Koźliński Bankowość elektroniczna i inne kanały dystrybucji usług bankowych

Wydawca

Narodowy Bank Polski,
00-919 Warszawa,
ulica Świętokrzyska 11/21,

telefony
653 21 37 (redaktor naczelny),
653 23 35
(zastępca redaktora naczelnego),
653 25 71 (sekretarz redakcji),
fax 653 13 21
<http://www.nbp.pl>

Kolegium Redakcyjne

Piotr Boguszewski
(p.o. redaktora naczelnego),
Elżbieta Czorny
Ryszard Czerniawski,
Dariusz Daniluk,
Ryszard Kokoszczynski,
Karol Lutkowski
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),
Sławomir Niemierka
Danuta Stasiak - Lipowska
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

Projekt DOCTORAD

Skład i Druk Drukarnia NBP

Prenumerata

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora

(dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób zamieszkałych za granicą, realizowane są od dowolnego numeru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są przyjmowane na okresy kwartalne w terminie:

do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 - na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na IV kw. br. Informacje o warunkach prenumeraty w „RUCH” SA OKDP, 00-958 Warszawa, ul. Jana Kazimierza 31/33 można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20. Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy: Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej, 00-919 Warszawa, ulica Świętokrzyska 11/21,

nakład: 1300
konto:
Centralna NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy nr konta NBP DOR 871010-0000-0000-1323-9600-0000 2005 r. - 204,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł 2006 r. I kw. - 51,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania i opracowywania redakcyjnego tekstów. Artykułów niezamówionych nie zwracamy.

Ilościowe metody pomiaru ryzyka operacyjnego

Jacek Orzeł

Wprowadzenie

W związku ze znacznym wzrostem zainteresowania w latach 90. ubiegłego wieku zarządzaniem ryzykiem operacyjnym pojawił się problem szacowania i pomiaru tego ryzyka. Wobec względnej nowości tych zagadnień i braku powszechnie akceptowanych metod ilościowych obecnie stosuje się metody jakościowe oraz metody quasi-ilościowe (mieszane). Metody jakościowe polegają najczęściej na oszacowaniu wartości ryzyka operacyjnego przy użyciu podejścia samooszacowania (ang. *risk self-assessment*) z wykorzystaniem miar niemetrycznych (np. za pomocą opisu słownego lub zobrazowania graficznego). Metody mieszane łączą podejście ilościowe z podejściem jakościowym. Nazywa się je także metodami jakościowymi, reprezentowanymi ilościowo w przyjętej skali liczbowej (Orzeł, 2004).

Poszukiwanie metod ilościowych wynika także z wymagań, które różne organizacje zaczynają stawiać wobec pomiaru ryzyka operacyjnego. Przykładem są wymagania Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego zawarte w projekcie Nowej Umowy Kapitałowej (NUK). Jej postanowienia wskazują, że banki będą musiały mieć systemy zarządzania ryzykiem operacyjnym składające się z metod jakościowych i ilościowych zarządzania tym ryzykiem.

Jednym z głównych kierunków opracowania metod pomiaru ryzyka operacyjnego jest dostosowanie metod pomiaru ryzyka finansowego (kredytowego, rynkowego, walutowego, stopy procentowej) do specyfiki ryzyka operacyjnego (np. metody wartości zagrożonej – VaR, metody skoringowe, benchmarking ilościowy).

Klasyfikacja ilościowych metod pomiaru ryzyka operacyjnego

Jednym z klasycznych podejść do klasyfikacji metod jest ich podział na metody wykorzystujące podejście *top-down* oraz podejście *bottom-up*. W podejściu *top-down* punktem wyjścia są cele organizacji i badanie zagrożeń dla osiągnięcia tych celów. Podejście alternatywne koncentruje się na źródłach ryzyka dla zasobów w poszczególnych obszarach działalności organizacji. W podejściu *top-down* zakłada się, że ryzyko operacyjne jest większe w tych obszarach, gdzie występuje więcej zasobów narażonych na to ryzyko. Z literatury przedmiotu wynika, że w praktyce wykorzystuje się częściej podejście *bottom-up*.

W literaturze przedmiotu można znaleźć kilka grup metod ilościowych, które są opracowywane lub dostosowywane do potrzeb pomiaru ryzyka operacyjnego, w tym m.in.:

- metody statystyczne – oparte na modelach statystycznych,
- metody BIS – metody oparte na wskaźnikach kapitału operacyjnego,
- pozostałe (inne) metody.

Powyższa klasyfikacja jest jedną z wielu możliwych. Wśród najczęściej spotykanych metod, które są stosowane bądź mają być stosowane (niektóre obecnie są dopiero w trakcie badań) do pomiaru ryzyka operacyjnego wymienia się w szczególności:

- 1) metody statystyczne:
 - a) metody OpVaR,
 - b) metody oparte na teorii EVT (*Extreme Value*

Theory): grupa metod Expected Tail Loss (CVaR – *Conditional Value at Risk*, ES – *Expected Shortfall*, itp.), POT (*Peak over Threshold*), BMM (*Block Maxima Method*), Delta-EVT,

c) metody z grupy scenariuszy awaryjnych (ang. *stress testing*), np. *stress testing* z wykorzystaniem teorii EVT,

d) podejście bayesowskie,

2) metody BIS (*Basic Indicator Approach BIA*, *Standarized Approach – SA*, *Alternative Standardized Approach – ASA*, *Advanced Measurements Approaches – AMA*),

1) pozostałe metody:

a) metody analizy porównawczej (benchmarking ilościowy),

b) metody oparte na zrównoważonej karcie wyników,

c) metody oparte na metodzie *six sigma*,

d) metody z dziedziny badań operacyjnych.

Powyższa klasyfikacja została skonstruowana tylko na potrzeby niniejszego artykułu i nie powinna być traktowana jako ogólnie obowiązująca. Wiele metod opiera się na tym samym podejściu, co utrudnia ich klasyfikację. Na podejściu wartości zagrożonej (VaR) bazuje np. cały zestaw komplementarnych miar ryzyka, w szczególności przeciętna warunkowa strata i analiza scenariuszy. Podobnie techniki i metody symulacyjne (np. Monte Carlo) są szeroko stosowane w wielu metodach pomiaru ryzyka.

W literaturze spotyka się różne klasyfikacje metod pomiarowych dokonane ze względu na wybrane kryteria. Na schemacie przedstawiono przykładową klasyfikację według kryteriów dokładności oraz czasu i kosztów.

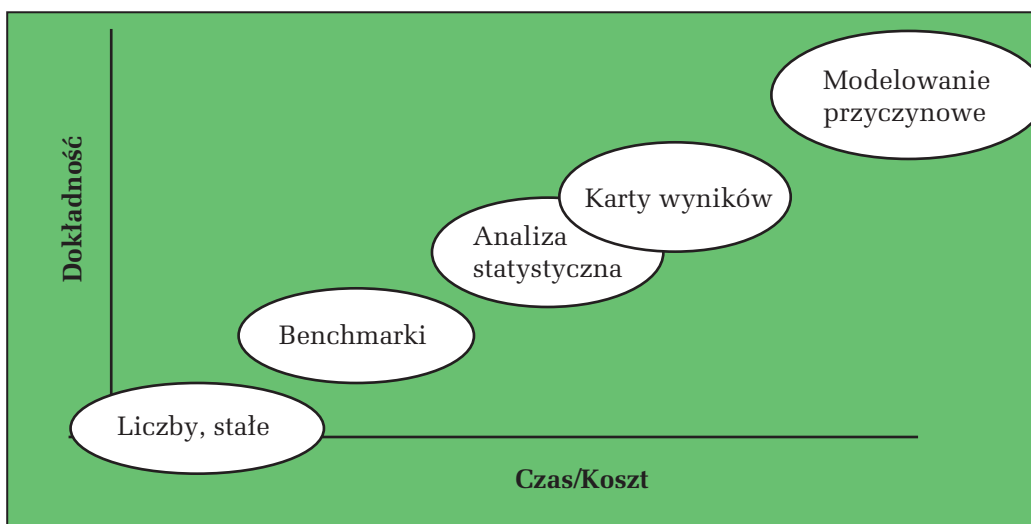
Wprowadzenie do metod ilościowych

Przez metody ilościowe rozumie się najczęściej metody, które przetwarzają dane ilościowe (mieralne). Kendall i Buckland¹ podają następującą definicję: „Dane ilościowe, w przeciwieństwie do „danych jakościowych”, powinny to być informacje przedstawione w formie wielkości numerycznych, takich jak pomiary lub obliczenia. Niekiedy oznaczają materiał statystyczny, w którym rozpatrywane zmienne mogą być ujęte liczbowo, jak np. wysokość, waga, cena, w odróżnieniu od danych cech jakościowych, tj. takich atrybutów jak np. płeć, narodowość. Zamiast określenia dane ilościowe należy jednak używać takich określeń, jak „dane dotyczące zmiennych ilościowych (jakościowych) lub „dane dotyczące zmiennych numerycznych (atrybutów)”. Lisowski² podaje natomiast następującą definicję: „Metody ilościowe kojarzy się powszechnie z takimi badaniami, w których liczby są używane do charakteryzowania właściwości jednostek obserwacji i/lub przedstawiania wyników badania. Są w nich jednak wykorzystywane także inne, nieliczbowe obiekty formalne (np. grafy, relacje). Metody ilościowe utożsamia się z metodami statystycznymi. Jest to uzasadnione dominującą pozycją metod statystycznych wśród metod ilościowych. Strukturę metodologiczną zróżnicowanej klasy metod opatrywanych mianem „ilościowe” najlepiej można scharakteryzować za pomocą tzw. schema-

¹ G. M. Kendall, R. W. Buckland: *Słownik terminów statystycznych*. Warszawa 1986 PWE.

² G. Lisowski: *Metody ilościowe*. W: *Encyklopedia socjologii*. T. 2. Warszawa 1999 Oficyna Wydawnicza.

Schemat 1 *Klasyfikacja metod pomiaru ryzyka operacyjnego wg kryteriów dokładności oraz czasu i kosztów*



tu macierzowego, w którym dane o m właściwościach zbioru n równoważnych jednostek obserwacji są przedstawiane w postaci macierzy o wymiarach $n \times m$, nazywanej macierzą danych”.

Dane ilościowe w szerszym znaczeniu mogą dotyczyć faktów ilościowych lub jakościowych. Metody ilościowe od dawna były stosowane w naukach przyrodniczych, a później w różnych dziedzinach nauk społecznych, przy czym najwcześniej w naukach ekonomicznych. Metody ilościowe stosuje się także w zarządzaniu jako zastosowania badań operacyjnych. Analiza literatury przedmiotu wskazuje, że w każdej dziedzinie metody ilościowe rozumie się nieco inaczej.

Kompilacja wiedzy nt. metodologii badań jakościowych i analizy takich danych może być np. publikacja (Miles i Huberman, 2000).

Analityczne metody pomiaru ryzyka operacyjnego opierają się na tej samej podstawie: danych i informacjach o rzeczywistych skutkach i zdarzeniach związanych ze stratami (ang. *loss events*) oraz potencjalnych skutkach i stratach, wywołanych zdarzeniami, których zajście możemy przewidywać.

Kluczem do wykorzystywania metod ilościowych są wiarygodność i jakość danych używanych do obliczeń.

Metody statystyczne

Metody statystyczne wykorzystują modele statystyczne i opierają się na rachunku prawdopodobieństwa i statystyce matematycznej. Poniżej zostaną omówione metody statystyczne najczęściej stosowane do pomiaru ryzyka operacyjnego, zostaną także przedstawione metody symulacyjne, w tym w szczególności techniki Monte Carlo, które pozwalają na rozwiązywanie wielu skomplikowanych analitycznie problemów, w tym zaprezentowanej poniżej metody wartości zagrożonej – VaR (właśnie rozwój metod symulacyjnych pozwolił na pełne wykorzystanie możliwości VaR).

VaR (Value at Risk, wartość zagrożona)

Jednym z najbardziej znanych i powszechnie używanych narzędzi statystycznej analizy danych jest VaR. Jest to klasyczna miara, której zalety można porównywać z wcześniejszą podstawową miarą ryzyka, tj. odchyleniem standardowym.

VaR jest miarą często wykorzystywaną przez menedżerów ryzyka. VaR jest metodą pomiaru ryzyka, która dzięki wykorzystaniu metod statystycznych umożliwia oszacowanie najwyższej oczekiwanej straty w określonym horyzoncie czasowym przy założonym poziomie ufności (prawdopodobieństwie) oraz założeniu stałości wpływu czynników ryzyka.

Istnieje wiele podejść do modelowania VaR, a także wiele metod szacowania VaR. Spośród najczęściej

występujących wyróżnia się następujące klasy metod kalkulowania VaR:

- parametryczne (przy pewnych założeniach co do klasy rozkładów zwrotów z czynników ryzyka estymacja ogranicza się do określenia nieznanymi parametrów tych rozkładów),

- nieparametryczne (w tych metodach nie określa się rozkładu *a priori*),

- symulacyjne (wykorzystuje się pewien zestaw zmian czynników ryzyka, tj. scenariuszy, dla których oblicza się VaR, a później po uśrednieniu wyników otrzymuje się estymator VaR; tworzenie scenariuszy może odbywać się w drodze losowania (metody Monte Carlo) lub na podstawie danych historycznych),

- analityczne (w modelach analitycznych korzysta się z faktu, że przy pewnych założeniach – uproszczeniach – istnieją zamknięte formuły definiujące VaR).

Ostatnio rozwijane są metody alternatywne do VaR (choć bardzo do nich zbliżone), określane jako metody z grupy ETL (Expected Tail Loss) i znane pod różnymi nazwami: Tail VaR, Conditional VaR, Mean Excess Loss, Mean Shortfall, itp. Miary te mają dobre właściwości matematyczne (są to spójne miary ryzyka w rozumieniu Artznera w odróżnieniu od VaR). Są one jednak raczej uzupełnieniem VaR, gdyż w odróżnieniu od miary VaR określającej dolną granicę zwykłych strat związanych z ryzykiem określają przeciętny rozmiar strat nietypowych. Estymacja wartości miary oczekiwanych warunkowych strat opiera się na tych samych metodach, co VaR, gdyż w obu przypadkach do kalkulacji potrzebna i zarazem wystarczająca jest znajomość prawego ogona dystrybucji strat (czyli skumulowanej funkcji rozkładu prawdopodobieństwa).

VaR, zwłaszcza uzupełniony innymi uzupełniającymi miarami, pełni bardzo istotną funkcję w zarządzaniu ryzykiem.

Na podstawie standardowych metod VaR opracowano metody OpVaR stosowane do pomiaru ryzyka operacyjnego. OpVaR jest zmodyfikowaną wersją metody pomiaru wartości zagrożonej VaR, która przy wykorzystaniu metod statystycznych umożliwia oszacowanie najwyższej oczekiwanej straty w określonym horyzoncie czasowym przy założonym poziomie ufności.

Wersja OpVaR nie jest jeszcze dopracowana, a w konsekwencji nie jest także często stosowana. Główne problemy z OpVaR wynikają ze specyfiki ryzyka operacyjnego oraz pewnych założeń metodyki VaR:

- Ryzyko operacyjne (OpRisk) ma wiele czynników, włączając błędy ludzi, techniczne problemy i naturalne zdarzenia – mogą one nastąpić pod wpływem środowiska zewnętrznego albo bez związku z otoczeniem.

- Wynik zdarzeń jest czasem nieznanymi (ominięcie niektórych zdarzeń, zła klasyfikacja). Niektóre zdarzenia mogą zostać nie wykryte lub zauważone z wielu powodów, także z powodu niewielkiej straty (w ryzyku rynkowym zdarzenia takie są zawsze znane i zostają

bezpośrednio odzwierciedlone w cenach akcji, indeksach itd.). Straty operacyjne mogą zatem mieć charakter bieżący lub przyszły. Wiele zdarzeń ryzyka operacyjnego, np. awaria głównego systemu informatycznego, ma jednak od razu bezpośredni wpływ na organizację.

- VaR zakłada, że profil ryzyka w rozpatrywanym okresie jest stały, jednak zalecany okres dla ryzyka operacyjnego wynosi 1 rok (dla ryzyka rynkowego jest to najczęściej 1 dzień lub 10 dni).

- VaR zakłada, że istnieje pewna korelacja między zdarzeniami, co nie zawsze jest prawdziwe dla zdarzeń operacyjnych (korelacje ustala się metodami eksperckimi: dzięki znajomości biznesu oraz na podstawie analizy scenariuszy).

- Dane o zdarzeniach z dziedziny ryzyka operacyjnego zbiera się zazwyczaj, ze względów ekonomicznych, powyżej pewnego progu strat lub potencjalnych strat, co może spowodować przeszacowanie ryzyka.

- Obliczono, że jeśli 80% danych nie znajdzie się w bazie incydentów, to VaR (OpVaR) może się teoretycznie wahać od 90% niedoszacowania do 200% przeszacowania; przy VaR 99,9% będzie jeszcze gorzej.

- Walidacja (ang. *back testing*) modeli OpRisk, w tym opartych na metodzie OpVaR, jest trudna, co obniża użyteczność i rzetelność tych modeli (Holmes, 2003)

W literaturze przedmiotu przeważa stanowisko, że ryzyko operacyjne może być mierzone za pomocą zmodyfikowanej VaR, która dostosowuje się do specyfiki ryzyka operacyjnego, metody OpVaR są obecnie tworzone, a do czasu opracowania złożonych, mieszanych metod VaR dostosowanych do ryzyka operacyjnego zaleca się korzystanie z innych metod ilościowych.

W OpVaR wykorzystuje się często tzw. wskaźniki KRI (ang. Key Risk Indicators), które bywają używane w metodyce lub mają charakter pomocniczy, np. służą kierownictwu organizacji do określania profilu ryzyka operacyjnego (np. w National Australia Bank – NAB, Cruz 2004).

Modele oparte na OpVaR są podejściami typu „*top down*” i służą do szacowania ryzyka (stosuje je wiele organizacji, np. NAB, Cruz 2004).

Dostępna literatura na temat metod VaR jest bardzo bogata. Kompendium wiedzy o VaR może być np. publikacja (Bałamut, 2002).

Techniki Monte Carlo (MC)

Technikami czy metodami Monte Carlo (MC) określa się:

- Metody rozwiązywania problemów matematycznych o charakterze statystycznym za pomocą generowania liczb losowych.

- Metody rozwiązywania dowolnego problemu matematycznego za pomocą wyboru losowego. Postępowanie polega na skonstruowaniu stochastycznego modelu procesu matematycznego, a następnie na przeprowadzeniu doświadczenia wyboru losowego.

- Przybliżone metody rozwiązywania zagadnień rachunku prawdopodobieństwa za pomocą generowania liczb losowych (Kendall i Buckland, 1986).

Metody symulacyjne pozwalają na rozwiązywanie wielu skomplikowanych analitycznie problemów. Mają jednocześnie wiele zalet i wad.

Wady metod symulacyjnych, w tym efektywność, pozwalają niwelować nowe techniki, jak np. zastosowanie symulacji deterministycznej. O ile jednak klasyczna metoda MC opiera się na założeniu normalności, o tyle zmodyfikowane metody MC pozwalają obsługiwać także rozkłady inne od normalnego.

Jedną z wielu zalet metody Monte Carlo jest tworzenie automatyczne prognozy kompletnego rozkładu (dystrybuanty korzyści i strat – Profit & Loss, P&L), a nie tylko pojedynczej liczby, jak np. w przypadku VaR. Należy brać pod uwagę fakt, że nie wszystkie zdarzenia znajdują swoje odzwierciedlenie w P&L.

Istnieje bardzo szeroka literatura na temat technik symulacyjnych, w tym metod Monte Carlo, i trudno wymienić najważniejszą pozycję.

Teoria wartości ekstremalnych (EVT)

Metody oparte na teorii EVT są zestawem technik statystycznych, które służą do oszacowania prawdopodobieństwa i skutków strat zdarzeń, co do których brakuje danych ze względu na rzadkość ich występowania. Teoria EVT zaczyna poprawnie funkcjonować przy $p > 0,95$, a często dopiero dla $p \geq 0,99$. Metoda ta szczególnie nadaje się do modelowania wyjątkowo rzadkich zdarzeń, np. do niektórych kategorii zdarzeń dotyczących ryzyka operacyjnego. Na podstawie teorii EVT opracowano wiele metod, w tym m.in. model maksimów blokowych, estymacje ogonów rozkładów, modele POT (ang. *peak-over-threshold*).

Metody EVT stosuje się do sytuacji, gdy występują ekstremalne straty, co jest charakterystyczne dla dużego podobszaru ryzyka operacyjnego.

W zaawansowanych modelach Delta-EVT, zaproponowanych przez J.L. Kinga (King, 2001), łączy się dwa różne podejścia: model czynnika delta dla strat o względnie dużej częstości i małych wartościach, oraz model EVT dla strat o małej częstości występowania i dużych wartościach. Metodyka delta służy do pomiaru wahań błędów i ich wpływu na działalność organizacji, a rzadkie katastroficzne zdarzenia są mierzone metodami statystycznymi teorii EVT (pomiar skutków zdarzeń i ekstrapolacja wpływu tych skutków na dłuższe okresy). Metoda delta opiera się na propagacji błędu. Jest to międzynarodowa standardowa technika pomiaru niepewności spowodowanej błędami i przeoczeniami. Metoda ta wykorzystuje czynniki ryzyka do pomiaru ryzyka operacyjnego. Stosuje się ją powszechnie w wielu sektorach, np. w sektorze finansowym, gdzie jej dwie wersje: Delta-normal i Delta-gamma, są wyko-

rzysztowane do pomiaru ryzyka rynkowego (Wilson 1996). Modele EVT opierają się na uogólnionych rozkładach Pareto (modelowanie surowości strat) oraz rozkładach Poissona (częstotliwość strat). Oba te rozkłady wykorzystuje się do generowania rozkładów strat powyżej przyjętego proggu wartości i służą one do wyznaczenia wartości ryzyka operacyjnego.

W literaturze do modelowania ryzyka operacyjnego w zakresie tzw. grubych ogonów (ang. *fat tails*) najczęściej proponuje się obecnie techniki i metody oparte na teorii EVT, do modelowania zależności pomiędzy punktami ryzyka (jednostka organizacyjna, typ ryzyka) lub procesami proponuje się natomiast zastosowanie funkcji połączenia (łącznikowej) (ang. *copula function*) (Cruz, 2004).

Stress testing (scenariusze awaryjne, testowanie napięć, testowanie przeciążeniowe)

Scenariusz jest opisem przyszłej, możliwej do przedstawienia sytuacji organizacji oraz konsekwencji przewidywanej przyszłości. Scenariusze wskazują alternatywne tendencje rozwoju, poczynając od stanu obecnego, i przyjmują założenia dla głównych czynników wyznaczających przyszłą sytuację.

Metody z grupy *stress testing* (oparte na modelach symulacyjnych) powinny być uzupełnieniem metody Opar. Pozwalają one na oszacowanie, jaka będzie strata, gdy wystąpią określone warunki. Podstawowe scenariusze zakładają zmianę jednego lub kilku istotnych czynników ryzyka. Dodatkowo scenariusze można oprzeć na danych historycznych lub na założonych hipotetycznych wydarzeniach politycznych albo gospodarczych. Można uznać, że OpVar określa próg maksymalnych, zwykłych strat, natomiast *stress testing* jest prostym środkiem do oceny skali i skutków ekstremalnych, anormalnych i nieregularnie występujących zdarzeń niekorzystnych (zagrożeń). Do opracowania scenariuszy często używa się metody Monte Carlo. Scenariusze powinny obejmować sytuacje rynkowe od normalnych do skrajnych, jednak prawdopodobne. Metody te prowadzą do uzyskania szeregu rozwiązań składających się ze zbiorów wielu rezultatów. Na podstawie tych wielowymiarowych rozwiązań trzeba ocenić, porównać i uszeregować warianty oraz wybrać preferowany scenariusz.

Analiza scenariuszy awaryjnych nie służy do określania prawdopodobieństwa wystąpienia wielkich strat. Jej celem jest jedynie zbadanie ogólnej zdolności przetrwania przez daną organizację skrajnych obciążeń oraz określenie lub opracowanie sposobów przeciwdziałania najbardziej negatywnym zdarzeniom. Nie ma standardu przeprowadzania procedury *stress testing*; nawet organy nadzoru bankowego dopuszczają elastyczność w formułowaniu scenariuszy awaryjnych.

Od scenariuszy awaryjnych (ang. *stress testing*) różni się scenariusze najgorszej ewentualności (ang. *worst case scenario*), opisujące przypadki skrajnie niekorzystne dla organizacji. Scenariusze te opracowuje się na podstawie wiedzy eksperckiej lub za pomocą metod numerycznych.

Tworząc scenariusze awaryjne i scenariusze najgorszej możliwości, warto podzielić je ze względu na prawdopodobieństwo zajścia (Bałamut, 2002). Ważne jest także wyodrębnienie głównych czynników ryzyka kształtujących analizowaną wartość ryzyka operacyjnego.

Reasumując, metody *stress testing* oraz analizy najgorszego przypadku badają odporność organizacji na ekstremalne warunki³.

Podjęcie bayesowskie

Tzw. podejście bayesowskie zakłada, że naszą wiedzę o możliwych wartościach parametrów rozkładów obserwowalnych zmiennych losowych przedstawiamy w postaci rozkładów prawdopodobieństwa tych parametrów. W podejściu bayesowskim rozkład prawdopodobieństwa parametru jest zapisem naszej subiektywnej wiedzy o jego możliwych wartościach. Rozkład ten opisuje naszą niepełną wiedzę o losowym otoczeniu i w miarę zdobywania informacji powinien być uaktualniany, a posiadana informacja powinna być doprecyzowana.

W podejściu bayesowskim pierwszym krokiem jest zdefiniowanie rozkładów *a priori* poszczególnych parametrów. Następnym krokiem jest uzyskanie tzw. warunkowych rozkładów *a posteriori* dla poszczególnych parametrów. W klasycznym wnioskowaniu bayesowskim kolejnym krokiem jest uzyskanie łącznego rozkładu *a posteriori* szukanych parametrów.

Podejście bayesowskie rozwiązuje problem braku danych o rozkładach strat w tzw. grubych ogonach. Podejście to łączy dane jakościowe i ilościowe, KRI oraz dane zewnętrzne. Innymi słowy, podejście bayesowskie umożliwia integrację, poprzez teorię Bayesa, różnych źródeł informacji. Umożliwia określenie dokładniejszej VaR, obejmującej jeden rok i odzwierciedlającej poziom ufności rzędu 99,9%. Pozwala także rozważać związki pomiędzy stratami dla różnych typów ryzyka, a także umożliwia oszacowanie wpływu zwykłych czynników strat, takich jak efektywność systemu kontroli wewnętrznej i dostępnych KRI (dotyczących personelu, IT oraz procesów). Szczegółowe informacje na ten temat można znaleźć np. w pracy (Bilotta i Giudici, 2004).

Sieć bayesowska zawiera zazwyczaj 3 typy węzłów⁴:

³ R. Kühn, P. Neu: *Adequate Capital and Stress Testing for Operational Risks*. (Cruz, 2004).

⁴ P. Giudici: *Integration of Qualitative and Quantitative Operational Risk Data: A Bayesian Approach*. (Cruz, 2004).

– węzły strat – odpowiadające za pożądaną poziom ziarnistości (można mierzyć straty tylko w podziale na linie biznesowe i typy ryzyka lub dokonać głębszego podziału),

– węzły kontroli – opisujące skuteczność środków ograniczających ryzyka,

– węzły KRI – opisujące poziomy współczynników strat.

Duże instytucje używają sieci bayesowskich ciągłych (zawierających ciągle zmienne), a małe – sieci dyskretnych.

W przypadku dyskretnym w węzłach są informacje pochodzące z danych wewnętrznych, np. kwestionariuszy samooceny ryzyka (Risk Self Assessment – RSA) lub danych zewnętrznych, np. bazy danych innych organizacji. Każde KRI jest dyskretną zmienną losową (zmienne takie są estymowane najczęściej w cyklu miesięcznym), a dane o skuteczności kontroli wewnętrznej i zewnętrznej pochodzą od ekspertów. Każda dana w systemie informuje o stracie operacyjnej przypadającej na dany okres. Każda opinia (ekspercka) o stracie dostarcza także takich informacji. Dane i opinie są traktowane jako dane wejściowe do sieci bayesowskich.

Inicjację sieci najczęściej przeprowadzają eksperci, którzy dostarczają swoje opinie nt. zależności między węzłami. W pewnym momencie sieć odzwierciedla instytucję. Następnie sieć „uczy się” w miarę napływania informacji. Na połączeniach węzłów opisane są prawdopodobieństwa warunkowe. Z kolei na topologii sieci bayesowskiej budujemy rozkład warunkowego prawdopodobieństwa lub rozkłady lokalne. Taka sieć pozwala na obliczenie rocznego OpVaR. Z sieci bayesowskiej możemy także uzyskać rozkład prawdopodobieństwa dla węzła w zakresie skuteczności kontroli wewnętrznej oraz zewnętrznej. Zastosowanie sieci bayesowskich do zarządzania ryzykiem operacyjnym jest opisane np. w art. C. Alexander: *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym za pomocą sieci bayesowskich* (Alexander, 2003).

Metody zalecane przez BIS w projekcie NUK

W sektorze bankowym interesujące podejście do pomiaru ryzyka operacyjnego proponuje BIS (Bank Rozrachunków Międzynarodowych) w projekcie NUK (Nowej Umowy Kapitałowej). BIS określa trzy ilościowe metody wyliczania wielkości rezerw obowiązkowych utrzymywanych w bankach w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem operacyjnym:

- podejście wskaźnika bazowego (BIA),
- podejście standardowe (SA) lub alternatywne podejście standardowe (ASA),
- podejścia zaawansowanego pomiaru (AMA).

Pierwsze dwa powyższe podejścia opierają się na prostych wyliczeniach obciążeń kapitałowych banku

z tytułu ryzyka operacyjnego na podstawie wielkości dochodu brutto z ostatnich trzech lat za pomocą narzuconych współczynników. Wysoka wartość tych współczynników wskazuje jednoznacznie, że ryzyko operacyjne w bankach jest bardzo istotne, skoro zabezpieczenie przed nim musi mieć tak dużą wartość (około 15% średniego dochodu brutto). W przypadku podejścia AMA zaleca się oparcie wyliczeń na jednej z trzech metod ilościowych (podejście oparte na karcie wyników (ang. *scorecard*), podejście oparte na analizie scenariuszy – metody typu „*what if*”, podejście oparte na rozkładzie strat – LDA, będące synonimem metody VaR), chociaż dopuszcza się także stosowanie innych metod ilościowych. Metoda LDA bazuje na rzeczywistych danych dotyczących strat. Wprowadzenie wskaźników KRI ułatwia analizę scenariuszy dla ryzyka operacyjnego (Cruz, 2004).

Stosowanie tej metody następcza wiele trudności związanych z procesem zbierania danych (ukrywanie zdarzeń) oraz ich specyfiką. Kolejnym problemem jest możliwość zaklasyfikowania zdarzeń do ryzyka operacyjnego zamiast do ryzyka finansowego lub odwrotnie. Niektóre zdarzenia mogą być wykryte po dłuższym czasie po ich wystąpieniu i może to fałszować wyniki pomiarów. Niektóre zdarzenia mogą być trudne do wyceny (np. awaria serwera), a wielu zdarzeń poniżej pewnego progu strat po prostu się nie monitoruje (głównie ze względu na koszty przetwarzania tych informacji). Kolejnym problemem jest sposób wykorzystywania baz zewnętrznych do pomiaru ryzyka w organizacji (problem skalowania danych, przypisywania danych do odpowiednich kategorii i jakości danych dostępnych publicznie). Powyższe problemy zostały już częściowo pokonane – w szczególności danych z baz zewnętrznych można użyć w zaawansowanych modelach wykorzystując tzw. *bootstrapping* (Efron i Tibsirani, 1994; Romański i Pruska, 2000) i teorię największej wiarygodności (ang. *credibility theory*). Problem z obcinaniem danych powyżej pewnego progu nie został jeszcze do końca rozwiązany. Jeśli jednak zostanie rozwiązany, to i tak będzie jeszcze dużo do zrobienia, aby prawidłowo korzystać z metody LDA i innych podobnych metod.

Podejście LDA opiera się na danych dotyczących strat wewnętrznych i zewnętrznych oraz analizie scenariuszy. Zagregowane rozkłady potencjalnych strat dla ryzyka operacyjnego tworzy się często za pomocą metod aktuarialnych, tj. metod wykorzystywanych w sektorze ubezpieczeniowym do wyliczania wartości polis. W podejściu tym stosuje się analizę statystyczną w zakresie danych o stratach wewnętrznych. Prawidłowo stosując tę metodę trzeba uwzględnić także wiele wymogów natury jakościowej.

Podejście oparte na analizie scenariuszy bazuje najczęściej na określeniu trzech scenariuszy: prawdopodobnego, optymistycznego lub pesymistycznego, dla których wylicza się ryzyko metodami ilościowymi.

Szczegółowe informacje nt. wykorzystania metod analizy scenariuszy do pomiaru ryzyka operacyjnego można znaleźć (np. Cruz, 2004)⁵. Informacje nt. roli analizy scenariuszy w zarządzaniu ryzykiem są dostępne także w sieci Internet⁶.

BIS proponuje w swoich wytycznych, by do modelowania grubych ogonów używać rozkładu lognormal do skutków (surowości) strat oraz rozkładu Poissona do częstotliwości strat. W literaturze przedmiotu proponuje się również zastosowanie stałych rozkładów Pareto oraz uogólnionych rozkładów Pareto do modelowania grubych ogonów⁷. Inną proponowaną metodą jest szacowanie grubych ogonów za pomocą metody próbkowania z nieparametrycznych rozkładów oszacowań (firma KPMG). Współzależności pomiędzy procesami modeluje się w szczególności stosując funkcję połączeń (łącznikową)⁸. Informacje na temat funkcji łącznikowej można znaleźć np. w (Nelsen, 1999) i (Aleksander, 2003)⁹.

Pozostałe metody

Metody analizy porównawczej

Metody analizy porównawczej określa się także jako benchmarking ilościowy lub jakościowy.

Benchmarking pozwala na porównywanie wewnętrznych rozwiązań danej organizacji z rozwiązaniami innych, które mają najlepsze wyniki lub wyznaczają kierunki rozwoju. Metodę tę stosuje się poprzez porównanie się z inną organizacją o podobnym profilu lub ze wzorcem opracowanym dla organizacji danego typu.

Zastosowanie benchmarkingu często prowadzi do wdrożenia nowej strategii i procedur innowacyjnych, natomiast nie jest sposobem wprowadzania pojedynczych usprawnień czy innowacji.

Metody oparte na zrównoważonej karcie wyników (ang. *balanced scorecard*)

Metody te ogólnie polegają na alokacji kapitału do poszczególnych jednostek biznesowych (organizacyjnych) przy uwzględnieniu poziomu ryzyka w danej jednostce. Metodę kart wyników oparto na pytaniach i wyliczeniach dotyczących ryzyka, koncentrujących się na głównych nośnikach ryzyka operacyjnego w poszczególnych kategoriach ryzyka.

Zrównoważoną kartę wyników (ZKW) stworzył Robert Kaplan i stała się jednym z najpopularniejszych

na świecie narzędzi wspomagających zarządzanie. Od początku lat 90. ubiegłego wieku ZKW wyznacza standardy pomiaru trudno mierzalnych aspektów funkcjonowania przedsiębiorstwa, takich jak kapitał intelektualny, obieg informacji i kultura organizacyjna, a ostatnio także ryzyko. Powyższe trudne do zmierzenia aspekty przedstawia się za pomocą liczb w czterech wymiarach:

- wskaźników finansowych,
- reakcji klientów i zaspokajania ich potrzeb,
- procesów w organizacji,
- zaangażowania i motywacji pracowników.

Nowa wersją zrównoważonej karty wyników są tzw. mapy strategiczne (ang. *strategy maps*). Powyższe podejście (ZKW) może wykorzystywać metody i techniki jakościowe (tzn. wewnętrzną ocenę, ankiety i moderowane warsztaty) i ilościowe (analizę statystyczną i analizę scenariuszy). Metoda ZKW powinna uwzględniać informacje dotyczące ryzyka, które są istotne dla poszczególnych rodzajów działalności, jak również dla ogólnych wyników lub wskaźników danej organizacji. Metoda kart wyników zapewnia zrównoważone podejście i umożliwia instytucjom ocenę, pomiar oraz monitorowanie ryzyka operacyjnego dzięki użyciu odpowiedniego zestawu technik i narzędzi.

Metody pomiaru ryzyka oparte na zrównoważonej (strategicznej) karcie wyników mogą być wykorzystywane w organizacjach, które stosują je do zarządzania strategicznego całą organizacją. W metodach tych „twarde” wskaźniki finansowe uzupełnia się „miękkimi” wskaźnikami niefinansowymi. Model oparty na podejściu „*scorecard*” jest w zasadzie jakościowy i zdania badaczy na temat jego użycia do budowy modeli są podzielone (Holmes, 2003). Praktyka pokazuje, że modele takie działają i mają dobre własności prognostyczne¹⁰. Wykorzystanie podejścia „*scorecard*” do pomiaru ryzyka operacyjnego opisał np. w T. Blunden¹¹.

Metody (*balanced scorecard*) są przykładem metod scoringowych (punktowych).

Metody oparte na metodyce *six sigma* (6 σ)

Metodyka *six sigma* umożliwia poprawę wyników finansowych przedsiębiorstwa dzięki planowaniu i kontrolowaniu przebiegu pracy. Zgodnie z zapowiedziami twórców tej metodyki, jak również na podstawie obserwacji praktyki, można stwierdzić, że:

- *Six sigma* umożliwia jednoczesne zwiększenie zysku i poprawę jakości.
- Metodyka „6 σ ” polega na krytycznej analizie działalności przedsiębiorstwa dokonywanej przez każdego pracownika.

⁵ R. Kühn, P. Neu: *Adequate Capital and Stress Testing for Operational Risks*. Cruz, 2004.

⁶ <http://www.glorimundi.org>.

⁷ A. Uzernobai, S. Racher: *Stable Modelling of Operational Risk*. W: Cruz, 2004.

⁸ K. Nystrom, J. Seglung: *Toward Operational Risk Management*. W: Cruz, 2004.

⁹ C. Alexander: *Statistical models of operational loss*. Person Education Limited, Wielka Brytania 2003.

¹⁰ C. V. Curie: *Basel II and Operational risk – An Overview*. W: Cruz, 2004.

¹¹ T. Blunden: *Scorecard approaches*. W: Alexander, 2003.

- Organizacja uczy się, w jaki sposób można zapobiegać wystąpieniu błędów u podstaw procesów.

- Biurokracja zostaje ograniczona dzięki zwiększeniu przejrzystości procesów, zwiększa się kreatywność pracowników oraz rośnie zadowolenie klientów z powodu otrzymywania produktu o lepszej jakości w krótszym czasie.

Pomiar jakości, jej kosztów oraz satysfakcji klienta opiera się na statystycznych metodach pomiaru i analizie. *Sigma* (σ) oznacza odchylenie standardowe od średniej wielkości badanego zbioru. Zapis 6σ oznacza, że w przedziale mieści się 99,9997% wszystkich elementów badanej zbiorowości. W praktyce oznacza to, że w zbiorze liczącym milion wyprodukowanych elementów tylko trzy są wadliwe.

Celem wprowadzenia tej koncepcji jest eliminacja błędów, jakie mogą wystąpić w każdej sferze działalności firmy, przy czym nie ma znaczenia jej wielkość ani charakter. Kontrolę poddaje się procesy, a nie produkty czy usługi. Twórcy teorii zauważają, że to produkty i usługi są wynikiem procesów. *Six sigma* nawiązuje do założeń systemu zarządzania jakością. Podejście *Six sigma* wyróżnia jednak to, że określa, identyfikuje i eliminuje ono defekty w toku wszystkich procesów w firmie (uzyskuje się to poprzez bezpośrednie powiązanie zmian z uzyskiwanymi wynikami, zmianami parametrow). Dotyczy ono poprawy konkretnego procesu, redukcji jego zmienności oraz ilościowej i ścisłej oceny jego działania.

Poprawę istniejącego procesu osiąga się, stosując model „Plan Poprawy 6σ ”:

- [D] Definiuj (ang. *define*) – określanie celów i ograniczeń, zidentyfikowanie zagadnień, którymi należy się zająć, aby osiągnąć wyższy poziom sigma (np. z 3 do 6σ).

- [M] Mierz (ang. *measure*) – zebranie informacji o obecnym stanie procesu, po to, by ustalić poziom odniesienia oraz rozpoznać skalę problemu.

- [A] Analizuj (ang. *analyse*) – wskazanie krytycznych przyczyn problemów z jakością oraz potwierdzenie (za pomocą odpowiednich analiz) ich wpływu na proces.

- [P] Poprawiaj (ang. *improve*) – wprowadzenie rozwiązania usuwającego analizowane wcześniej krytyczne problemy.

- [S] Sprawdzaj (ang. *control*) – sprawdzanie i monitorowanie wyników osiągniętych na poprzednim etapie.

- Dla nowych procesów stosuje się natomiast zmodyfikowany model „Plan Poprawy 6σ ”:

- [D] Definiuj – określanie celów i ograniczeń, zidentyfikowanie zagadnień, którymi należy się zająć, aby osiągnąć wyższy poziom sigma,

- [M] Mierz – koncentracja na ocenie potrzeb klienta czy rynku.

- [A] Analizuj – badanie różnych opcji procesu.

- [P] Projektuj (ang. *project*) – projektowanie procesu, aby spełniał oczekiwania klienta.

- [S] Testuj (ang. *test*) – testowanie zdolności procesu do spełniania wymagań postawionych w poprzednim etapie.

Prezentowany model opiera się na założeniach cyklu ciągłego doskonalenia, autorstwa E. Deminga. Proces doskonalenia w ramach *Six sigma* polega na pomiarze wartości, a nie wskaźników. Podstawowym narzędziem jest w tej metodzie benchmarking.

Przejście z poziomu sigma od wartości niższych do wyższych powoduje bardzo istotny wzrost jakości produktu czy usług, np. poziom $3,8\sigma$ (99%) oznacza brak elektryczności przez prawie 7 godzin każdego miesiąca, a poziom 6σ (99,99966%) oznacza godzinną przerwę w dostawie elektryczności w ciągu 34 lat.

Na początku metodykę zastosowano do produktów przemysłowych. Jej sukces spowodował, że zaczęto ją stosować także do poprawy jakości i efektywności usług.

Badania operacyjne

Badania operacyjne (ang. *operational research*) to dyscyplina naukowa związana z teorią decyzji, pozwalająca wyznaczyć metodę rozwiązania określonych problemów związanych z podjęciem optymalnych decyzji. Badania operacyjne możemy także określić jako zbiór metod matematycznych i statystycznych, obejmujących m.in.: programowanie matematyczne, zagadnienie transportowe, algorytmy sieciowe, zarządzanie projektem, teorię zapasów, teorię kolejek, proces Markowa, analizę szeregów czasowych, metody gradientowe. Historycznie badania operacyjne wywodzą się z dziedziny naukowego zarządzania, a obecnie przyjmuje się je za część teorii decyzji. Badania operacyjne zostały zapoczątkowane w czasie II wojny światowej w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii jako metody pozwalające podejmować lepsze decyzje związane z logistyką i planowaniem szkoleń. Po wojnie zaczęto z powodzeniem stosować metody badań operacyjnych do sprawnego zarządzania w przemyśle. Za ich pomocą rozwiązuje się w szczególności problemy dotyczące:

- alokacji kapitału,
- alokacji środków produkcji,
- zagadnienia transportowego,
- zarządzania zapasami surowców,
- zarządzania zapasami wyrobów gotowych,
- zagadnienia wymiany (problem taksówkarza),
- szeregowania zadań,
- zagadnienia masowej obsługi,
- podejmowania decyzji w warunkach ryzyka,
- podejmowania decyzji w warunkach niepewności,
- podejmowania decyzji w grze z wieloma graczami.

Metody badań operacyjnych, jak się wydaje, mogą także wspierać proces zarządzania ryzykiem operacyjnym. Pomimo braku kompletnych opracowań na temat zastosowania badań operacyjnych do wsparcia procesu

zarządzania ryzykiem operacyjnym można już wskazać pewne rezultaty podejmowanych prac z zakresu badań operacyjnych i systemowych, np. (Kulikowski i in., 2004; Banek, 2000)

Podsumowanie

Do wykorzystania powyższych metod niezbędne jest posiadanie danych; w zależności od ilości i jakości danych stosuje się odpowiednią metodę. W metodach tych można wykorzystywać dane z pomiaru, jeśli są dostępne, lub pochodzące od ekspertów. W niektórych przypadkach niekompletne bazy danych wewnętrznych uzupełnia się także danymi pozyskanymi z zewnętrznych baz. Korzystanie z baz zewnętrznych jest uzasadnione tym, że istnieje pewne prawdopodobieństwo zajścia w danej organizacji zdarzeń, które wystąpiły w innych organizacjach.

Metody zaprezentowane w niniejszym artykule opierają się na założeniu posiadania danych o stratach. W praktyce jednak brakuje na razie baz danych o odpowiedniej jakości i wiarygodności. Proces pozyskiwania danych sprawia zatem i w najbliższej przyszłości prawdopodobnie będzie jeszcze sprawiał, duże trudności.

W przypadku ryzyka operacyjnego, a także innych kategorii ryzyka zaleca się stosowanie dodatkowo analizy czynnikowej (np. metody składowych głównych) dla zmniejszenia liczby rozpatrywanych czynników ryzyka.

Literatura przedmiotu oraz praktyka wskazują, że w obecnej sytuacji tylko podejście ilościowo-jakościowe zapewnia efektywną kontrolę ryzyka operacyjnego (z powodu słabej jakości dostępnych danych o zdarzeniach operacyjnych). Jednym z ważniejszych elementów jakościowych zarządzania ryzykiem operacyjnym jest tzw. kultura ryzyka w organizacji. Dobrze wyszko-

lona i poinformowana kadra, która identyfikuje się z organizacją, jest jednym z głównych środków ograniczających ryzyko operacyjne. Podejście jakościowe ma na celu głównie stopniowe usprawnianie procesów i zmniejszanie strat. Wiele organizacji ma obecnie swoje systemy zarządzania ryzykiem operacyjnym oparte na podejściu jakościowym (samoocena, analiza scenariuszy); jest to podejście do zarządzania ryzykiem typu „bottom-up”.

Podobnie powszechnie uważa się, że w zarządzaniu ryzykiem organizacyjnym należy uwzględniać dane na temat strat operacyjnych.

W literaturze proponuje się oparcie szacowania niektórych kategorii ryzyka operacyjnego na modelach ekonometrycznych (np. tzw. ryzyko katastroficzne).

Przykłady zastosowań systemów zarządzania ryzykiem opisane w literaturze (np. Gruz, 2004) świadczą jednak o dużych trudnościach z budową takich systemów, zwłaszcza z wykorzystaniem ilościowych metod pomiaru ryzyka. Silna presja na środowisko naukowe w zakresie opracowania ilościowych metod pomiaru ryzyka operacyjnego oraz rzeczywista potrzeba wykorzystania takich metod w biznesie powodują podjęcie działań na szeroką skalę. Wiele pojawiających się trudności każe jednak przypuszczać, że metody te nie trafią szybko do menedżerów ryzyka.

Obecny stan badań i ich rezultaty w zakresie ilościowych metod pomiaru ryzyka operacyjnego przedstawione w niniejszym artykule zostały potwierdzone w czasie konferencji OpRiskEurope 2005.

Można zauważyć tendencję do budowania skomplikowanych i zaawansowanych systemów zarządzania ryzykiem. Jeśli jednak nie będą one wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji, to tak naprawdę nie wzmocnią procesu zarządzania organizacją, a ich rola będzie drugorzędna.

Literatura

1. C. Alexander i in.: *Operational Risk, Regulation, Analysis and Management*. Person Education Limited, Wielka Brytania 2003.
2. T. Bałamut: *Metody estymacji Value at Risk* Warszawa 2002 NBP Materiały i Studia, Zeszyt nr 147.
3. T. Banek: *Rachunek ryzyka*. Lublin 2000 CBS WSZiA w Zamościu.
4. A. Bilotta, P. Gindici: *Modelling Operational Losses: a Bayesian Approach*, Quality and reliability engineering international, forthcoming, 2004.
5. M. Cruz (red.): *Operational Risk Modelling and Analysis, Theory and Practice*. London 2004 Incisive Media Investments Limited.
6. Cz. Domański, K. Pruska: *Nieklasyczne metody statystyczne*. Warszawa 2000 Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
7. K. Dowd: *Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management*. John Wiley & Sons, Chichester 1998.
8. B. Efron, J.R. Tibshirani: *An Introduction to the Bootstrap*. CRC Press, 1994.
9. B. Holmes: *Measuring Operational Risk: A reality check*. „Risk” 16 (9), 2003.

10. G.M. Kendall, R.W. Buckland: *Słownik terminów statystycznych*. Warszawa 1986 PWE.
11. L.J. King: *Operational Risk: Measurement and Modelling*. John Wiley & Sons Limited, Chichester, London 2001
12. R. Kulikowski, J. Kacprzyk: R. Słowiński: *Badania operacyjne i systemowe. Podejmowanie decyzji. Podstawy metodyczne i zastosowania*. Warszawa 2004 EXIT.
13. G. Lisowski: *Metody ilościowe*. W: *Encyklopedia socjologii*. T. 2, Warszawa 1999 Oficyna Wydawnicza.
14. M. Lore, L. Borodovsky: *The Professional's Handbook of Financial Risk Management*. Oxford 2000 Butterworth-Heinemann.
15. M. B. Miles, A. M. Huberman: *Analiza danych jakościowych*. Białystok 2000 Trans Humana Wydawnictwo Uniwersyteckie.
16. B. R. Nelsen: *An Introduction to Copulas*. New York 1999 Springer Verlag.
17. K. Nystrom, J. Skoglund: *A Framework for Scenariobased Risk Management*, <http://www.glorimundi.org>.
18. J. Orzeł: *Jakościowe metody analizy ryzyka operacyjnego reprezentowane ilościowo w przyjętej skali liczbowej, w: Analiza systemowa w finansach i zarządzaniu. Wybrane problemy*. Tom 6. Praca pod red. J. Hołubiec. Warszawa 2004 Exit, Instytut Badań Systemowych PAN.
19. S. J. Press: *Subjective and objective Bayesian Statistics, Principles, Models, and Applications*. Hoboken, New Jersey 2003, John Wiley & Sons, Inc.
20. E. Szafarczyk: *Metoda Value at Risk*. Warszawa 2001 NBP, Materiały i Studia, Zeszyt nr 132.
21. D. Vose: *Risk analysis. A quantitative guide*. Menchester, Wielka Brytania 2000 John Wiley & Sons, Ltd.
22. T. Wilson: *Calculating risk capital*. W: C. Alexander (red): *Handbook of Risk management and Analysis*. Chichester: Wiley, 1996
23. OpRisk Europe 2005. Materiały z konferencji, Londyn, 15-17 marca 2005.
24. Rekomendacja M dotycząca zarządzaniem ryzykiem operacyjnym w bankach, GINB, Warszawa 2004.
25. Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk, Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, February 2003.
26. The New Basel Capital Accord, Basel Committee on Banking Supervision, maj 2004.

Reforma Paktu Stabilności i Wzrostu i jej potencjalne konsekwencje

Leokadia Oręziak

Filozofia stosowania ograniczeń w polityce budżetowej krajów Unii Europejskiej

Polityka budżetowa w strefie euro pozostała w rękach krajów członkowskich, podczas gdy polityka pieniężna została scentralizowana na szczęblu Unii. W rezultacie jednolitej polityce pieniężnej nie towarzyszy tu jednolita polityka budżetowa. Przy tworzeniu zasad funkcjonowania strefy za konieczne uznano więc wprowadzenie przynajmniej minimalnych ograniczeń, które zapewniłyby dyscyplinę finansów publicznych i zmniejszyły ryzyko dla unii walutowej wynikające z decentralizacji polityki budżetowej. Ryzyko to sprowadza się do rozprzestrzeniania się na całym obszarze jednawalutowym ogólnie znanych, negatywnych konsekwencji trwale występujących deficytów budżetowych. Konsekwencje te to przede wszystkim tendencja do wzrostu rynkowych stóp procentowych na całym obszarze, ograniczenie możliwości finansowania przedsiębiorstw, utrudnienie realizacji antyinflacyjnej polityki pieniężnej przez bank centralny, a także wzrost zadłużenia publicznego i kosztów jego obsługi, a ostatecznie zagrożenie niewypłacalnością kraju¹.

Inicjatorem ustanowienia regulacji mających dyscyplinować politykę budżetową krajów należących do unii walutowej były Niemcy. Kraj ten poważnie obawiał się potencjalnych skutków dla stabilności nowego pieniądza, mogących wyniknąć z postępowania tych

państw członkowskich (w szczególności śródziemnomorskich), które w przeszłości wielokrotnie wykazały się brakiem dbałości o stan finansów publicznych.

Warto też zauważyć, że ustanowienie w ramach Unii zasad dyscyplinujących politykę budżetową wynikało ze świadomości, że polityka ta w społeczeństwach demokratycznych ma często skłonność do generowania deficytów budżetowych, a w rezultacie także długu publicznego. Politycy w swym postępowaniu kierują się zazwyczaj perspektywą krótkoterminową, uwzględniającą w pierwszej kolejności interesy swych partii, zmierzających do zdobycia i (lub) utrzymania władzy. Stąd tendencja do zwiększania wydatków budżetowych, a czasami też do zmniejszania podatków. Praktyka pokazuje, że próby redukcji wydatków (czy też zwiększania podatków) w celu ograniczenia deficytu budżetowego w wielu przypadkach przynoszą spadek poparcia społecznego dla sił politycznych, które takie działania podejmują, co niekiedy skutkuje wycofaniem się z tych działań i niemożliwością skutecznego uzdrowienia finansów publicznych. Negatywne skutki tej słabości współczesnej demokracji mogą być szczególnie odczuwalne w unii walutowej, gdzie polityka budżetowa ma charakter zdecentralizowany. W szczególności utrzymujące się przez dłuższy czas deficyty budżetowe w dużych krajach obszaru jednawalutowego mogą mieć negatywne konsekwencje także dla innych krajów znajdujących się na tym obszarze. Reguły ustanowione na szczęblu Unii poprzez dyscyplinowanie władz krajów członkowskich powinny zatem ograniczać ryzyko z tym związane.

¹ Szerzej na temat roli dyscyplinowania polityki budżetowej w unii walutowej zob. np. C. Detken, V. Gaspar, B. Winkler: *On prosperity and posterity. The need for fiscal discipline in a monetary union*. „Working Paper Series” (European Central Bank) nr 420, grudzień 2004 r.

Dotyczy to także krajów Unii znajdujących się poza strefą euro. Dążąc do przyjęcia wspólnego pieniądza, także one powinny dbać o stan finansów publicznych. Ich działania na tej drodze również podlegają nadzorowi przez odpowiednie instytucje Unii.

Istota Paktu Stabilności i Wzrostu

Pakt Stabilności i Wzrostu jest konkretyzacją postanowień art. 104 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską (TWE), dotyczących sytuacji budżetowej krajów członkowskich. Formalne zatwierdzenie Paktu przez Radę Europejską nastąpiło w Amsterdamie w czerwcu 1997 r. Pakt składa się z trzech elementów²:

1. **Uchwała Rady Europejskiej**, podjęta na posiedzeniu w Amsterdamie 16 czerwca 1997 r., będąca wyrazem woli utrzymania dyscypliny budżetowej przez kraje członkowskie. W uchwale kraje te zobowiązały się do osiągnięcia w perspektywie średnioterminowej sytuacji bliskiej równowagi w budżecie bądź nadwyżki („*close to balance or surplus*”) i zastosowania działań niezbędnych do realizacji tego celu. Zostało to uznane za niezbędny warunek radzenia sobie przez kraje członkowskie z normalnymi wahaniami koniunktury gospodarczej bez przekraczania deficytu budżetowego ponad wielkość referencyjną wynoszącą 3% PKB.

2. **Rozporządzenie Rady 1466/97** w sprawie wzmocnienia nadzoru nad sytuacją budżetową oraz nadzoru i koordynacji polityki gospodarczej. Ma ono przyczynić się do zapobiegania powstawaniu nadmiernych deficytów budżetowych. W tym celu kraje strefy euro zostały zobowiązane do sporządzania tzw. programów stabilizacyjnych (*stability programmes*), a kraje, wobec których stosowana jest derogacja dotycząca pełnego członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), powinny sporządzać programy zbieżności gospodarczej (*economic convergence programmes*). W rozporządzeniu szczegółowo określono zawartość tych programów oraz terminy ich przedkładania, zasady realizacji i monitorowania. Programy te odgrywają podstawową rolę w nadzorze Unii nad polityką budżetową krajów członkowskich. Programy stabilizacyjne powinny sprzyjać osiągnięciu przez te kraje w średnim okresie w budżecie sytuacji bliskiej równowagi (bądź nadwyżki). To z kolei ma duże znaczenie w zapobieganiu nadmiernym deficytom. W całym tym procesie powinna być monitorowana sytuacja budżetowa krajów członkowskich, a w razie potrzeby powinny być do nich kierowane ostrzeżenia.

3. **Rozporządzenie Rady 1467/97** w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia stosowania procedury nadmiernego deficytu (*excessive deficit procedure*) określa się potocznie jako „represyjne” lub „odstrasżające”, gdyż szczegółowo scharakteryzowano w nim działania dyscyplinujące oraz sankcje, jakie mogą być podjęte wobec krajów mających nadmierny deficyt budżetowy. W rozporządzeniu tym zostały też sprecyzowane przypadki, które usprawiedliwiają przekroczenie przez deficyt budżetowy poziomu 3% PKB³.

Pakt Stabilności i Wzrostu odnosi się do wszystkich krajów Unii Europejskiej. Należy jednak podkreślić, że jego część represyjna nie dotyczy krajów Unii pozostających poza strefą euro (tzn. krajów, które objęte są derogacją od ogólnych zasad obowiązujących w UGW, a więc na razie nie są jej pełnymi członkami). Pakt jest porozumieniem międzyrządowym. Jego podstawą są bowiem wskazane wyżej rozporządzenia Rady. Głównym elementem części prewencyjnej Paktu (Rozporządzenie 1466/97) jest nałożenie na kraje strefy euro obowiązku tworzenia oraz przedkładania Komisji i Radzie kilkuletnich programów stabilizacyjnych oraz zobowiązania pozostałych krajów Unii do sporządzania programów zbieżności. Programy te powinny określać cele realizowane w dziedzinie finansów publicznych przy przyjętych przez dany kraj założeniach dotyczących tempa wzrostu gospodarczego. Zarówno programy stabilizacyjne, jak i programy zbieżności powinny obejmować okresy kilkuletnie (głównie pięcioletnie).

Wielkości: 3% PKB jako wartość referencyjna dla oceny deficytu budżetowego oraz 60% PKB dla długu publicznego, uznawane są za wielkości ustalone raczej arbitralnie. Nie ma bowiem żadnej konkretnej prawidłowości, która wskazywałaby, że takie powinny być limity deficytu i długu. Można przyjąć, że w 1991 r., gdy wielkości te były ustalane w ramach negocjacji zasad UGW, były one pewnym kompromisem między tym, co było pożądane dla poprawy finansów publicznych, a tym, co wydawało się realne do osiągnięcia (w 1991 r. łączny deficyt budżetowy krajów, które później weszły do strefy euro, wynosił 5% ich ówczesnego PKB).

Zważywszy na ograniczenia w praktycznym egzekwowaniu wymogów wynikających z regulacji zawartych w TWE i Pakcie Stabilności i Wzrostu w odniesieniu do polityki budżetowej, regulacje te określa się czasem jako „miękkie prawo” („*soft law*”). W przypadku takiego prawa nie zawsze udaje się zapobiec naruszeniu wynikających z niego reguł, ale oczekuje się, że będzie ono pomocne przynajmniej w zapobieganiu powstawaniu „poważnych błędów w polityce” („*gross policy errors*”)⁴.

² Resolution of the European Council of 16 June 1997 on the Stability and Growth Pact, OJ C 236, 2.8.2997; Council Regulation of 7 July 1997 (1466/97) on strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and co-ordination of economic policies, OJ L 209, 2.8.1997; Council Regulation of 7 July 1997 (1467/97) on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure, OJ L 209, 2.8.1997.

³ Por. L. Oreziak: *Finanse Unii Europejskiej*. Warszawa 2004 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 60-61.

⁴ Por. L. Schuknecht: *EU fiscal rules. Issues and lessons from political economy*. European Central Bank 'Working Paper Series' nr 421, grudzień 2004 r.

Krytyka kierowana wobec Paktu i propozycje zmian

Od czasu ustanowienia w 1999 r. strefy euro stan finansów większości jej krajów członkowskich ulegał pogorszeniu. Wprowadzona przedtem dyscyplina budżetowa, głównie z myślą o spełnieniu kryteriów zbieżności uprawniających do przyjęcia wspólnej waluty, została następnie poważnie rozluźniona. W 1999 r. deficyt budżetowy w odniesieniu do całej strefy euro stanowił 1,3% jej PKB, a w 2004 r. zbliżył się do 3% PKB. Część krajów członkowskich od kilku lat nieustannie przekracza ten wskaźnik. W szczególnie trudnej sytuacji znalazły się dwa największe kraje strefy, czyli Niemcy i Francja⁵. Istnieją poważne obawy, że w 2005 r. deficyt budżetowy w tych krajach czwarty rok z rzędu będzie wyższy niż 3% PKB. Znaczne problemy budżetowe mają także Grecja, Holandia i Włochy⁶.

W punkcie zwrotnym Pakt znalazł się w listopadzie 2003 r., kiedy Rada Ecofin faktycznie zawiesiła procedurę dotyczącą nadmiernego deficytu, nie podejmując decyzji, której oczekiwała Komisja Europejska, a mającej stwierdzić, że Francja i Niemcy w wyznaczonym terminie nie zastosowały żadnych skutecznych działań w celu zredukowania deficytu budżetowego w odpowiedzi na zalecenia wydane tym krajom kilka miesięcy wcześniej przez Radę. Mimo że ten etap procedury nie powodował sankcji finansowych, a nawet do ich podjęcia była jeszcze dość daleka droga, to kraje te zdołały solidarnie przeforsować w ramach Rady korzystne dla siebie rozstrzygnięcia. Motywem tych starań było faktycznie zwieszenie całej procedury. Reakcją Komisji na to było skierowanie sprawy do rozstrzygnięcia przez Europejski Trybunał Sprawiedliwości. Trybunał wydał orzeczenie w tej sprawie 13 lipca 2004 r. wraz z bardzo obszernym uzasadnieniem, stwierdzając m.in., że anuluje konkluzje przyjęte przez Radę 25 listopada 2003 r. w odniesieniu do Francji i Niemiec, gdyż skutkują one zawieszeniem procedury dotyczącej nadmiernego deficytu⁷. Te problemy z praktycznym stosowaniem Paktu poważnie nadszarpnęły jego wiarygodność jako instrumentu wymuszającego dyscyplinę budżetową w krajach strefy euro.

Obecna sytuacja finansów publicznych części krajów strefy euro wskazuje, że Pakt Stabilności i Wzrostu okazał się dotąd mało skutecznym w praktyce mechanizmem zwalczania zjawiska deficytów budżetowych. Właściwie od początku swego istnienia Pakt był krytykowany z różnych punktów widzenia. Wskazywano

głównie to, że zawiera zbyt sztywne rozwiązania, wskutek czego przyczynia się do hamowania wzrostu gospodarczego. Przy jednolitej, antyinflacyjnej polityce pieniężnej EBC cierpią na tym szczególnie kraje o niskiej inflacji, jak Niemcy czy Holandia. W praktyce polityka ta dla tych krajów jest znacznie bardziej restrykcyjna niż dla państw, gdzie tradycyjnie inflacja jest większa (Hiszpania, Grecja, Irlandia). Z tego powodu większa elastyczność reguł budżetowych jest niezbędna dla krajów borykających się z niskim wzrostem gospodarczym⁸.

We Francji Pakt był krytykowany szczególnie silnie, także ze względu na ograniczenia, jakie stwarzał dotychczas dla bardziej aktywnej polityki budżetowej nastawionej na publiczne finansowanie m.in. inwestycji w prace badawczo-rozwojowe oraz infrastruktury, w tym transportowej⁹, co z kolei uznawane jest za niezbędne do zwiększenia konkurencyjności gospodarki europejskiej.

W toczącej się w Unii Europejskiej publicznej debacie na temat możliwych i pożądanych kierunków reformy Paktu zgłoszono bardzo wiele różnych propozycji. Szczególną aktywność w tej dziedzinie wykazali ekonomiści z Francji¹⁰. Istota tych propozycji sprowadzała się do złagodzenia rygorów wynikających z Paktu w ten sposób, by uwzględnić etap cyklu koniunkturalnego przy ocenie sytuacji budżetowej kraju członkowskiego, wykluczyć z salda budżetowego m.in. wydatki na prace badawczo-rozwojowe, inwestycje publiczne (m.in. w infrastrukturę, edukację, ochronę środowiska).

Wielu uczestników dyskusji dotyczącej modyfikacji Paktu wskazywało, że zwiększenie elastyczności stosowanej w jego ramach procedury powinno być osiągnięte w ten sposób, by nie doprowadzić do osłabienia jego dyscyplinującego charakteru¹¹.

Spśród licznych propozycji zmian w Pakcie ze względu na ostrość proponowanych rozwiązań na uwagę zasługują propozycje, które zgłosił Wim Boonstra (Institut fuer Wirtschaftsforschung, Hamburg)¹². Stwierdził on, że zasady Paktu powinny być jasne i nie powinno być pola do politycznych targów. Kryteria oceny powinny być przejrzyste do tego stopnia, że

⁸ Zob. szerzej: A. McLaughlin: *Pact still too rigid to reap euro gains*. „European Voice” z 3-9 lutego 2005 r.

⁹ Ch. De Boissieu i R. Masera podkreślają szczególne znaczenie europejskiego systemu transportowego dla rozwoju gospodarki Unii i problemy z jego sfinansowaniem. Powołują się na dane Komisji Europejskiej wskazujące, że stworzenie takiego systemu do 2010 r. wymaga zainwestowania około 400 mld EUR. Por. Ch. de Boissieu, R. Masera: *Améliorer le Pacte de stabilité*. „Les Echos” (Paris) z 22 lutego 2005 r.

¹⁰ Zob. np. obszerna praca zbiorowa *Réformer le Pacte de stabilité et de croissance* (Conseil d'Analyse Économique) „La Documentation française”, Paris 2004.

¹¹ Zob. szerzej np. R.M. Beetsma, X. Debrun: *Implementing the Stability and Growth Pact. Enforcement and procedural flexibility*. European Central Bank „Working Paper Series” nr 433, styczeń 2005 r.

¹² Zob. szerzej: W. Boonstra: *Proposals for a Better Stability Pact*. „Inter-economics” (Hamburg), styczeń-luty 2005 r.

⁵ Szerzej na ten temat zob. L. Oreziak: *Doświadczenia krajów strefy euro w zwalczaniu deficytów budżetowych*. „Bank i Kredyt” nr 8/2004.

⁶ Szerzej na temat kształtowania się deficytu budżetowego oraz długu publicznego w latach 2004-2008 zob. „Monthly Bulletin” (European Central Bank) z marca 2005 r., s. 70-75.

⁷ Zob. *Judgment of the Court (Full Court)* 13 lipca 2004 r., dostępne na stronie ETS www.europa.eu.int

przekroczenie limitów powinno skutkować automatycznym zastosowaniem sankcji. Może to nastąpić ewentualnie po upływie pewnego okresu ostrzegawczego, o długości co najmniej jednego cyklu wyborczego, po to by, wyborcy mieli możliwość pozbawić władzy nieodpowiedzialnych polityków. Ostateczne sankcje powinny mieć prawdziwą siłę odstrasżającą. W opinii tego autora, doświadczenie pokazuje, że dyscyplina finansowa jest niedostateczna tak długo, jak długo politycy nie ponoszą konsekwencji przesuwania na przyszłe pokolenia kosztów swej złej polityki czy też wyborcy nie odczuwają jej negatywnych skutków, a nawet w krótkim okresie odnoszą korzyści z tej polityki. Te skuteczne sankcje mogłyby obejmować na przykład pozbawienie danego kraju prawa do uczestnictwa w podejmowaniu decyzji w ramach instytucji unijnych (np. Komisji) czy utratę możliwości korzystania z unijnych funduszy. W opinii autora, sankcje tego rodzaju mogłyby nieść tak poważne skutki polityczne dla danego kraju, że powinien w porę podjąć odpowiednie działania, by do nich nie doszło. Odnosząc się do tych propozycji można jedynie stwierdzić, że ich realizacja wymagałaby poważnych zmian w Traktacie, a więc poparcia ze strony wszystkich krajów członkowskich, co w tym przypadku jest nierealne.

Utrzymujące się deficyty budżetowe w części krajów strefy euro, a także rosnąca presja ze strony niektórych z nich, by złagodzić restrykcje wynikające z Paktu Stabilności i Wzrostu, skłoniły Komisję Europejską do przedstawienia 3 września 2004 r. propozycji zmian w Pakcie¹³. Uznała ona, że nie może iść w kierunku przeciwnym do intencji wyrażanych wielokrotnie przez Radę Ecofin i faktycznie nie jest w stanie wymusić stosowania Paktu wbrew woli krajów członkowskich dysponujących w Radzie odpowiednio dużą większością głosów. Propozycje Komisji dotyczyły więc wskazania szerokiego wachlarza powodów, dla których kraj, w którym poziom deficytu budżetowego przekroczył 3% PKB, nie poniósłby odpowiedzialności. Komisja zaproponowała położenie większego niż uprzednio nacisku na relację długu publicznego do PKB przy ocenie sytuacji budżetowej kraju członkowskiego.

Rozważając różne argumenty za podejściem uwzględniającym w większym stopniu dług publiczny, można powiedzieć, że ostatecznie istnienie nadmiernego długu może doprowadzić do utraty wiarygodności kredytowej przez dany kraj, a w skrajnym przypadku do jego niewypłacalności. Ponadto, biorąc pod uwagę sytuację krajów strefy euro, należy wskazać, że takie kraje jak Włochy, Belgia, czy Grecja, gdzie dług publiczny ciągle kształtuje się na poziomie około (lub na-

wet ponad) 100% PKB, powinny faktycznie osiągać przez dłuższy czas nadwyżki budżetowe albo tę relację odpowiednio obniżyć. Z kolei kraje mające mniejszy dług mają, ogólnie biorąc, nieco większe możliwości tolerowania deficytów budżetowych. Na marginesie warto jednak zauważyć, że np. w przypadku Polski relacja długu publicznego do PKB jest wprawdzie, na razie, niższa o kilka punktów procentowych od wartości referencyjnej 60%, ale obsługa tego długu pochłania 10-12% ogólnej kwoty wydatków budżetu państwa rocznie. Oznacza to, że tolerowanie dalszych wysokich deficytów, skutkujących narastaniem długu i kosztów jego obsługi, tworzy niepotrzebne obciążenia dla gospodarki kraju.

Kierunki reformy Paktu zaproponowane przez kanclerza Niemiec Gerharda Schrödera

Z dużym zainteresowaniem, nie tylko europejskiej opinii publicznej, spotkał się artykuł kanclerza Niemiec Gerharda Schrödera na temat reformy Paktu Stabilności i Wzrostu, opublikowany w styczniowym numerze dziennika „Financial Times”¹⁴. Artykuł ten zasługuje na szczególną uwagę, gdyż można go potraktować jako swego rodzaju manifest zwolenników tej reformy, ponieważ skupiono w nim najważniejsze argumenty prezentowane przez nich na rzecz zmian w Pakcie. Kanclerz Niemiec wskazał w tym artykule na trzy grupy czynników, które powinny być brane pod uwagę przez Komisję Europejską i Radę przy podejmowaniu decyzji o zastosowaniu procedury dotyczącej nadmiernego deficytu w odniesieniu do kraju, w którym poziom deficytu budżetowego przekroczył wartość referencyjną. Oto grupy czynników (określonych w artykule jako kryteria) i dotycząca ich argumentacja zaprezentowana przez Schrödera:

Pierwsza to reformy, takie jak np. Agenda 2010 podjęta w Niemczech w celu ochrony systemu socjalnego oraz poprawy sytuacji na rynku pracy, a także podjęte reformy podatkowe. Wszystkie te działania w krótkim okresie mogą osłabiać wzrost gospodarczy lub zwiększać deficyt. W średnim okresie ich wpływ na wzrost gospodarczy, zatrudnienie i finanse publiczne jest pozytywny. Podobny wynik mogą przynieść wydatki na edukację, innowacje i prace badawczo-rozwojowe.

Druga obejmuje uwarunkowania makroekonomiczne. Chodzi o to, by kraje członkowskie miały wystarczające możliwości oddziaływania na poprawę koniunktury. Dotychczas deficyt przekraczający 3% PKB mógł być tolerowany jedynie w przypadku poważnego spadku koniunktury (*severe economic downturn*). Tymczasem w ostatnich kilku latach występowała fak-

¹³ Por. *Strengthening economic governance and clarifying the implementation of the Stability and Growth Pact*. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament. COM (2004) 581 final, Brussels, 3.09.2004.

¹⁴ Por. G. Schröder: *A framework for a stable Europe*. „Financial Times” (London) z 17 stycznia 2005 r.

tycznie stagnacja, która nie jest tym przypadkiem, ale także niesie negatywne skutki. Mechaniczne stosowanie Paktu doprowadziło do rekomendowania środków, które przez swą restrykcyjność oddaliły poprawę koniunktury.

Trzecia dotyczy specyficznych ciężarów ponoszonych przez kraje członkowskie. Te z nich, które finansują w dużym stopniu działania solidarnościowe w ramach Unii, powinny mieć możliwość wykorzystania polityki budżetowej do poprawy swego potencjału dla wzrostu gospodarczego i zatrudnienia. Ciężary ponoszone przez Niemcy ciągle obejmują ogromne koszty zjednoczenia państw niemieckich oraz transfery netto do budżetu ogólnego Unii. Pakt będzie lepiej działał, jeśli instytucje europejskie będą wpływały na suwerenność parlamentów narodowych jedynie w ściśle określonych sytuacjach.

Kanclerz Schröder stwierdził, że kraj członkowski, w którym występuje większość z tych czynników, nie powinien być poddawany procedurze nadmiernego deficytu. Zamiast tego powinien sam przedłożyć program pokazujący, jak zamierza obniżyć deficyt do poziomu poniżej 3% PKB. Procedura mogłaby być wszczęta jedynie wtedy, gdy w programie tym stwierdzi się poważne słabości lub kraj ten z własnej winy przestanie wypełniać przyjęte w nim zobowiązania. Jednak nawet gdy w odniesieniu do jakiegoś kraju nie ma zastosowania większość ze wskazanych wyżej czynników (kryteriów) i podjęta została wobec niego procedura dotycząca nadmiernego deficytu, to należy mu dać czas, by dostosował swą politykę makroekonomiczną i budżetową do realizacji celów w postaci wyższego wzrostu gospodarczego i zatrudnienia oraz zdrowych finansów publicznych. Są to jakościowe wskaźniki oceny polityki budżetowej i muszą być brane pod uwagę przy określaniu okresu, w którym nadmierny deficyt powinien być zredukowany. Kanclerz podkreślił, że postanowienia traktatowe dotyczące nakładania obowiązków oraz sankcji na kraje członkowskie nie mogą być stosowane zbyt mechanicznie, gdyż w Traktacie z Maastricht zostały one tak sformułowane, że w istocie mają charakter dyskrecjonalny (uznaniowy). Istotne jest także to, w jego opinii, że Traktat nie nakłada obowiązku automatycznego uznawania za nadmierny każdego deficytu wyższego od 3%. Przy podejmowaniu decyzji w tej sprawie powinny być wzięte pod uwagę „wszystkie inne istotne czynniki, w tym średnioterminowa sytuacja gospodarcza i budżetowa kraju członkowskiego”. Jeśli więc w średnim terminie kraj ma możliwości zredukowania deficytu do poziomu niższego niż 3% PKB oraz zredukowania długu, to nie ma wymogu wszczęcia procedury nadmiernego deficytu, nawet jeśli rzeczywisty deficyt przekracza wielkość referencyjną. Ponadto kanclerz zaakcentował to, że polityka gospodarcza oraz budżetowa należy do kompetencji krajów członkowskich i ta zasada powinna być w większym niż dotąd stopniu respektowana.

Zaprezentowane przez Gerharda Schrödera poglądy w sprawie reformy zasad funkcjonowania Paktu, podzielane przez Francję i inne kraje strefy euro borykające się z deficytami budżetowymi, można ocenić jako istotną zmianę filozofii, która legła u podstaw postanowień traktatowych dyscyplinujących politykę budżetową oraz ich konkretyzacji zawartej w Pakcie Stabilności i Wzrostu. Ta pierwotna filozofia była zdecydowanie bardziej restrykcyjna w porównaniu z tą, która została przez kanclerza Niemiec przedstawiona w styczniu 2005 r. Ta zmiana, nienaruszająca faktycznie postanowień traktatowych, została odebrana powszechnie jako zapowiedź znaczącej liberalizacji zasad postępowania określonych w Pakcie. Ponadto, Gerhard Schröder wyraźnie powiedział, że system oddziaływania na kraje członkowskie ma charakter uznaniowy, co oznacza, że w istocie nie jest oparty na konkretnych regulacjach (*rules based system*), w co wierzyło wielu uczestników rynku finansowego. Mimo że reguły te zdają się wynikać z Traktatu (głównie art. 104), dokument ten w istocie stwarza szerokie pole do ich interpretacji, w zależności od woli Rady. Emocje, które wywołała tak otwarcie wyartykułowana przez kanclerza Niemiec wizja nowego podejścia do deficytów budżetowych, wiąże się z tradycyjnym dążeniem uczestników rynku finansowego, by mieć jakieś stabilne i solidne oparcie przy formułowaniu swych oczekiwań i prognoz w odniesieniu do danej gospodarki, w tym przypadku gospodarki strefy euro i Unii jako całości. Podkreślenie dyskrecjonalnego charakteru unijnych regulacji dotyczących polityki budżetowej i finansów publicznych mogło zatem stworzyć podstawy do pewnego niepokoju co do przyszłej sytuacji tych finansów.

Zabierając głos w debacie na temat możliwych zmian w Pakcie, członek Rady Zarządzającej EBC, prezes Deutsche Bundesbank, Axel A. Weber, w marcu 2005 r. stwierdził, że „... godne ubolewania jest to, że niektóre kraje należące do unii walutowej dają zły przykład, jeśli chodzi o deficyty budżetowe. Nie tylko łamią reguły, ale co gorsza, złamawszy te reguły, obecnie chcą, by zostały one zmodyfikowane tak, by same te kraje zostały zwolnione z odpowiedzialności”. Weber podkreślił, że może to, poprzez podważenie ram instytucjonalnych unii walutowej, rzutować niekorzystnie na jej obraz i wiarygodność¹⁵.

Charakteryzując przyczyny występujących ciągle w niektórych krajach strefy euro trudności w walce z deficytami budżetowymi, należy wskazać zarówno na czynniki bieżące, jak i strukturalne. Te pierwsze odnoszą się do poważnego osłabienia wzrostu gospodarczego w części krajów strefy euro od 2001 r., drugie zaś mają charakter strukturalny. Należy podkreślić, że czynniki o charakterze strukturalnym w istocie rzutują

¹⁵ A.A. Weber: *Challenges to convergence in the larger EU*. Deutsche Bundesbank „Auszüge aus Presseartikeln” nr 10 z 9 marca 2005 r.

też na to, dlaczego tempo wzrostu gospodarczego w części krajów członkowskich jest ciągle wyraźnie niższe niż w innych krajach strefy i poza nią, np. w Stanach Zjednoczonych. Jeśli chodzi o ciągle występowanie deficytów budżetowych, to przyczyny strukturalne mają tu podstawowe znaczenie. Chodzi tu przede wszystkim o zasady hojnego państwa opiekuńczego czy też państwa dobrobytu, stworzone w minionych dziesięcioleciach w czasach dobrej koniunktury. W połączeniu z rosnącymi kosztami finansowania emerytur i ochrony zdrowia stały się one teraz poważnym obciążeniem dla finansów publicznych. Próby zredukowania rozbudowanych świadczeń socjalnych i przesunięcia części ciężarów z państwa na obywateli (np. w ochronie zdrowia) spotykają się na ogół z ogromnymi protestami społecznymi. Doświadczenia Francji i Niemiec pokazują, że racjonalizacja wydatków publicznych jest zadaniem niezwykle trudnym, wymaga stosunkowo długiego czasu, a w niektórych dziedzinach jest skazana na niepowodzenie, zważywszy na postawę rządów, obawiających się utraty poparcia społecznego. W konsekwencji także deficyty budżetowe nie mogły być do tej pory zredukowane w takim tempie, jakie byłoby pożądane, by sprostać wymogom Paktu Stabilności i Wzrostu.

Postanowienia Rady Europejskiej i Rady Ecofin z marca 2005 w sprawie reformy Paktu Stabilności i Wzrostu

Rada Europejska, na swym posiedzeniu w dniach 22 i 23 marca 2005 r. w Brukseli, zaaprobowwała Raport w sprawie poprawy stosowania Paktu Stabilności i Wzrostu, przyjęty przez Radę UE (Ecofin) 20 marca 2005 r. oraz zawarte w nim propozycje i wnioski. Raport zawiera proponowane zmiany oraz uzupełnienia do Paktu Stabilności i Wzrostu. Rada Europejska przychyliła się do wniosku Rady Ecofin, by Komisja Europejska w możliwie krótkim czasie, na podstawie tego raportu, przedstawiła propozycje zmian w rozporządzeniach 1466/97 i 1467/97¹⁶.

W Raporcie Rady Ecofin z 20 marca 2005 r. zostały przedstawione:

- 1) zalecenia mające zwiększyć skuteczność unijnego nadzoru nad ewolucją sytuacji budżetowej krajów członkowskich,
- 2) działania mające na celu poprawę efektywności prewencyjnego oddziaływania Paktu Stabilności i Wzrostu (określonego w rozporządzeniu 1466/97),

3) zmiany w stosowaniu procedury dotyczącej nadmiernego deficytu budżetowego (określonej w rozporządzeniu 1667/97).

Ad 1. Dążąc do zwiększenia skuteczności unijnego nadzoru nad sytuacją budżetową krajów członkowskich, Rada przedstawiła postulat, by przygotowywane przez rządy krajów członkowskich programy zbieżności i programy stabilizacyjne (wraz z opinią Rady) były przedstawiane także parlamentom narodowym, w celu podjęcia przez nie debaty na temat przekazanych przez Radę zaleceń w ramach procedury wczesnego ostrzegania o nadmiernym deficycie oraz procedury jego zwalczania.

Rada zwróciła również uwagę na znaczenie realistycznego i ostrożnego prognozowania sytuacji makroekonomicznej z punktu widzenia przyjęcia właściwych założeń dla polityki budżetowej. Kraje strefy euro oraz kraje uczestniczące w mechanizmie stabilizowania kursów ERM II przy tworzeniu swych programów stabilizacyjnych lub zbieżności powinny brać pod uwagę prognozy przygotowywane przez Komisję Europejską. Jeśli kraj opiera się na własnych prognozach, to musi być w stanie szczegółowo wyjaśnić ewentualne rozbieżności między tymi prognozami a prognozami Komisji. Wyjaśnienie to będzie punktem odniesienia, gdy *a posteriori* oceniane będą błędy popełnione w prognozowaniu. Zważywszy na to, że pewnych błędów w prognozowaniu sytuacji makroekonomicznej i budżetowej i tak nie da się uniknąć, Rada uznała za pożądane obszerniejsze przedstawianie w powyższych programach analizy czynników niepewności i (lub) przedkładanie alternatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji makroekonomicznej. Ma to umożliwić Komisji i Radzie rozważenie pełnej gamy możliwych rezultatów budżetowych.

Zważywszy na występujące dotychczas słabości w sporządzaniu i przekazywaniu danych statystycznych na temat sytuacji budżetowej, Rada zobowiązała kraje członkowskie i odpowiednie instytucje UE do podjęcia niezbędnych działań w celu wyeliminowania tych słabości.

Ad 2. Odnosząc się do dotychczasowych postanowień Paktu Stabilności i Wzrostu, z których wynika, że w perspektywie średnioterminowej kraje członkowskie powinny osiągnąć w budżecie równowagę bądź nadwyżkę budżetową, Rada uznała, że cele średnioterminowe polityki budżetowej powinny być w ramach Unii zróżnicowane w odniesieniu do indywidualnych krajów. Chodzi o uwzględnienie ich odmiennej sytuacji gospodarczej i budżetowej, a także stanu i perspektyw ewolucji finansów publicznych. Istotne jest jednak, by relacja deficytu budżetowego do PKB nie przekraczała odpowiedniego dla danego kraju bezpiecznego poziomu, niższego niż 3%. Kraje strefy euro oraz kraje uczestniczące w ERM II powinny się starać, by w średnim okresie doprowadzić do tego, że relacja ta będzie się mieściła w przedziale między minus 1% PKB – w przypadku krajów o niskim długu i wysokim wzro-

¹⁶ Raport *Improving the implementation of the Stability and Growth Pact. Council Report to the European Council of 20 March 2005* jest załącznikiem do dokumentu zawierającego wnioski z posiedzenia Rady Europejskiej w dniach 22 i 23 marca 2005 r.: *Presidency conclusions. European Council Brussels, 7619/05, Brussels, 23 marca 2005 r.*

ście gospodarczym – a równowagą (lub nadwyżką budżetową) – w przypadku krajów o dużym dźwigu i słabym wzroście gospodarczym.

Przy ocenie poziomu rzeczywistego długu publicznego powinny być brane pod uwagę przyszłe zobowiązania z tytułu postępującego procesu starzenia się społeczeństwa. Do końca 2006 r. Komisja ma przedstawić raport na temat metodologii i zasad uwzględniania tych przyszłych (czy też ukrytych) zobowiązań (*implicit liabilities*) przy ustalaniu wielkości długu publicznego.

W celu wzmocnienia prewencyjnego oddziaływania Paktu Stabilności i Wzrostu Rada zgłosiła postulat, by kraje członkowskie zobowiązały się na szczeblu Unii, że będą aktywnie konsolidować finanse publiczne w okresie dobrej koniunktury. Oznacza to, że nieoczekiwane dodatkowe dochody budżetowe powinny być wykorzystywane do zmniejszenia deficytu oraz redukcji długu publicznego, a nie zwiększenia wydatków. Te kraje, które nie osiągnęły jeszcze wskazanego wyżej średnioterminowego celu budżetowego, powinny podjąć niezbędne kroki, aby ten cel zrealizować w okresie cyklu koniunkturalnego. Ogólną zasadą powinno być to, że podczas dobrej koniunktury, określanej przez Radę jako „dobre czasy” (*„good times”*), wysiłek dostosowawczy jest większy niż w okresie osłabienia aktywności gospodarczej. W odniesieniu do krajów strefy euro oraz krajów uczestniczących w ERM II Rada uznała za konieczne osiąganie poprawy salda budżetowego co najmniej o 0,5% PKB rocznie. Usprawiedliwieniem spowolnienia dochodzenia przez dany kraj do wyznaczonego dla niego średnioterminowego celu budżetowego może być jedynie konieczność ponoszenia kosztów związanych z realizacją poważnych reform strukturalnych, dających szansę przyspieszenia wzrostu gospodarczego w przyszłości i zapewnienia długoterminowej stabilności finansów publicznych. Do takich reform Rada zaliczyła m.in. reformę systemu emerytalnego polegającą na wprowadzeniu systemu wielofilarowego, w którym funkcjonowałby także obowiązkowy filar kapitałowy (*fully funded pillar*).

Ad 3. Zmiany w stosowaniu procedury dotyczącej nadmiernego deficytu są faktycznie najważniejszym rozstrzygnięciem zawartym w Raporcie Rady Ecofin z 20 marca 2005 r. Sprowadzają się one do określenia dodatkowych okoliczności, usprawiedliwiających przekroczenie przez deficyt wielkości referencyjnej 3% PKB. Rozstrzygnięcia te dotyczą postępowania przez Komisję i Radę praktycznie na wszystkich etapach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu, a więc zarówno na etapie przygotowywania przez Komisję raportu w sprawie występowania, bądź nie, nadmiernego deficytu budżetowego, jak i późniejszego oddziaływania na ten kraj, by ten deficyt został skorygowany. Zostały one wypracowane przez Radę na podstawie propozycji Komisji zawartych we wskazanym wyżej jej dokumencie z 3 września 2004 r.

Zmieniając istniejącą procedurę dotyczącą nadmiernego deficytu, Rada wyszła z założenia, że celem tej procedury powinna być raczej pomoc w zwalczaniu nadmiernego deficytu niż ukaranie danego kraju. Dlatego procedura ta, w opinii Rady, powinna być bodźcem do osiągnięcia dyscypliny budżetowej poprzez wzmocniony nadzór, a także powinna być – jak to określiła Rada – życzliwym wsparciem (*peer support*) oraz przyjazną presją (*peer pressure*).

Rada opowiedziała się za utrzymaniem wartości referencyjnych w wysokości 3% PKB dla deficytu budżetowego oraz 60% PKB dla długu publicznego, uznając je za kotwice w procesie monitorowania sytuacji budżetowej oraz finansów publicznych krajów członkowskich. Komisja w dalszym ciągu powinna przygotowywać raporty w tej sprawie na podstawie art. 104 (3) TWE oraz badać przy tej okazji, czy występują wyjątki przewidziane w art. 104 (2) (a) i (b), umożliwiające nieuznanie deficytu budżetowego za nadmierny. Rada może następnie poprosić Komisję o bliższe wyjaśnienie tych wyjątków.

W swym raporcie z 20 marca 2005 r. Rada Ecofin stwierdziła także, że zgodnie z Traktatem Komisja, oceniając sytuację budżetową kraju członkowskiego, powinna brać pod uwagę to, czy deficyt budżetowy przekracza wydatki inwestycyjne, a także wszystkie inne istotne czynniki, w tym średnioterminową sytuację gospodarczą i budżetową. Interpretacja traktatowych pojęć, jak „wyjątkowe i tymczasowe przekroczenie wartości referencyjnej” (*„exceptional and temporary excess”*) oraz „wszystkie inne istotne czynniki” (*„all other relevant factors”*), dokonana przez Radę w marcu 2005 r., faktycznie decyduje o kierunku zmian w Pakcie Stabilności i Wzrostu, które zostały wtedy uzgodnione w ramach tej instytucji.

Pierwsze z tych pojęć zawarte jest w art. 104 (2) (a) TWE. Komisja Europejska, sporządzając swój raport na temat sytuacji budżetowej kraju członkowskiego, bada, czy przekroczenie wartości referencyjnej ma charakter wyjątkowy oraz tymczasowy. Jeśli tak uzna, a faktyczny deficyt jest bliski wartości referencyjnej, może to usprawiedliwiać to przekroczenie. W rozporządzeniu 1467/97 wskazano, że aby deficyt mógł zostać uznany za wyjątkowy, musi być rezultatem nadzwyczajnego wydarzenia, będącego poza kontrolą kraju członkowskiego, a mającego poważny wpływ na sytuację budżetową, lub wynikać z poważnego spadku koniunktury (*„severe economic downturn”*). W rozporządzeniu tym ten poważny spadek koniunktury został zdefiniowany jako roczny realny spadek PKB wynoszący co najmniej 2%. Jeśli ten spadek jest mniejszy niż 2%, Rada także może uznać, że deficyt przekraczający 3% nie jest deficytem nadmiernym, ale może też zdecydować, że jest to nadmierny deficyt. W raporcie z 20 marca 2005 r. Rada uznała, że taka definicja „poważnego spadku koniunktury” jest zbyt restrykcyjna i potrzebne jest jej do-

stosowanie w taki sposób, by możliwe było uznanie za wyjątkowe przekroczenie deficytu ponad wielkość referencyjną w sytuacji, gdy wzrost gospodarczy jest ujemny (bez względu na wielkość tego spadku) lub gdy przedłuża się okres bardzo niskiego wzrostu gospodarczego w stosunku do wzrostu potencjalnego.

Dokonując nowej interpretacji pojęcia „wszystkie inne istotne czynniki”, Rada podkreśliła, że zanim te czynniki będą wzięte pod uwagę w ocenie sytuacji budżetowej kraju członkowskiego, musi być spełniony warunek, że przekroczenie wartości referencyjnej ma charakter tymczasowy, a poziom deficytu jest bliski wartości referencyjnej. Rada uznała, że należy wyjaśnić owe „wszystkie istotne czynniki”. W swym raporcie z 20 marca 2005 r. Rada stwierdziła więc, że Komisja Europejska, przygotowując raport na podstawie art. 104 (3), powinna uwzględnić rozwój sytuacji gospodarczej w perspektywie średnioterminowej, a w szczególności: potencjalny wzrost gospodarczy, stan koniunktury, realizację Strategii Lizbońskiej, polityki wspierającej prace badawczo-rozwojowe, a także rozwój sytuacji budżetowej w średnim okresie, a w szczególności wysiłki na rzecz konsolidacji budżetowej podjęte w czasie dobrej koniunktury (*in „good times”*), poziom długu publicznego, inwestycje publiczne oraz ogólny stan finansów publicznych. Rada przyjęła także, że trzeba wziąć pod uwagę wszelkie inne czynniki, które w opinii zainteresowanego kraju członkowskiego mają duże znaczenie dla pełnej oceny przekroczenia wielkości referencyjnej. W związku z tym, w opinii Rady, należy specjalnie rozważyć wsparcie finansowe udzielane przez kraj członkowski na rzecz, jak to ujęto w raporcie z 25 marca 2005 r. „... wzmocnienia międzynarodowej solidarności oraz osiągnięcia celów polityki europejskiej, w tym dotyczących zjednoczenia Europy”, gdyby wsparcie to miało niekorzystny wpływ na wzrost ciężarów budżetowych kraju członkowskiego.

Ponadto, jeśli Rada, na podstawie art. 104 (6) podejmie decyzję, że w danym kraju występuje nadmierny deficyt budżetowy, to „inne istotne czynniki” powinny być brane pod uwagę przy podejmowaniu następnych kroków na podstawie art. 104. Czynniki te jednak nie mogą być uwzględniane wtedy, gdy zgodnie z art. 104 (12) Rada będzie podejmowała decyzję, czy kraj członkowski skorygował nadmierny deficyt. Inaczej wygląda sprawa uwzględnienia kosztów poniesionych przez kraj członkowski w związku z reformą systemu emerytalnego. Koszty te powinny być uwzględniane na wszystkich etapach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu.

Reformę systemu emerytalnego Rada uznała za zupełnie odrębny czynnik usprawiedliwiający przekroczenie przez deficyt budżetowy wielkości referencyjnej, o ile rzeczywisty poziom tego deficytu w relacji do PKB jest bliski tej wielkości (*close to the reference value*). Chodzi tu o reformę ustanawiającą wielofilarowy

system emerytalny, zawierający obowiązkowy filar kapitałowy. Rada wyszła tu z założenia, że chociaż w krótkim okresie przeprowadzenie takiej reformy prowadzi do pogorszenia sytuacji budżetowej kraju, pozwala jednak na wyraźną poprawę stanu finansów publicznych w długim okresie. Skutki budżetowe realizacji reformy powinny być brane pod uwagę przez Komisję i Radę w trakcie całej procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. W szczególności instytucje te, oceniając na podstawie art. 104 (12), czy nadmierny deficyt został skorygowany, powinny uwzględnić także koszty netto reformy wynikające dla publicznego filara systemu emerytalnego. Koszty te będą mogły być uwzględniane w ciągu pierwszych pięciu lat po wprowadzeniu przez kraj członkowski obowiązkowego filara kapitałowego w systemie emerytalnym lub w ciągu pięciu lat po 2004 r. w przypadku krajów, które już taki filar stworzyły. Przyjęto, że w ciągu tych pięciu lat będzie można uwzględnić rocznie w ocenie salda budżetu odpowiednio 100%, 80%, 60%, 40% i 20% występującego w danym roku kosztu netto reformy wynikającego dla filara publicznego.

Rada uzgodniła także, że oceniając sytuację budżetową kraju członkowskiego, Komisja powinna większą niż dotychczas wagę nadać ocenie poziomowi długu publicznego i jego tendencji. Potwierdziła, że dalszym ciągu istnieje potrzeba obniżania długu publicznego do poziomu nieprzekraczającego 60% PKB. W opinii Rady oznacza to, że im wyższa jest relacja długu do PKB, tym większe wysiłki powinny być podjęte, by ten dług zredukować. Należy wzmocnić nadzór nad tym, czy dług „zmniejsza się i zbliża się w satysfakcjonującym tempie do wielkości referencyjnej”. W nadzorze tym powinno się brać pod uwagę sytuację makroekonomiczną, kształtowanie się salda pierwotnego budżetu (tzn. bez kosztów obsługi długu) oraz strategię zarządzania długiem. Wobec krajów przekraczających wartość referencyjną dotyczącą długu Rada będzie formułować stosowne zalecenia, wydając opinie na temat przedłożonych przez nie programów zbieżności i stabilizacyjnych.

Ostatnim elementem zmian uzgodnionych w ramach Rady UE w marcu 2005 r. jest przedłużenie przewidzianych dotychczas w rozporządzeniu 1467/97 terminów, w których powinny być zrealizowane działania w ramach procedury dotyczącej nadmiernego deficytu. M.in. z 4 do 6 miesięcy wydłużono termin podjęcia przez kraj członkowski skutecznych działań w następstwie zaleceń otrzymanych od Rady na podstawie art. 104 (7), by skorygował on nadmierny deficyt. Chodziło o to, by stworzyć krajowi członkowskiemu lepsze możliwości podjęcia niezbędnych działań o charakterze strukturalnym (w odróżnieniu od działań o charakterze tymczasowym). Duże znaczenie ma też zmiana podejścia Komisji i Rady do określenia początkowego okresu na skorygowanie nadmiernego deficytu. Rada potwier-

dziła, że należy zachować zasadę, że okres ten wynosi jeden rok po jego oficjalnym stwierdzeniu, co oznacza faktycznie dwa lata po powstaniu tego deficytu. Rada uzgodniła jednak, że przy określaniu terminu skorygowania deficytu powinny być wzięte po uwagę wszystkie czynniki, które Komisja uwzględni przy sporządzaniu raportu na podstawie art. 104 (3). W wyniku uwzględnienia nadzwyczajnych okoliczności można będzie wyznaczyć danemu krajowi termin o rok dłuższy na skorygowanie nadmiernego deficytu. Może więc on wynieść dwa lata od jego oficjalnego stwierdzenia (praktycznie biorąc dwa lata, licząc od zakończenia roku, w którym nastąpiło to stwierdzenie).

Kraje mające nadmierne deficyty budżetowe powinny podjąć takie działania zapewniające zredukowanie deficytu budżetowego przynajmniej o 0,5% PKB rocznie, przy czym nie chodzi tu o działania o charakterze jednorazowym.

Rada uzgodniła, że termin wyznaczony na skorygowanie deficytu może być rozszerzony, jeśli w czasie trwania procedury dotyczącej nadmiernego deficytu nastąpią niekorzystne zdarzenia gospodarcze, mające poważne niekorzystne skutki budżetowe. Możliwe wtedy będzie powtórne wydanie zaleceń krajowi członkowskiemu przez Radę na podstawie art. 104 (7) lub postawienie wymagań zgodnie z art. 104 (9) dotyczących podjęcia środków niezbędnych do skorygowania deficytu. Kraj członkowski jest zobowiązany przedstawić dowody, że skuteczne działania zostały podjęte w następstwie otrzymanych zaleceń. Rada przyjęła, że jeśli takie działania zostały podjęte, a nieprzewidziane zmiany koniunktury usprawiedliwiają zmianę wyznaczonego terminu skorygowania nadmiernego deficytu, to nie następuje przejście do następnego kroku (etapu) procedury dotyczącej tego deficytu.

Ocena zmian wprowadzonych w Pakcie

Analiza uzgodnień zaakceptowanych przez Radę Europejską 22-23 marca 2005 r. na posiedzeniu w Brukseli, osiągniętych dwa dni wcześniej w ramach Rady Ecofin, w sprawie zmian w Pakcie Stabilności i Wzrostu wskazuje, że restrykcyjność Paktu została poważnie złagodzona¹⁷.

Stało się to głównie pod naciskiem Niemiec i Francji. Minister Finansów w rządzie niemieckim, Hans Eichel, stwierdził, że „Pakt jest teraz bardziej racjonalny z ekonomicznego punktu widzenia i jest bardziej nakierowany na wzrost gospodarczy”. Rozczarowanie zmianami w Pakcie wyraził natomiast m.in. austriacki

minister finansów, Karl-Heinz Grasser. Obserwatorzy wskazują, że osiągnięcie kompromisu w sprawie Paktu było konieczne nie tylko po to, aby dostosować go do istniejącej trudnej sytuacji budżetowej niektórych krajów, ale także, by stworzyć odpowiednie możliwości negocjowania przyszłego finansowania budżetu ogólnego Unii Europejskiej w ramach Perspektywy Finansowej 2007-2013¹⁸.

Przyjęte rozwiązania oznaczają w istocie ogólną zmianę orientacji Paktu, polegającą na zmniejszeniu znaczenia, w trakcie oceny sytuacji budżetowej kraju członkowskiego, wielkości referencyjnej 3% PKB i nadanie większej wagi bieżącej oraz przewidywanej relacji długu publicznego do PKB, a w szczególności jej kształtowaniu się w średnim okresie. Oznacza to, że kraje, w których relacja ta wynosi prawie 60% PKB, faktycznie mają prawo mieć większe deficyty niż 3% PKB.

Kraje notujące niskie tempo wzrostu gospodarczego przez dłuższy czas (bliżej zresztą nie określony przez Radę) także uzyskały prawo do łagodniejszego potraktowania przy ocenie ich sytuacji budżetowej. Na takie potraktowanie mogą też liczyć kraje, które finansują z budżetu inwestycje nastawione na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, a także szeroko zakrojone reformy strukturalne, które w przyszłości powinny zaowocować wyższym wzrostem gospodarczym i w rezultacie mniejszym deficytem budżetowym. Rolą Komisji Europejskiej jest monitorowanie tych wszystkich czynników i ich wpływu na sytuację budżetową kraju członkowskiego.

Na skutek uzgodnionych zmian istotnie zmniejszyło się prawdopodobieństwo nałożenia sankcji finansowych na kraj strefy euro mający nadmierny deficyt budżetowy i niekorygujący go w wyznaczonym terminie. Można nawet powiedzieć, że po wprowadzonych modyfikacjach nałożenie takich sankcji na któryś z dużych krajów jest jeszcze mniej realne niż do tej pory. Istotnie zmniejszyło się także prawdopodobieństwo zastosowania wobec tych krajów działań dyscyplinujących, które przewidziane są w ramach wcześniejszych etapów procedury dotyczącej nadmiernego deficytu.

Istotna wątpliwość, która nasuwa się przy lekturze przyjętych przez Radę zmian Paktu, odnosi się do rzeczywistej wielkości referencyjnej dotyczącej relacji deficytu budżetowego oraz długu publicznego do PKB. Wprawdzie Rada zadeklarowała, że wielkości 3% i 60% przyjęte w protokole dołączonym do Traktatu z Maastricht w dalszym ciągu są ważne, jednak wątpliwość nasuwa się szczególnie w odniesieniu do pierwszej z tych wielkości. Wprowadzenie przez Radę możliwości akceptowania poziomu przekraczającego 3% PKB, choć bliskiego wartości referencyjnej, można tłumaczyć jako faktyczne podwyższenie tej wartości. Po-

¹⁷ Należy podkreślić, że wprowadzone zmiany staną się obowiązującym prawem dopiero po odpowiednich modyfikacjach w rozporządzeniach Rady nr 1466/97 oraz 1467/97. Podstawowe znaczenie ma jednak fakt, że decyzję polityczną w tej sprawie podjęła Rada Europejska. Jest to istotna wytyczna do oceny sytuacji budżetowej krajów członkowskich.

¹⁸ Por. *Berlin et Paris imposent un assouplissement du pacte de stabilité et de croissance*. „Le Monde” (Paris) z 21 marca 2005 r.

nieważ ta podwyższona w istocie wartość nie została określona, to z pewnością nie można wykluczyć problemów z interpretacją tego pojęcia. Może powstać pytanie, czy deficyt w wysokości np. 3,6% lub 3,9% albo 4,1% PKB jest bliski oryginalnej wartości referencyjnej, czy nie.

Należy podkreślić, że przyjęte zmiany postanowień Paktu nie naruszają przepisów Traktatu. Interpretacja tych przepisów zastosowana przez Radę spełnia postulaty krajów borykających się od dłuższego czasu z deficytami budżetowymi. Odbiega więc znacznie od tej, którą przyjęto przy uchwalaniu Paktu w 1997 r. Wtedy Niemcy i niektóre inne kraje, obawiając się zbyt luźnej polityki budżetowej na przyszłym obszarze jednolutowym, wpłynęły na przyjęcie stosunkowo restrykcyjnych zasad.

Wychodząc naprzeciw postulatam niektórych krajów członkowskich, Rada zgodziła się na łagodniejsze traktowanie tych krajów o nadmiernych deficytach budżetowych, które ponoszą duże koszty finansowania „międzynarodowej solidarności” i „realizacji celów europejskich”, jednak nie sprecyzowała tych pojęć. W praktyce to pierwsze pojęcie może odnosić się na przykład do kosztów uczestnictwa w różnych misjach militarnych organizowanych w ramach ONZ. Z kolei z drugim pojęciem mogą wiązać się przede wszystkim koszty finansowania unijnego budżetu przez tzw. płatników netto. To właśnie największy z nich, a mianowicie Niemcy i Francja, byli zainteresowani uwzględnieniem tego faktu przy ocenie ich sytuacji budżetowej. Bliżej nieokreślone przez Radę działania na rzecz „zjednoczenia Europy” są czynnikiem, który wydaje się szczególnie istotny z punktu widzenia Niemiec, gdzie ponoszone już od kilkunastu lat poważne wydatki na rzecz wschodnich krajów związkowych rzutują na stan budżetu tego kraju. Z kolei np. z punktu widzenia Francji duże znaczenie ma potraktowanie przez Radę wydatków inwestycyjnych, w tym wydatków na prace badawczo-rozwojowe, jako czynnika uzasadniającego utrzymywanie się deficytu budżetowego.

Rozszerzenie pola do powołania się przez kraj członkowski na różne „istotne czynniki” stwarza praktycznie nieograniczone możliwości usprawiedliwienia faktu utrzymywania się przez dłuższy czas nadmiernego deficytu budżetowego. W tej sytuacji wyraźnie rysuje się ryzyko wzrostu znaczenia tzw. kreatywnej księgowości przy sporządzaniu statystyk dotyczących finansów publicznych, a także statystyk obrazujących te „inne czynniki”, które miały lub będą mieć wpływ na sytuację budżetową danego kraju. Już do tej pory były przypadki podawania instytucjom Unii niewłaściwych danych dotyczących m.in. wielkości deficytu budżetowego. Najbardziej znane dotyczą Portugalii i Grecji. Ten ostatni kraj podawał niewłaściwe dane przez kilka lat. Przekazane przez Grecję wielkości dotyczące relacji deficytu budżetowego do PKB wynosiły: za 1997 r. 4%,

1998 r. 2,5%, 1999 r. 1,8%. W rzeczywistości te relacje wyniosły odpowiednio: 6,4%, 4,1% oraz 3,4%. Podanie prawdziwej informacji za 1999 r. mogłoby spowodować, że Grecja nie zostałaby przyjęta do strefy euro od 2001 r.¹⁹

Przy podejmowaniu decyzji w ramach Rady Ecofin o uwzględnieniu poszczególnych czynników jako usprawiedliwienia dla wystąpienia i (lub) utrzymywania się deficytu budżetowego wyższego niż 3% PKB z pewnością ujawniać się będą występujące już do tej pory kontrowersje między krajami członkowskimi. W przypadku strefy euro rozluźnieniu zasad Paktu sprzeciwiały się przede wszystkim kraje, które albo mają nadwyżkę w budżecie, albo sytuację bliską równowagi budżetowej (głównie Finlandia i Austria).

Trudno obecnie stwierdzić, czy złagodzenie restrykcji wynikających z Paktu Stabilności i Wzrostu owocuje rozprzestrzenieniem się zjawiska nadmiernych deficytów budżetowych w strefie euro oraz w pozostałych krajach Unii. Zgodnie z filozofią przyjętą przez Radę, bardziej elastycznej interpretacji postanowień Paktu powinno towarzyszyć zobowiązanie krajów członkowskich do aktywniejszej niż dotąd konsolidacji finansów publicznych w okresie dobrej koniunktury. Jest to rodzaj presji moralnej na te kraje i odwołanie się do ich rozsądku i wyobraźni, nie ma bowiem żadnych formalnych sankcji za niepodjęcie takiej konsolidacji, bądź jej niewystarczający zakres (choć mogą być sankcje rynkowe z tytułu możliwego pogorszenia się międzynarodowej wiarygodności kraju). Apel Rady o większą dyscyplinę budżetową w „dobrych czasach” dla gospodarki wyraźnie wiąże się z negatywnymi doświadczeniami niektórych krajów strefy euro. Nie wykorzystywały one relatywnie wysokiego wzrostu gospodarczego w latach 1999-2000 do poprawy finansów publicznych i stworzenia swego rodzaju rezerwy czy pola manewru, w polityce budżetowej na gorsze czasy w gospodarce, które rozpoczęły się od 2001 r. Bardzo słaby wzrost gospodarczy od tego czasu pogorszył więc tylko sytuację ich budżetów i przyczynił się do problemów, które stały się podłożem dążeń do złagodzenia Paktu.

Otwartą kwestią pozostaje to, jak w przyszłości będą traktowane kraje duże i kraje małe przy ocenie ich sytuacji budżetowej. Do tej pory było tak, że małe kraje były traktowane na ogół bardziej surowo niż duże²⁰. Znacznie łatwiej i szybciej podejmowane były decyzje w sprawie kolejnych etapów procedury dotyczącej nadmiernego deficytu budżetowego wobec państw o relatywnie niewielkich gospodarkach, jak Portugalia czy Grecja. Wśród przyczyn tego można wskazać większy opór ze strony dużych krajów wobec kierowanych do

¹⁹ Por. *EU economy – Creative accounting*. „EIU ViewsWire” (New York) z 16 listopada 2004 r.

²⁰ Zob. szerzej: M. Buti, L. Pech: *Why Do Large Countries Flout the Stability Pact? And What Can Be Done About It?* „Journal of Common Market Studies” Vol. 42, 2004.

nich środków dyscyplinujących politykę budżetową, wynikający głównie z obaw przed kosztami politycznymi, jakie na ogół trzeba ponieść na skutek redukcji wydatków budżetowych i (lub) zwiększenia ciężarów podatkowych. Ten większy opór, w połączeniu z większą siłą głosu dużych krajów w Radzie, skutkowało dotychczas trudnościami z wymuszeniem na nich odpowiednich działań w polityce budżetowej. Wprawdzie kraj, którego dotyczy decyzja podejmowana na podstawie Paktu Stabilności i Wzrostu, nie uczestniczy w głosowaniu, ale kraje w sytuacji podobnej jak on wykazywały się do tej pory dużą solidarnością i zrozumieniem. W wyniku pewnej wspólnoty interesów krajów mających problemy budżetowe podjęcie decyzji o przejściu do kolejnego etapu procedury dotyczącej nadmiernego deficytu było faktycznie opóźniane, a czasami (jak w listopadzie 2003 r. w odniesieniu do Francji i Niemiec) okazywało się wręcz niemożliwe.

Mniejsze kraje strefy euro, chociaż często opowiadają się za dyscyplinowaniem dużych krajów, wykazują ostrożność w praktycznym wymuszaniu tej dyscypliny. Wynika to głównie z obaw przed możliwym rozprzestrzenieniem się także w ich gospodarkach skutków recesyjnych bardziej restrykcyjnej polityki budżetowej w krajach, które mają duży udział w gospodarce całej strefy.

Z punktu widzenia funkcjonowania strefy euro nie jest bez znaczenia, jak nowe reguły Paktu Stabilności i Wzrostu wpłyną na politykę pieniężną Europejskiego Banku Centralnego (EBC). Należy podkreślić, że EBC jest instytucją niezależną i ma wystarczające możliwości, by odpowiednio reagować poprzez swą politykę na ewentualne większe rozluźnienie polityki budżetowej w krajach członkowskich. Ponadto, wskazuje się, że EBC jest w stanie oprzeć się wszelkim potencjalnym naciskom na złagodzenie polityki pieniężnej. Co więcej, prawdopodobne jest to, że próby wywierania presji na tę instytucję mogą doprowadzić do jej bardziej restrykcyjnego nastawienia w tej polityce, na co wskazują doświadczenia minionych lat²¹.

Rzeczywiste oddziaływanie na kraje członkowskie regulacji traktatowych mających dyscyplinować politykę budżetową krajów Unii zależy od tego, jak ostatecznie będą interpretowane przez Komisję i Radę zmodyfikowane postanowienia Paktu Stabilności i Wzrostu. Bardziej liberalna orientacja w stosowaniu tych postanowień zaowocowałaby zmniejszeniem jego oddziaływania zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i restrykcyjnym. W ten sposób rządy przynajmniej części krajów członkowskich praktycznie zostałyby pozbawione istotnego źródła zewnętrznej presji na politykę budżetową. W dalszym ciągu oczywiście występowałaby presja ze strony międzynarodowych rynków finan-

sowych, ale, jak pokazuje praktyka, często mało skutecznie powstrzymuje ona kraj przed nadmiernym deficytem i nadmiernym zadłużaniem się. Tymczasem dalej przecież będzie występować wskazana na wstępie słabość demokratycznego systemu władzy, niejako popychająca rządy niektórych krajów do zbyt ekspansywnej polityki budżetowej. Rządy mają tendencję do tworzenia i utrzymywania deficytów budżetowych, chcąc uniknąć kosztów politycznych, jakie na ogół wiąże się z uzdrawianiem finansów publicznych. Krótki horyzont czasowy sprawowania władzy, na ogół czteroletni, nie tylko nie stwarza zainteresowania rządzących, by wprowadzić bolesne społecznie reformy w celu poprawy finansów publicznych, ale nierzadko przyczynia się do wykorzystywania polityki budżetowej do partykularnych celów grupowych lub partyjnych.

Mimo świadomości, że w dłuższym okresie korzyści dla wzrostu gospodarczego przeważają nad kosztami niezbędnych reform, przynajmniej w części krajów Unii, jak pokazuje doświadczenie, trudno było dotychczas konsekwentnie realizować te reformy. Podejmujące je rządy (m.in. we Francji i w Niemczech) niemal natychmiast spotkały się z istotnym spadkiem poparcia społecznego. Warto podkreślić, że Pakt Stabilności i Wzrostu w swej dotychczasowej postaci, mimo krytyki, istotnie przyczynił się do podjęcia reform o charakterze strukturalnym w krajach borykających się z nadmiernymi deficytami budżetowymi. Reformy te są w wielu przypadkach w początkowym stadium, ich realizacja napotyka wiele trudności, a część z nich wobec oporu społecznego została zaniechana. Jednak bez Paktu być może reformy te w ogóle nie zostałyby podjęte. Ogólnie są one postrzegane jako konieczne nie tylko z punktu widzenia finansów publicznych, ale także dla poprawy konkurencyjności gospodarek poszczególnych krajów.

Uznaje się je również za niezbędny warunek powstrzymania bolesnego dla tych krajów zjawiska delokalizacji działalności gospodarczej, polegającego na przenoszeniu przedsiębiorstw do nowych krajów Unii oraz do państw spoza Unii, charakteryzujących się niskimi kosztami robocizny. W ostatnim czasie zjawisko to dotyczy szczególnie Niemcy i Francję – kraje strefy euro charakteryzujące się stosunkowo wysokimi kosztami pracy, a także relatywnie wysokim opodatkowaniem dochodów przedsiębiorstw (efektywne stawki podatku dochodowego wynoszą w tych krajach ciągle jeszcze około 30%). Bardziej znaczące zredukowanie obciążeń podatkowych dla firm wymaga jednak odpowiedniego zmniejszenia wydatków budżetowych. To z kolei wiąże się z koniecznością odchodzenia od silnie zakorzenionej w społeczeństwie idei państwa opiekuńczego, która ukształtowała się w minionych dziesięcioleciach. Przykład Francji i Niemiec pokazuje, jak trudno skutecznie przeprowadzić redukcję wydatków na cele socjalne i jak wielkiej determinacji ze strony rządzą-

²¹ Por. C. Hefeker, *Will a Revised Stability Pact Improve Fiscal Policy in Europe?* „Intereconomics” (Hamburg), styczeń-luty 2005 r.

cych to wymaga. Pakt Stabilności i Wzrostu był dotychczas czymś zewnętrznym, na co rządy mogły się powołać przed opinią społeczną, próbując wprowadzić różne działania zarówno po stronie wydatków, jak i dochodów budżetowych.

Analiza zmian dokonanych w Pakcie Stabilności i Wzrostu pozwala też na stwierdzenie, że zmiany te w stosunkowo niewielkim stopniu dotyczą długoterminowej perspektywy finansów publicznych. Problemy, jakie dla tych finansów niesie proces starzenia się społeczeństwa w krajach członkowskich, zostały uwzględnione jedynie poprzez preferencyjne potraktowanie przy ocenie sytuacji budżetowej danego kraju kosztów dla budżetu z tytułu wprowadzenia kapitałowego filara ubezpieczeń emerytalnych. W przyjętych modyfikacjach Paktu zasadniczo nie uwzględniono wyraźniej działań, jakie powinny być podejmowane, by antycypować skutki finansowe możliwego w przyszłości kryzysu demograficznego. Wprawdzie tzw. zobowiązania z tytułu emerytur i innych świadczeń związanych ze zmianami demograficznymi będą prawdopodobnie uwzględniane w przyszłości przy ocenie poziomu długu publicznego, ale w praktyce oznacza to, że na razie w tej kwestii kraje członkowskie nie wzięły na siebie konkretnych obowiązków. Wprowadzenie takich obowiązków oznaczałoby szybsze, niż zakłada Pakt, odchodzenie od deficytów budżetowych, by ograniczyć dług publiczny, stanowiący przecież obciążenie także przyszłych pokoleń i będący zagrożeniem dla stabilności finansów publicznych w przyszłości.

Z niektórych szacunków wynika, że jeśli uwzględni się te dodatkowe zobowiązania (*implicit debt stock*), to w wielu krajach członkowskich rzeczywisty poziom długu będzie znacznie wyższy od tego, jaki jest podawany oficjalnie. Bardzo poważną wymowę mają szacunki przeprowadzone przez agencję ratingową Standard & Poor's w odniesieniu do Stanów Zjednoczonych oraz czterech krajów Unii: Francji, Niemiec, Włoch i Wielkiej Brytanii, opublikowane w specjalnym raporcie w marcu 2005 r.²² W raporcie tym przedstawione zostały trzy scenariusze kształtowania się długu publicznego do 2050 r. Najbardziej pesymistyczny z nich występuje w przypadku kontynuowania przez rządy poszczególnych krajów dotychczasowej polityki, w tym polityki budżetowej. W przypadku Niemiec ten scenariusz oznacza, że w 2050 r. dług publiczny może z obecnego poziomu 66% PKB dojść do poziomu 221% PKB. Stopniowo spadałby rating kredytowy tego kraju: z obecnego poziomu AAA do poziomu A+ w 2025 r., a już od 2035 r. przez następne dziesięciolecia byłby to poziom spekulacyjny (czyli charakteryzujący się dużym ryzykiem). Podobna degradacja finansów publicznych, przy rozważanym scenariuszu, nastąpiłaby także

w przypadku Francji: w 2050 r. dług publiczny osiągnąłby 235% PKB (obecnie 66% PKB), a rating obniżyłby się z poziomu AAA w 2005 r. do poziomu spekulacyjnego już w 2025 r. i na takim poziomie pozostałby także w 2050 r. Przy sporządzaniu szacunków wzięto pod uwagę szerokie spektrum czynników rzutujących na wysokość relacji długu publicznego do PKB, w tym całościowo zostały potraktowane potencjalne koszty z tytułu starzenia się społeczeństwa (w tym koszty emerytur i opieki zdrowotnej).

W omawianym raporcie agencja Standard & Poor's ostrzegła, by nie traktować wprowadzonego w niektórych krajach dodatkowego filara systemu emerytalnego jako panaceum na problemy finansowe związane ze zmianami demograficznymi. Odwołała się tu do przykładu Wielkiej Brytanii, gdzie od pewnego czasu występuje bardzo poważny kryzys prywatnego filara emerytalnego. W odniesieniu do tego kraju prognozy agencji nie są tak dramatyczne, jak w przypadku Niemiec i Francji, ale też nie są dobre, jeśli będzie utrzymana dotychczasowa polityka rządu (dług publiczny wzrośnie z obecnych 41% do 159% PKB w 2050 r., a rating spekulacyjny wobec tego kraju może być stosowany od 2035 r.). Szacunki dotyczące Stanów Zjednoczonych są bardzo podobne, jak w przypadku Niemiec i Francji. Wśród badanych krajów jedynie sytuacja Włoch przedstawia się stosunkowo dobrze i nawet najgorszy scenariusz przewiduje dla tego kraju relację długu publicznego do PKB w 2050 r. niższą niż obecna (90%, obecnie 104%). Ma to pozwolić temu krajowi, w świetle oceny dokonanej przez agencję Standard & Poor's, nawet za pół wieku utrzymać rating AAA. Raport kończy się jednoznacznie wnioskiem, że bez silnych i konsekwentnych reform cztery z pięciu badanych krajów stracą swój wysoki rating kredytowy w rezultacie zaczynającego się już w 2010 r. wzrostu wydatków budżetowych związanych ze zmianami demograficznymi.

Wyniki powyższych prognoz prowadzą do stwierdzenia, że w przyszłości przy ocenie sytuacji budżetowej danego kraju, dokonywanej zarówno przez uczestników rynku, jak i instytucje Unii, mniejszą rolę może odgrywać relacja deficytu budżetowego do PKB, a coraz większe znaczenie powinna mieć relacja długu publicznego do PKB. Ona ostatecznie będzie istotnym wskaźnikiem tego, jak daleko (czy jak blisko) jest do stanu niewypłacalności poszczególnych krajów. Biorąc to pod uwagę, należy uznać za słuszne pewne przesunięcie nacisku w zmianach wprowadzonych w Pakcie Stabilności i Wzrostu – z poziomu deficytu budżetowego na wielkość długu publicznego (w relacji do PKB). Z drugiej jednak strony przykładanie mniejszej wagi do poziomu deficytu, poprzez wprowadzenie dodatkowych możliwości tolerowania przekroczenia jego wielkości referencyjnej 3% PKB, może prowadzić do utrzymywania się nadmiernych deficytów przez długi czas, a w rezultacie do narastania długu publicznego, a nie jego zmniejszania.

²² Zob. szerzej: *In The Long Run, We Are All Debt: Aging Societies And Sovereign Ratings*. Standard & Poor's, 18 marca 2005 r., www.2standardandpoors.com.

W tym kontekście rysuje się pytanie o możliwość dyscyplinowania polityki budżetowej w krajach strefy euro przez rynek. Pytanie to staje się istotne, zważywszy na osłabienie restrykcyjności Paktu i istotne wątpliwości, czy na podstawie jego nowych regulacji możliwe będzie skuteczne ograniczanie deficytów budżetowych. Jak wiadomo, jednym z motywów stworzenia Paktu były właśnie obawy, że siły rynkowe nie są w stanie efektywnie ograniczać tendencji rządów do zadłużania się, gdyż – jak pokazuje praktyka – wpływ rynku zaczyna mieć znaczenie dopiero wtedy, gdy finanse publiczne danego kraju znajdują się na krawędzi katastrofy. Oznacza to, że nawet istotny wzrost kosztów pożyczania pieniędzy na rynku może nie zatrzymać procesu zaciągania przez niego długów. Finansowanie rynkowe na ogół przestaje być dostępne, kiedy sytuacja jest już krytyczna. Wcześniej płynące z rynku sygnały – jak pokazują doświadczenia różnych krajów świata, które zostały dotknięte kryzysami finansowymi – są na ogół mało skuteczne w wymuszeniu odpowiedniego postępowania zadłużających się rządów.

Efektywność oddziaływania rynku może być większa, gdy kurs waluty danego kraju jest stabilizowany w ramach takiego mechanizmu, jak ERM II. Za błędy w polityce gospodarczej, w tym w budżetowej, rządy mogą być ukarane presją na obniżkę kursu waluty krajowej, a w rezultacie koniecznością podniesienia przez bank centralny stóp procentowych, co skutkuje także wyższymi kosztami finansowania deficytów budżetowych. Poszczególne kraje strefy euro, straciwszy swoje waluty narodowe, tą drogą nie mogą już jednak być „ukarane” przez rynek.

Mimo tych słabości rynku pojawiają się rozważania, co można zrobić, by siły rynkowe mogły wpływać na dyscyplinę budżetową w strefie euro. Joachim Fels stwierdza, że wskutek zmian przyjętych w Pakcie nie istnieje już żaden polityczny mechanizm sankcji, zapobiegający nieodpowiedzialnemu zachowaniu rządów w ramach strefy. W tej sytuacji presja rynku może, w jego opinii, stanowić pewne zabezpieczenie przed takim zachowaniem. Na razie jednak działanie tego mechanizmu było praktycznie niewidoczne, gdyż mimo problemów budżetowych niektórych krajów oprocentowanie emitowanych przez nie obligacji było dotychczas tylko nieznacznie wyższe od jego historycznie najniższego poziomu. Ponadto, różnice rentowności obligacji emitowanych przez różne kraje należące do strefy były bardzo niewielkie. Winą za ten stan rzeczy J. Fels obarcza nie rynek, a politykę Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC). Narodowe banki centralne, będące częścią ESBC, w swych operacjach refinansowych jednakowo traktują obligacje skarbowe wszystkich krajów członkowskich jako zabezpieczenie udzielanych kredytów. W rezultacie banki występując o kredyty do ESBC nie mają żadnych bodźców, by dyskryminować obligacje emitowane przez kraje o niższym ratingu kredyto-

wym. W ten sposób, jak wskazuje Fels, ESBC poprzez swoją działalność przyczynia się do rozrzutności w polityce budżetowej rządów, utrudniając siłom rynkowym wypełnianie funkcji nadzoru i ostrzegania. Autor ten postuluje zatem, by akceptując zabezpieczenia operacji refinansowych, bank centralny strefy euro rozważył zróżnicowane traktowanie obligacji skarbowych poszczególnych krajów w zależności od ich ratingu. Skłoniłoby to banki do zróżnicowanego podejścia do tych papierów, a to z kolei sygnalizowałoby poszczególnym rządów, jaki kierunek obrać w polityce budżetowej²³.

Scharakteryzowane wyżej decyzje w sprawie rewizji zasad Paktu Stabilności i Wzrostu, podjęte w marcu 2005 r. przez Radę Ecofin, zaakceptowane następnie przez Radę Europejską, spotkały się z różnymi ocenami. Bardziej krytyczne były kraje na razie „niedotknięte” postanowieniami Paktu, a ocena bardziej łagodna, wręcz przyjazna, pojawiła się w krajach, które miały dotychczas największe problemy z przestrzeganiem tych postanowień. Np. w prasie francuskiej generalnie pozytywnie oceniano zmiany w Pakcie, choć i tu wskazuje się, że w rzeczywistości nastąpiła radykalna zmiana reguł gry obowiązujących w unii walutowej. Jean-Marc Vittori stwierdził, że w swej pierwotnej wersji Pakt był rozwiązaniem nierealistycznym, zarówno z ekonomicznego, jak i politycznego punktu widzenia. Z ekonomicznego punktu widzenia dlatego, że przewidziana w Pakcie kara do zapłacenia przez kraj mający nadmierny deficyt budżetowy może tylko pogłębić problemy budżetowe danego kraju (np. w przypadku Francji kara w wysokości 0,5% PKB wynosiłaby 8 mld EUR). Jeśli chodzi o polityczny punkt widzenia, to w Pakcie zabrakło równowagi sił między dużymi a małymi krajami. Można było skutecznie dyscyplinować takie małe kraje, jak Irlandia i Portugalia, natomiast, kiedy takie dyscyplinowanie okazało się konieczne wobec Francji i Niemiec, to nastąpiła „eksplozja” Paktu²⁴.

Jeśli chodzi o ocenę krytyczną, to np. w prasie brytyjskiej można wręcz znaleźć opinię, że Pakt został tak fundamentalnie osłabiony, że praktycznie stał się bezwartościowy²⁵.

Uwagi końcowe

Zmiany w zasadach Paktu Stabilności i Wzrostu uzgodnione w marcu 2005 r. mają na celu uelastycznienie jego funkcjonowania, a w konsekwencji zwiększenie pola manewru w kształtowaniu polityki budżetowej przez kraje członkowskie Unii Europejskiej. W przypadku krajów strefy euro zapewnienie większej elastyczności

²³ Por. J. Fels: *Markets can punish Europe's fiscal sinners*. „Financial Times” z 1 kwietnia 2005 r.

²⁴ Zob. szerzej: J. M. Vittori: *L'euro passe du pacte à la confiance*. „Les Echos” (Paris) z 23 marca 2005 r.

²⁵ Por. *Death of the Pact*. „Financial Times” z 22 marca 2005 r.

w tej polityce ma szczególne znaczenie. Z jednej strony można go uznać za czynnik korzystnie wpływający na funkcjonowanie unii walutowej. Jej kraje członkowskie nie mają bowiem do dyspozycji tak istotnych instrumentów polityki gospodarczej, jak stopy procentowe (gdyż są one kształtowane przez EBC) czy kurs walutowy. Powinny więc mieć możliwość reagowania na różne dotykające je wstrząsy o charakterze asymetrycznym (czyli dotykające je w sposób odmienny, niż inne kraje unii) za pomocą innych instrumentów. Odpowiednia swoboda w polityce budżetowej ma tu więc podstawowe znaczenie. Temu celowi powinny także służyć odpowiednie reformy strukturalne w krajach członkowskich, nakierowane na uelastyczenie rynku pracy oraz rynku towarów i usług, tak by te rynki, poprzez odpowiednio elastyczny mechanizm cenowy, mogły odpowiednio reagować na wstrząsy asymetryczne (o pochodzeniu zewnętrznym i wewnętrznym, zarówno popytowe, jak i podażowe), umożliwiając ograniczenie ich skutków społecznych (związanych na ogół ze wzrostem bezrobocia).

Z drugiej jednak strony należy mieć świadomość, że nadmierna swoboda w tej dziedzinie niesie wiele za-

grożeń dla stabilności obszaru jednawalutowego oraz jego międzynarodowej wiarygodności.

Należy podkreślić, że postanowienia Traktatu zostały tak skonstruowane, by nie podważać kompetencji krajów członkowskich w sferze polityki budżetowej. Stąd też praktycznie wszystkie działania dyscyplinujące, w tym nakładanie sankcji na kraje członkowskie, zostały pozostawione do uznania Rady Ecofin, podejmującej swe decyzje odpowiednią większością głosów. Gdyby było inaczej, oznaczałoby to, że kraje członkowskie straciły istotną część suwerenności w polityce budżetowej. Tymczasem tworząc strefę euro, zgodziły się one na utratę suwerenności jedynie w polityce pieniężnej. Zdając sobie sprawę z możliwych negatywnych konsekwencji nadmiernych deficytów budżetowych, przyjęto rozwiązania mające na celu ograniczenie ryzyka wynikającego z tego dla unii walutowej. Rozwiązania te, jak pokazała praktyka, okazały się niedoskonałe, ale były to właściwie jedyne rozwiązania, jakie można było wprowadzić. Jak długo kraje członkowskie nie chcą zrezygnować z suwerenności w sferze budżetowej, tak długo efektywniejsze stosowanie unijnych reguł budżetowych może być wymuszone jedynie poprzez porozumienie między tymi krajami.

Wybrane makroekonomiczne uwarunkowania premii na wschodzących rynkach akcji*

Eryk Łon

Cel pracy i warsztat badawczy

Podstawowym celem artykułu jest wykrycie najważniejszych makroekonomicznych uwarunkowań premii na wschodzących rynkach akcji. W związku z tym przedstawię w nim ogólną charakterystykę rynków wschodzących oraz dwa modele systemu finansowego w tej grupie rynków. Omówię też mierniki oceny dojrzałości rynków akcji oraz scharakteryzuję premie wschodzącą jako miarę relatywnej koniunktury na wschodzących rynkach akcji. Przeanalizuję także wpływ decyzji banku centralnego w USA na poziom premii wschodzącej.

W artykule przedstawię badania makroekonomicznych uwarunkowań wahań premii wschodzącej w ramach 4-letniego cyklu prezydenckiego w USA. Dociekania te prowadzę w kontekście występowania giełdowego efektu prezydenckiego. W związku z tym wprowadziłem pojęcie makropremii. Zaprezentowałem główne elementy modelu dodatniej i ujemnej premii wschodzącej. Opisałem trzy rodzaje powiązań między zmiennymi makroekonomicznymi a poziomem premii wschodzącej oraz omówiłem makroekonomiczne uwarunkowania premii kontynentalnej jako jednej z miar relatywnej koniunktury w grupie wybranych rynków wschodzących. Zaprezentowałem też miary prognozowania przyszłego stanu premii wschodzącej.

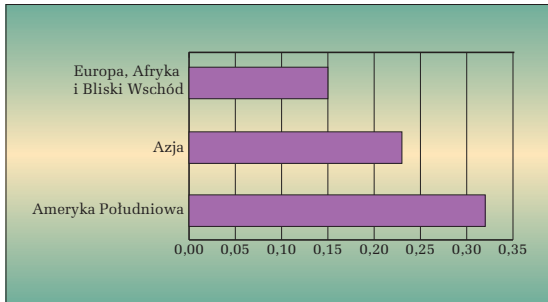
W toku badań wykorzystałem zostaną metody statystyczne i ekonometryczne, wyliczając średnią arytmetyczną i współczynnik korelacji. Dane o wartości indeksów giełdowych charakteryzujących koniunkturę na rynkach akcji zaczerpnąłem z bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley. Informacje o poziomach wybranych wskaźników makroekonomicznych pochodzą z bazy danych FRED oraz bazy danych MFW.

Wprowadzenie

Wschodzące rynki akcji stanowią wciąż niewielki, chociaż bardzo dynamiczny segment światowego rynku akcji. Duży wpływ na kształtowanie się koniunktury na nich wywiera polityka pieniężna banku centralnego w USA. Przekonanie o zasadności badań wpływu polityki pieniężnej w USA na koniunkturę na wschodzących rynkach akcji wynika z wiedzy o związkach między przebiegiem cyklu koniunkturalnego w USA a przebiegiem tego cyklu na rynkach wschodzących. Warto np. zauważyć, że korelacja między rocznym realnym tempem zmian PKB w USA a rocznym realnym tempem zmian na wielu rynkach wschodzących w latach 1996-2004 była z reguły dodatnia. Oczywiście zdarzały się wyjątki. Ponadto dostrzec można pewne różnice między rynkami wschodzącymi z różnych kontynentów (wykres 1). Najwyższym średnim poziomem korelacji dodatniej (0,32) charakteryzowały się kraje z Ameryki Południowej, nieco niższym kraje azjatyckie (0,23), a jeszcze innym kraje z Europy, Afryki i Bliskiego Wschodu (0,15).

* Artykuł stanowi fragment przygotowywanej przez Autora pracy habilitacyjnej poświęconej makroekonomicznym uwarunkowaniom koniunktury na polskim rynku akcji w świetle doświadczeń międzynarodowych

Wykres 1 Średni poziom współczynnika korelacji między realnym tempem zmian PKB w roku T na danym kontynencie a realnym tempem zmian PKB w USA w roku T w latach 1996-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

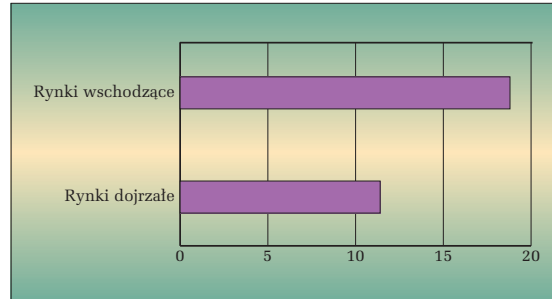
Należy też pamiętać, że decyzje FED-u wpływają na kierunek przepływu kapitału między rynkami dojrzałymi a rynkami wschodzącymi. Z tego powodu premia wschodząca, definiowana jako różnica między stopą zwrotu z indeksu rynków wschodzących a stopą zwrotu z indeksu rynków dojrzałych, miała w poszczególnych latach różne wartości.

Ogólna charakterystyka rynków wschodzących

Ogólnie rzecz biorąc, zainteresowanie badaniami nad rynkiem kapitałowym w krajach bogatszych, o ugruntowanej gospodarce rynkowej jest większe niż na rynkach wschodzących. W literaturze podział między tymi dwoma grupami krajów nie jest ostry. Podejmuje się rozmaite próby wyznaczenia kryterium, według którego można przydzielić dany kraj do jednej z tych kategorii. Dość popularna jest metodologia stosowana przez bank inwestycyjny Morgan Stanley. Bank ten w swojej statystyce wyróżnia 23 rynki dojrzałe i 27 rynków wschodzących. Analiza tego podziału prowadzi do wniosku, że kryterium jest głównie poziom PKB na 1 mieszkańca. Bank Światowy, kierując się tym kryterium, zalicza do grupy rynków wschodzących kraje, w których poziom PKB *per capita* nie przekracza 10.000 USD¹.

Warto zauważyć, że skupienie zainteresowania na rynkach dojrzałych ma różne przyczyny. W krajach o ugruntowanej tradycji rynkowej giełdy papierów wartościowych istnieją od dawna, często nawet od XIX wieku, natomiast na rynkach wschodzących historia giełd jest krótsza. Udział kapitalizacji spółek na rynkach wschodzących w kapitalizacji giełd światowych ogółem jest znikomy. Segment rynków wschodzących zaczął być przedmiotem bardziej dociekliwych badań na przełomie lat 80. i 90. XX wieku, kiedy w wielu krajach zaliczanych do tej kategorii badawczej rozpoczęła

Wykres 2 Średnia roczna stopa zwrotu w grupie 23 rynków dojrzałych i 27 rynków wschodzących w latach 1995-2004



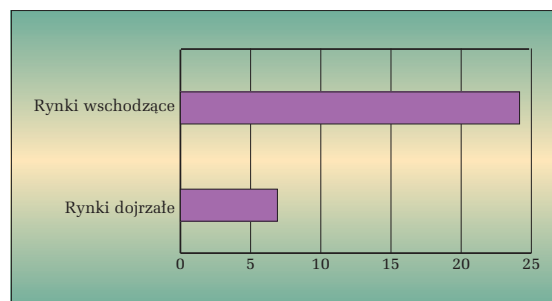
Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

się liberalizacja dostępu inwestorów zagranicznych do krajowego rynku akcji². W rynkach wschodzących pokłada się duże nadzieje z kilku powodów.

Po pierwsze doświadczenie historyczne pokazuje, że stopy zwrotu z indeksów giełdowych w krajach Azji Południowo-Wschodniej, Ameryki Południowej czy Europy Środkowej i Wschodniej w wielu wypadkach były wyższe niż na rynkach dojrzałych (wykres 2). Z drugiej strony należy pamiętać, że z lokowaniem kapitału na giełdach rynków wschodzących wiąże się większe ryzyko (wykres 3).

Po drugie PKB *per capita* na wielu rynkach wschodzących jest znacznie niższy niż w krajach o ugruntowanej gospodarce rynkowej i w przypadku tych pierwszych można oczekiwać wyższej dynamiki wzrostu poziomu dobrobytu. Teoria konwergencji mówi, że w długim okresie poziom PKB na 1 mieszkańca będzie się wyrównywał³. Aby do tego dochodziło, kraje biedniejsze muszą się szybciej rozwijać niż kraje bogatsze.

Wykres 3 Odchylenie standardowe rocznych stóp zwrotu w grupie 23 rynków dojrzałych i 27 rynków wschodzących w latach 1995-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

¹ M. Al-Kaber: *Rynek kapitałowy w Polsce*. Białystok 2003 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, s. 61.

² G. Beakert, C.R. Harvey: *Emerging markets finance*. "Journal of Empirical Finance" nr 10/2003, s. 11.

³ R. Barro: *The stock market and investment*. "Review of Financial Studies" vol. 3, 1990, s. 503-537 oraz K. Malaga: *Konwergencja gospodarcza w krajach OECD w świetle zagregowanych modeli wzrostu*. Poznań 2004 AE w Poznaniu, s. 22-43.

Tabela 1 Średni poziom poszczególnych wskaźników znaczenia rynku akcji w gospodarce w grupie rynków dojrzałych i w grupie rynków wschodzących w latach 1995–2002

Kategoria rynków	Wpływy/nakłady	Kapitalizacja/PKB	Kapitalizacja/nakłady
Rynki dojrzałe	12,44	86,51	448,96
Rynki wschodzące	8,82	43,02	202,13

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych Światowej Federacji Giełd.

Po trzecie zainteresowanie rynkami wschodzącymi wynika z tego, że sektor państwowy często ma tam znaczne rozmiary. W związku z tym międzynarodowi inwestorzy spodziewają się, że proces prywatyzacji stworzy im okazję do nabywania akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych na rynkach wschodzących⁴.

Po czwarte pojawiają się oczekiwania, że kraje wschodzące będą zwiększać swój udział w wymianie międzynarodowej, m.in. wykorzystując swoje przewagi w zakresie niskich kosztów pracy oraz instrumentów polityki proeksportowej⁵.

Po piąte ze względu na niski udział dotychczas rynków wschodzących w portfelach działających w skali globalnej funduszy inwestycyjnych oczekuje się, że instytucje te, dysponując ogromnymi zasobami płynnych aktywów, w długim okresie będą zwiększać udział rynków wschodzących w swych aktywach.

Według metodologii stosowanej przez Morgan Stanley, do grupy krajów dojrzałych zaliczono 16 krajów europejskich, 2 kraje z Ameryki Północnej, 3 kraje azjatyckie oraz 2 z obszaru Australii i Oceanii. Do grupy krajów wschodzących zaliczono natomiast 7 krajów z Ameryki Południowej, 10 krajów azjatyckich, 4 kraje z Europy Środkowej i Wschodniej, 3 z Bliskiego Wschodu oraz 3 z Afryki. W niniejszym artykule wykorzystane będą dane zgromadzone właśnie przez bank inwestycyjny Morgan Stanley.

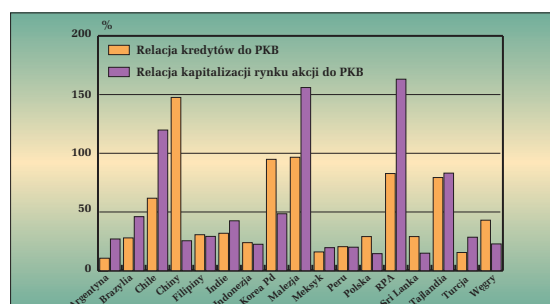
Oprócz stopy zwrotu, odchylenia standardowego oraz poziomu PKB na 1 mieszkańca ważnymi miarami różnicującymi sytuację rynków dojrzałych i rynków wschodzących są wskaźniki roli rynku akcji w gospodarce. Pod względem wszystkich trzech stosowanych miar rola rynku akcji w gospodarce na rynkach dojrzałych jest ogólnie wyższa niż w grupie rynków wschodzących (tabela 1). Mogą się jednak zdarzać pojedyncze przypadki takich rynków wschodzących, gdzie poziom PKB na 1 mieszkańca jest stosunkowo niski, a rola rynku akcji w gospodarce jest bardzo podobna do tej, jaką odgrywa on w grupie rynków dojrzałych. Najlepszym przykładem są pod tym względem niektóre rynki azjatyckie.

Dwa modele systemu finansowego na rynkach wschodzących

Na rynkach wschodzących podobnie jak w przypadku rynków dojrzałych funkcjonują dwie grupy krajów. Do pierwszej należą kraje z dominującą rolą sektora bankowego, do drugiej zaś te, w których większe znaczenie ma rynek akcji. Aby dokonać podziału na te dwie grupy, należy obliczyć stosunek kredytów do PKB oraz stosunek kapitalizacji rynku akcji do PKB. Na wykresie 4 przedstawiono poziom tego wskaźnika obliczony dla 17 głównych rynków wschodzących. Dane pochodzą z 2003 r. Można zauważyć, że o ile średnia wartość wskaźnika mierzącego stosunek kredytów do PKB wynosi 50%, o tyle w odniesieniu do wskaźnika pokazującego stosunek kapitalizacji rynku akcji do PKB średni poziom kształtuje się na poziomie 52%. Zasadniczo w strukturze rynków wschodzących znajdują się zarówno kraje, których gospodarki są zorientowane na system bankowy, jak i te, gdzie dominuje rynek kapitałowy.

Dla każdego z 17 krajów porównano wysokość wskaźnika kredyty/PKB z wysokością wskaźnika kapitalizacja rynku akcji/PKB. W rezultacie wyodrębniono grupę 8 krajów z przewagą znaczenia systemu bankowego oraz grupę 9 krajów z przewagą znaczenia rynku akcji. Polska została zaliczona do grupy krajów, których gospodarki zorientowane są na system bankowy. Warto zauważyć, że między poziomem wskaźnika kredyty/PKB a poziomem wskaźnika kapitalizacja/PKB zanotowano korelację 0,49.

Wykres 4 Relacja kredytów do PKB oraz relacja kapitalizacji rynku akcji do PKB na rynkach wschodzących w 2003 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych IFS oraz bazy danych Światowej Federacji Giełd.

⁴ E. Koch: *Sztuka wyboru akcji*. Warszawa 1996 K.E. Liber, s. 190.

⁵ O. Gedymin: *Strategie gospodarcze Tajwanu, Niemiec, Chile*. Białystok 1999 PWN, s. 49.

Okazuje się więc, że system bankowy oraz system rynku akcji są na rynkach wschodzących raczej komplementarne względem siebie niż substytucyjne. Im wyższa rola sektora bankowego w gospodarce danego kraju, tym wyższą rolę odgrywa w niej także rynek akcji. Mimo to należy zauważyć, że na poszczególnych kontynentach mamy do czynienia z krajami o odmiennych strukturach systemu finansowego. Zarówno bowiem w Azji, jak i Ameryce Południowej można dostrzec kraje zorientowane na rynek akcji i kraje zorientowane na sektor bankowy. O ile jednak w przypadku Azji przeważa, podobnie jak w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, system finansowy zorientowany na banki, o tyle w krajach Ameryki Południowej sytuacja jest bardziej zrównoważona. Istotną rolę w umocnieniu roli rynku akcji w Chile, Malezji i RPA odegrały działające w tamtych krajach fundusze emerytalne⁶.

Mierniki oceny dojrzałości rynków akcji

Pozycję rynku akcji w gospodarce, a więc dojrzałość tego rynku, można mierzyć na różne sposoby. Można porównać jego kapitalizację z PKB, kapitalizację z nakładami inwestycyjnymi oraz wpływy z emisji również z nakładami inwestycyjnymi. Dodatkowo można obliczyć płynność rynku akcji, mierząc ją stosunkiem rocznych obrotów do kapitalizacji. Można zauważyć, że największymi poziomami wskaźnika kapitalizacja/PKB charakteryzują się Malezja, RPA, Tajwan, Chile i Filipiny.

Pomiędzy wysokością tego wskaźnika a poziomem PKB przypadającym na 1 mieszkańca występuje korelacja dodatnia na poziomie 0,56. Okazuje się więc, że relacja kapitalizacji do PKB w dużej mierze różnicuje rynki dojrzałe i rynki wschodzące. Jest to zrozumiałe, zważywszy na fakt, że w długim okresie dynamika aktywów finansowych jest wyższa niż dynamika PKB. Rynki dojrzałe charakteryzują się więc zarówno wyższym od rynków wschodzących stosunkiem kapitalizacji do PKB, jak również wyższą relacją kredytów do PKB. Korelacja wskaźnika, mierzącego relację wpływów z emisji do nakładów inwestycyjnych, z PKB *per capita* kształtuje się na nieco niższym poziomie i wynosi 0,34. Korelacja ta jest wprawdzie niższa, ale mimo wszystko dodatnia, co pokazuje, że na rynkach wschodzących rynek akcji odgrywa mniejszą rolę w finansowaniu nakładów inwestycyjnych niż na rynkach dojrzałych. Mimo to można wyróżnić taką grupę rynków wschodzących, na których rynek akcji odgrywa znaczną rolę w finansowaniu inwestycji. Do tej grupy krajów należą RPA, Słowenia, Tajlandia, Malezja, Filipiny i Turcja. We wszystkich tych krajach średnia relacja

wpływów z emisji do nakładów inwestycyjnych przekraczała w latach 1990-2002 graniczny poziom 10%.

O wiele mniejsze znacznie dla podziału rynków akcji na wschodzące i dojrzałe ma stosunek rocznych obrotów do kapitalizacji. Wskaźnik ten prezentuje płynność danego rynku akcji i może być wysoki także na rynkach wschodzących. Pod tym względem do najbardziej płynnych rynków wschodzących należą: Tajwan, Korea Południowa, Turcja, Indie, Tajlandia oraz Iran, tzn. w większości rynki azjatyckie. Właśnie z powodu wysokiej płynności rynki w Azji cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów międzynarodowych.

Premia wschodząca jako miara relatywnej koniunktury na wschodzących rynkach akcji

Koniunkturę na wschodzących rynkach akcji można mierzyć w różny sposób. Po pierwsze można obliczyć stopę zwrotu z indeksu rynków wschodzących. Po drugie zaś można wyliczyć poziom premii wschodzącej. Przez ową premię rozumie się różnicę między stopą zwrotu z indeksu rynków wschodzących a stopą zwrotu z indeksu rynków dojrzałych. Do obliczeń wykorzystałem bazę danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley. Inwestowanie na rynkach wschodzących wiąże się z wyższym ryzykiem niż lokowanie kapitału na rynkach dojrzałych⁷. W konsekwencji wysokość premii wschodzącej ilustruje skłonność uczestników globalnego rynku akcji do podejmowania ryzyka. Premia wschodząca może być dodatnia bądź ujemna. Może to budzić pewne kontrowersje, gdyż słowo „premia” ma generalnie wydźwięk pozytywny. Warto jednak zauważyć, że np. premia za ryzyko definiowana jako różnica między stopą zwrotu z indeksu giełdowego na rynku akcji a rentownością papierów dłużnych może również przyjmować wartość dodatnią lub ujemną. Stanowisko takie prezentują np. P. Bernstein i A. Damodaran. Wedle tego ujęcia, słowo „premia” ma wydźwięk nie tyle pozytywny, ile neutralny⁸. Identyczny wniosek można wysnuć na podstawie publikacji R. Salomonsa i H. Grootvelta⁹.

Jeżeli w jakimś roku premia wschodząca przyjmuje wartość dodatnią, to znaczy, że w tym okresie skłonność do podejmowania ryzyka była znaczna. Jeżeli zaś premia wschodząca przyjmowała wartość ujemną, to w danym roku przeważała awersja do ryzyka. W badanym okresie 1988–2004 premia wschodząca w poszczególnych latach była z reguły dodatnia. Niekiedy jednak przyjmowała wartość ujemną, najczęściej w czasie kry-

⁷ E. Koch: *Sztuka wyboru ...* op.cit., s. 185.

⁸ P. Bernstein, A. Damodaran: *Zarządzanie inwestycjami*. Warszawa 1999 Liber, s. 134.

⁹ R. Salomons, H. Grootvelt: *The equity risk premium: emerging versus developed markets*. University of Groningen, Research Institute SOM, Research Report 2002, s. 4.

⁶ N. Marska: *Obowiązkowe fundusze emerytalne. Polska i Świat*. Szczecin 2004 Uniwersytet Szczeciński, s. 84.

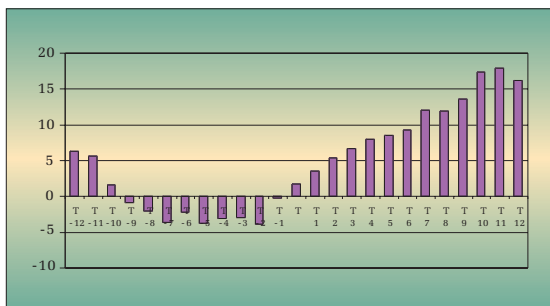
zysu walutowego na rynkach wschodzących, np. w Azji, w Rosji czy Brazylii¹⁰. Wystąpienie takiego kryzysu podważało zaufanie do rynków wschodzących, nawet tych niemających bezpośrednich silnych więzi handlowych z krajem bądź grupą krajów dotkniętych kryzysem.

Wpływ decyzji banku centralnego w USA na poziom premii wschodzącej

Ponieważ poziom premii wschodzącej uwidocznia stopień akceptacji ryzyka, to można sformułować hipotezę roboczą mówiącą, że na wysokość owej premii powinny wpływać decyzje banku centralnego w USA. Skoro bowiem obniżka stóp procentowych przez ten bank ma doprowadzić do poprawy nastrojów, to można sądzić, że praktyczną konsekwencją tej poprawy będzie preferowanie aktywów bardziej ryzykownych kosztem aktywów mniej ryzykownych. Powinno to oznaczać m.in. lepsze kształtowanie się indeksów rynków wschodzących niż indeksów rynków dojrzałych po obniżce stopy dyskontowej przez FED. Po podwyżce powinniśmy mieć do czynienia z sytuacją odwrotną. Przeprowadzone badania potwierdzają słuszność tej hipotezy. Okazuje się mianowicie, że po obniżce stopy dyskontowej przez bank centralny w USA w ciągu 12 następujących miesięcy następował, z reguły konsekwentny, wzrost (wykres 5), a po podwyżce konsekwentny spadek premii wschodzącej (wykres 6).

Takie kształtowanie się premii wschodzącej może wynikać stąd, że działanie banku centralnego w USA jest zapewne interpretowane jako wyraz dążeń tego banku do ożywienia (w przypadku obniżki) lub ochł-

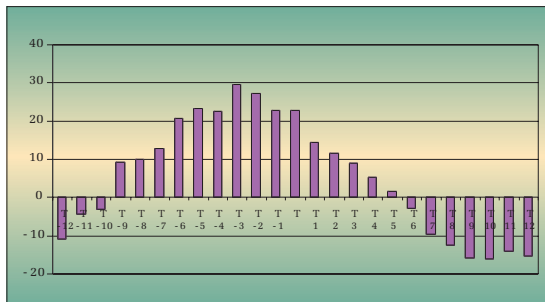
Wykres 5 Średni poziom rocznej premii wschodzącej w ciągu 12 miesięcy przed podjęciem decyzji o obniżce stopy dyskontowej przez bank centralny w USA, 12 miesięcy po podjęciu decyzji oraz w miesiącu jej podjęcia w latach 1988-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

¹⁰ J. Żabińska: *Próba identyfikacji przyczyn oraz przebiegu kryzysów finansowych w latach 90.* W: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia.* Praca pod red. K. Jajugi, M. Lyszcza. Tom 2, Wrocław 2001 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, s. 128.

Wykres 6 Średni poziom rocznej premii wschodzącej w ciągu 12 miesięcy przed podjęciem decyzji o podwyżce stopy dyskontowej przez bank centralny w USA, 12 miesięcy po podjęciu decyzji oraz w miesiącu jej podjęcia w latach 1988-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

dzenia (w przypadku podwyżki) realnego tempa zmian PKB w przyszłości. Zakłada się, że impulsy pieniężne mogą wpływać na procesy gospodarcze¹¹. Warto bowiem pamiętać, że zgodnie z aktami prawnymi określającymi cele działalności FED-u w centrum jego zainteresowania leży nie tylko inflacja, ale także zatrudnienie i wzrost gospodarczy. Z dokonanych wyliczeń wynika, że wzrostowi premii wschodzącej po obniżce stopy dyskontowej towarzyszy wzrost płynności agregatów monetarnych. W ciągu 12 miesięcy po tej decyzji zwiększa się przewaga rocznej dynamiki pieniądza (agregat M1) nad roczną dynamiką kapitału pieniężnego (M3-M1). Z kolei po podwyżce tej stopy mamy do czynienia ze zjawiskiem odwrotnym. Wzrasta mianowicie przewaga rocznej dynamiki kapitału pieniężnego nad roczną dynamiką pieniądza.

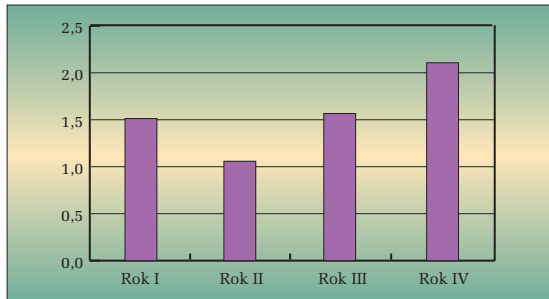
Wahania premii wschodzącej w ramach 4-letniego cyklu prezydenckiego w USA

Z wysokością premii wschodzącej wiąże się przebieg cyklu prezydenckiego w USA. Długość tego cyklu wynosi 4 lata¹². W toku dalszych obliczeń przez rok numer 1 rozumiem pierwszy rok po poprzednich wyborach prezydenckich, rok numer 2 – drugi rok po wyborach, rok numer 3 to rok przedwyborczy, a rok numer 4 to rok wyborczy. W tym fragmencie artykułu używam pojęcia makropremia. Rozumiem przez nią różnicę między średnim rocznym tempem zmian PKB w grupie rynków wschodzących w danym roku cyklu prezydenckiego a analogicznym tempem zmian PKB obliczonym dla rynków dojrzałych.

¹¹ *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty.* Praca pod red. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej. Poznań 2002 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, s. 40.

¹² E. Łon: *Makroekonomiczne uwarunkowania cyklu prezydenckiego w USA.* „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 12/2004, s. 23.

Wykres 7 Średni poziom makropremii w poszczególnych 4 latach cyklu prezydenckiego w latach 1988-2004



Uwaga: przez makropremię rozumiem różnicę między średnim realnym tempem zmian PKB na rynkach wschodzących a średnim realnym tempem zmian PKB na rynkach dojrzałych.

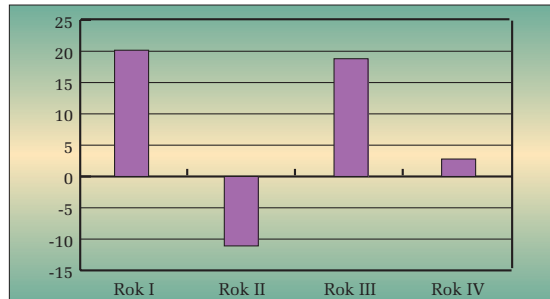
Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

Okazuje się, że z najwyższym poziomem makropremii mamy do czynienia w roku wyborów (wykres 7). Przyjmuje się, że w ramach cyklu prezydenckiego rządząca administracja zmierza do tego, aby w roku wyborów stan gospodarki w USA był jak najlepszy. Doświadczenie pokazuje, że cel ten z reguły jest realizowany¹³. Korzystna koniunktura makroekonomiczna w USA w roku wyborów wiąże się z równie dobrą koniunkturą w gospodarce światowej. Szczególnie wysoką stopą wzrostu gospodarczego charakteryzują się wówczas rynki wschodzące. Rynek akcji jest mechanizmem dyskontowania przyszłości. Szczególnie duże znaczenie dla jego uczestników ma przyszły poziom aktywności gospodarczej¹⁴. Nie dziwi więc, że o ile najwyższym poziomem makropremii cechuje się rok wyborów, o tyle najwyższy poziom giełdowej premii wschodzącej występuje w roku przedwyborczym.

Warto także zwrócić uwagę na bardzo niski poziom premii wschodzącej w drugim roku po wyborach (wykres 8). Aby wyjaśnić to zjawisko, należy nawiązać do tego, co dzieje się na światowych rynkach akcji w roku numer 1. Poziom owej premii jest wówczas bardzo wysoki. Można sądzić, że odzwierciedla to optymizm inwestorów giełdowych. Skoro poziom premii wschodzącej jest w roku numer 1 bardzo wysoki, znaczy to, że uczestnicy rynku akcji oczekują wysokiej makropremii wschodzącej w drugim roku po wyborach. Tymczasem jak pokazuje doświadczenie, sytuacja wygląda inaczej.

W roku numer 2 poziom makropremii okazuje się najniższy w całym cyklu prezydenckim. W rezultacie notuje się również bardzo niską, wręcz silnie ujemną premię wschodzącą (wykres 8). Uczestnicy rynku akcji w drugim roku po wyborach, wyrażając rozczarowanie relatywnie słabymi (na tle rynków dojrzałych) wynika-

Wykres 8 Średni poziom premii wschodzącej w poszczególnych 4 latach cyklu prezydenckiego w latach 1988-2004



Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych MFW.

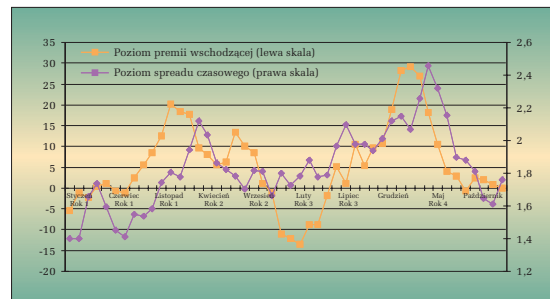
mi makroekonomicznymi, chętnie pozbywają się akcji spółek na rynkach wschodzących, przesuując swe zasoby kapitałowe na rynki dojrzałe.

Przeprowadzone badania pokazują więc, że poszczególne lata cyklu prezydenckiego charakteryzują się nie tylko odmiennym poziomem wskaźników makroekonomicznych oraz stopy zwrotu z indeksu giełdowego w USA, ale także odmiennym poziomem skłonności do ryzyka, znajdującym odbicie w charakterystycznym dla danego roku poziomie premii wschodzącej.

Giełdowy efekt prezydencki a premia wschodząca

W bardziej wnikliwej analizie przebiegu cyklu prezydenckiego duże znaczenie ma nie tylko ocena poszczególnych lat, ale także miesięcy. Z tego punktu widzenia szczególną uwagę warto zwrócić na okres między lutym roku przedwyborczego a lutym roku wyborów. W tym okresie mamy do czynienia z występowaniem giełdowego efektu prezydenckiego. Wedle stosowanej w tym artykule interpretacji tego pojęcia, przez giełdo-

Wykres 9 Poziom premii wschodzącej oraz poziom spreadu czasowego w latach 1988-2004



Uwaga: rok numer 1 – pierwszy rok po poprzednich wyborach, rok numer 2 – drugi rok po poprzednich wyborach, rok numer 3 – rok przedwyborczy, rok numer 4 – rok wyborczy. Przez spread czasowy rozumiemy różnicę między rentownością skarbowych obligacji 10-letnich a rentownością skarbowych weksli 3-miesięcznych w USA.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

¹³ Tamże, s. 28.

¹⁴ E. Łon: *Koniunktura na rynku akcji a przyszły poziom aktywności gospodarczej*, „Gospodarka Narodowa” nr 3/2005, s. 11-33.

wy efekt prezydencki należy rozumieć pojawienie się bardzo dobrej koniunktury na rynku akcji w USA w okresie od lutego roku numer 2 do lutego roku numer 3, w związku z dyskontowaniem bardzo wysokiego realnego tempa zmian PKB w roku wyborów¹⁵. Ponieważ jak pokazuje wykres 9, jest to okres konsekwentnego wzrostu premii wschodzącej, należy zastanowić się nad przyczynami występowania tego zjawiska. Aby odpowiedzieć na to pytanie, należy obliczyć korelację pomiędzy wysokością premii wschodzącej w okresie od lutego roku numer 3 do lutego roku numer 4 a średnim poziomem wybranych wskaźników makroekonomicznych w tym samym okresie.

Warto zauważyć, że w przypadku inflacji definiowanej jako roczne tempo zmian cen artykułów i usług konsumpcyjnych występuje korelacja -0,66. Oznacza to, że wzrost premii wschodzącej następuje w sytuacji spadku presji inflacyjnej. Uczestnicy rynku akcji mogą w związku z tym powziąć uzasadnione przekonanie, że prawdopodobieństwo obniżki stopy dyskontowej powiększa się, a w konsekwencji spada prawdopodobieństwo jej podwyżki. Okazuje się więc, że spadkowi inflacji towarzyszy nie tylko wysoka stopa zwrotu z indeksu giełdowego¹⁶, ale także wysoki stopień premii wschodzącej.

Należy też zwrócić uwagę na wysoką korelację w analizowanym okresie między wysokością premii wschodzącej a realnym rocznym tempem zmian agregatu M1. Korelacja ta wynosi 0,81. Okazuje się więc, że wzrostowi premii wschodzącej towarzyszy intensywne stymulacja monetarna powodująca zwiększanie się rocznego tempa zmian najbardziej płynnego agregatu monetarnego w ujęciu realnym. Tego typu tendencja jest charakterystyczna dla okresów łagodzenia uwarunkowań monetarnych. Powodują ją m.in. działania banku centralnego w USA zmierzające do powiększania wysokości bazy monetarnej za pomocą operacji otwartego rynku. Należy także podkreślić, że od lutego roku numer 3 do lutego roku numer 4 daje się zaobserwować wysoką korelację między wysokością premii wschodzącej a wysokością współczynnika NAPM. Wynosi ona aż 0,88. Tym samym potwierdza się zasadność wcześniej wyrażonego przekonania, że u źródeł poprawy premii wschodzącej leży poprawa nastrojów. Dzięki temu rośnie akceptacja ryzyka.

Trzeba również podkreślić istotną rolę spreadu czasowego w kształtowaniu zmian premii wschodzącej w okresie fazy jej wzrostu. Przez spread czasowy rozumie się w badaniach różnicę między rentownością obligacji 10-letnich a rentownością 3-miesięcznych weksli skarbowych rządu USA. Oczywiście pojęcie spreadu używane jest na ogół przy transakcjach rynku

walutowego oraz pieniężnego i oznacza marżę. Z drugiej jednak strony spread może być traktowany nieco bardziej ogólnie po prostu jako rozpiętość, rozstęp. Pojęcia spreadu w znaczeniu różnicy między rentownością długo- i krótkookresowych papierów skarbowych używa M. Świętoń¹⁷. Stosują go także praktycy rynku finansowego¹⁸.

Korelacja między poziomem tego wskaźnika a poziomem badanej premii wynosi aż 0,83. Zastanawiając się nad źródłami takiego zjawiska, należy powiązać wysokość spreadu czasowego z charakterem prowadzonej polityki pieniężnej. Z prowadzonych badań empirycznych wynika bowiem, że dodatni spread jest wyrazem łagodnej polityki pieniężnej banku centralnego, a ujemny – restrykcyjnej polityki. W konsekwencji okres wzrostu spreadu może być interpretowany jako okres łagodzenia polityki pieniężnej, a okres spadku tego spreadu jako okres jej zaostrzenia. Można więc powiedzieć, że wielkość spreadu czasowego wiąże się nie tylko z samą stopą zwrotu z indeksu giełdowego¹⁹, ale także z wysokością premii wschodzącej.

Można również obliczyć korelację między analogicznymi zmiennymi w okresie od grudnia roku numer 1 do stycznia roku numer 3, kiedy poziom premii wschodzącej spada. Korelacje te przyjmują ten sam znak, co w poprzednim badaniu. Spadkowi premii wschodzącej w wyżej wymienionym okresie towarzyszą, jak to można zauważyć wzrost inflacji, zmniejszenie realnego tempa zmian agregatu M1 w ujęciu rocznym oraz spadek poziomu wskaźnika NAPM. U źródeł silnych faz wzrostu i spadku premii wschodzącej uwidocznionych w ramach cyklu prezydenckiego leżą więc podobne zjawiska makroekonomiczne.

Podsumowując tę część rozważań, należy stwierdzić, że wahania premii wschodzącej w poszczególnych latach i miesiącach cyklu prezydenckiego w dużej mierze wiążą się z wahaniami poziomu realnych zmiennych monetarnych. Charakter prowadzonej polityki pieniężnej oraz będący wynikiem owego charakteru kierunek zmian nastrojów współtowarzyszą poszczególnym fazom wzrostu oraz spadku premii wschodzącej. Można ponadto zauważyć ujemny kierunek korelacji między wysokością badanej premii a poziomem rocznego tempa zmian artykułów i usług konsumpcyjnych. Okazuje się więc, że prowadzona przez FED polityka pieniężna oraz wywołane za jej pośrednictwem zmiany uwarunkowań monetarnych powinny być uważnie obserwowane przez menedżerów funduszy inwestycyjnych podejmujących decyzje o podziale kapitału między rynki wschodzące a rynki dojrzałe.

¹⁷ M. Świętoń: *Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998-2001*. Warszawa 2002 NBP Materiały i Studia, Zeszyt nr 150, s. 27.

¹⁸ T. Hońdo: *Rekordowo wysokie ceny*. „Parkiet” z 28 czerwca 2005 r., s. 1.

¹⁹ B.G. Resnick, G.L. Shoesmith: *Using the yield curve to time the stock market*. „Financial Analyst Journal”, 2001, s. 82-90.

¹⁵ E. Lon: *Międzynarodowe implikacje cyklu prezydenckiego w USA*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 3-4/2005 (w druku).

¹⁶ G. Kaul: *Stock returns and inflation*. „Journal of Economics”, 1987, vol. 18, s. 253-276.

Model dodatniej i ujemnej premii wschodzącej

Jedną z metod wykrywania makroekonomicznych warunkowań kształtowania się premii wschodzącej jest zastosowanie modelu dodatniej i ujemnej premii. Sprawdzamy on do obliczenia stopy zwrotu od końca roku $T - 1$ do końca miesiąca m w danym roku T dla wszystkich miesięcy z lat, w których występowała dodatnia premia. Następnie tego typu obliczenia wykonujemy się dla lat z premią ujemną. Dzięki temu można zaobserwować typowe kształtowanie się premii wschodzącej w latach, gdy premia ta przyjmowała w całym roku wartość dodatnią, a osobno, gdy przyjmowała wartość ujemną. Następnie trzeba obliczyć korelację między wysokością premii a poziomem wybranych mierników makroekonomicznych. Obliczenia te należy przeprowadzić osobno dla modelu premii dodatniej i premii ujemnej. Na tej podstawie można oszacować wpływ poszczególnych zmiennych makroekonomicznych na kształtowanie się wysokości owej premii. Okazuje się, że największe znaczenie w kształtowaniu premii mają zmienne monetarne w różny sposób przedstawiające charakter polityki pieniężnej.

Po pierwsze okazuje się, że takim wskaźnikiem jest realny poziom rentowności weksli 3-miesięcznych emitowanych przez rząd USA. Korelacja między wysokością tego wskaźnika a poziomem premii wschodzącej

przyjmuje w obu modelach wartość ujemną. Oznacza to, że występowaniu premii dodatniej sprzyja niska, w ujęciu realnym, stopa rentowności wyżej wymienionych bonów. Występowaniu premii ujemnej towarzyszy zaś wyższa rentowność tej kategorii papierów wartościowych. Sytuację tę można interpretować w ten sposób, że wzrost realnej rentowności bonów skarbowych towarzyszący spadkowi premii wschodzącej jest wyrazem obaw uczestników rynku finansowego, iż tak wysoki poziom stóp procentowych negatywnie wpłynie na przyszłe wskaźniki realnej aktywności gospodarczej. Z kolei spadek realnej rentowności bonów skarbowych towarzyszący okresom premii dodatniej wiąże się z przekonaniem uczestników rynku finansowego, że spadek tej rentowności przyczyni się do ożywienia gospodarczego.

Po drugie należy zauważyć pozytywne korelacje między wysokością premii wschodzącej a realnym tempem zmian agregatu M1. Okazuje się, że w latach występowania premii dodatniej mamy z reguły do czynienia z ekspansją monetarną wyrażoną przez przyspieszenie realnego tempa zmian agregatu o najwyższym stopniu płynności. W roku ujemnej premii dochodzi natomiast z reguły do zaostrzenia opisanych wyżej tendencji monetarnych. Trzeba również zdecydowanie podkreślić ważną rolę spreadu czasowego. W latach dodatniej premii spread ów zwiększa się, a w latach ujem-

Tabela 2 Współczynniki korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej a poziomem premii wschodzącej w trzech ujęciach w latach 1988-2004

Zmienna makroekonomiczna	T-1 T wyprzedzające	T T współtowarzyszące	T T+1 dyskontujące
3-miesięczne weksle	-0,30	-0,11	0,03
10-letnie obligacje	-0,09	0,26	0,23
Michigan	-0,50	-0,22	-0,46
Roczne tempo zmian M1	0,51	0,57	0,25
Roczne tempo zmian M2	0,09	-0,30	-0,57
Roczne tempo zmian M3	-0,27	-0,52	-0,62
Inflacja (CPI)	0,32	0,25	0,50
Roczne realne tempo M1	0,43	0,47	0,13
Roczne realne tempo M2	-0,03	-0,35	-0,66
Roczne realne tempo M3	-0,31	-0,51	-0,66
Realna stopa krótkoterminowa (3-miesięczna)	-0,57	-0,35	-0,36
Realna stopa długoterminowa (10-letnia)	-0,44	0,07	-0,27
Inflacja (PPI)	0,05	0,08	0,40
CPI minus	0,03	-0,01	-0,30
Roczne tempo zmian produkcji przemysłowej	-0,58	-0,27	-0,16
Spread czasowy	0,33	0,52	0,22

Uwagi:

Ujęcie wyprzedzające – poziom współczynnika korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej w roku $T - 1$ a poziomem premii wschodzącej w roku T .

Ujęcie współtowarzyszące – poziom współczynnika korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej w roku T a poziomem premii wschodzącej w roku T .

Ujęcie dyskontujące – poziom współczynnika korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej w roku T a poziomem premii wschodzącej w roku $T + 1$.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

nej premii spada. Można więc powiedzieć, że dodatnia premia pojawia się w latach oczekiwania na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej, a ujemna w latach oczekiwań na jej dalsze zaostrzenie.

Trzy ujęcia powiązań między zmiennymi makroekonomicznymi a poziomem premii wschodzącej

Powiązania koniunktury na rynku akcji ze zmiennymi makroekonomicznymi można rozpatrywać w trzech ujęciach czasowych (tabela 2). Pierwsze z nich jest ujęcie wyprzedzające, drugim współtowarzyszące, trzecim zaś dyskontowane²⁰. Pierwsze ujęcie polega na badaniu związków między zmiennymi makroekonomicznymi z roku $T - 1$ a koniunkturą na rynku akcji w roku T . Według drugiego ujęcia, analizuje się powiązania związków makroekonomicznych w roku T z koniunkturą na rynku akcji z tego samego roku. Ujęcie trzecie sprowadza się natomiast do oceny powiązań między koniunkturą na rynku akcji w roku T a zmiennymi makroekonomicznymi z roku $T + 1$.

Na podstawie badań empirycznych można więc wyróżnić grupę zmiennych wyprzedzających koniunkturę na rynku akcji, grupę zmiennych współtowarzyszących oraz grupę zmiennych, do których koniunktura ta prowadzi. Zmiennymi dyskontowanymi są przede wszystkim miary aktywności gospodarczej, zmiennymi współtowarzyszącymi wskaźniki monetarne, a zmiennymi wyprzedzającymi wskaźniki bezpośrednio bądź pośrednio przedstawiające poziom nastrojów. Z punktu widzenia celów artykułu podstawowe znaczenie mają więc zmienne współtowarzyszące. Pomimo to warto, choćby dla bardziej wnikliwego zbadania problemu, posłużyć się wszystkimi trzema ujęciami.

²⁰ E. Łon: *Miary koniunktury*. „Gazeta Bankowa” z 18 kwietnia 2005 r., s. 42.

Makroekonomiczne uwarunkowania premii kontynentalnej

Warto zastanowić się nad tym, w przypadku którego kontynentu mamy do czynienia z najsilniejszym związkiem zmiennych makroekonomicznych w USA z relatywną koniunkturą na rynkach akcji na danym kontynencie. W tym celu policzono więc premię kontynentalną. Obliczono ją w ten sposób, że od stopy zwrotu z danego indeksu kontynentalnego w roku T odjęto stopę zwrotu z indeksu rynków wschodzących również w roku T . Posłużono się trzema indeksami kontynentalnymi. Pierwszy z nich przedstawia indeks krajów Azji, drugi indeks krajów Ameryki Południowej, trzeci zaś indeks krajów Europy, Afryki i Bliskiego Wschodu. Zbadano korelację między wysokością wszystkich zmiennych makroekonomicznych poddawanych analizie a wysokością premii kontynentalnej dla wszystkich trzech indeksów w trzech ujęciach. Okazało się przede wszystkim, że największy związek zaobserwowano między premią kontynentalną obliczoną dla indeksów krajów Azji (tabela 3).

Nieco mniejsze powiązania wykryto dla premii kontynentalnej związanej z indeksem krajów Ameryki Południowej. Najmniej intensywne związki występowały w przypadku premii kontynentalnej dla indeksów z krajów Europy, Afryki i Bliskiego Wschodu. Postawiłem hipotezę, że intensywność powiązań poszczególnych zmiennych makroekonomicznych z premią kontynentalną zależy od siły związków łączących gospodarkę krajów danego kontynentu z gospodarką USA. Postanowiłem więc zbadać udział eksportu do USA w PKB ogółem wszystkich badanych krajów. Okazało się, że najwyższym poziomem tego wskaźnika charakteryzowały się kraje Azji, mniejszym kraje Ameryki Południowej, a jeszcze mniejszym kraje Europy, Afryki i Bliskiego Wschodu. Wyniki takie otrzymałem zarówno w przypadku użycia średniej arytmetycznej, jak i media-

Tabela 3 Współczynniki korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej w roku T a poziomem premii kontynentalnej w roku T w przypadku 3 kontynentów w latach 1995–2004

Zmienna makroekonomiczna	Ameryka Południowa	Azja	Europa, Afryka i Bliski Wschód
3-miesięczne weksle	0,27	-0,15	-0,19
10-letnie obligacje	0,24	0,00	-0,02
Michigan	0,26	-0,09	-0,33
Roczne tempo zmian M1	-0,31	0,17	0,02
Roczne tempo zmian M2	-0,30	-0,39	-0,20
Roczne tempo zmian M3	0,16	-0,37	-0,21
Inflacja (CPI)	0,08	0,30	0,21
Roczne realne tempo M1	-0,30	0,11	-0,02
Roczne realne tempo M2	-0,27	-0,43	-0,23
Roczne realne tempo M3	0,11	-0,43	-0,25
Realna stopa krótkookresowa	0,25	-0,40	-0,29
Realna stopa długoterminowa	0,16	-0,22	-0,17
Inflacja (PPI)	-0,05	0,39	0,21
CPI minus PPI	0,08	-0,39	-0,20
Roczne tempo zmian produkcji przemysłowej	0,23	-0,07	-0,16
Spread czasowy	-0,24	0,41	0,29

Uwaga: przez premię kontynentalną rozumie się różnicę między stopą zwrotu z indeksu danego kontynentu a stopą zwrotu z indeksu rynków wschodzących.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

Tabela 4 Poziom współczynnika korelacji między poziomem danej zmiennej makroekonomicznej w roku T a poziomem premii wschodzącej w roku $T + 1$ w latach 1988–2004

Zmienna makroekonomiczna	Współczynnik korelacji
3-miesięczne WEKSLE	-0,30
10-letnie OBLIGACJE	-0,09
Michigan	-0,50
Roczne tempo zmian M1	0,51
Roczne tempo zmian M2	0,09
Roczne tempo zmian M3	-0,27
Inflacja (CPI)	0,32
Roczne realne tempo M1	0,43
Roczne realne tempo M2	-0,03
Roczne realne tempo M3	-0,31
Realna stopa krótkoterminowa	-0,57
Realna stopa długoterminowa	-0,44
Inflacja (PPI)	0,05
CPI minus PPI	0,03
Roczne tempo zmian produkcji przemysłowej	-0,58
Spread czasowy	0,33

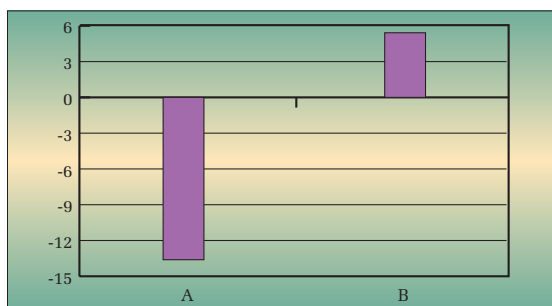
Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych FRED oraz bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley.

ny. Można więc sformułować wniosek, że uwarunkowania monetarne w USA powinny mieć szczególne znaczenie dla menedżerów funduszy inwestycyjnych lokujących powierzone kapitały na giełdach azjatyckich.

Prognozowanie premii wschodzącej

Z punktu widzenia osób zarządzających funduszami inwestycyjnymi oraz innymi instytucjami lokującymi swoje bądź powierzone kapitały na światowych rynkach akcji podstawowe znaczenie ma odpowiedź na pytanie o główne determinanty przyszłego poziomu premii wschodzącej. Aby odpowiedzieć na to pytanie, obliczono współczynnik korelacji między wysokością wybranych zmiennych makroekonomicznych z roku $T - 1$ a wysokością premii wschodzącej w roku T .

Wykres 10 Średni poziom premii wschodzącej w ciągu 3 lat następujących po roku T , w którym zanotowano relatywnie wysoką (A) oraz relatywnie niską (B) wycenę kursów akcji na rynkach wschodzących w latach 1990–2004



Uwaga: przez relatywnie wysoką wycenę (A) rozumie się sytuację, w której wskaźnik P/E dla rynków wschodzących kształtował się na wyższym poziomie niż wskaźnik P/E dla rynków dojrzałych. Przez relatywnie niską wycenę (B) rozumie się sytuację, w której wskaźnik P/E dla rynków wschodzących kształtował się na niższym poziomie niż wskaźnik P/E dla rynków dojrzałych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych banku inwestycyjnego Morgan Stanley oraz bazy danych Światowej Federacji Giełd.

Szczególnie silnymi powiązaniem charakteryzują się relacje między wysokością realnej stopy krótkoterminowej, poziomem wskaźnika nastrojów konsumentów Uniwersytetu w Michigan oraz wysokością realnego rocznego tempa zmian produkcji przemysłowej (tabela 4).

Wszystkie te trzy miary bezpośrednio bądź pośrednio przedstawiają charakter nastrojów panujących w gospodarce USA. Bezpośrednio mówi o nich wskaźnik Uniwersytetu w Michigan. Realne tempo zmian produkcji przemysłowej przedstawia natomiast zaawansowanie cyklu koniunkturalnego. Realny poziom stopy krótkookresowej ma charakter procykliczny; najwyższy jest z reguły podczas szczytu ożywienia gospodarczego, najniższy zaś w dołku recesji. Pomiedzy każdym z tych trzech czynników z roku $T - 1$ a poziomem premii wschodzącej z roku T występuje korelacja o charakterze ujemnym. Innymi słowy, im gorszy poziom nastrojów konsumentów, im gorsza sytuacja w przemyśle oraz im łagodniejsze uwarunkowania monetarne wyrażone poziomem realnej stopy krótkookresowej, tym wyższy poziom premii wschodzącej w roku następnym.

Poziom premii wschodzącej może być również prognozowany za pomocą wskaźnika relatywnej wyceny rynków wschodzących w stosunku do rynków dojrzałych. Aby ten relatywny poziom przedstawić, należy od średniego poziomu P/E dla rynków wschodzących odjąć średni poziom wskaźnika P/E dla rynków dojrzałych. Okazuje się, że im niższa wartość tej różnicy w roku T , tym wyższy poziom premii wschodzącej w roku $T + 1$. Co ciekawe, ze szczególnie silnie ujemną korelacją mamy do czynienia w przypadku porównywania różnicy między wskaźnikiem P/E dla rynków wschodzących i wskaźnikiem P/E dla rynków dojrzałych w roku T a średnim poziomem premii wschodzącej występującym w ciągu następujących trzech lat. Okazuje się więc, że dla inwestorów giełdowych lokują-

cych kapitał na rynkach światowych w długim horyzoncie czasowym duże znaczenie ma relatywny poziom bieżącej wyceny spółek notowanych na rynkach wschodzących w stosunku do spółek notowanych na rynkach dojrzałych.

Wnioski

Rynki wschodzące są atrakcyjnym segmentem globalnego rynku akcji. Stopy zwrotu z indeksów opisujących koniunkturę na rynkach wschodzących są w dłuższym okresie wyższe niż analogiczne stopy zwrotu na rynkach dojrzałych. Stosunkowo niski poziom PKB *per capita*, procesy prywatyzacyjne prowadzone w tej grupie rynków oraz perspektywa wzrostu udziału akcji spółek z tego segmentu w aktywach funduszy inwestycyjnych powodują, że perspektywy rozwoju rynków wschodzących są pozytywne.

W grupie badanych rynków wschodzących można wyodrębnić dwie podgrupy. Do pierwszej z nich należą kraje o systemie finansowym zorientowanym na banki, do drugiej zaś kraje o systemie finansowym zorientowanym na rynek akcji. Liczba przedstawicieli pierwszej podgrupy jest bardzo podobna do liczby drugiej podgrupy. Istotną rolę w rozwoju krajów, których system finansowy jest zorientowany na rynek akcji, odgrywają fundusze emerytalne. Najważniejszym miernikiem oceny dojrzałości rynku akcji, pozwalającym dokonać podziału na rynki wschodzące i dojrzałe, jest relacja kapitalizacji danego rynku akcji do PKB. Szczególnie interesującą miarą relatywnej koniunktury na wschodzących rynkach akcji jest premia wschodząca. Rozumiana jest jako różnica między stopą zwrotu z indeksu rynków wschodzących a stopą zwrotu z indeksu rynków dojrzałych.

Silny wpływ na kształtowanie się premii wschodzącej wywiera polityka pieniężna banku centralnego w USA. Obniżka stopy dyskontowej przez FED przyczynia się do wzrostu premii wschodzącej a podwyżka do spadku tej premii w ciągu 12 miesięcy następujących po podjęciu danej decyzji. U źródeł odmiennego kształtowania się premii wschodzącej po decyzji o obniżce i podwyżce leży zasadniczo odmienne zachowanie się zmiany struktury agregatu monetarnego M3. O ile po obniżce rośnie przewaga rocznej dynamiki pieniądza nad roczną dynamiką kapitału pieniężnego, o tyle po podwyżce mamy do czynienia ze wzrostem nadwyżki rocznej dynamiki kapitału pieniężnego nad roczną dynamiką pieniądza.

Premia wschodząca ma odmienny poziom w poszczególnych latach i miesiącach 4-letniego cyklu prezydenckiego w USA. Z najwyższym poziomem mamy do czynienia w roku przedwyborczym. W roku wybor-

czym występuje natomiast najwyższa makropremia, przez którą rozumie się różnicę między średnim realnym tempem zmian PKB na rynkach wschodzących a średnim realnym tempem zmian PKB na rynkach dojrzałych. Istotną fazą cyklu prezydenckiego jest okres między lutym roku przedwyborczego a lutym roku wyborczego. Dochodzi wówczas do radykalnej wyżki poziomu premii wschodzącej. Towarzyszy jej silna ekspansja monetarna, wyrażana przede wszystkim wzrostem realnego rocznego tempa zmian agregatu M1 oraz spreadu czasowego, co wiąże się z łagodnym charakterem prowadzonej polityki pieniężnej. Nadzieje na to, że w roku wyborczym dojdzie do ożywienia gospodarczego w USA, wywołują więc uprzedni wzrost optymizmu, szczególnie przedsiębiorców, czemu również towarzyszy ogólny wzrost skłonności do podejmowania ryzyka powodujący m.in. wzrost premii wschodzącej.

Na podstawie przeprowadzonych badań stworzono model dodatniej i ujemnej premii wschodzącej. Dzięki temu wykryto zmienne makroekonomiczne sprzyjające występowaniu w danym roku ujemnej bądź dodatniej premii. Okazało się, że występowaniu dodatniej premii służą: spadek rentowności weksli 3-miesięcznych emitowanych przez rząd USA, wzrost realnego tempa zmian agregatu M1 oraz wzrost spreadu czasowego. U źródeł występowania premii ujemnej leżą zaś dokładnie odwrotne tendencje. Charakter powiązań między zmiennymi makroekonomicznymi a poziomem premii wschodzącej można rozpatrywać w trzech ujęciach: wyprzedzającym, współtowarzyszącym i dyskontowanym. Szczególnie silnie oddziałują zmienne makroekonomiczne w USA na wysokość premii kontynentalnej w Azji i Ameryce Południowej, w o wiele mniejszym stopniu zaś na wysokość tej premii w Europie, Afryce i na Bliskim Wschodzie.

Duże znaczenie w prognozowaniu przyszłego poziomu premii wschodzącej mają trzy zmienne: wysokość realnej stopy krótkookresowej, poziom wskaźnika nastrojów konsumentów Uniwersytetu w Michigan oraz wysokość realnego rocznego tempa zmian produkcji przemysłowej. Wszystkie te trzy zmienne bezpośrednio bądź pośrednio odzwierciedlają charakter nastrojów panujących w gospodarce USA. Należy podkreślić, że to optymizm leży u podstaw pojawiania się w przyszłości ujemnej, a pesymizm u podstaw pojawiania się dodatniej premii wschodzącej. Inwestorzy lokujący swój kapitał na rynkach międzynarodowych powinni szczególną uwagę zwrócić na różnicę między typowym dla rynków wschodzących poziomem wskaźnika P/E a typowym poziomem tego wskaźnika dla rynków dojrzałych. Okazuje się, że ujemna różnica prowadzi do zasadniczo wyższej średniej premii wschodzącej w ciągu następnych trzech lat niż różnica dodatnia.

Bibliografia

1. M. Al-Kaber: *Rynek kapitałowy w Polsce*. Białystok 2003 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku.
2. R. Barro: *The stock market and investment*. Review of Financial Studies, vol. 3, 1990.
3. G. Beakert, C.R. Harvey: *Emerging markets finance*. "Journal of Empirical Finance" nr 10/ 2003.
4. P. Bernstein, A. Damodaran: *Zarządzanie inwestycjami*. Warszawa 1999 Liber.
5. O. Gedymin: *Strategie gospodarcze Tajwanu, Niemiec, Chile*. Białystok 1999 PWN.
6. T. Hońdo: *Rekordowo wysokie ceny*. „Parkiet” z 28 czerwca 2005 r.
7. G. Kaul: *Stock returns and inflation*. "Journal of Economics", vol. 18, 1987.
8. E. Koch: *Sztuka wyboru akcji*. Warszawa 1996 K. E. Liber.
9. E. Łon: *Koniunktura na rynku akcji a przyszły poziom aktywności gospodarczej*. „Gospodarka Narodowa” nr 3/2005.
10. E. Łon: *Makroekonomiczne uwarunkowania cyklu prezydenckiego w USA*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 12/2004.
11. E. Łon: *Miary koniunktury*. „Gazeta Bankowa” z 18 kwietnia 2005 r.
12. E. Łon: *Międzynarodowe implikacje cyklu prezydenckiego w USA*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 3-4/2005.
13. K. Malaga: *Konwergencja gospodarcza w krajach OECD w świetle zagregowanych modeli wzrostu*. Poznań 2004 AE w Poznaniu.
14. N. Marska: *Obowiązkowe fundusze emerytalne. Polska i Świat*. Szczecin 2004 Uniwersytet Szczeciński.
15. *Polityka pieniężna. Cele, strategie i instrumenty*. Praca pod red. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej. Poznań 2002 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
16. B.G. Resnick, G.L. Shoesmith: *Using the yield curve to time the stock market*. "Financial Analyst Journal" 2001.
17. R. Salomons, H. Grootvelt: *The equity risk premium: emerging versus developed markets*. University of Groningen, Research Institute SOM, Research Report 2002.
18. M. Świętoń: *Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998-2001*. Warszawa 2002 NBP Materiały i Studia, Zeszyt nr 150.
19. J. Żabińska: *Próba identyfikacji przyczyn oraz przebiegu kryzysów finansowych w latach 90. W: Finanse, bankowość i ubezpieczenia*. Praca pod red. K. Jajugi, M. Łyszczaka. Tom 2. Wrocław 2001 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.

Rola ubezpieczenia wierzytelności hipotecznych w rozwoju rynku finansowania nieruchomości

Zbigniew Krysiak, Łukasz Reksa

1. Zakres i cel artykułu

W niniejszym artykule autorzy omawiają problem ubezpieczenia kredytów hipotecznych z perspektywy ich roli w rozwoju rynku finansowania nieruchomości. W tym celu przedstawiają okoliczności i uwarunkowania, będące istotnymi bodźcami rozwoju produktów ubezpieczeniowych. Jednocześnie autorzy stawiają tezę, że osiągnięcie rozwoju rynku finansowania nieruchomości mierzonego stosunkiem wielkości portfela kredytów hipotecznych do PKB na poziomie 50% jest możliwe dzięki dobrze rozwiniętemu rynkowi ubezpieczeń i gwarancji portfeli kredytów hipotecznych¹. W dalszej części artykułu autorzy prezentują istotne elementy odnoszące się do problemu ryzyka kredytowego i jego przenoszenia (ubezpieczenia) na firmę ubezpieczeniową. Analizują produkty ubezpieczeniowe funkcjonujące na świecie na przykładzie kilku krajów z Ameryki Północnej oraz Europy Zachodniej. W podsumowaniu artykułu autorzy proponują kierunki działań i rozwiązania produktowe, instytucjonalne i prawne do zastosowania w polskich warunkach. Ze względu na złożoność problemu proponują rozwiąza-

¹ Znaczenie produktów ubezpieczeniowych i ich wpływ na rozwój rynków finansowania nieruchomości w świecie, a w szczególności w USA, są chyba w Polsce niedoceniane. Rola produktów ubezpieczeniowych jest niezmiernie ważna z perspektywy inwestora, zainteresowanego lokowaniem kapitału w różne formy instytucji, tak bardzo potrzebne dla rozwoju rynku nieruchomości jak: fundusze gwarancyjne, SPV, pośrednictwo, skup wierzytelności, brokerzy kredytowi itp.

nia tylko w ogólnym zarysie. Ich zaprezentowanie ma także na celu sprowokowanie szerszej dyskusji na temat z powodu jego strategicznego znaczenia nie tylko dla rozwoju rynku finansowania nieruchomości oraz rozwoju instytucji finansowych, ale także dla rozwoju gospodarki kraju.

2. Wstęp

Rozwój rynku finansowania nieruchomości w Polsce jest determinowany wieloma czynnikami. Dla praktyki ważna jest identyfikacja głównych determinant rozwoju rynku na dużą skalę, wyrażanych wielkością zaangażowanych źródeł finansowania. Według autorów, w perspektywie 15 lat można osiągnąć poziom 250 mld zł, przy obecnym stanie 50 mld zł². Do sześciu głównych tez określających warunki, w których zwiększa się dynamika rozwoju rynku finansowania nieruchomości, można zaliczyć następujące³:

- dobrze rozwinięty pierwotny rynek finansowania nieruchomości jest podstawą rozwoju rynku wtórnego,
- poziom finansowania nieruchomości na rynkach rozwiniętych stanowi około 50% PKB i wyznacza możliwości na rynkach rozwijających się,

² Szerzej Z. Krysiak: *Sektor kredytów hipotecznych i jego znaczenie na emerging markets*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 6/150/2003, s. 28.

³ Patrz na rozwinięcie tez Z. Krysiak: *Sektor kredytów hipotecznych i jego znaczenie na rynkach rozwijających się*. Międzynarodowa konferencja KDPW: „Innowacje na światowych rynkach finansowych – 2002”. Warszawa 17–18 września 2002.

– system finansowania nieruchomości ma podstawowe znaczenie dla dynamicznego wzrostu gospodarki na rynkach rozwijających się,

– istnienie dobrze rozwiniętych instytucji finansowych zainteresowanych aktywami długoterminowymi, np. OFE, TU, warunkuje rozwój rynku wtórnego,

– rozwój instrumentów redukujący ryzyko kredytobiorców i kredytodawców oraz istnienie silnych instytucji oferujących takie produkty jest warunkiem wzrostu dynamiki popytu na kredyt,

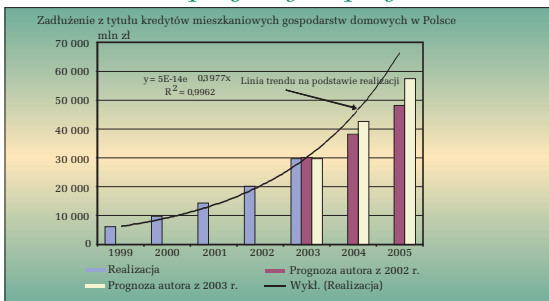
– rozwój rynku instrumentów finansujących długoterminowe portfele hipoteczne oraz instrumentów pochodnych redukujących ryzyko inwestorów prowadzi do zmniejszenia kosztów finansowania i w dalszej kolejności wzrostu popytu na kredyt.

W prezentowanej pracy autorzy szerzej omówią znaczenie rozwoju instrumentów redukujących ryzyko wierzycelności hipotecznych i potrzebę istnienia silnych instytucji oferujących takie produkty. Autorzy formułują następującą **tezę główną: rozwinięty system ubezpieczeń i gwarancji kredytów hipotecznych warunkuje dynamiczny rozwój, na dużą skalę, rynku finansowania nieruchomości.**

3. Uwarunkowania rozwoju ubezpieczeń kredytów hipotecznych

Stworzenie stabilnych warunków na rynku wierzycelności zabezpieczonych hipotecznie jest istotną przesłanką rozwoju tego rynku, a jednym z podstawowych warunków istnienia równowagi jest kontrola specyficznych rodzajów ryzyka związanych z tym rynkiem. Jednym z podstawowych rodzajów ryzyka jest ryzyko kredytowe, które może być znacznie ograniczone m.in. dzięki stosowaniu odpowiednich zabezpieczeń. Ubezpieczenie wierzycelności hipotecznych pozwala na zwiększenie przepływu funduszy na rynek nieruchomości, stymuluje rozwój tego rynku i zwiększa liczbę

Wykres 1 Zadłużenie z tytułu kredytów udzielonych gospodarstwom domowym w całym systemie bankowym w Polsce w latach 1999–2003 oraz prognozy na przyszłość



Źródło: Z. Krysiak: Szacowanie ryzyka kredytowego firm budowlanych z wykorzystaniem modelu opcyjnego. W: Ryzyko kredytowe wierzycelności hipotecznych. Praca zbiorowa pod redakcją naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka. Warszawa 2004 Związek Banków Polskich, s. 193.

osób, które mogą mieć nieruchomość na własność (dzięki zwiększeniu dostępności kredytowania hipotecznego). Stosowanie technik ubezpieczenia wierzycelności hipotecznych:

– umożliwia kredytodawcom pokrycie strat wynikłych z zaprzestania spłat przez kredytobiorców,

– zwiększa dostępność kredytów hipotecznych dzięki bardziej liberalnym kryteriom jego udzielania,

– zwiększa bezpieczeństwo oraz płynność obrotu papierami wartościowymi opartymi na kredytach hipotecznych,

– pozwala na zwiększenie standaryzacji na rynku wierzycelności hipotecznych.

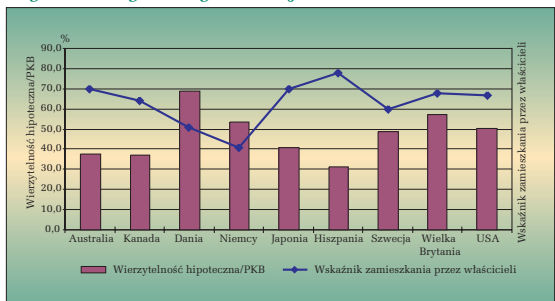
Dynamiczny rozwój rynku w Polsce zaprezentowany na wykresie 1, osiągający rocznie 30-procentowy przyrost nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych, potwierdza, jak ważną rolę może odgrywać rosnąca dostępność źródeł finansowania w rozwoju rynku nieruchomości⁴. Jednocześnie taka dynamika sygnalizuje potrzebę rozwoju nowych instrumentów finansowych, w tym instrumentów do realokacji ryzyka z instytucji bankowych do innych podmiotów finansowych.

Stosunek zadłużenia portfela kredytów hipotecznych do PKB w Polsce wynosi obecnie około 6%. Nie jest to jeszcze krytycznym wskaźnikiem z perspektywy zagrożeń dla całej gospodarki w razie wystąpienia ryzyka kredytowego na dużą skalę. W krajach zachodnich stosunek ten wynosi 50-70% PKB. W takim wypadku niedobór instrumentów finansowych redukujących i rozpraszających ryzyko oraz brak odpowiednich instytucji przejmujących ryzyko stanowiłyby potężne zagrożenie dla stabilności sektora bankowego i całej gospodarki.

Rozwój rynku finansowania nieruchomości w Polsce do poziomu uzyskiwanego w innych krajach zachodnich nie jest możliwy bez rozwinięcia systemu

⁴ Z. Krysiak: Sektor kredytów hipotecznych i jego znaczenie na emerging markets, op.cit., s. 29.

Wykres 2 Udział wierzycelności hipotecznych w PKB i udział mieszkań własnościowych w wybranych krajach za rok 2000



Źródło: IUHF,EMF& CMXC (1999 for Japan).

Tabela 1 Wnioski o ubezpieczenie kredytów hipotecznych na zakup domów 1-4 - rodzinnych, według dochodów w USA w 2000 r.

Cecha	Otrzymane wnioski kredytowe	Udzielone kredyty	Udzielone kredyty/ otrzymane	Wnioski otrzymane	Kredyty ubezpieczone	Kredyty ubezpieczone/ otrzymane	Kredyty ubezpieczone/ kredyty
Razem	6.262.326	4.224.358	67,46	1.497.789	1.153.663	77,02	27,31
Dochody aplikujących							
< 50% mediany MOS*	443.366	235.150	67,46	86.075	68.100	79,12	28,96
50-70% mediany MOS	1.001.035	657.626	65,69	259.623	210.817	81,20	32,06
80-90% mediany MOS	677.352	476.251	70,31	175.855	143.091	81,37	30,05
100-199 mediany MOS	610.229	442.731	72,55	150.218	121.823	81,10	27,52
> 120% mediany MOS	1.297.993	1.718.553	74,78	406.785	324.133	79,68	18,86
Dochody niezidentyfikowane	270.562	165.244	61,07	99.846	76.452	76,57	46,27

*Miejski Obszar Statystyczny.

Źródło: Mortgage Insurance Companies of America.

ubezpieczenia kredytów hipotecznych. Jak wynika z tabeli 1, skala ubezpieczeń kredytów hipotecznych na rynku amerykańskim jest tak ogromna, że trudno sobie wyobrazić taki rozwój rynku bez realokacji ryzyka kredytowego przez banki⁵.

Na podstawie o wcześniej przedstawionych danych statystycznych można wskazać kierunki tendencji rozwojowych na rynku hipotecznym w Polsce, które mogą prowadzić do osiągnięcia następujących celów:

- wzrost portfela z 30 mld do 400 mld w ciągu 10 – 15 lat,
- wzrost liczby udzielanych kredytów ze 100 tys. do 900 tys. rocznie,
- wzrost liczby instytucji aktywnych na rynku finansowania nieruchomości,
- pojawienie się wielu nowych instytucji.

4. Ubezpieczenie ryzyka kredytowego

Pośród wielu rodzajów ryzyka związanego z rynkiem finansowania nieruchomości najistotniejsze jest ryzyko kredytowe, bezpośrednio związane z ryzykiem ujemnego kapitału. Ze względu na szczególne znaczenie tego ryzyka jest ono od kilkudziesięciu lat przedmiotem licznych prac badawczych o charakterze praktycznym i teoretycznym. Jest to centralne zagadnienie, do którego odnosi się problematyka ubezpieczania. W tym zakresie istotne byłoby zastanowienie się nad prezentowanymi poniżej zagadnieniami⁶:

⁵ W USA przy około 200-milionowej populacji udziela się średnio rocznie około 4,5 mln kredytów mieszkaniowych. Gdyby akcja kredytowa w Polsce była równie intensywna jak w USA, to powinniśmy udzielać około 900 tys. kredytów rocznie. Obecnie udziela się ich w Polsce około 90 tys. Oznacza to, że potencjał rozwoju jest jeszcze około dziesięciokrotnie wyższy. Około 1,2 mln kredytów w USA jest ubezpieczanych, co stanowi około 30% wszystkich udzielonych kredytów.

⁶ Patrz Z. Krysiak: *Przesłanki i kierunki rozwoju modelowania ryzyka kredytowego w obszarze finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce*. Konferencja naukowa Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu: „Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski”. Szklarska Poręba 20–22 listopada 2003.

– wiedza o kształtowaniu się wartości średniej nieruchomości oraz jej zmienności (*volatility*) jest konieczna do stworzenia instrumentów wspomagających kontrolę i zarządzanie ryzykiem portfeli kredytów hipotecznych i zarządzanie nim w polskim sektorze finansowym,

– baza cen transakcyjnych nieruchomości jako narzędzie monitorowania wartości nieruchomości i jej zmienności powinna stać się istotnym wsparciem modelowania ryzyka kredytowego,

– model opisujący ryzyko kredytowe powinien być podstawą do wyznaczania marży za ryzyko, ceny obligacji hipotecznych, a także ceny nabycia produktu ubezpieczeniowego.

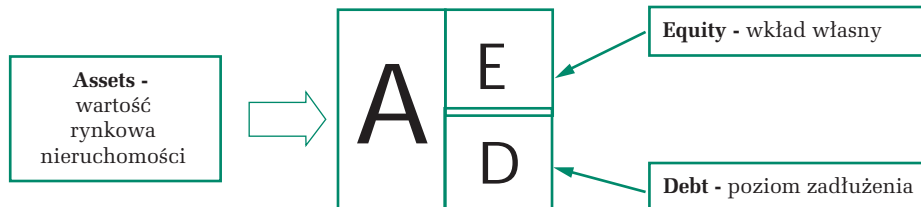
Transfer i rozpraszanie ryzyka odbywają się nie tylko poprzez stosowanie odpowiednich produktów ubezpieczeniowych. Istotnym mechanizmem transferu ryzyka są instytucje zajmujące się obrotem wierzytelnościami hipotecznymi na rynku wtórnym, który nie tylko transferuje kapitał, ale także przekazuje części ryzyka z banków do innych segmentów rynku. Przy utrzymywaniu się stabilnego poziomu rynku kredytowania hipotecznego ryzyko to rzadziej występuje. Jednak w sytuacjach ekstremalnych, np. w razie pogorszenia sytuacji gospodarczej na świecie lub w Polsce, dywersyfikacja ryzyka będzie miała korzystny wpływ na system bankowy⁷.

Istotnym elementem rozwoju rynku finansowania nieruchomości jest sprawnie funkcjonujący i efektywny system zarządzania ryzykiem kredytowym, który powinien opierać się na:

- instrumentach finansowych, w tym instrumentach ubezpieczeniowych,
- funkcjach i podziale ról z uwzględnieniem roli nowych instytucji,
- procedurach udzielania kredytów,

⁷ Wypowiedź K. Jajugi w: *Tortu starczy dla wszystkich*. „Nasz Rynek Kapitałowy nr 12/132/2001, s. 7.

Schemat 1 Model AED (Assets Equity Debt) - struktura źródeł finansowania nieruchomości



Źródło: Z. Krysiak: *Specyfika i kierunki modelowania ryzyka kredytowego wierzytelności hipotecznych*, op.cit., s. 42.

- regulacjach w zakresie rezerw, poziomu wymaganego kapitału oraz wag ryzyka,
- modelach szacujących ryzyko (rodzaj i cechy).

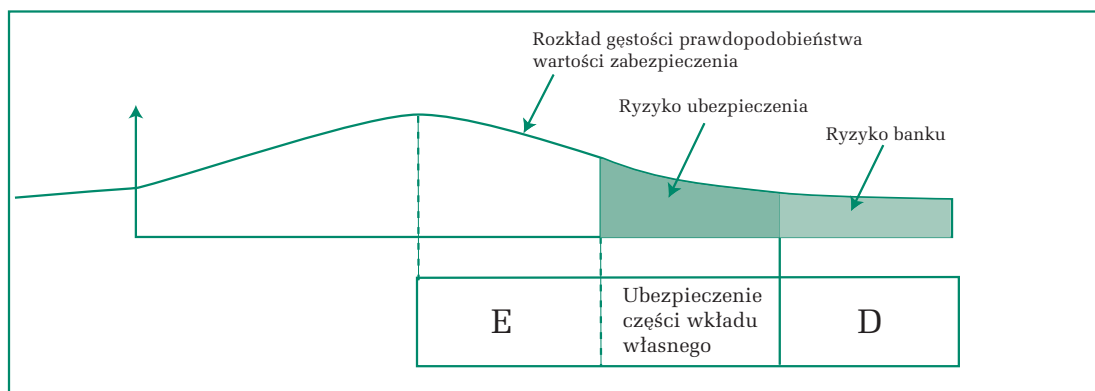
Efektywność transferu ryzyka kredytowego wskutek ubezpieczenia kredytu zależy od umiejętności modelowania ryzyka kredytowego. Schemat 1 ilustruje sposób modelowania ryzyka kredytowego i określania poziomu wymaganego ubezpieczenia. Wartość średnia i zmienność zabezpieczenia ($A = assets$) umożliwiają wyznaczenie wielkości ubezpieczenia przy danym poziomie wkładu własnego ($E = equity$) zadłużenia ($D = debt$). W zależności od struktury i poziomu finansowania nieruchomości oraz rozkładu cen nieruchomości różny jest poziom ryzyka kredytowego przejmowanego przez bank oraz ubezpieczyciela.

Limitując ryzyko kredytowe, bank ogranicza swoje zaangażowanie do pewnego poziomu LTV, powyżej którego żąda ubezpieczenia wkładu własnego w takiej części, jaka wynika z posiadanego kapitału własnego kredytobiorcy.

Uwzględniając model podziału ryzyka przedstawiony na schemacie 2, należy pamiętać, że w przypadku niewypłacalności kredytobiorcy oraz ubezpieczyciela ryzyko obciąża bank⁸. W związku z tym nie jest obojętna wielkość wariacji rozkładu gęstości prawdopodobieństwa wartości nieruchomości.

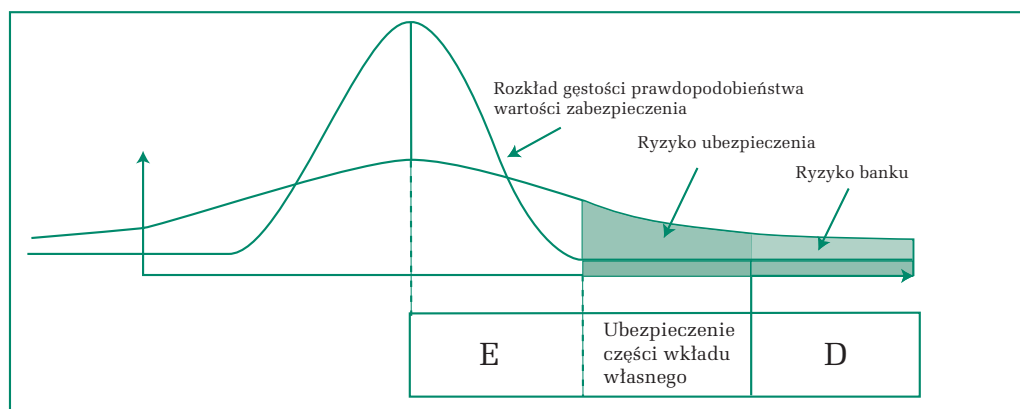
⁸ Z. Krysiak: *The property valuation data base system as an important tool in supporting strategic directions at development of real estate finance market in Poland*. Międzynarodowa konferencja „Preparing for integrated European real estate market”. Kraków 17-19 października 2003.

Schemat 2 Rozkład ryzyka przy finansowaniu nieruchomości między poszczególne podmioty



Źródło: Z. Krysiak, *Specyfika i kierunki modelowania ryzyka kredytowego wierzytelności hipotecznych*, op.cit., s.42

Schemat 3 Wielkość ryzyka przejmowanego przez bank i ubezpieczyciela w zależności od funkcji rozkładu gęstości prawdopodobieństwa wartości nieruchomości



Źródło: Z. Krysiak: *Specyfika i kierunki modelowania ryzyka kredytowego wierzycielności hipotecznych*, op.cit., s. 43

Schematy 2 i 3 uzasadniają potrzebę stosowania w wycenie nieruchomości podejścia spójnego z wyceną instrumentów finansowych, którą przeprowadza się poprzez szacowanie wartości nieruchomości, dyskontując strumienie dochodów przy użyciu stóp dyskontowych obliczanych na podstawie stóp zwrotu instrumentów finansowych z rynku kapitałowego⁹.

Kształtowanie się w czasie relacji wartości zabezpieczenia do zadłużenia (LTV) oraz jej zmienność przedstawione na schemacie 4 są podstawowymi wy-

znacznikami ryzyka kredytowego. Wspomniana relacja jako funkcja czasu będzie zależeć od¹⁰:

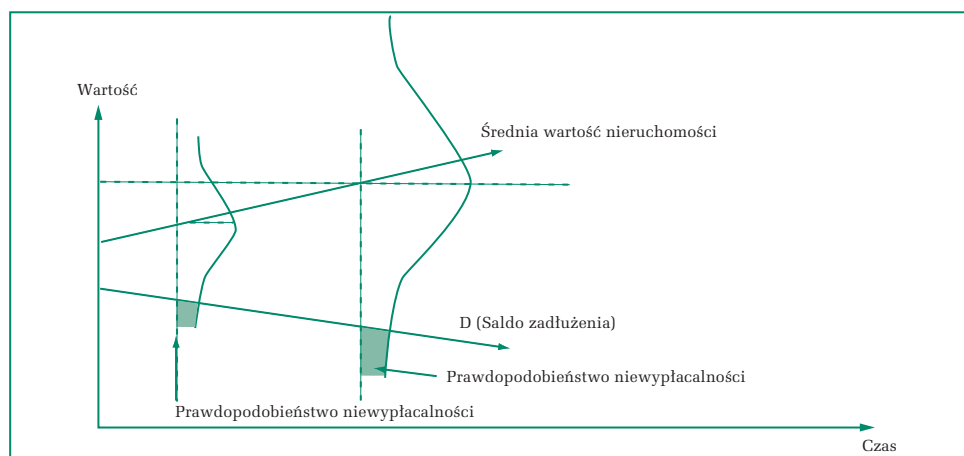
- kształtowania się dochodów kredytobiorcy i ich zmienności w czasie,
- poziomu stóp procentowych w czasie,
- wkładu własnego kredytobiorcy,
- kształtowania się cen nieruchomości i ich zmian w czasie.

Schemat 4 przedstawia zmianę ryzyka kredytowego w czasie, mierzonego powierzchnią pola pod krzywą

⁹ K. Jajuga, P. Cegielski: *Wyznaczanie stopy dyskontowej na potrzeby wyceny wartości rynkowej nieruchomości*. W: *Kluczowe zagadnienia wyceny nieruchomości dla kredytu hipotecznego*. Warszawa 2003 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

¹⁰ Z. Krysiak: *Przesłanki i kierunki rozwoju modelowania ryzyka kredytowego w obszarze finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce*. Konferencja naukowa Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu: *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, Szklarska Poręba 20–22 listopada 2003.

Schemat 4 Zmiana rozkładu wartości nieruchomości w czasie - prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnego kapitału jako miara ryzyka kredytowego



Źródło: Z. Krysiak: *Specyfika i kierunki modelowania ryzyka kredytowego wierzycielności hipotecznych*, op.cit., s. 44.

rozkładu gęstości prawdopodobieństwa wartości zabezpieczenia (PD – *probability of default*) poniżej poziomu zadłużenia (D – *debt*), które zależy od zachowania się wariacji w czasie. Pomiar ryzyka kredytowego, w tym wypadku jako ryzyka ujemnego kapitału, poprzez pomiar PD przypomina pomiar ryzyka kredytowego wyrażonego przez EDF (*expected default frequency*), stosowanego w modelu opcyjnym w podejściu stosowanym przez firmę KMV¹¹.

Prezentowany sposób modelowania ryzyka kredytowego przyczynia się do:

- rozwoju zarządzania ryzykiem na rynku finansowania nieruchomości,
- zwiększenia dostępu do danych umożliwiających prognozowanie zapotrzebowania na kredyty hipoteczne,
- skrócenia procesu podejmowania decyzji kredytowej,
- dopuszczenia kredytowania przy wyższym poziomie LTV,
- poprawy informacji o stanie prawnym nieruchomości,
- poprawy jakości wyceny nieruchomości,
- urealnienia wyznaczania wartości zabezpieczenia,
- ułatwienia rozwoju obrotu wierzytelnościami zabezpieczonymi hipotecznie.

5. Przegląd systemu ubezpieczeń ryzyka kredytowego w świecie

5.1. System ubezpieczeń w USA

Amerykański system hipoteczny wyraźnie dominuje nie tylko pod względem liczby, wartości i różnorodności

udzielonych kredytów, ale także z punktu widzenia stosowanych rozwiązań prawnych, finansowych i organizacyjnych. Także w zakresie ubezpieczeń kredytów hipotecznych USA mają największe doświadczenia oraz najwięcej sprawdzonych rozwiązań.

Pierwszym z rozwiązań jest tzw. system ewidencji rezerw i rozliczania składek instytucji sektora, Private Mortgage Insurance (PMI), który składa się z trzech składników. Pierwszy, zwany rezerwą ogólną, tworzony jest z mocy prawa w celu ochrony ubezpieczonych przed ryzykiem strat „katastroficznych”, mogących pojawić się w czasie poważnych kryzysów ekonomicznych. Tworzenie rezerwy polega na przekazywaniu na wyodrębniony fundusz składek otrzymanych z polis, których okres ważności upłynął. Środki zgromadzone na funduszu rezerwy ogólnej nie mogą być naruszone przez 10 lat, chyba że straty poniesione w danym roku kalendarzowym przekroczą 35% zapadłych składek. W okresach dobrej koniunktury suma środków rośnie. W czasach recesji wypłaty odszkodowań przewyższają wartość składek przekazywanych na konto rezerwy ogólnej. Drugim rodzajem rezerw tworzonych przez PMI są rezerwy na ryzyko strat związane z wypłatami odszkodowań oraz pokryciem strat poniesionych, ale nie ujawnionych. W czasie ważności danej polisy składki znajdują się na rachunku rezerw składek niezapadłych¹².

Drugim z systemów stosowanych w USA są ubezpieczenia na rynku pierwotnym kredytów hipotecznych. Rynek pierwotny kredytów zabezpieczonych hipotecznie bezpośrednio wiąże się ze sprzedażą produktów kredytowych klientom, tj. kredytobiorcom. Istot-

¹¹ Patrz szerzej na ten temat Z. Krysiak: *Zastosowanie opcyjnego modelu wyceny firmy do szacowania ryzyka kredytowego – uwarunkowania i szansa rozwoju w Polsce*. W: *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. Praca pod red. D. Zarzeckiego. Szczecin 2003 Fundacja na Rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego.

¹² D. Machała, M. Rogowski: *Produkty ubezpieczeniowe wspierające kredytowanie mieszkalnictwa hipotecznego – perspektywy i uwarunkowania ich wdrożenia w Polsce*. Warszawa 1999 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, s. 14.

Tabela 2 Porównanie zasad działalności PMI i FHA

	PMI	FHA
Forma prawna	Prywatna korporacja	Instytucja federalna
Grupa docelowa	Kredyty „konwencjonalne”*	Kredyty nie kwalifikujące się jako „konwencjonalne”
Możliwość wcześniejszego wypowiedzenia	Tak	Nie
Maksymalna kwota kredytu	Brak	240,000 \$
Cel statutowy	Osiągnięcie odpowiedniego zwrotu z kapitału akcjonariuszy	Organizacja non - profit, zwiększenie dostępności - specjalne programy dla niżej zarabiających, ograniczania dyskryminacji mniejszości
Maksymalny poziom LTV	Pow. 100%**	95-97%
Suma ubezpieczenia	Granica 20-30% kwoty kredytu	100% kwoty kredytu
Typ kredytu	W praktyce dowolne	Określone

*Kredyty konwencjonalne (*conventional*) – terminem tym określa się kredyty mające ubezpieczenie FHA lub gwarancje Administracji ds. Weteranów (Veteran Administration - VA).

** Na rynku można znaleźć ofertę kredytu o LTV >100%_f, co pozornie może wydawać się niemożliwe. Niektóre instytucje oferują jednak kredyty pozwalające na pokrycie oprócz zakupu nieruchomości także kosztów transakcyjnych oraz wielu innych drobnych zobowiązań klienta, które zostają zastąpione jednym kredytem hipotecznym.

Źródło: D. Machała, M. Rogowski: *Produkty ubezpieczeniowe wspierające kredytowanie mieszkalnictwa hipotecznego - perspektywy i uwarunkowania ich wdrożenia w Polsce*. Warszawa 1999 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

nym elementem tego rynku jest system ubezpieczeń kredytów hipotecznych oparty na grupie wyspecjalizowanych instytucji ubezpieczeniowych, jak Private Mortgage Insurer (PMI) oraz Federal Housing Administration (FHA). Produkty oferowane przez te instytucje są bardzo podobne (zwiększenie dostępności mieszkań poprzez ubezpieczenie ryzyka kredytowego w przypadku kiedy LTV przekracza 80%). Jednak instytucje te kierują swoją ofertę do odmiennych grup kredytobiorców, są zatem względem siebie komplementarne.

Jak wynika z tabeli 2, prywatny sektor ubezpieczeń kredytów hipotecznych oferuje produkt pozwalający na przejście jedynie części ryzyka kredytowego związanego z udzielanymi kredytami hipotecznymi, których wkład własny jest niższy niż 20%. Wysokość ubezpieczenia zależy od wkładu własnego kredytobiorcy określonego w większości przypadków na minimalnym poziomie 20%. Oznacza to, że w przypadku zaprzestania obsługi kredytu, ubezpieczyciel zobowiązuje się do pokrycia od 20% do 30% wartości zaciągniętego kredytu (zgodnie z umową kredytową i na mocy przejęcia praw do nieruchomości). Środki wypłacone przez ubezpieczyciela obejmują m.in.: niespłacony kapitał, zaległe naliczone odsetki, koszty prawne i administracyjne, ewentualne koszty utrzymania i remontu domu, prowizje zapłacone pośrednikom¹³. W związku z przejęciem części ryzyka kredytowego PMI pełnią funkcję instytucji kontrolujących standardy udzielania kredytów. Monitorują także lokalne i regionalne warunki ekonomiczne, mające bardzo duży wpływ na rynki nieruchomości.

Istotnym elementem każdej umowy kredytowej jest określenie przez kredytobiorcę rodzaju oraz sumy ubezpieczenia. Zależy od nich wielkość odszkodowania, które zostanie wypłacone po zakończeniu przejmowania praw do nieruchomości. W sytuacji, gdy kredytobiorca zaprzestaje obsługi kredytu, rozpoczyna się procedurę wypłaty odszkodowania. Zgodnie z obowiązującymi w USA standardami, ubezpieczyciel ma dwie możliwości realizacji zobowiązania. Może wypłacić odszkodowanie równe sumie roszczeń wykazanych we wniosku i przejąć prawa do nieruchomości lub zapłacić wynikającą z umowy część roszczeń (20-30%) bez przejmowania praw do nieruchomości¹⁴. Decyzja co do sposobu uregulowania zobowiązania wynika bezpośrednio z oszacowania możliwej do uzyskania ceny sprzedaży nieruchomości. Zależność jest prosta. Gdy oczekiwana wartość nieruchomości pomniejszona o koszty sprzedaży przekracza wypłacone odszkodowanie, wybrany zostanie wariant pierwszy, a w przeciwnym wypadku – wariant drugi. Jednocześnie gdy wskaźnik LTV spadnie poniżej 80%, np. w wyniku spłaty części zadłużenia, kredytobiorca może zostać zwolniony z kontynuowania ubezpieczenia. Powszech-

ną praktyką jest jednak stosowanie przez kredytodawców różnego rodzaju kar za przedterminową spłatę, np. w postaci dodatkowej opłaty. Jedynie kredyty ubezpieczone przez FHA lub gwarantowane przez VA mogą być spłacone przed terminem bez jakiegokolwiek opłaty, po spełnieniu określonych warunków, związanych m.in. z przekazaniem informacji o zamiarze przedterminowej spłaty.

Kredytobiorca zaciągający kredyt, dla którego wskaźnik LTV przekracza 80%, nie może wybrać firmy ubezpieczeniowej. Dzieje się tak dlatego, że większość kredytodawców ma stałe umowy z konkretnym ubezpieczycielem. Dlatego firmy ubezpieczeniowe przykładają dużą wagę do relacji z kredytodawcami. W wyniku tego powstają zupełnie nowe formy współpracy m.in.:¹⁵

- ubezpieczenia przepływów wspólnie z GSE,
- tworzenie podmiotów zależnych od instytucji bankowych, zajmujących się reasekuracją ryzyka PMI,
- wycena oparta na ryzyku (*risk-based pricing*),
- wycena oparta na wrażliwości na straty – różnica w stosunku do modelu opartego na ryzyku polega na wykorzystaniu faktycznych danych o wysokości ponoszonych strat zamiast strat oczekiwanych w związku z szacowanym ryzykiem,
- kontraktowe udzielanie kredytów – firma ubezpieczeniowa podejmuje decyzje o przyznaniu kredytu¹⁶.

Rozwój sektora PMI tylko częściowo wynikał z atrakcyjności oferowanego produktu. Do osiągnięcia obecnie zajmowanej pozycji w znacznym stopniu przyczynił się narzucony przez Fannie Mae warunek posiadania ubezpieczenia w przypadku, kiedy LTV przekracza 80%. Chcąc zachować możliwość sprzedaży kredytów Fannie Mae, kredytodawcy musieli zaakceptować wymagania tej instytucji.

Kolejnym rozwiązaniem są ubezpieczenia oferowane przez Federal Housing Administration (FMA). Instytucja ta umożliwiała kredytodawcom zawarcie umów ubezpieczeniowych w wypadku zaprzestania spłaty kredytu¹⁷. Ważnym skutkiem wprowadzenia gwarancji tego podmiotu było zwiększenie faktycznego zapotrzebowania na kredyty oraz znaczne zmniejszenie oszczędności potrzebnych wcześniej do zabezpieczenia kredytu. Z drugiej strony wydłużył się okres kredytowania (co uznawano za negatywny skutek funkcjonowania systemu gwarancji), który bazował na zaufaniu do przyszłego i stabilnego zaopatrzenia banku w kapitał z wkładów oszczędnościowych oraz możliwościach refinansowania się w ramach systemu FHLB (Federal Home Loan Banks). Ubezpieczenia kredytów mieszka-

¹⁵ Ibidem, s. 20.

¹⁶ Ibidem, s. 21.

¹⁷ Aby jeszcze bardziej zwiększyć popyt na własne mieszkanie, z programu gwarancji FHA wyjęto mieszkania budowane na wynajem oraz apartamenty, na które popyt zgłaszała tylko bogatsza część społeczeństwa.

¹³ Ibidem, s. 15.

¹⁴ Ibidem, s. 17.

Tabela 3 Rodzaje polis w ubezpieczeniach tytułu własności

Ubezpieczenie standardowe	Ubezpieczenie rozszerzone	Nie podlegają ubezpieczeniu
Wady wykryte w księgach wieczystych	Ubezpieczenie standardowe oraz wady wykrywalne poprzez:	Wady i obciążenia ujawnione w ewidencji
Falszerstwo dokumentów	- inspekcję nieruchomości, włączając nieujawnione prawa posiadania,	Wady znane nabywcy
Zdolność prawna strony zbywającej	- sprawdzenie zgodności cech fizycznych nieruchomości,	Zmiany sposobu użytkowania nieruchomości wprowadzone przez przepisy o zagospodarowaniu przestrzennym
Nieprawidłowy stan cywilny	- niezarejestrowane obciążenia, o których właściciel nie wie	
Nieprawidłowo przekazany akt prawny		

Źródło: D. Machata, M. Rogowski: *Produkty ubezpieczeniowe wspierające kredytowanie mieszkalnictwa hipotecznego - perspektywy i uwarunkowania ich wdrożenia w Polsce*. Warszawa 1999 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

niowych oferowane są w ramach wielu programów, z których najważniejszy jest program skierowany do nabywców domów jednorodzinnych. W przeciwieństwie do systemu PMI, FHA oferuje ubezpieczenie, w którym kredytodawca po przeprowadzeniu windykacji i uzyskaniu tytułu do nieruchomości sprzedaje ją po cenie niższej aniżeli wartość udzielonego kredytu.

Składki zbierane przez FHA trafiają do specjalnego funduszu, który od 1934 r. jest finansowo samowystarczalny. Oznacza to, że zbierane składki pozwalają na pokrycie wypłacanych odszkodowań i kosztów operacyjnych.

Dla rynku amerykańskiego charakterystyczny jest bardzo silnie rozwinięty wtórny rynek hipoteczny, na którym następuje sprzedaż wcześniej udzielonych kredytów hipotecznych. Dominującą pozycję na wtórnym rynku mają trzy instytucje: Fannie Mae, Freddie Mac oraz Ginnie Mae¹⁸, które cieszą się dużym zaufaniem inwestorów. Działalność tych podmiotów polega na skupowaniu z rynku odpowiednio zgrupowanych pul wierzycelności hipotecznych, spełniających odpowiednie standardy, a następnie emitowaniu opartych na nich papierów dłużnych, zwanych Mortgage Backed Securities. Taki mechanizm obrotu wierzycelnościami hipotecznymi nosi nazwę sekurytyzacji. Ponadto instytucje te ubezpieczają płatności sekurytyzowanych przez siebie aktywów.

Podstawowym i najbardziej powszechnym rodzajem ubezpieczenia dostępnym w tym segmencie rynku hipotecznego jest ubezpieczenie przepływów finansowych z puli kredytów stanowiącej zabezpieczenie emisji MBS (*pool insurance lub cash flow insurance*)¹⁹. Inwestor otrzymuje gwarancję terminowych płatności kapitału i odsetek, bez względu na to, czy stanowiące źródło przepływów aktywa generują przewidywane przepływy.

Na rynku amerykańskim często wprowadza się wymóg udzielania ubezpieczenia tytułu własności (*title insurance*). Umowy tego typu obejmują wypłatę odszkodowań na rzecz ubezpieczającego, wynikających z wad tytułu do nieruchomości. W momencie, gdy ubezpieczyciel, zgodnie z zapisami umowy ubezpieczeniowej, zostaje zobowiązany, rozpoczyna się weryfikacja zapisów w księgach wieczystych. W przypadku braku wątpliwości co do danego tytułu zobowiązuje się do ubezpieczenia od określonych wad prawnych. Rodzaje tych wad w zależności od typu polisy zostały wymienione w tabeli 3.

5.2. Kanadyjski system ubezpieczeń

W przeciwieństwie do USA, którego rynek opiera się na licznej grupie kredytodawców hipotecznych, Kanada ma zwarty system oparty jedynie na kilku dużych bankach. Ponad 90% kredytów hipotecznych pozostaje w bilansach instytucji kredytujących. Nieznaczna część wierzycelności jest sprzedawana na rynku wtórnym i sekurytyzowana.

Według kanadyjskiego prawa bankowego, wszystkie kredyty hipoteczne, których LTV przekracza 75%, muszą zostać ubezpieczone w państwowej agencji finansowania budownictwa mieszkaniowego bądź w jednej z kilku prywatnych instytucji ubezpieczeniowych. Specjalnie powołana agencja rządu centralnego (CMHC) zajmuje się ubezpieczaniem wierzycelności hipotecznych refinansujących budownictwo mieszkaniowe (nowych zasobów od 1950 r., a już istniejących od 1960 r.). Program rządowy oferuje 100-procentowe zabezpieczenie indywidualnych kredytów.

Składki ubezpieczeniowe płacone są w Kanadzie na koniec obowiązywania kredytu (w USA płatności dokonywane są rocznie, a ostatnio coraz częściej w systemie miesięcznym). Wysokość składki zależy od wskaźnika LTV. Ubezpieczenia udzielane są na zabezpieczenie kredytów służących refinansowaniu kosztów

¹⁸ Patrz szerzej Ł. Reksa: *Hipoteczna pułapka*. „Gazeta Bankowa” nr 15 (755) z 14 kwietnia 2003 oraz Ł. Reksa: *Listami zbudowane*. „Bank” nr 3 (126), marzec 2003.

¹⁹ Ibidem, s. 22.

nieruchomości, spłaty innego zadłużenia oraz przejęcia prawa własności lub najmu nieruchomości.

Na rynku kanadyjskim w latach 70. i 80. XX w. funkcjonowało kilka prywatnych instytucji zajmujących się ubezpieczeniem wiarytelności hipotecznych. Znaczna przewaga rynkowa państwowej agencji ubezpieczeniowej uniemożliwiła jednak efektywną konkurencję prywatnym podmiotom. Stąd też w 1996 r. zakończył działalność ostatni krajowy, prywatny ubezpieczyciel. W 1998 r. spółka utworzona przez GE Capital Corporation wznowiła działalność ubezpieczeniową na rynku kanadyjskim.

Podobnie jak w USA także w Kanadzie rozwinął się system rezerw. Rezerwy służą m.in. pokryciu strat poniesionych, ale nieujawnionych. Są to tzw. składki z polis ubezpieczeniowych, które nie zapadały. Wymóg tworzenia rezerw (są ich dwa rodzaje, tzw. *case basis* – podstawowe, i „INBR” – Incurred but Not Reported, dla zdarzeń, które wystąpiły, ale nie zostały zarejestrowane) wynika z podstawowych regulacji rynku ubezpieczeń. Rezerwy *case basis* tworzy ubezpieczyciel. Mają one postać specjalnego rachunku rezerw, na którym lokowane są części składek od ubezpieczeń kredytów, których okres przedawnienia spłaty przekroczył 3 miesiące. Rezerwy INBR tworzone są na podstawie danych statystycznych gromadzonych na rynku.

5.3. Ubezpieczenia w Niemczech

W Niemczech nie istnieje, formalnie rzecz biorąc, żaden system ubezpieczeń kredytów hipotecznych. Wynika to z faktu, że dominującą pozycję w strukturze udzielania kredytów hipotecznych zajmują wyspecjalizowane banki hipoteczne. Instytucje te podlegają bardzo rygorystycznym przepisom prawnym, regulującym ich działalność. Ustalona jest np. granica finansowania nieruchomości kredytem hipotecznym na poziomie średnio 60%, a w pojedynczych przypadkach do 80%. Ponadto ryzyko kredytowe ograniczają konserwatywne zasady wyceny nieruchomości. Z tego względu jakość udzielanych kredytów, a jednocześnie ich zabezpieczeń jest wysoka. System bankowy nie odczuwa więc potrzeby stosowania dodatkowych, zewnętrznych technik ubezpieczenia wiarytelności.

Ponadto niemieccy ubezpieczyciele są mocno przekonani o kolektywnym charakterze ryzyka kredytowego. Oznacza to, że jego występowanie nie ogranicza się do indywidualnych przypadków, ale dotyczy określonych zjawisk, np. wzrostu bezrobocia, zmiany preferencji ludności. Niechęć do wprowadzenia systemu ubezpieczeń kredytów hipotecznych może też wynikać z obawy, że mogłoby to zachęcić kredytodawców do podejmowania bardziej ryzykownej działalności, a zwiększone ryzyko kredytowe zostałyby przerzucone na instytucję ubezpieczeniową.

5.4. Rozwiązania francuskie

We Francji powstał bardzo nietypowy system ubezpieczeń na rynku wiarytelności hipotecznych, oparty na jednej instytucji zwanej Credit Longement. Ubezpiecza ona do 100% kwoty kredytu. System ten jest przede wszystkim alternatywą wobec drogiego systemu rejestracji zabezpieczenia hipotecznego, natomiast nie zwiększa liczby mieszkań. W tym sensie rozwiązanie to jest interesujące dla polskiego rynku hipotecznego²⁰.

Specyficznym rodzajem ubezpieczenia kredytobiorców na wypadek niezdolności do pracy lub w razie śmierci są grupowe kontrakty ubezpieczeniowe, negocjowane pomiędzy kredytodawcami a firmami ubezpieczeniowymi. Ubezpieczenia takie mogą mieć charakter dobrowolny lub obowiązkowy. Dwa podstawowe rodzaje ryzyka ubezpieczane w tego typu kontraktach to ryzyko utraty zdrowia lub życia i ryzyko utraty zatrudnienia. Składki pobierane są okresowo w formie płatności ryczałtowych lub jako określona stawka procentowa.

Za jednorazową płatność (składkę) w wysokości 2% wartości ubezpieczonego kredytu, Credit Longement oferuje 100-procentowe zabezpieczenie. Należy jednocześnie pamiętać, że w momencie ubezpieczenia kredyt nie jest rejestrowany w księgach wieczystych (nie jest ustanawiana hipoteka). Ubezpieczenie jest wykorzystywane jako alternatywa wobec wpisów wieczystoksięgowych (co we Francji jest procesem kosztownym i czasochłonnym). Celem zabezpieczenia kredytu przez Credit Longement jest więc także ochrona przed ryzykiem braku zabezpieczenia w postaci hipoteki. Korzystanie z ubezpieczenia w CL jest również korzystne dla banków, ponieważ dzięki temu znacznie zmniejszają wymagania kapitałowe. Kredyty hipoteczne, które zostały obciążone hipoteką, są obciążone 50-procentową wagą ryzyka, a wiarytelności mające zabezpieczenie w CL jedynie 20-procentową.

Wskaźnik LTV ubezpieczonych kredytów nie przekracza 90%, jednak jakość wiarytelności jest bardzo wysoka, co gwarantuje stosunkowo wysokie bezpieczeństwo.

5.5. Ubezpieczenia w Wielkiej Brytanii

Wielka Brytania rozwinęła system ubezpieczeń wiarytelności hipotecznych, podobny do rozwiązań stosowanych w USA, w szczególności do systemu PMI. Jednak w przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych brytyjskich produktów ubezpieczeniowych nie oferują wyspecjalizowane instytucje ubezpieczeniowe. Ponadto odprowadzane składki muszą zostać zapłacone przez kredytobiorcę w momencie wypłaty kredytu. Składki te są wysokie i wynoszą od 3,5% gdy LTV wynosi 80% – 90% aż do 7% w przypadku, gdy LTV przekracza 95%.

²⁰ Ibidem, s. 28.

Brytyjski rynek mieszkaniowy zdominowały towarzystwa budowlane (Building Societies), które gromadzą oszczędności ludności i udzielają na ich bazie kredytów na cele mieszkaniowe. Towarzystwa budowlane przejmują część prac administracyjnych związanych z udzieleniem ubezpieczenia. W przypadku poniesienia strat w wyniku zaprzestania obsługi kredytu towarzystwo wysyła firmie ubezpieczeniowej zawiadomienie o wysokości strat. Z punktu widzenia kredytobiorcy system ma jedną istotną zaletę. W przypadku zaprzestania spłat bank przeprowadza windykację, przejmuje prawa do nieruchomości oraz sprzedaje ją. Straty kredytobiorcy są ograniczone do wysokości wkładu własnego oraz ewentualnych inwestycji remontowych i modernizacyjnych.

Instytucje ubezpieczeniowe dostarczają swoje produkty przede wszystkim towarzystwom budowlanym udzielającym kredytów hipotecznych. Stosowane zabezpieczenia dotyczą tych wierzytelności, dla których wskaźnik LTV waha się od 75% do 80% (maksymalna wartość to 95%). Wysokość składki również zależy od LTV. Opłacana jest na koniec okresu kredytowania. Podobnie jak w Kanadzie nie występują tutaj specyficzne regulacje prawne, które bezpośrednio dotyczyłyby rynku ubezpieczeń hipotecznych.

5.6. System w Szwecji

Szwedzki system kredytów hipotecznych opiera się na kilku instytucjach hipotecznych (głównie bankach), które udzielają kredytów do 75% wysokości wskaźnika LTV. Finansowanie następuje przez emisję szwedzkiego odpowiednika listów zastawnych (wierzytelności hipoteczne są bowiem utrzymywane w bilansie banków). Ubezpieczeń wierzytelności hipotecznych dostarcza w Szwecji jedna agencja należąca do rządu centralnego (Swedish National Housing Credit Guaranty Board – BKN). System ten jest mocno zautomatyzowany. Co pewien czas BKN otrzymuje raport o kredytach udzielonych w danym okresie. Instytucja ta następnie automatycznie dokonuje pełnego ubezpieczenia. Większość zabezpieczonych kredytów jest przeznaczona na nowe budownictwo. Coraz powszechniej jednak zabezpieczane są te wierzytelności, które służą odnowieniu istniejących już zasobów. Podobnie jak we wszystkich przedstawionych rozwiązaniach ubezpieczenie obejmuje kapitał, odsetki oraz koszty egzekucji (prawne i administracyjne).

6. Rozwiązania istniejące w Polsce

Wielu rozwiązań zaprezentowanych powyżej nie stosuje się w naszym kraju. Należy jednak pamiętać, że m.in. ze względu na odmienne uwarunkowania prawne i instytucjonalne w Polsce rozwinęły się inne, ale nadal

niesatysfakcjonujące sposoby wykorzystania systemów ubezpieczeniowych na rynku wierzytelności hipotecznych. Stosuje się ubezpieczenia przejściowe, które pozwalają zabezpieczyć pozycję kredytodawcy od momentu podpisania umowy kredytowej do chwili, w której zostanie ustanowione docelowe zabezpieczenie w postaci prawomocnego wpisu hipotecznego w księdze wieczystej. Taka konstrukcja produktu ubezpieczeniowego czyni go podobnym do rozwiązań systemowych stosowanych w USA. Z jednej strony ubezpieczenie pozwala na redukcję ryzyka kredytowego i przerzucenie jego części na ubezpieczyciela (przeprowadzenia windykacji, następnie egzekucji przechodzi na instytucję ubezpieczeniową w całej wartości niespłaconego zadłużenia, narosłych odsetek i pozostałych kosztów). Z drugiej strony umożliwia przeniesienie ryzyka nieefektywnego systemu ewidencji w księgach wieczystych lub ewentualnych wad prawnych zabezpieczenia, co ma cechy wspólne z amerykańskim ubezpieczeniem tytułu własności. Produkt ten jest jednak specyficzny dla Polski i powstał jako odpowiedź na ograniczenia wynikające z nieefektywnego systemu ewidencji i rejestracji zapisów w księgach wieczystych. Ponadto wykorzystywane jest ubezpieczenie wkładu własnego umożliwiające powiększenie kwoty kredytu powyżej 80%, a nawet 90% wartości nieruchomości (zabezpieczenia). Wzrost znaczenia obydwu typów stosowanych w naszym kraju ubezpieczeń wskazuje na bardzo duże zainteresowanie tymi produktami.

Istnieją jednocześnie kilka podstawowych barier rozwoju ubezpieczeń w Polsce. Są to:

- duże trudności z rejestracją wpisów hipotecznych,
- niska instytucjonalizacja czynności związanych z obsługą rynku hipotecznego (banki wykonują *gros* czynności związanych z udzieleniem, wypłatą, obsługą, monitoringiem, windykacją i egzekucją praw wynikających z posiadanych zabezpieczeń),
- brak podstaw prawnych oraz instytucjonalnych rozwoju wtórnego rynku hipotecznego.

Nie oznacza to jednak, że ubezpieczenia finansowe związane z rynkiem hipotecznym nie mogą się rozwijać. Przeciwnie, rynek mieszkaniowy, stojący u progu szybkiego rozwoju, potrzebuje wsparcia poprzez różne inicjatywy finansowe, koncepcyjne, legislacyjne. Jedną z takich inicjatyw może okazać się dostosowany do polskich warunków system ubezpieczeń kredytów związanych z finansowaniem mieszkalnictwa.

7. Przestanki rozwoju systemu ubezpieczeń hipotecznych w Polsce

Można wymienić wiele czynników mających zasadniczy wpływ na stworzenie efektywnego systemu ubez-

pieczęć kredytów hipotecznych. Do najważniejszych z nich należą²¹:

- jakość zabezpieczenia hipotecznego,
- bezpiecznie i efektywnie funkcjonujący system bankowy,
- sprzyjający system regulacji prawnych,
- solidne, bezpieczne zasady udzielania kredytów,
- wymiana danych historycznych oraz dane kredytowe,
- odpowiedni rozmiar rynku i liczba transakcji.

Pomimo dużego zróżnicowania sposobów prowadzenia systemu ubezpieczeń wierzycielności hipotecznych we wszystkich krajach można zauważyć kilka podstawowych prawidłowości:

- 1) tworzenie systemu rezerw opartych na pewnym kwantyfikowanym ryzyku,
- 2) uzależnienie wysokości składki o poziomie wskaźnika LTV,
- 3) silne oparcie w prawie upadłościowym i egzekucji praw z tytułu zabezpieczenia kredytu,
- 4) rozróżnienie między ryzykiem związanym z nieruchomością a ryzykiem praw do tej nieruchomości,
- 5) występowanie ustawowych wymogów dokonania ubezpieczenia wierzycielności hipotecznych w przypadku, gdy wskaźnik LTV przekroczy określony poziom,
- 6) pokrycie ryzyka ubezpieczeniem dotyczy indywidualnych zdarzeń i wydarzeń o charakterze ekonomicznym (zarówno regionalnym, jak i krajowym).

Działalność ubezpieczeniowa na rynku wierzycielności hipotecznych oraz ryzyko z nią związane mają charakter długotrwały (ze względu na długi termin kredytowania hipotecznego) oraz w dużym stopniu zależą od polityki ekonomicznej państwa.

Po analizie konkretnych rozwiązań stosowanych w krajach Europy Zachodniej oraz USA i Kanady wciąż otwarte pozostaje pytanie o kierunek rozwoju rynku ubezpieczeń wierzycielności hipotecznych w Polsce. Zbyt mało zainteresowania, poświęca się zagadnieniom ujemnego kapitału oraz ryzyka z tytułu utraty dochodów. W przeciwieństwie chociażby do USA, gdzie odpowiednie zarządzanie tym ryzykiem ma krytyczne znaczenie dla pierwotnego i wtórnego rynku hipotecznego, w Polsce wciąż występuje znaczny niedobór w tym zakresie. Stąd też wypracowanie pewnych technik pozwalających na modelowanie, a następnie zarządzanie i w rezultacie redukcję tego ryzyka może mieć podstawowe znaczenie dla rozwoju rynku wierzycielności hipotecznych. Środkiem do osiągnięcia tego celu mogą okazać się ubezpieczenia chroniące kredytodawcę na wypadek utraty dochodu.

8. Propozycje rozwiązań systemowych w Polsce

Specyfika polskiego rynku wierzycielności hipotecznych skłania do prezentacji kilku głównych czynników, których zmiana może istotnie przyczynić się do zwiększenia udziału ubezpieczeń w sektorze kredytowania hipotecznego. Pozwoli to na wydatne ustabilizowanie tego rynku i zwiększenie poziomu bezpieczeństwa. Można wyróżnić cztery podstawowe obszary zainteresowań teoretyków i praktyków rynkowych. Możemy do nich zaliczyć rozwiązania o charakterze produktowym. Wypracowanie stosunkowo szerokiej, a jednocześnie wystandaryzowanej gamy produktów pozwoli na skuteczną ochronę kredytodawców i jednocześnie zwiększenie dostępności oferty kredytowej. Należy tutaj wyróżnić²²:

- ubezpieczenie wkładu własnego, pozwalające na redukcję ryzyka z tytułu ujemnego kapitału,
 - kredyt z okresowym ubezpieczeniem rat spłaty,
 - kredyt z ubezpieczeniem na wypadek utraty zatrudnienia,
 - ubezpieczenie do wysokości kredytu na wypadek przewlekłej choroby, niezdolności do pracy, kalektwa lub śmierci,
 - kredyty powiązane z ubezpieczeniem typu inwestycyjnego,
 - ubezpieczenie na życie z cesją na rzecz banku,
 - ubezpieczenie przed spadkiem cen nieruchomości.
- Należy też stworzyć odpowiednie modele statystyczne wspomagające proces wyceny nieruchomości jako przedmiotu kredytowania i zabezpieczenia oraz umożliwiające przewidywanie kształtowania się dochodu kredytobiorców w czasie trwania umowy kredytowej.

Trzecim obszarem zainteresowań powinny być rozwiązania o charakterze instytucjonalnym, polegające na tworzeniu nowych instytucji typu SPV oraz funduszy gwarancyjnych, a także udostępnienie brokerom kredytowym danych z Biura Informacji Kredytowej oraz koordynowanie przez nich procesu kredytowania.

Czwarty obszar wiąże się z procesem kredytowym i transferem wierzycielności z rynku pierwotnego na rynek wtórny, który stworzyłby przesłanki stabilnego i dobrze funkcjonującego systemu.

Na skutek licznych zmian kształtowałyby się pożądana struktura, w której banki odpowiadałyby za finansowanie rynku nieruchomości, a firmy ubezpieczeniowe przejmowałyby od banków części ryzyka związanego z tym typem działalności. Doprowadziłyby to do rozwoju i umocnienia pozycji rzeczoznawców majątkowych, określających wartość nieruchomości w celu wykorzystania jej jako zabezpieczenia. Dzięki ubezpieczeniu portfeli kredytów hipotecznych łatwiej będzie wprowadzić do obrotu papiery wartościowe (obligacje

²¹ D. Machała, M. Rogowski: *Produkty ubezpieczeniowe wspierające kredytowanie mieszkalnictwa hipotecznego – perspektywy i uwarunkowania ich wdrożenia w Polsce*. Warszawa 1999 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

²² Ibidem, s. 43.

hipoteczne) emitowane przez banki i zabezpieczane na portfelach kredytów mieszkaniowych oraz stworzyć w Polsce wtórny rynek wierzytelności hipotecznych.

Rynek wtórny dałby bardzo duże możliwości inwestycyjne funduszom emerytalnym, funduszom inwestycyjnym, a także firmom ubezpieczeniowym.

Bibliografia

1. F.R. Blood: *A Brief Overview of Mortgage Insurance in Other Countries*. USAID marzec 1998.
2. F.R. Blood: *Prospective Role of Mortgage Insurance in Support of Housing Finance in Poland*. Washington wrzesień 1998 The Urban Institute.
3. R. Blood: *Mortgage Default Insurance: Credit Enhancement for Homeownership*. Housing Finance International 16 (1), s. 49-59.
4. M. Bryx: *Finansowanie inwestycji mieszkaniowych*. Warszawa 2001 Poltex.
5. R. Buckley: *Housing Finance in Transition Economies: Its Role in Poverty Alleviation and Private Sector Development*. Międzynarodowa konferencja w Wilnie, 18 października 2001.
6. R. Buckley, G. Karaguishiyeva, R. van Order, L. Vecvagare: *Comparing Mortgage Credit Risk Policies: An Options Based Approach*. World Bank Policy Research Working Paper 3047 maj 2003.
7. European Mortgage Federation: *Mortgage-Related Insurance in Europe*. Brussels 1998.
8. F.J. Fabozzi, F. Modigliani: *Mortgage backed securities market*, Harvard Business School Press, USA 1992.
9. W.E. Gaddy Jr, R.E. Hart: *Real Estate Fundamentals*. Real Estate Education Company 1996.
10. K. Jajuga, P. Cegielski: *Wyznaczanie stopy dyskontowej na potrzeby wyceny wartości rynkowej nieruchomości. W: Kluczowe zagadnienia wyceny nieruchomości dla kredytu hipotecznego*. Warszawa 2003 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.
11. D. Liu: *Exporting Mortgage Insurance Beyond the United States*. Housing Finance International, s. 32-41.
12. Z. Krysiak: *Oprocentowanie kredytu elementem gry konkurencyjnej ofert bankowych*. Warszawa 2001 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego. „Zeszyt Hipoteczny” nr 10, s. 32.
13. Z. Krysiak: *Sektor kredytów hipotecznych i jego znaczenie na rynkach rozwijających się*. Międzynarodowa konferencja KDPW: Innowacje na światowych rynkach finansowych – 2002, Warszawa 17–18 września 2002.
14. Z. Krysiak: *Sektor kredytów hipotecznych i jego znaczenie na emerging markets*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 6/150/2003, s. 28.
15. Z. Krysiak: *Rola instrumentów finansowych w rozwoju rynku nieruchomości*. Forum Gospodarcze Polski Rynek Nieruchomości 2003, Zakopane, 25-27 czerwca 2003 r.
16. Z. Krysiak: *The property valuation data base system as an important tool in supporting strategic directions at development of real estate finance market in Poland*. Międzynarodowa konferencja Kraków, 17-19 października 2003 r.
17. Z. Krysiak, M. Wydra: *Nowe sposoby finansowania nieruchomości. Wtórny rynek wierzytelności hipotecznych*. Warszawa lipiec-sierpień 2003 r. „Asekuracja i Finanse”.
18. Z. Krysiak: *Specyfika i kierunki modelowania ryzyka kredytowego wierzytelności hipotecznych*. W: *Zarządzanie ryzykiem kredytowym wierzytelności hipotecznych*. Praca zbiorowa pod red. naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka. Warszawa 2004 Związek Banków Polskich.
19. Z. Krysiak, P. Meluch: *W stronę bezpieczeństwa*. „Bank” nr 2 (137) /2004 r.
20. Z. Krysiak: *Secondary Mortgage Market Development in Poland – our approach*. Międzynarodowa konferencja PFS (USAID): Celebrating Success and Moving Forward, 4 marca 2004 r.
21. Z. Krysiak: *Uwarunkowania i możliwości rozwoju rynku finansowania nieruchomości w Polsce*. Konferencja ZBP, Bazy danych i zarządzanie ryzykiem na rynku finansowania nieruchomości - współpraca pomiędzy instytucjami finansowymi a uczestnikami rynku nieruchomości. Warszawa 12 marca 2004 r.
22. Z. Krysiak: *Szacowanie ryzyka kredytowego firm budowlanych z wykorzystaniem modelu opcyjnego*. W: *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych*. Praca zbiorowa pod red. naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka. Warszawa 2004 Związek Banków Polskich.
23. Z. Krysiak: *Uwarunkowania rozwoju scoringu kredytów hipotecznych*. Konferencja ZBP: Scoring kredytów hipotecznych, Warszawa 7 kwietnia 2004 r.
24. Z. Krysiak: *Rozwój rynku finansowania nieruchomości a rola zarządzania ryzykiem kredytowym – baza AMRON*. Warszawa ZBP 21 kwietnia 2004 r.

25. Z. Krysiak: *Rynek finansowania nieruchomości – szanse i zagrożenia*. III Forum Kredytu Hipotecznego, Stare Jabłonki 19 maja 2004.
26. Z. Krysiak: *Szacowanie zabezpieczenia kredytu jako podstawa zarządzania ryzykiem w rozwoju efektywnego rynku finansowania nieruchomości*. W: *Analiza i modelowanie rynku nieruchomości na potrzeby wyceny*. Praca pod red. naukową S. Żróbek. Olsztyn 2004 Studia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Journal of the Polish Real Estate Scientific Society, vol. 12 nr 1.
27. Z. Krysiak: *Perspektywy, uwarunkowania i możliwości finansowania rynku nieruchomości przez instytucje finansowe*. Konferencja nieruchomości, Szczecin październik 2004 r.
28. Z. Krysiak: *Modelowanie ryzyka kredytowego wierzytelności hipotecznych*. W: *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*. Praca pod red. nauką K. Jajugi i W. Ronka-Chmielowiec. Wrocław 2004 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Prace Naukowe AE nr 1037, tom 1.
29. Z. Krysiak: *Nowoczesne instrumenty finansowania nieruchomości – przegląd i ocena efektywności*. „Świat Nieruchomości” nr 47/48.
31. Z. Krysiak: *Mortgage Market as a Strategic Area of Banking System Development in the Central and Eastern European Countries*. Annual Retail Banking Forum in Enlarging Europe, Praga wrzesień 2004 r.
31. Z. Krysiak: *New Europe Secondary Mortgage Market in the Light of the EU Enlargement*. Międzynarodowa konferencja: Refinancing Mortgage Loan Portfolio – Establishing Secondary Mortgage Market in CEE&SEE, Praga 7–9 lutego 2005 r.
32. Z. Krysiak: *Real Estate Price Index and Credit Risk Modeling*. Międzynarodowa konferencja USAID: Southeast Europe Mortgage Finance. Praga, Sofia 22-24 lutego 2005 r.
33. J. Łaszek: *Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce – Stan i perspektywy rozwoju*. Warszawa 2004 Oficyna Wydawnicza SGH, Monografie i Opracowania nr 525.
34. D. Machała, M. Rogowski: *Produkty ubezpieczeniowe wspierające kredytowanie mieszkalnictwa hipotecznego – perspektywy i uwarunkowania ich wdrożenia w Polsce*. Warszawa 1999 Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.
35. Ł. Reksa: *System ksiąg wieczystych w Polsce*. Magazyn Finansowy „Prawa i Gospodarki” nr 169 (1391) z 22.07.2002 r.
36. Ł. Reksa: *Bariery rozwoju listów zastawnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 10/2002.
37. Ł. Reksa: *Szuflady sekurytyzacji*. „Gazeta Bankowa” nr 1 (793) z 5 stycznia 2004 r.
38. Ł. Reksa: *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*. „Bank i Kredyt” nr 2/2004.
39. Ł. Reksa: *Pojemność rynkowa ryzyka kredytowego w relacji do kapitału instytucji finansowych i potencjału gospodarki – doświadczenia amerykańskie*. W: *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych*. Praca zbiorowa pod red. naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka, Warszawa 2004 Związek Banków Polskich.
40. Ł. Reksa: *Listy zastawne czy MBS*. Magazyn Finansowy „Prawa i Gospodarki” nr 145 (1367) z 24.06.2002 r.
41. Ł. Reksa: *Hipoteczna pułapka*. „Gazeta Bankowa” nr 15 (755) z 14 kwietnia 2003 r.
42. Ł. Reksa: *Listami zbudowane*. „Bank” nr 3 (126), marzec 2003 r.
43. Ł. Reksa: *System ksiąg wieczystych w Polsce*. Magazyn Finansowy „Prawa i Gospodarki” nr 169 (1391) z 22.07.2002 r.
44. Ł. Reksa: *Sekurytyzacja po polsku*. „Bank” nr 10 (133), październik 2003 r.
45. *Ryzyko kredytowe wierzytelności hipotecznych*. Praca zbiorowa pod red. naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka. Warszawa kwiecień 2004 r. Związek Banków Polskich.
46. *Zarządzanie ryzykiem kredytowym wierzytelności hipotecznych*. Praca zbiorowa pod red. naukową K. Jajugi i Z. Krysiaka. Warszawa 2004 Związek Banków Polskich.

Wpływ rozwiązań zwyczajowych na funkcjonowanie islamskich banków komercyjnych

Andrzej Buszko

Rozwój wielu islamskich instytucji finansowych odbywa się w dużej mierze pod silnym wpływem prawa koranicznego. Wiele państw, w tym m.in. Indonezja (największy pod względem ludności kraj muzułmański), a także Iran, Malezja, Pakistan, Sudan, Turcja, Emiraty Arabskie, wprowadziło zasady prawa islamskiego do działalności banków komercyjnych. W dużej mierze opierają się one na akceptowaniu tradycyjnych rozwiązań, wynikających ze specyfiki kulturowej państw muzułmańskich (Warde, 2000). W islamskich bankach komercyjnych wykształciły się dwa odrębne nurty. Pierwszy wykorzystuje w szerokim zakresie rozwiązania prawa koranicznego i koncentruje się na obsłudze obrotów między państwami islamskimi. Banki tego rodzaju w mniejszym stopniu uczestniczą i pośredniczą w transakcjach z innymi krajami. Drugi nurt obejmuje także współpracę z pozostałymi państwami i z tego względu banki funkcjonujące w krajach arabskich wprowadziły rozwiązania zbliżone z tymi, które stosuje się w gospodarce rynkowej (Lewis, Mervyn, Latifa, 2001). Obecnie szacuje się, że pierwszy nurt obejmuje 160 instytucji, które dysponują aktywami na poziomie 2,1 bln USD i prowadzą działalność w 43 krajach. Drugi nurt dotyczy większej grupy instytucji – około 180 posiadającej aktywa w kwocie nieprzekraczającej 5,9 bln USD (Khan, 2004). Zdaniem Y. Marouna, pod wpływem rozbieżności kulturowej, politycznej i gospodarczej, pomiędzy państwami Europy Zachodniej i USA a krajami muzułmańskimi będzie dochodzić do dalszej regionalizacji współpracy. Państwa muzułmańskie chętniej będą współpracować ze sobą i w konsekwencji ograniczeniu ulegną kontakty z pozostałymi centrami gospodarczymi (Maroun, 2002). Wynika z te-

go możliwość funkcjonowania wyizolowanej grupy instytucji finansowych, dysponujących dużymi kapitałami i skoncentrowanych na obrotach podmiotów islamskich. Przyjmując nadrzędność prawa koranicznego, powyższe instytucje mogą wspierać działania separatystyczne. Problem ten staje się aktualny zwłaszcza w świetle wojny w Iraku oraz zamachów wrześniowych w USA. Ponadto należy uwzględnić fakt istnienia diaspory muzułmańskiej, zwłaszcza w krajach Europy Zachodniej, która chętniej wykorzystuje znane rozwiązania, zbliżone z własną tradycją kulturową. Ewentualne przyłączenie Turcji do Unii Europejskiej doprowadzi także do zwrócenia większej uwagi na zasady działania islamskich instytucji finansowych.

Celem artykułu jest przedstawienie typowych zasad działania islamskich banków komercyjnych, wykorzystujących rozwiązania opierające się na prawie koranicznym, i wskazania na odrębności w odniesieniu do rozwiązań gospodarki rynkowej. W pracy oparto się na analizie materiałów Banku Światowego, w tym przede wszystkim publikacji D. El-Hawary, W. Grais oraz Z. Igbala pt. *Regulating Islamic Financial Institutions*.

Uwarunkowania formalnoprawne funkcjonowania banków w państwach islamskich

W gospodarce rynkowej, a taka istnieje w krajach muzułmańskich, przy jednocześnie postępującej globalizacji wzrasta znaczenie wszelkich uwarunkowań, w tym także formalnych, działania instytucji finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem banków komercyjnych.

Tabela 1 Wymogi formalne prowadzenia działalności bankowej w wybranych państwach muzułmańskich

Rodzaj wymogów formalnych	Iran	Indonezja	Emiraty Arabskie	Egipt	Turcja
Zgoda na prowadzenie banku	Wymagana	Wymagana	Wymagana	Wymagana	Wymagana
Kapitał własny	Brak określenia	Brak określenia	Brak określenia	Określony	Określony
Pomiar ryzyka rynkowego	Brak	Brak	Brak	Brak	Brak
Pomiar ryzyka operacyjnego	Brak	Brak	Brak	Metoda standardowa	Metoda standardowa
Pomiar ryzyka kapitałowego	Brak	Metoda wskaźnikowa	Brak	Metoda wskaźnikowa	Metoda wskaźnikowa
Ograniczenie ryzyka kredytowego	Brak	Zabezpieczenia tradycyjne	Brak	Zabezpieczenie tradycyjne	Zabezpieczenie tradycyjne

Źródło: zestawienie na podstawie M. Fadeel: *Legal Aspects of Islamic Finance*. London 2002.

Bezpieczeństwo powierzonych lokat oraz odpowiednie procedury udzielania kredytów, finansowania transakcji pozwalają nie tylko regulować płynność na rynku finansowym, ale sprzyjają rozwojowi gospodarstwu. Błędne decyzje w podejmowaniu akcji kredytowych powodują zagrożenie złożonych depozytów, pogorszenie wyników ekonomicznych banków, a w konsekwencji wzrasta ryzyko kryzysu gospodarczego. Koncentrując uwagę na działaniach banków komercyjnych, za podstawowe zagadnienie należy uznać umiejętność ograniczenia ryzyka ich funkcjonowania (Zacker, 2001). Z tego względu wiele krajów muzułmańskich, w tym przede wszystkim Egipt, Emiraty Arabskie, Turcja oraz Indonezja, wprowadziło selektywne wymogi formalne ograniczające ryzyko działalności banków komercyjnych. Są to:

1. Wymogi kapitałowe, ze szczególnym uwzględnieniem kapitałów własnych. Przy odpowiednim udziale aktywów własnych banku w ogólnej strukturze kapitału lepiej są zabezpieczone środki deponentów. W takim przypadku aktywa banku działają jako bufor bezpieczeństwa i wzrasta wiarygodność banku komercyjnego.

2. Standardy prowadzenia sprawozdawczości bankowej. Ich celem jest zwiększenie przejrzystości dokonywanych operacji i tym samym ułatwienie określenia bieżącej sytuacji finansowej banku.

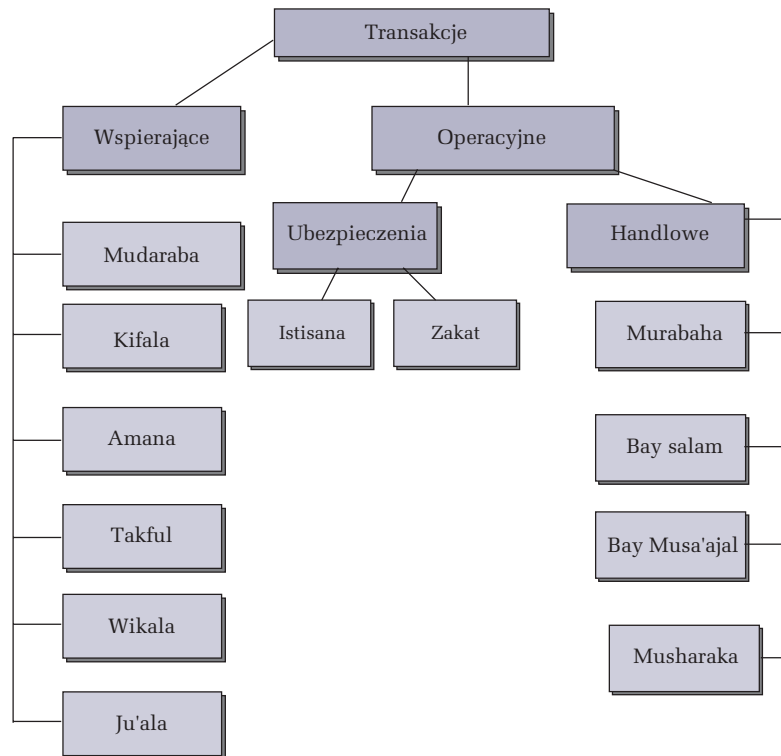
W analizowanej grupie państw muzułmańskich brak jest szerokiego zakresu wymogów formalnych regulujących działania banków komercyjnych. Jedyną powszechną zasadą jest konieczność uzyskania zgody na prowadzenie działalności. Nie występują ścisłe kryteria określenia kapitału własnego. Wyłącznie w Turcji oraz Egipcie wprowadzono w latach 90. konieczność powiązania kapitału własnego z ryzykiem operacyjnym. Wymóg kapitałowy powiązany jest wysokością aktywów i zobowiązań pozabilansowych i nie może być mniejszy od 5% w relacji kapitałów własnych do wymagalnych zobowiązań. Ograniczenie ryzyka kredytowego w Indonezji, Egipcie oraz Turcji odbywa się za pomocą tradycyjnych zabezpieczeń, do których zalicza

się: gwarancje, saldowanie bilansowe, listy zastawne, papiery wartościowe (Chapra, Ahmed, 2002). W Iranie oraz Emiratach Arabskich nie ma natomiast stosownych ustawowych reguł. Jedynie w Turcji ustawodawca zadbał o konieczność pomiaru ryzyka operacyjnego i dokonuje się go według metody standardowej, która posługuje się ocenami uznanych agencji ratingowych. Przeznaczona jest jednak dla banków zamierzających korzystać z prostych narzędzi, generujących wyższe wymogi kapitałowe. Powyższe regulacje są typowe dla większości państw muzułmańskich, a brak szczególnych rozwiązań formalnoprawnych rekompensowany jest normami zwyczajowymi. Zwraca na to uwagę wielu analityków islamskich rynków finansowych. El Sheikh stwierdza, że tylko dzięki regułom wywodzącym się z tradycji kraje muzułmańskie uniknęły poważnych kryzysów gospodarczych (El Sheikh, 2000). Pogląd ten nie do końca zasługuje na akceptację. Warto przypomnieć kryzys walutowy, który wystąpił w 1997 r. w państwach Azji Południowo-Wschodniej. Zaczął się, co prawda, od Tajlandii, ale jego dotkliwe skutki dotknęły również Indonezję. W tym kraju odnotowano w 1998 r. 13-procentowy spadek PKB, wzrost inflacji o 7,6%, bezrobocie o 4% i spadek płac realnych prawie o 37% (Aghevil, Khan, 1999). Przyjmując jednak argumentację El Sheikha, można założyć, że brak rozwiązań wykorzystujących prawo zwyczajowe mógł mieć dalsze konsekwencje. Z tego względu za istotne należy uznać przybliżenie typowych operacji bazujących na prawie zwyczajowym, religijnym.

Charakterystyka podstawowych transakcji opartych na prawie koranicznym

Analizując typowe operacje w islamskich bankach komercyjnych, można wyodrębnić dwie typowe grupy transakcji. Pierwsza, nazwana bazową, dotyczy gromadzenia depozytów i zarządzania nimi, a także finansowania transakcji. Druga obejmuje operacje wspierające, odnoszące się do zabezpieczenia zawieranych umów.

Schemat 1 Typowe rodzaje transakcji opartych na islamskim prawie koranicznym



Źródło: opracowanie na podstawie D. El-Hawary, W. Grais oraz Z. Igbala: *Regulating Islamic Financial Institutions. World Bank. Policy Research Working Paper nr 3227. Washington 2004.*

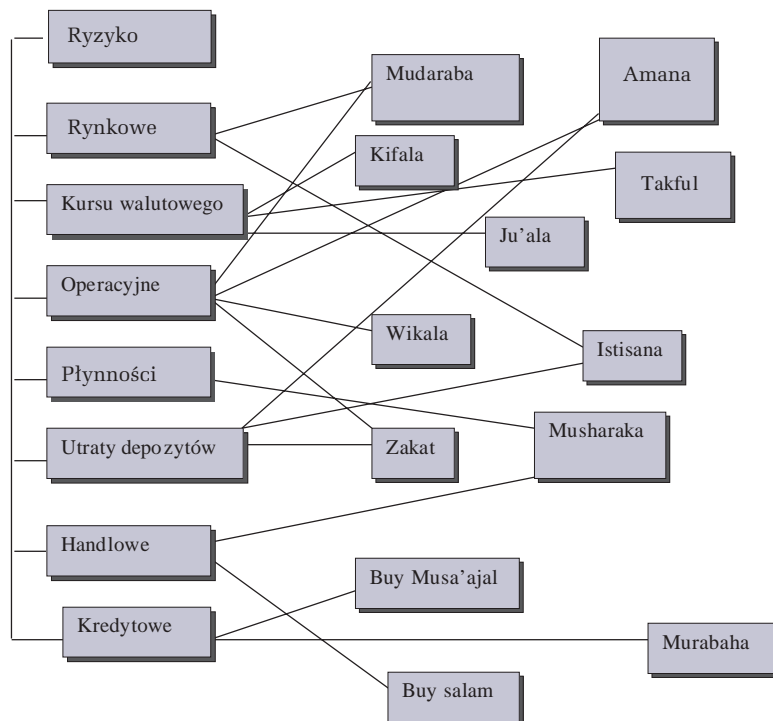
Zdaniem analityków islamskich rynków finansowych, pozwalają one na zwiększenie efektywności i przejrzystości transakcji (Vogel, Hades, 1998). Połączenie pierwszej i drugiej grupy transakcji umożliwia:

- łatwiejszy dostęp do kapitałów,
- ograniczenie ryzyka,
- rozłożenie odpowiedzialności pomiędzy stronami,
- określenia drogi rozstrzygnięcia sporów,
- podział zysków,
- zabezpieczenie transakcji,
- zwiększenie możliwości zawierania umów.

Mudaraba określa zasady działania stron, z których jedna oferuje kapitał, a druga siłę roboczą i doświadczenie. Zyski z działalności są dzielone proporcjonalnie do sporządzonej wyceny, ale ewentualne straty ponosi jedynie właściciel kapitału. Straty drugiej strony ograniczają się do czasu poświęconego projektowi. Kifala jest udzieloną gwarancją zapłaty. W przypadku opóźnienia spłaty zobowiązania kredytobiorca wyraża zgodę na zapłacenie kary. Amana jest formą zabezpieczenia złożonego depozytu. Zabezpieczeniem jest majątek przyjmującego depozyt. Takful jest natomiast rodzajem ubezpieczenia wywodzącego się z Szariatu, w którym wszyscy zaangażowani w dany projekt solidarnie ponoszą ryzyko. Brak jest wyraźnego podziału

w zależności od zaangażowanego kapitału. Wikala określa zasady działania agenta, w tym przede wszystkim zakres uprawnień oraz wysokość wypłacanej prowizji. Regułą jest zapłata prowizji po zrealizowanej umowie, a opłata agenta zależy od zysków z przedsięwzięcia. Agent nie może wcześniej ustalić poziomu swojego wynagrodzenia ani żądać zwrotu kosztów w razie braku transakcji. Musharaka jest typowym przedsięwzięciem inwestycyjnym, w którym zyski i straty dzielone są proporcjonalnie do zaangażowanego kapitału. Transakcja zawarta według kryteriów Bay Musa'ajal pozwala kupującemu odroczyć termin zapłaty (nawet w przypadku otrzymania towaru) bez obowiązku podwyższenia końcowej sumy. Bay salam pozwala sprzedającemu otrzymać zapłatę z góry, a towar dostarczyć w przyszłości. Murabaha jest natomiast formą negocjacji cen. Sprzedający przedstawia kupującemu swój poziom kosztów, a następnie wspólnie określają wysokość zysków. Istisana gwarantuje kupującemu otrzymanie towaru (zwłaszcza znacznej wartości), bez konieczności złożenia kaucji lub opłaty z góry. Rozliczenie możliwe jest w ratach lub po dostawie. Gwarantem często zostaje osoba powszechnie uznana za wiarygodną. Wyznacza ona termin oraz tryb rozliczeń. Zakat jest depozytem złożonym jako ubezpieczenie

Schemat 2 Wpływ zwyczajowych rozwiązań na ryzyko działalności islamskiego banku komercyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: F. E. Vogel, S. L. Hades: *Islamic Law and Finance*. Boston 1998, Kluwer.

transakcji, z reguły w równej części przez obie strony. Po zrealizowaniu umowy zakat najczęściej jest przekazywany jako świadczenie dla ubogich.

W przypadku odstąpienia od zawartej umowy zgodnie z typowymi zasadami wynikającymi z tradycji następuje odniesienie do prawa koranicznego. Strona, która zostaje uznana za winną nie tylko ponosi karę finansową, ale także podlega infamii i tym samym ograniczeniu aktywności w społeczeństwie muzułmańskim.

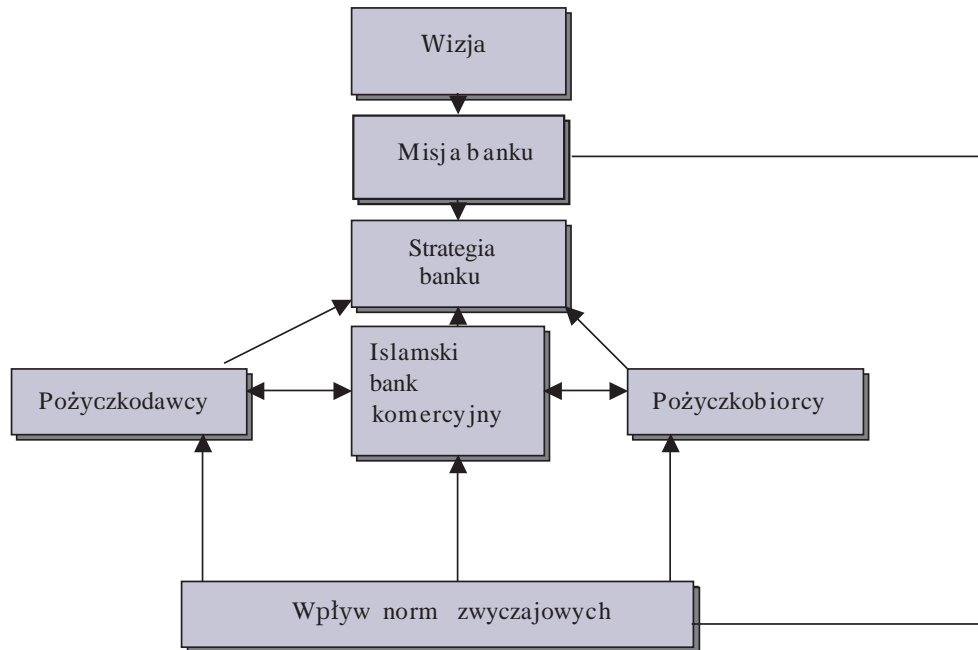
Zakres wykorzystania rodzajów transakcji w operacjach finansowych

Prezentowane rodzaje transakcji oparte na prawie koranicznym wykorzystywane są przy ograniczeniu ryzyka działalności instytucji finansowych. Ryzyko z tego tytułu w państwach muzułmańskich to najczęściej:

- ryzyko transakcyjne, do którego zalicza się ryzyko udzielenia kredytu (niewłaściwego oszacowania zdolności kredytowej pożyczkobiorcy), kursu walutowego oraz ryzyko rynkowe,
- ryzyko handlowe,
- ryzyko utraty depozytów,
- ryzyko utraty płynności,
- ryzyko działalności operacyjnej (El-Gari, 2000).

Ryzyko kredytowe wynika z niewłaściwej oceny kredytobiorcy i sprowadza się do odstępstw od poczynionych z nim uzgodnień. Odstępstwa dotyczą warunków spłaty zaciągniętego zobowiązania. Obejmują one termin oraz wysokość spłat kredytu. Ryzyko kursowe natomiast wiąże się ze zmianami kursu waluty. Niespodziewana i duża zmiana kursu powoduje utrudnienia nie tylko w handlu zagranicznym, ale staje się przyczyną znacznych kryzysów gospodarczych, najczęściej związanych ze spadkiem PKB, płac realnych, wzrostem inflacji i bezrobocia. Ryzyko rynkowe wynika z braku możliwości pełnego oszacowania zmian zachodzących w środowisku działania podmiotów gospodarczych. Wiąże się one z wpływem rozwiązań systemowych, najczęściej utożsamianych z regulacjami prawnymi i zwyczajowymi. Ryzyko handlowe banku sprowadza się nie do niewłaściwego doboru partnerów zarówno w rozliczeniach (banki korespondencyjne), jak i docelowych klientów i instytucji, na których bank opiera swój rozwój, ale przede wszystkim do podejmowania działań przekraczających możliwości finansowe banku. Ryzyko utraty depozytów wiąże się z ryzykiem handlowym. Wykorzystanie rezerw i brak zabezpieczenia środków, gwarantujących obsługę klientów, zwiększają ryzyko utraty depozytów. Utrata płynności w działaniach banku islamskiego najczęściej wynika z wypłaty zwiększonych odsetek od złożonych depozytów niż

Schemat 3 Model współpracy podmiotów islamskiego rynku finansowego



Źródło: opracowanie własne.

z reguł rynkowych. Posiadacze rachunków o znacznej wartości, negocjując wyższe oprocentowanie, skłaniają bank do przyjęcia nowych warunków, przekraczających możliwości instytucji finansowej. Ryzyko działalności operacyjnej sprowadza się do podejmowania błędnych decyzji wynikających z niedostatecznych informacji, ich złej oceny lub niskich kwalifikacji kadr (Sundararajan, Enrico, 2002).

Istnieje silny związek między różnymi rodzajami ryzyka działalności banku komercyjnego a przyjętymi zwyczajami opartymi na prawie islamskim. Warto podkreślić, że poszczególne instrumenty zabezpieczające transakcje wpływają na różne rodzaje ryzyka. Ryzyko kredytowe może być ograniczane za pomocą Buy salam, Buy Musa'ajal oraz Murabaha. Utracie depozytów zapobiegają natomiast Zakat, Istisana lub Amana. Ryzyko płatności podlega wpływom Musharaki oraz Amany. Z kolei Musharaka wpływa na ograniczenie ryzyka handlowego oraz płynności. Mudaraba ogranicza ryzyko operacyjne i rynkowe. Na kurs walutowy wpływają Takful oraz Ju'ala. Wikala natomiast rzutuje na ryzyko operacyjne.

Należy zwrócić uwagę, że powyższe zwyczaje wywodzące się z prawa koranicznego stosują uczestnicy rynku finansowego i kapitałowego. Z tego względu można przedstawić ogólny model funkcjonowania systemu bankowego w krajach islamskich.

Normy zwyczajowe silnie oddziałują nie tylko na islamski bank komercyjny, ale również na jego klientów. Na tej podstawie tworzona jest strategia banku, która dodatkowo wynika z misji i wizji działania.

Wykorzystując instytucję Mudaraba, określa się zasady działania trzech stron, w których pierwszą jest bank działający jako pośrednik pomiędzy pożyczkobiorcą a pożyczkodawcą. Drugą stroną jest inwestor, który może być zarówno założycielem banku, jak i posiadaczem lokaty. Trzecią stroną staje się kredytobiorca. Inwestor osiąga zyski dzięki działaniom podjętym przez bank komercyjny, a wynikają one z przychodów osiąganych przez kredytobiorcę. Dlatego istnieje związek pomiędzy pasywami banku a depozytami uzgodnionymi zgodnie z Mudarabą. Podział zysków wynikający ze złożonych depozytów wpływa na strukturę pasywów. Pasywa nie wymagają korekt z tytułu strat poniesionych przez inwestora i nie wpływają na wielkość posiadanego kapitału. Podobnie działa Mudaraba, określająca relacje pomiędzy bankiem a pożyczkobiorcą. Od banku nie wymaga się utrzymywania zwiększonych rezerw związanych z ryzykiem działalności handlowej. W takiej sytuacji występuje zgodność pomiędzy aktywami a pasywami, powodująca ograniczenie ryzyka kryzysów finansowych (El-Hawary, Gratis, Igbala, 2004).

Schemat 4 Ogólna koncepcja bilansu islamskiego banku komercyjnego

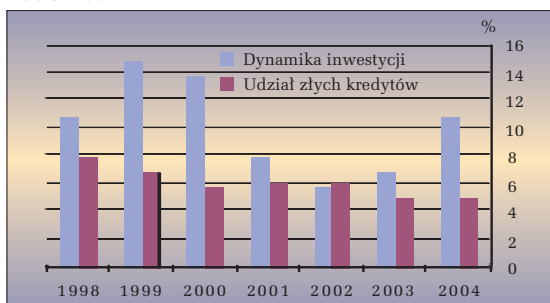
Aktywa	Pasywa
Majątek obrotowy	Depozyty <i>Amana</i>
Majątek trwały	Rachunki inwestycyjne <i>Mudaraba</i>
	Rachunki specjalne <i>Mudaraba</i> <i>Musharaka</i>
Suma bilansowa aktywów	Kapitał własny

Źródło: D. El-Hawary, W. Grais, Z. Igbala: *Regulating Islamic Financial Institutions. World Bank. Policy Research Working Paper nr 3227. Washington 2004.*

Po stronie aktywów składniki majątkowe uszeregowane są według zwiększającego się stopnia płynności. Pasywa składają się z czterech głównych pozycji, które opierają się na typowych zwyczajowych kategoriach. Depozyty są związane z *Amaną*, natomiast rachunki inwestycyjne oraz specjalne posługują się najczęściej *Mudarabą*, a te ostatnie dodatkowo *Musharaką*. Specjalne rachunki inwestycyjne przeznaczone są do

działalności o podwyższonym stopniu ryzyka. Jednak powiązanie ich z normami zwyczajowymi prowadzi do znacznego ograniczenia ryzyka i tym samym zwiększa zainteresowanie współpracą z bankami (Ayoub, 2002). Skuteczność rozwiązań opartych na zwyczajowym prawie islamskim dowodzi wysokiej dynamiki inwestycji oraz niskiego udziału złych kredytów udzielonych przez banki komercyjne.

Wykres 1 *Dynamika inwestycji prywatnych oraz udział złych kredytów w portfelu inwestycyjnym banków islamskich* w latach 1998-2004*



* Analiza dotyczy banków islamskich działających w Emiratach Arabskich, Tunezji, Arabii Saudyjskiej i Omanie.

Źródło: IMF Staff Papers Vol. 36 Washington 2004.

W wybranych państwach arabskich inwestycje prywatne cechowały się znaczną dynamiką. W latach 1998-2004 średnioroczna dynamika wyniosła ponad 6%. Największe zmiany odnotowano w latach 1999-2000, kiedy dynamika inwestycji prywatnych wahała się w przedziale 14-15% rocznie. Systematycznie spadał natomiast udział złych kredytów w ogólnej strukturze udzielonych pożyczek. W 1998 r. udział złych kredytów wyniósł 8,1%, ale w 2004 r. już niespełna 5%. Na tej podstawie można przyjąć, że istnieje związek pomiędzy dynamiką inwestycji prywatnych, udziałem złych kredytów a zasadami działania islamskich banków komercyjnych.

Wprowadzenie norm zwyczajowych może rzutować na wysokość stóp procentowych. *Murabaha* pozwala stronom, zwłaszcza w relacjach pomiędzy bankami komercyjnymi, uzgodnić warunki zaciąganych zo-

bowiązań. Z tego względu ekspansja kredytowa banków zależy od strony popytowej. W przypadku niskiej rentowności przedsięwzięć inwestycyjnych stopa procentowa powinna być odpowiednio obniżana, gdyż tylko to zachęci inwestorów do podejmowania działań. W przypadku wysokiej rentowności inwestycji stopa procentowa jest podwyższona. Zmiana stopy procentowej wpływa jednak na poziom oszczędności. Zmiana rynkowej stopy procentowej ma miejsce wówczas, gdy następuje przesunięcie funkcji oszczędności lub funkcji inwestycji w wyniku zmiany skłonności podmiotów rynkowych do oszczędzania lub inwestowania. Perspektywa zwiększonych korzyści wywoła wyższą skłonność do inwestycji i tym samym wzrośnie popyt na pieniądź. W celu ograniczenia jego nadmiernej ekspansji równolegle nastąpi wzrost stopy procentowej, która pozwoli na zachowanie równowagi na rynku pieniężnym.

Wpływ norm zwyczajowych dotyczy także zasobów pieniądza przeznaczonych na cele spekulacyjne. Powszechną praktyką podmiotów gospodarczych działających w gospodarce rynkowej jest utrzymywanie pewnych zasobów środków finansowych w celu dokonywania zmian lokat w zależności obowiązującej i oczekiwanej stopy procentowej. W przypadku kiedy aktualna stopa procentowa jest wyższa niż oczekiwana, pojawia się brak zainteresowania wykorzystaniem zasobów do celów spekulacyjnych. Sytuacja zmienia się, gdy oczekiwana stopa procentowa jest wyższa od rynkowej stopy procentowej. Wzrasta wówczas popyt na pieniądź, a podmioty gospodarcze gromadzą zasoby i utrzymują je w gotówce. Proces ten uwarunkowany jest analizą kosztu alternatywnego, powstającego z porównania bieżącej stopy procentowej z lokatą w pozostałe walory finansowe. Normy zwyczajowe adaptowane przez islamskie banki komercyjne ograniczają działania spekulacyjne (Rifaat, 2002). Wynika to z przyjęcia założenia o zbieżności pomiędzy oczekiwaną a aktualną stopą procentową. Jeżeli rynkowa stopa procentowa jest równa oczekiwanej stopie procentowej, wówczas maleją spekulacyjne zasoby pieniądza. Zbieżność stóp procentowych kształtuje się pod wpływem norm zwyczajowych, a przede wszystkim Murabahy. Wspólna ocena przedsięwzięcia inwestycyjnego pozwala pożyczkobiorcy ustalić swój poziom zysku, natomiast pożyczkodawcy zapewnia odpowiedni zwrot z zaangażowanego kapitału. Poziom zwrotu zapewnia odpowiednią wartość stopy procentowej. Dzięki temu koszt alternatywny (oszacowany na podstawie lokat w pozostałe walory finansowe) jest równy aktualnej stopie procentowej.

Wnioski

Postępująca globalizacja nie doprowadziła do ujednoczenia standardów działania sektora bankowego w państwach muzułmańskich. Można przyjąć, że w sektorze bankowym obowiązuje swoisty dualizm. Z jednej strony są banki działające na zasadach zbliżonych do tych, które występują w gospodarce rynkowej, a z drugiej istnieją banki posługujące się normami zwyczajowymi. Kraje islamskie w dość wąskim zakresie wprowadziły rozwiązania instytucjonalne. Wymogi formalnoprawne selektywnie regulują działania podmiotów finansowych. Odnoszą się jedynie do uzyskania zgody na prowadzenie działalności bankowej i posiadania odpowiedniego kapitału. W szerokim zakresie są natomiast wykorzystywane normy zwyczajowe, mające źródło w prawie koranicznym. Z tego względu normy zwyczajowe (w sytuacji braku wymogów formalnoprawnych) zmieniają zasady działania banków islamskich. Pozwalają zwiększyć zakres oferowanych usług, dotrzeć do większej grupy klientów. Należy jednak pamiętać że, powodują brak ścisłych kryteriów funkcjonowania instytucji finansowych. Utrudnia to nadzór nad przepływem środków pieniężnych. Z drugiej jednak strony wykorzystanie norm opartych na prawie koranicznym ogranicza działania spekulacyjne, zarówno w bankowości detalicznej, jak i na rynku międzybankowym, krótkoterminowych papierów wartościowych. Wiąże się to z możliwością negocjacji podziału zysków (nawet *ex post*), wykorzystującą normę zwyczajową Mubaraha. Należy pokreślić zakres wpływu norm zwyczajowych. Działania ukierunkowane są na ograniczenie ryzyka operacyjnego islamskich banków komercyjnych, w tym przede wszystkim zmniejszenie ryzyka handlowego, utraty depozytów, płynności, co wpływa na formy współpracy z klientami. Istotne jest, że normy zwyczajowe mogą być wykorzystane do konstrukcji bilansu banku islamskiego. Aktywa uszeregowane są według poszczególnych kategorii prawa koranicznego, zwłaszcza Amany, Mudaraby i Musharaki. Przeprowadzony wywód upoważnia także do wyciągnięcia kolejnego wniosku. Szeroka adaptacja norm zwyczajowych przez banki islamskie doprowadzi do ograniczenia współpracy z bankami komercyjnymi działającymi według wzorów gospodarki rynkowej. W ten sposób ugruntuje się dualizm sektora bankowego w krajach muzułmańskich.

Bibliografia

1. B.A. Aghevil, M. Khan: *Exchange Rate Policy in Developing Countries*. IMF Occasional Paper No. 78/1999.
2. M. Ayoub: *Islamic Banking and Finance. Theory and Practice*. State Bank of Karachi. Karachi 2002
3. U. Chapra, H. Ahmed: *Corporate Governance in Islamic Financial Institutions*. Islamic Research and Training Institute 2002.
4. El-Gari: *Are Risks higher in Islamic banks than in their conventional counterparts?* Islamic Jordanian Bank and Investment Kuwaiti Co. Report 1 Alexandria 2000.
5. D. El-Hawary, W. Graiss, Z. Igbala: *Regulating Islamic Financial Institutions*. World Bank Policy Research Working Paper No 3227 Washington 2004.
6. El Sheikh: *The Regulation of Islamic Banks*. „The Journal of International Banking Regulation” No. 10/2000.
7. M. Fadeel: *Legal Aspects of Islamic Finance*. London 2002.
8. I. Khan: *Islamic Free Banking Interest*. Review of Islamic Economics. Vol. 12 No. 3/2004.
9. Y. Maroun: *Islamic Innovation and Management Regulation*. Euromoney Books AAOIFI 2002.
10. K. Lewis, K. Mervyn, M. Latifa: *Islamic Banking*. Edward Elgar. Cheltenham UK 2001.
11. A.K. Rifaat: *Islamic Finance. Growth and Innovation*. Euromoney Books. London 2002.
12. V. Sundararajan, L. Enrico: *Islamic Financial Institutions and Products in the Global Financial System*. World Bank Washington 2002.
13. F.E. Vogel, S. L. Hayes: *Islamic Law and Finance*. Kluwer Boston 1998
14. I. Warde: *Islamic Finance in Global Economy*. Edingburgh University Press Edingburgh 2000.
15. T. Zaher: *Financial Markets, Institutions & Instruments*. Kluwer Boston 2001.

Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa w ocenie zdolności kredytowej

Jacek Grzywacz, Ewa Lorek

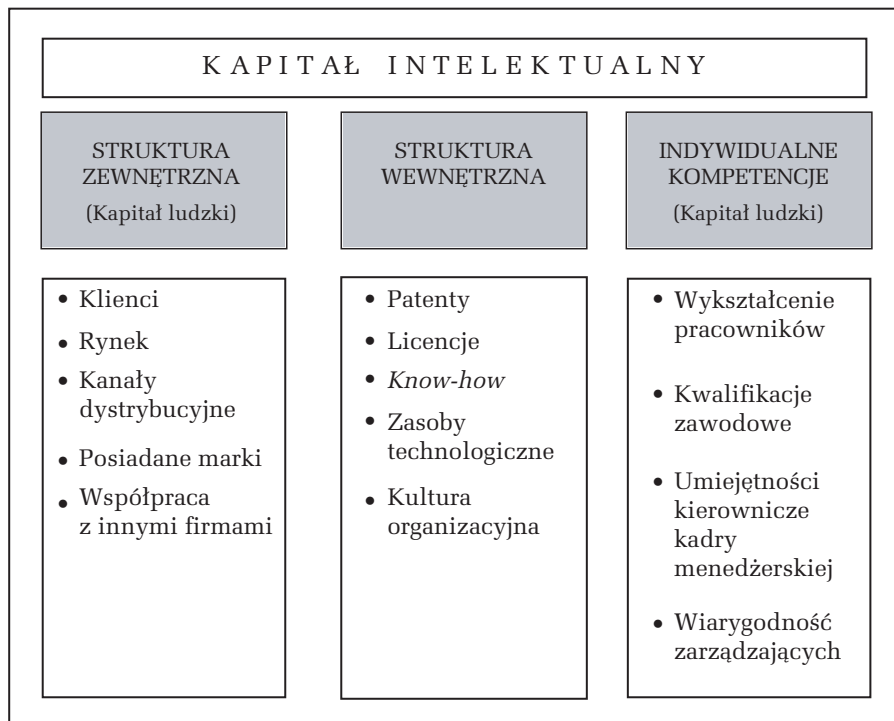
Uwarunkowania rynkowe oraz wymogi konkurencyjności sprawiają, że coraz większe znaczenie w działalności przedsiębiorstwa ma właściwe wykorzystanie unikatowych zasobów o charakterze niematerialnym. Zasoby te, określane również jako kapitał intelektualny lub po prostu jako aktywa niematerialne¹, powinny być zatem istotnym elementem analizy przedsiębiorstwa. Ocena zdolności kredytowej firmy uwzględniająca jedynie tradycyjne aktywa materialne i finansowe wydaje się niewystarczająca. Tymczasem w procedurach bankowych w niewielkim stopniu bierze się pod uwagę potrzebę oceny kapitału intelektualnego, zastępując ją tradycyjnie pojętą metodyką.

¹ Należy zauważyć, że termin „aktywa niematerialne” ma tutaj o wiele szersze znaczenie niż termin „wartości niematerialne i prawne” stosowany w rachunkowości.

Uzasadnione wydają się zatem scharakteryzowanie elementów struktury kapitału intelektualnego oraz ocena stopnia uwzględnienia go w procedurach bankowych. Przy formułowaniu wniosków nader istotne będą wyniki badań przeprowadzonych przez zespół badawczy Szkoły Głównej Handlowej². Na tej podstawie można próbować ocenić, czy banki w Polsce dostatecznie uwzględniają wagę zasobów niematerialnych swoich kredytobiorców oraz konsekwencji z tym związanych. Wnioski wypływające z takiej analizy mogą stanowić

² Badania o tematyce: „Kapitał intelektualny w analizie kredytowej przedsiębiorstw” zostały przeprowadzone w okresie od września 2003 r. do lipca 2004 r. wśród 20 banków największych pod względem sumy bilansowej. Zastosowano strukturalną metodę badania opartego na formule kwestionariusza ankietowego. Ankiety kierowano do central banków i uzupełniając – od 1 do 2 ankiety – do wybranych oddziałów. Łącznie rozesłano 45 ankiet, a do analizy wyników badań zakwalifikowano 17 nadesłanych kwestionariuszy.

Schemat 1 Najważniejsze składowe kapitału intelektualnego



Źródło: opracowanie własne.

wskazówkę dla inspektorów kredytowych, pomocną przy określaniu kierunków udoskonalenia metodyki kredytowej i wprowadzania niezbędnych zmian.

Czynniki budujące kapitał intelektualny przedsiębiorstwa

Wzmocniona rywalizacja pomiędzy przedsiębiorstwami, wynikająca z postępujących procesów globalizacji, deregulacji głównych sektorów ekonomicznych oraz rozwoju technologii komunikacyjnych, ma decydujący wpływ na zmiany struktury przedsiębiorstw i uwypukla istotę zasobów przedsiębiorstwa, takich jak wiedza i kapitał intelektualny. Kapitał intelektualny można określić jako „źródło finansowania niematerialnych zasobów firmy przyczyniających się do generowania strumienia przyszłych korzyści”³. Ponieważ nie istnieje jedna, ogólnie akceptowalna struktura pojęcia kapitału intelektualnego, w kontekście analizy kredytowej najważniejsze wydaje się zaproponowanie systematyki

kapitału intelektualnego stosowanej przez K.E. Sveiby’ego. Dzieli on kapitał intelektualny na trzy obszary, nazywając je⁴:

- strukturą zewnętrzną,
- strukturą wewnętrzną,
- indywidualnymi kompetencjami pracowników.

L. Edvinsson i M.S. Malone używają takich terminów, jak⁵:

- kapitał kliencki,
- kapitał strukturalny,
- kapitał ludzki.

Schemat 1 prezentuje najważniejsze składowe każdego z wymienionych obszarów. Korzystając z obu koncepcji, w badaniach wyłoniono najważniejsze – zdaniem zespołu badawczego – elementy, które podzielono na trzy grupy:

- aktywa rynkowe,
- aktywa własności intelektualnej,
- aktywa odnoszące się do zasobów ludzkich przedsiębiorstwa.

³ D. Dobija: *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Warszawa 2003, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, s. 11.

⁴ K.E. Sveiby: *The Intangible Assets Monitor*, www.sveiby.com/articles, 14 grudnia 2003.

⁵ L. Edvinsson, M.S. Malone: *Kapitał intelektualny*. Warszawa 2001, Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 33.

Przeprowadzone badanie miało między innymi ukazać, jaką wagę w procesie podejmowania decyzji kredytowej mają elementy kapitału intelektualnego⁶.

Aktywa rynkowe przedsiębiorstwa objęły w ankiecie pięć pozycji: udział w rynku, wartość marek, strukturę klientów, lojalność klientów, dostępność kanałów dystrybucyjnych. Wskaźniki te można odnaleźć w analizie kredytowej w bloku oceny ryzyka biznesowego kredytobiorcy, podczas analizy pozycji przedsiębiorstwa. Teoretyczne założenia oceny ekonomiczno-finansowej zmierzają do określenia i oceny skali działalności przedsiębiorstwa, położenia przedsiębiorstwa, stopnia konkurencyjności na rynku, udziału przedsiębiorstwa w rynku, rodzaju klientów i ich sytuacji finansowej⁷. Warto przy tym wskazać, że tradycyjne podejście ujmuje je opisowo, analityk kredytowy natomiast przypisuje ocenę subiektywnie. Ocena opiera się na informacjach dotyczących tych zasobów w konkretnym momencie.

Aktywa własności intelektualnej przedsiębiorstwa były reprezentowane w ankiecie przez sześć pozycji: umowy licencyjne i koncesyjne, znaki handlowe i usługowe, patenty i posiadane technologie, zasoby technologiczne, jakość głównych procesów, kulturę organizacyjną.

Zarys lub szcztątkowa postać trzech spośród wymienionych składników znajdują się w tradycyjnym bilansie przedsiębiorstwa. Są to znaki handlowe i usługowe oraz patenty, a także zasoby technologiczne, o ile spełniają warunki ujęcia w sprawozdawczości zgodnie z zasadami rachunkowości. Należy zaznaczyć, że finansowa część analizy ryzyka kredytowego zazwyczaj pomija te pozycje wartości niematerialnych i prawnych, w których skład wchodzi znaki handlowe i usługowe oraz patenty, pomniejszając o ich wartość sumę bilansową i wartość kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Oznacza to, że praktyka kredytowa może rozpatrywać te pozycje jedynie w odniesieniu do pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. Inspektor kredytowy ocenia zasoby technologiczne przedsiębiorstwa podczas analizy stanu majątkowego jednostki. Istotne wydaje się przy tym, że analiza stanu majątkowego przedsiębiorstwa w klasycznym podejściu analizy kredytowej sprowadza się przede wszystkim do analizy tradycyjnych zasobów (typu grunty, budowle, zapasy), wyraźnie sprecyzowanych i wycenionych w sprawozdaniu finansowym.

Kultura organizacyjna wiąże się z oceną organizacji pracy przedsiębiorstwa. Jakość głównych procesów odzwierciedlają teoretyczne założenia oceny procesów kontroli wewnętrznej przedsiębiorstwa oraz analiza,

jak przedsiębiorstwo zarządza swoim ryzykiem. Umowy licencyjne i koncesyjne powinny być uwzględnione w teoretycznym opisie podstaw funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Aktywa odnoszące się do zasobów ludzkich przedsiębiorstwa stanowiły najszerszą grupę aktywów przedstawioną w ankiecie i objęły osiem pozycji: wykształcenie pracowników, znajomość języków obcych, długość stażu w danej firmie, długość stażu w danej profesji, rotacja personelu, umiejętności kierownicze kadry menedżerskiej, wiarygodność zarządzających, zdolność przyciągnięcia utalentowanych ludzi. Teoretyczne założenia analizy kredytowej oceniają te aktywa w odniesieniu do kadr zarządzających. Zgodnie z założeniami badawczymi, że to wszyscy pracownicy decydują o sile przedsiębiorstwa, w ankiecie celowo zamieszczono nie tylko pozycje nawiązujące do kadr zarządzających, ale też odnoszące się do wszystkich pracowników przedsiębiorstwa.

Waga wybranych elementów kapitału intelektualnego w ocenie bankowej

Przyjęcie przez bank metodyki analizy zdolności kredytowej przedsiębiorstwa powinno następować zgodnie z Zasadami klasyfikacji ekspozycji kredytowych. Obecnie obowiązującą regulacją w tym zakresie jest Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków. Na mocy powyższego rozporządzenia bank zobowiązany jest dokonać oceny sytuacji ekonomiczno - finansowej kredytobiorców, uwzględniając w szczególności⁸:

– **mierniki ilościowe**, obliczane przy użyciu danych wynikających ze sprawozdań finansowych, jak: wskaźniki efektywności działania, wskaźniki płynności, wskaźniki rotacji majątku obrotowego i zobowiązań bieżących, wskaźniki struktury bilansu,

– **mierniki jakościowe**, do których zalicza się zwłaszcza: jakość zarządzania (ocena kadry kierowniczej), stopień zależności od rynku, stopień zależności od dotacji rządowych, zamówień rządowych, kilku dużych dostawców i odbiorców, stopień zależności od innych podmiotów grupy,

– **dostępne oceny uznanych agencji ratingowych**, odnoszące się zarówno do dłużnika, jak i kraju jego pochodzenia.

W analizie kredytowej ocenia się więc czynniki jakościowe i ilościowe. Warto przy tym podkreślić – za M. Wiatrem⁹ – że jeszcze do końca 1998 r. polskie pra-

⁶ Banki przypisywały ocenę w skali od 1 do 5 lub zaznaczały w ankiecie dodatkową opcję „brak możliwości oceny”. Ocenę 1 otrzymywał wskaźnik marginalnie lub w ogóle nie analizowany w procesie oceny zdolności kredytowej, natomiast ocenę 5 wskaźnik uznany przez bank za bardzo ważny. Banki miały osobno zaznaczyć wagę wskaźnika podczas podejmowania decyzji o finansowaniu krótkoterminowym, jak również finansowaniu powyżej 1 roku.

⁷ M. Zaleska: *Ocena ekonomiczno-finansowa przez analityka bankowego*. Warszawa 2002, Szkoła Główna Handlowa, s. 156-157.

⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2003 r. w sprawie tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków. Załącznik nr 1.

⁹ M.S. Wiatr: *Kierunki zmian polskiego systemu szacowania ryzyka kredytowego – próba oceny*. „Bank i Kredyt” nr 1/2004.

wodawstwo zamiast „mierniki ilościowe i jakościowe” używało nazw: mierniki obiektywne i subiektywne, co z góry sugerowało, jaką ważność mają odpowiednie czynniki. Należy również zauważyć, że w żadnym akcie prawnym nie podaje się, w jakich proporcjach należy stosować te grupy mierników. Banki w Polsce stosowały różne zasady. Do połowy lat 90. w wielu bankach kryteria jakościowe były używane jako „miękkie” narzędzie korekty oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej przeprowadzonej na podstawie *stricte* ilościowych kryteriów analizy finansowej. W nazewnictwie sprecyzowanym w aktach prawnych regulujących ocenę ekonomiczno-finansową kredytobiorców przez banki nie stosuje się pojęcia kapitał intelektualny, jednak mierniki jakościowe ściśle wiążą się z tym zagadnieniem. Bank odnosi się do niektórych elementów kapitału intelektualnego głównie podczas oceny ryzyka biznesowego kredytobiorcy, a w niewielkim stopniu podczas oceny ryzyka finansowego.

Badania wykazały, że najistotniejszym wskaźnikiem w analizie ryzyka kredytowego jest **udział w rynku**. Podczas podejmowania decyzji o finansowaniu krótkoterminowym wskaźnik ten otrzymał średnią notę **2,88** – w skali od 1 do 5. W przypadku podejmowania decyzji o finansowaniu powyżej jednego roku banki oceniają jego ważność średnio na poziomie **3,24**. 65% banków przypisało temu wskaźnikowi ważność co najmniej na poziomie 3 w przypadku finansowania krótkoterminowego, a 76% banków w przypadku finansowania powyżej 1 roku.

Najmniej istotnym wskaźnikiem w tej grupie okazała się **lojalność klientów** (średnia ocena 1,35 w przypadku podejmowania decyzji o udzieleniu kredytu do

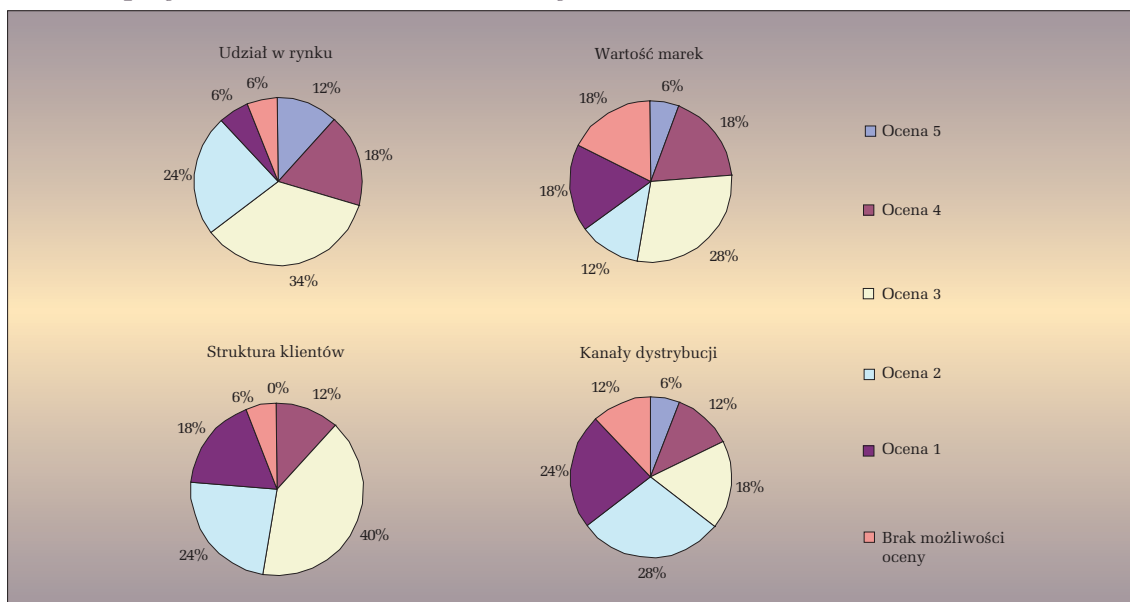
jednego roku). Cztery banki stwierdziły brak możliwości oceny tego miernika, sześć przypisało mu ocenę 1, a pięć banków ocenę 2. Dwa banki przypisały mu ocenę 3 i 4. W przypadku podejmowania decyzji dotyczącej finansowania powyżej jednego roku miernik ten otrzymał jeszcze niższą średnią notę, w wysokości 1,06.

Średnia waga pozostałych trzech mierników z grupy aktywów rynkowych (wartość marek, struktura klientów, dostępność kanałów dystrybucyjnych) waha się pomiędzy 2,12 a 2,29 w przypadku podejmowania decyzji o finansowaniu krótkoterminowym oraz od 1,88 do 2,47 podczas podejmowania decyzji o finansowaniu powyżej jednego roku. Prezentowany na wykresie 1 rozkład procentowy głosów banków co do ważności czterech najwyższej ocenionych mierników świadczy, że banki dość różnie oceniają stopień ważności tych mierników¹⁰.

Uznanie miernika udziału w rynku za najbardziej istotny jest w pełni zgodne z teoretycznymi zaleceniami co do przeprowadzania analizy ryzyka kredytowego. Analizując w części biznesowej pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa, nieodzowne wydaje się stosowanie tego miernika. Pozostałe mierniki z tego obszaru, które zostały wymienione w ankiecie, odgrywają dużo mniejszą rolę w podejmowaniu decyzji o finansowaniu zarówno krótkoterminowym, jak i powyżej jednego roku. Zdecydowany brak jedności banków w ocenie pozosta-

¹⁰ Biorąc pod uwagę, że rozkład głosów w przypadku podejmowania decyzji o finansowaniu krótkoterminowym nieznacznie różnił się od rozkładu głosów w przypadku podejmowania decyzji o finansowaniu długoterminowym, w artykule zdecydowano się na prezentację danych tylko na temat finansowania krótkoterminowego: wykresy 1, 2 i 3.

Wykres 1 Aktywa rynkowe przedsiębiorstwa według przypisanych przez banki stopni ważności przy finansowaniu krótkoterminowym



Źródło: opracowanie własne.

tych wskaźników i duża rozbieżność w przypisaniu ważności tym wskaźnikom odzwierciedlają fakt, że nie wszystkie banki przypisują im znaczenie. **Uzasadniony zatem wydaje się wniosek, że część banków nie prowadzi analiz w zakresie tych pozycji lub w znikomym stopniu wykorzystuje informacje wynikające z tych wskaźników. Banki nie rozumieją istoty mierników odwołujących się do lojalności klienta, dostępności kanałów dystrybucyjnych, struktury klientów przedsiębiorstwa czy wartości marek lub nie mają odpowiednich narzędzi pozwalających na wykorzystanie informacji płynących z tych danych wśród innych danych uwzględnianych w analizie kredytowej.**

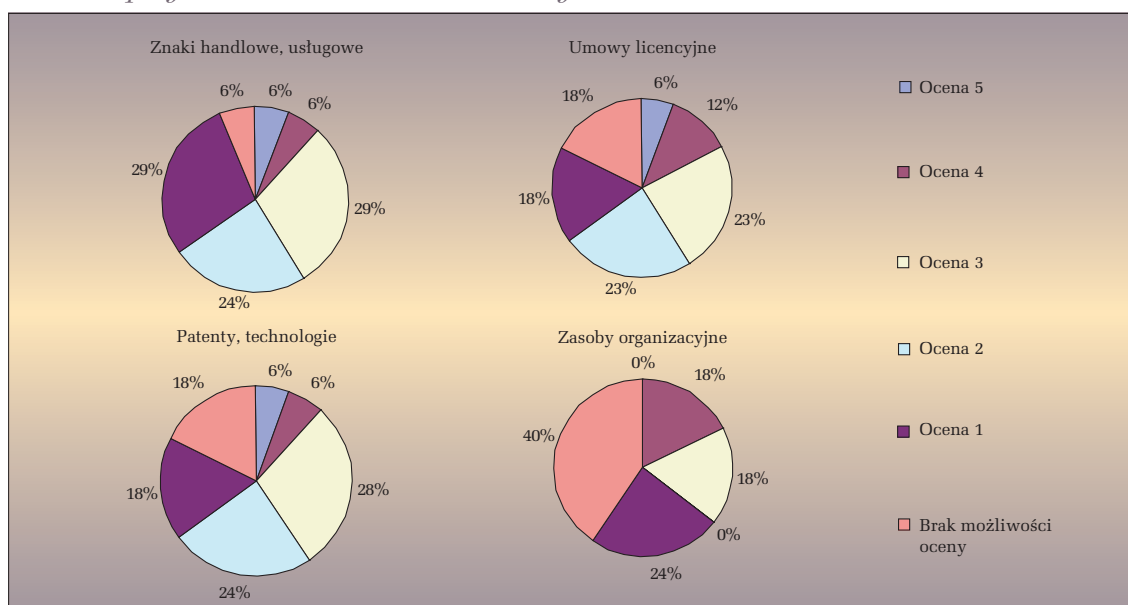
Średnia waga przypisana przez banki **aktywom własności intelektualnej** kształtowała się na poziomie 1,58 w przypadku decyzji o finansowaniu krótkoterminowym i 1,57 w przypadku decyzji o finansowaniu powyżej jednego roku. Średnie oceny każdej z wymienionych pozycji są do siebie zbliżone. Potwierdza to, że banki podobnie oceniają elementy wchodzące w skład aktywów własności intelektualnej w podejściu krótkoterminowym oraz w podejściu średnio- lub długoterminowym.

Na uwagę zasługuje fakt, że większe znaczenie w tej grupie aktywów przypisuje się takim pozycjom, jak: znaki handlowe, usługowe, umowy licencyjne, koncesyjne i patenty, technologie. W przypadku podejmowania decyzji o finansowaniu krótkoterminowym otrzymały one średnią ocenę pomiędzy 2,06 a 2,18, natomiast uwzględniane w perspektywie finansowania powyżej jednego roku uzyskały ocenę pomiędzy 2,0 a 2,12.

Pozostałe aktywa z tej grupy wymienione w ankiecie (zasoby technologiczne, jakość głównych procesów, kultura organizacyjna), otrzymując średnią ocenę w przedziale od 0,76 do 1,34 lub od 0,76 do 1,47, w dużo mniejszym stopniu są uwzględniane w podejmowaniu decyzji kredytowych. Potwierdzeniem tego jest rozkład przypisanych ocen zaprezentowany na wykresie 2. Spośród ankietowanych banków 71% deklaruje, że analizując przedsiębiorstwo w perspektywie finansowania krótkoterminowego, nie jest w stanie ocenić kultury organizacyjnej, 65% – jakości głównych procesów, a 47% – zasobów technologicznych. W przypadku finansowania powyżej jednego roku wyniki są podobne. Deklarowanie przez pojedyncze banki przypisania wagi tym czynnikom na poziomie 2, 3 lub 4 może wynikać z pośredniego odniesienia się do tych pozycji w analizie kredytowej bądź jest zapowiedzią, że niektóre banki rozumieją i uwzględniają te pozycje w analizie kredytowej lub chcą, by tak je postrzegano.

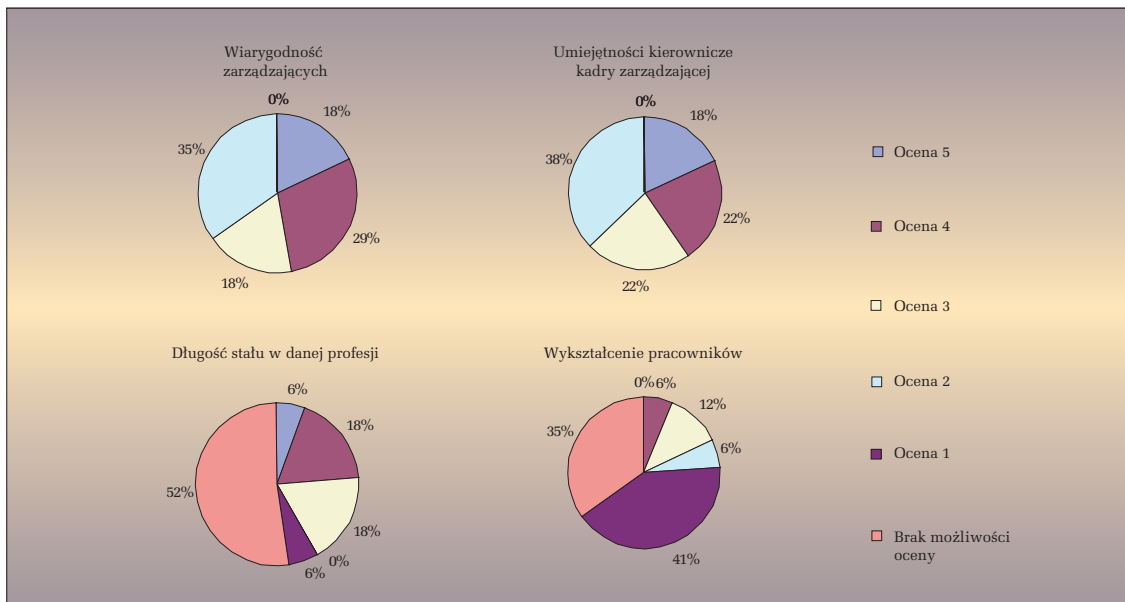
Powyższe wyniki świadczą o tym, że badane banki w większości wiedzą o istnieniu takich zasobów przedsiębiorstwa, jak: znaki handlowe, usługowe, umowy licencyjne, koncesyjne i patenty, technologie. Zasoby te można określić jako aktywa niematerialne, sprecyzowane w mniejszym lub większym stopniu przez rachunkowość finansową w przypadku znaków handlowych i usługowych, patentów, lub powiązane ze specyfiką działalności kredytobiorcy, jak umowy licencyjne, koncesyjne, technologie. Znaczenie tych zasobów w podejmowaniu decyzji kredytowych jest jednak małe. Z kolei aktywa nawiązujące do specyfiki organizacji, jak zasoby technologiczne, jakość głównych pro-

Wykres 2 Aktywa własności intelektualnej według przypisanych przez banki stopni ważności przy finansowaniu krótkoterminowym



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 3 Aktywa odnoszące się do zasobów ludzkich według przypisanych przez banki stopni ważności przy finansowaniu krótkoterminowym



Źródło: opracowanie własne.

cesów, kultura organizacyjna, w zdecydowanej większości nie są identyfikowane. Oznacza to, że ogólnie mają one szacunkowe znaczenie przy podejmowaniu decyzji kredytowych zarówno w odniesieniu do decyzji o finansowaniu krótkoterminowym, jak i długoterminowym.

Banki przypisały aktywom odnoszącym się do zasobów ludzkich przedsiębiorstwa średnią ocenę na poziomie 1,43 w przypadku podejmowania decyzji o kredytowaniu krótkoterminowym oraz 1,50 w przypadku decyzji o kredytowaniu powyżej jednego roku. Jest to najniższa grupowa średnia w ankiecie.

Należy zauważyć, że takie pozycje, jak: wiarygodność zarządzających oraz umiejętności kierownicze kadry menedżerskiej, otrzymały średnio bardzo wysokie noty: 3,29 i 3,06 w przypadku decyzji o finansowaniu krótkoterminowym oraz 3,71 i 3,24 przy podejmowaniu decyzji o finansowaniu średnio- lub długoterminowym.

Pozostałe pozycje ankiety niezależnie od długości finansowania w zdecydowanej większości nie są identyfikowane przez banki. Oznacza to, że większość banków zaznaczyła opcję „brak możliwości oceny” lub, jak w przypadku pozycji „wykształcenie pracowników”, 35% banków przypisało ocenę „brak możliwości oceny”, a 41% banków oceniło ważność tej pozycji na poziomie 1.

Na podstawie tych wyników można stwierdzić, że banki, oceniając zasoby ludzkie, koncentrują się na ocenie kadr zarządzających i nie odnoszą się do wszystkich pracowników przedsiębiorstwa. Nie uwzględniają więc czynników związanych z wiedzą posiadaną przez pracowników przedsiębiorstwa.

Podsumowanie

Badania wskazują, że większość banków rozpoznaje elementy wchodzące w skład kapitału intelektualnego. W przypadku aktywów rynkowych przedsiębiorstwa ważnym miernikiem jest – w opinii banków – udział w rynku. Miernik ten ma jednak wymiar historyczny i jest od wielu lat wykorzystywany w analizie ryzyka kredytowego; dlatego otrzymał tak wysoką notę. Istota pozostałych pozycji z obszaru rynkowego wydaje się nie do końca zrozumiała dla wszystkich banków. Dlatego nie można jednoznacznie określić, czy średnia ocena przypisana poszczególnym pozycjom odzwierciedla prawdziwą ważność tych pozycji podczas analizy kredytowej. Pozycje te mogą zatem być tylko częściowo analizowane przez banki lub tylko w stosunku do niektórych przedsiębiorstw.

Aktywa własności intelektualnej są dla badanych banków stosunkowo ważne, o ile można je odszukać w podstawach działalności przedsiębiorstwa lub sprawozdaniach finansowych. Banki jednak nie wnikają w wewnętrzną działalność organizacji, nie są więc w stanie rozpoznać zagrożeń związanych z niewydolnością organizacyjną danej jednostki.

Oceniając aktywa odnoszące się do zasobów ludzkich przedsiębiorstwa, dość duże znaczenie przypisuje się kadrom zarządzającym. Badane banki w sposób marginalny uwzględniają informacje związane ze wszystkimi pracownikami przedsiębiorstwa. Przyczyną tego jest prawdopodobnie ustawowy obowiązek oceny kadr menedżerskich przez banki i mogą one czuć się zwolnione z analizy wszystkich zasobów ludzkich przedsiębiorstwa.

Reasumując, niska ocena przez banki zasobów i procesów budujących organizację od zewnątrz i od wewnątrz potwierdza tezę, że elementy kapitału intelektualnego nie są przez banki dostatecznie uwzględniane podczas oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw zarówno w przypadku decyzji o finansowaniu krótkoterminowym, jak i długoterminowym. Przyczyną tego mogą być: zakorzenione w bankach wzorce oceny przedsiębiorstwa, oparte głównie na wynikach finansowych, brak standardowych narzędzi i wskaźników oceniających zasoby kapitału intelektualnego oraz niepełne ujęcie tego kapitału w sprawozdawczości. Analiza kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwach często dostarcza dużo więcej informacji o ryzyku kredytowym niż tradycyjne, standardowe mierniki bazujące na rachunkowości finansowej. Pozwala jednocześnie skuteczniej oszacować zdolność organizacji do osiągania zysków w przyszłości.

Istnieje zatem pilna potrzeba rozwinięcia przez banki efektywnych metod pozwalających na pełną ocenę kapitału intelektualnego firm – zwłaszcza tam, gdzie kapitał intelektualny jest głównym zasobem. Bez nowego podejścia analiza kredytowa nie jest w stanie w pełni oddać specyfiki tego typu przedsiębiorstw, a często stanowi wręcz barierę w pozyskiwaniu przez nie finansowania zewnętrznego w postaci kredytu bankowego krótko- czy długoterminowego. Można również przypuszczać, że zmiana podejścia banków miałaby stymulujący, pozytywny wpływ na regulacje ostrożnościowe, normujące zasady działalności kredytowej banków.

Myślę, że czynnik kapitału intelektualnego ma szczególne znaczenie w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw w trakcie badania zdolności kredytowej.

Bibliografia

1. D. Dobija: *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Warszawa 2003 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego.
2. L. Edvinsson, M.S. Malone: *Kapitał intelektualny*. Warszawa 2001 Wydawnictwo Naukowe PWN.
3. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2003 r. w sprawie tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Załącznik nr 1.
4. K.E. Sveiby: *The Intangible Assets Monitor*, www.sveiby.com/articles, 14 grudnia 2003.
5. M.S. Wiatr: *Kierunki zmian polskiego systemu szacowania ryzyka kredytowego – próba oceny*. „Bank i Kredyt” nr 1/2004.
6. M. Zaleska: *Ocena ekonomiczno-finansowa przez analityka bankowego*. Warszawa 2002 Szkoła Główna Handlowa.

Quantitative methods of operational risk measurement

Jacek Orzeł

The article presents a cross-sectional review of quantitative methods of operational risk measurement and directions of the research conducted in this area.

Surging importance of the operational risk management process in the recent years has necessitated the improvement and extension of the methods and techniques of operational risk measurement applied hitherto, as well as of development of new ones.

The modern system of risk management, inter alia, features the development of databases providing for the occurrence of events in the operational risk area. Both the literature on the subject and practical experience indicate that such databases exist only partially; on the other hand, many organisations are

known to have begun the compilation of such databases. Considering the real demand for their establishment and taking into account the belief, common in the literature on the subject, that quantitative methods should be considered basic ones, whereas qualitative methods should be treated as supplementary and auxiliary ones (for the time being, they are considered as basic), the establishment of numerous databases regarding losses incurred due to operational risk seems to be inevitable in the nearest future. Quantitative methods used in operational risk management are still a relatively new issue. The lack of a comprehensive treatment of the methods in the literature on the subject may prove that the methods still have not been finally formed.

New, unconventional approaches to operational risk management, applied both under the Basel II capital accord and also independently, will probably require the application of unconventional qualitative methods of analysis, in addition to the classical, typically quantitative ones, due to the "qualitative" character of operational risk.

The signals that have been sent by the business community to the scientific community for quite some time now, and the increasingly frequent press articles and book publications on the subject of operational risk management may constitute a proof for the wide-ranging research that has been undertaken in this area. However, the results of this research are not bound to meet the huge needs in this respect.

Reform of the Stability and Growth Pact and its possible consequences

Leokadia Oręziak

The provisions of the Stability and Growth Pact have been considerably eased in March 2005, upon pressures from the euro area Member States that have had serious problems for the past few years reducing their budget deficits to a level below 3% of GDP. The reform of the Pact points to the weakened mechanisms that discipline the budgetary policy of EU countries.

Now, they gain more freedom as regards determining the deficit reduction rate. As a result, the risk of excessive deficits prevailing for longer time periods occurs, which may in consequence lead to an increase in the public debt level. These factors may adversely impact the standing of public finances in the euro area and other EU countries.

Selected macroeconomic determinants of premium on emerging equity markets

Eryk Łon

The paper attempts to identify the key macroeconomic determinants of premiums on emerging equity markets. The emerging market premium has been defined as the measurement of the relative economic climate on emerging equity markets. The author has analysed the impact of decisions of the American central bank on the level of the emerging market premium. He has also researched into the macroeconomic determinants of the emerging market premium fluctuations within the 4-year presidential election cycle in the USA, and presented the basic components of the positive and negative emerging market premium models. As follows from the research, the emerging markets are an attractive segment of the global equity market. Rates of return on indices describing the economic climate on the emerging markets are higher, in the long term, than the corresponding rates of return on mature markets. The ratio of the capitalization level of a given market to the GDP is the most important measurement used in the assessment of the maturity of an equity market,

which allows a division into the emerging and mature markets. The emerging market premium is a particularly interesting measure of relative economic climate on the emerging markets. Monetary policy of the American central bank has a strong influence on the shaping of the emerging market premium. A reduction in the discount rate by the Fed contributes to a growth in the emerging market premium, whereas a rise contributes to a drop in the premium level, both within 12 months from the taking of a given decision. The character of relations between macroeconomic variables and the emerging market premium level may be considered from three perspectives: the anticipating, the current, and the discounted perspective. Three variables, i.e. the real short-term interest rate, the University of Michigan Consumer Sentiment Index, and the annual rate of change in manufacturing output are of considerable importance in forecasting the future level of the emerging market premium. Both statistical and econometric methods have been used in the research.

The role of insurance of mortgage receivables in the development of the property finance market

Zbigniew Krysiak, Lukasz Reksa

The development of the property finance market in Poland depends on many factors. From the practical point of view, it is important to identify the major determinants of the market development, which is measured by the level of sources of financing involved. According to the authors, sources of financing in the amount of 250 b zloty are possible to be reached within 15 years, where the current state amounts to 50 b zloty. However, such a scale of development is based on the premise of establishment of stability on the market of mortgage-secured debt. To this end, control of the specific risk related to this market is of vital importance. Such control will only be possible with an advanced system of insurance and guarantees of mortgage loans.

Insurance of mortgage receivables provides for a larger flow of funds to the property market, stimulates its development and increases the number of persons that may become real property owners (thanks to the enhanced access to mortgage lending).

Risk transfer and risk dispersing may take place

not only through the application of appropriate insurance products. An important mechanism of risk transfer is the establishment of institutions trading in mortgage debt on the secondary market which not only transfers the capital, but also transposes part of the risk from banks to other market segments. In the context of a stable mortgage lending market, this risk occurs less frequently. However, in extreme situations, such as a deterioration of the global economic situation or the economic situation in Poland, the diversification of risk will exert a positive impact on the banking system.

In the paper the authors present significant elements relating to the issue of credit risk and its transfer (insurance) onto an insurance company. Using several North American and West European countries as an illustration, the authors have analysed relevant solutions in the area of insurance products. In the conclusion, they have proposed directions of activities as well as product, institutional and legal solutions applicable in the Polish environment.

The influence of customary solutions on the functioning of Islamic commercial banks

Andrzej Buszko

The article aims at presenting the influence of customary mores on the functioning of Islamic commercial banks. The paper discusses the most important customary mores, specifies the scope of their impact, and points out the differences between the principles of operation of Islamic banks and the banks based on the legal regulations binding in the market economy. Standards originating from the Koranic law are becoming increasingly common in a number of Muslim countries and constitute the sole basis for the principles of conducting business activity,

what in turn helps the financial institutions retain their identity. Due attention should be paid to the financial institutions, which not only manage increasingly larger assets, but also intensify their cooperation. All this leads to a dualism of the financial markets. On the one hand, the Koranic legal standards have a significant impact on the mitigation of operational risk of financial institutions; on the other hand, however, they cause considerable departures from the market economy principles and blur the transparency of transactions concluded.

Corporate intellectual capital in the assessment of borrowing capacity

Jacek Grzywacz, Ewa Lorek

The paper combines the issues of intellectual capital and assessment of enterprise credit risk.

The authors first explain what is meant by intellectual capital, and subsequently referring to empirical research results attempt to determine the weight assigned by banks to non-tangible corporate assets while taking credit decisions. The authors arrive at a conclusion that the majority of banks take account

of intellectual capital components but the overall impact of this kind of information on their credit decisions is small. This is caused by the deeply rooted, based on financial data patterns of enterprise assessment at banks, lack of commonly accepted intellectual capital measures and scarce recognition of this capital in reporting.