

BANK I KREDYT

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

- 3 **Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski**
Seminarium naukowe NBP, 4 października 2007 r., Warszawa
The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland
National Bank of Poland's scientific seminar, 4 October 2007, Warsaw
- 25 **Antoine Bouveret, Sana Mestiri, Henri Sterdyniak**
The Renminbi Equilibrium Exchange Rate: An Agnostic View
Kurs równowagi dla waluty chińskiej: zdanie odrębne
- 42 **Mariusz Próchniak, Ryszard Rapacki**
Konwergencja beta i sigma w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005
Beta and Sigma Convergence in the Post-Socialist Countries in 1990–2005
- 61 **Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes**
Napływ kapitału bezpośredniego do krajów rozwijających się – wybrane zagadnienia ekonomiczne i prawne
Inflow of Direct Capital to Developing Countries – Selected Economic and Legal Problems
- 76 **Karin Kneissl, Paweł Kowalewski**
Recent Tendencies in the International Monetary System and their Impact on Oil Producing Countries (with Emphasis on the Gulf Cooperation Council Member States)
Najnowsze tendencje w międzynarodowym systemie walutowym oraz ich wpływ na producentów ropy naftowej (ze uwzględnieniem krajów zrzeszonych w Radzie Współpracy Zatoki Perskiej)
- 84 **Adam Pawlikowski, Dobromił Serwa**
The Costs of Banking Sector Restructuring in Poland
Koszty restrukturyzacji sektora bankowego w Polsce
- 96 **Grażyna Bancarewicz**
Wybrane zagadnienia dotyczące strat i modelowania ryzyka operacyjnego w ramach zaawansowanej metody pomiaru (AMA)
AMA – Selected Issues in the Areas of Operational Risk Data and Operational Risk Modeling
- 106 **Marek Wiewióra**
Prawne ograniczenia w zaciąganiu kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego: stan obecny a perspektywy
Legal Restrictions on Borrowing by Local Government: The Present State and the Perspectives
- 116 **Stanisław Owsiak**
Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*
*Review of the book edited by Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz, *Finance, Banking and Financial Markets**
- 123 **Elżbieta Czarny**
Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller, *International Economics. Theory, Application, and Policy*
*Review of the book by Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller *International Economics. Theory, Application, and Policy**
- 126 **Dariusz Zarzecki**
Wiesława Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*
*Review of the book edited by Wiesława Przybylska-Kapuścińska, *Securities Market in the Euro Area**
Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej (educational insert in Polish only)
Leszek Pawłowicz, Ryszard Wierzba
Sieć bezpieczeństwa a integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej
Safety Net and the Integration of Financial Markets in the European Union

Rada Naukowa/Scientific Council

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

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

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

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

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa, Poland
tel.: +48 22 585 43 26
fax: +48 22 653 13 21
e-mail: krzysztof.gajewski@mail.nbp.pl
<http://www.nbp.pl/bankikredyt>

Projekt/Project

DOCTORAD

Skład i Druk/Typesetting and printing

Drukarnia NBP/Printing House of the NBP

Korekta/Editing

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

Prenumerata/Subscription

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora (dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób 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, ul. Jana Kazimierza 31/33 00-958 Warszawa, można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20.

www.ruch.pol.pl

Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy:
Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej,
ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa,
nakład: 1200

konto:

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy
nr konta: NBP DOR 871010-0000-0000-1323-9600-0000
2007 r. - 204,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł

Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski

Seminarium naukowe NBP, 4 października 2007 r.,
Warszawa

The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland

National Bank of Poland's scientific seminar,
4 October 2007, Warsaw

Streszczenie

Ostatnie perturbacje finansowe na świecie oraz wahania na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych wywołują niepokój także w Polsce.

Wielu ekonomistów oraz praktyków życia gospodarczego stawia sobie pytania:

- Po pierwsze, czy turbulencje te mogą się przenieść także na rynek polski?
- Po drugie, jak silne może być ich ewentualne oddziaływanie na polską gospodarkę?
- Po trzecie, czy można im zapobiec?

Zjawiska te mogą istotnie wpływać z jednej strony na koniunkturę gospodarczą w Polsce, a z drugiej strony na podejmowane decyzje w zakresie polityki finansowej.

Dostrzegając wagę tych problemów, Narodowy Bank Polski zorganizował 4 października 2007 r. seminarium naukowe pt. „Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski”. Uczestniczyło w nim wielu specjalistów, których zadaniem było objaśnianie tych zjawisk oraz zasugerowanie ewentualnych sposobów zabezpieczania się przed nimi. Poniżej przedstawiamy teksty opracowane na podstawie wystąpień z tego seminarium.

Abstract

The recent financial turmoil all over the world and the volatile behaviour of the property market in the United States cause anxiety also in Poland.

A number of economists and people involved in economic activity pose the questions whether, firstly: turbulences may spread to the Polish market, secondly: how strong can their possible impact on the Polish economy be and thirdly: can they be possibly avoided?

These are phenomena which on the one hand can have a significant impact on the economic climate in Poland and, on the other, can influence decision-making within the scope of financial policy.

The National Bank of Poland realizing the importance of the above-mentioned issues organized on 4 October 2007 an scientific seminar entitled “The impact of turbulence in international financial markets on the economic situation in Poland” with the participation of a number of experts, who aimed at explaining these phenomena and attempted to identify possible means of safeguarding against them. Below, we present texts based on contributions to the seminar.

Złoty wobec turbulencji na rynkach finansowych

The Zloty in the Face of Turbulence on Financial Markets

Alojzy Z. Nowak, Kazimierz Ryć***

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych w ostatnim dziesięcioleciu, zwłaszcza po kryzysie finansowym w Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r., wymagają bardzo uważnej obserwacji. Wynika to zarówno z ich rozmiarów, jak i zasięgu geograficznego. Z jednej strony obejmują one wciąż najważniejszą walutę i gospodarkę na świecie, jaką jest gospodarka amerykańska. Z drugiej strony dotyczą także gospodarki i waluty chińskiej, która z kolei pretenduje do roli jednej z podstawowych walut rezerwowych w przyszłej architekturze finansowej na świecie. Z polskiej perspektywy kwestie te są ważne także dlatego, że nie tylko mogą oddziaływać na polskiego złotego, lecz także wpływają na strefę euro, z którą Polska wciąż ma największe obroty gospodarcze. Kształtowanie się zarówno kursu dolara, euro, jak i polskiego złotego odgrywa zatem zasadniczą rolę w kształtowaniu koniunktury gospodarczej w Polsce.

Zachodzących zmian jest wiele. Do najbardziej widocznych należy niemal stała deprecjacja dolara amerykańskiego zarówno wobec euro, jak i wobec innych walut tak międzynarodowych, jak i z ograniczonym geograficznie zasięgiem, np. wobec polskiego złotego. Znamienne jest także wciąż rosnące saldo na rachunku obrotów bieżących w wymianie handlowej Chin – USA, które pozwoliło na wzrost rezerw dewizowych Chin, według ostatnich szacunków do prawie 1 430 mld dolarów. W ten sposób – niejako naturalnie Chin – stają się gwarantem stabilności dolara amerykańskiego. Czy na długo? Nie wiadomo. Doświadczenia z lat dziewięćdziesiątych są w tym zakresie pozytywne. Chin oraz – solidarnie – inne kraje Azji, a także organizacje międzynarodowe bronili i dolara amerykańskiego, i wartości swoich walut, m.in. poprzez utrzymywanie stałego kursu wymiany

i pozyskiwanie zagranicznych kredytów od organizacji międzynarodowych na stabilizację swoich walut narodowych, a tym samym także na stabilizację ówczesnego systemu walutowego¹. Czy będzie tak i w 2007 r.? Prawdopodobnie nie, albowiem niedawno Chin zapowiedziały, że rozważają zamianę części swoich rezerw walutowych utrzymywanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Konsekwencje takiej decyzji mogą nie tylko zmienić architekturę finansową współczesnego świata, ale wywołać także wiele perturbacji na rynkach finansowych. Oczywiście nie chodzi tutaj o to, że waluta chińska mogłaby już wkrótce stać się jedną z ważniejszych walut na świecie, a tym samym nawet walutą rezerwową. Rzecz w tym, że wyzbywanie się dolara amerykańskiego przez Chin mogłoby doprowadzić do jego deprecjacji i być może nawet do bankructwa wielu instytucji. Prawdopodobnie tak się nie zdarzy i wypowiedzi chińskich przedstawicieli są tylko środkiem do osiągnięcia określonych celów, ale na wszelki wypadek i taki wariant warto mieć na uwadze².

Niektórzy ekonomiści uważają, że brak stabilizacji dolara amerykańskiego mógłby spowodować pojawienie się kryzysu walutowego na większą skalę i perturbacji na rynkach finansowych. Podają tutaj jako przykład połowę lat dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia, kiedy po raz pierwszy na większą skalę nastąpiła ucieczka

* Przewodniczący Rady Naukowej Narodowego Banku Polskiego; Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

** Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

¹ Szerzej na ten temat zob. Nowak (2003).

² R. Mundell uważa na przykład, że waluta chińska za kilkadziesiąt lat może być jedną z głównych walut świata i odgrywać istotną rolę przy tworzeniu „globala” – waluty globalnej, która mogłaby pełnić funkcję pieniądza światowego. Naszym zadaniem nie jest jednak prowadzenie w tym miejscu rozważań, na ile jest to koncepcja realna.

ka od dolara amerykańskiego. Inni ekonomiści nie podzielają takiego poglądu, uważając, że we współczesnym świecie nie ma miejsca na głębokie kryzysy walutowe³. W przypadku ich wybuchu straty byłyby bowiem zbyt bolesne i zbyt duże dla wielu podmiotów gospodarczych (piszemy o tym w innym artykule). W tej filozofii ostrzegania współczesnych stosunków finansowych istnieje zatem przekonanie, że w rezultacie oligopolizacji rynków finansowych mamy do czynienia z pewnym *consensusem*. Polega on na tym, że wspólnie chroni się *status quo*, uznając, że jego naruszenie mogłoby doprowadzić do załamania finansów międzynarodowych. Sytuacja taka nie oznacza, rzecz jasna, że nie mogą się pojawiać kryzysy walutowe na mniejszą skalę, będące rezultatem segmentacji rynków, jednak raczej nie jest możliwy kryzys walutowy o charakterze globalnym. W przypadku kryzysów lokalnych kraje czy instytucje, których nie osłania parasol ochronny dużych ugrupowań gospodarczo-walutowych lub krajów mających walutę międzynarodową, mogą jednak dotkliwie odczuć skutki nawet regionalnego kryzysu walutowego. Bez przesadzania prawdopodobieństwa pojawienia się walutowego kryzysu globalnego czy lokalnego warto zwrócić uwagę na następujące fakty.

Po pierwsze, że w globalizującym i integrującym się świecie mamy od czasu do czasu do czynienia z turbulencjami walutowymi i finansowymi.

Po drugie, Polska nie jest jeszcze częścią żadnego ugrupowania walutowego, które rozpięłoby nad nią parasol ochronny w czasie trwania globalnych bądź regionalnych turbulencji finansowych.

Po trzecie, następuje umacnianie się euro oraz Europejskiej Unii Gospodarczej i Walutowej, która w niedługiej przyszłości prawdopodobnie będzie istotnym – jeśli nie zasadniczym – elementem współczesnego systemu walutowego na świecie.

Czy obecnie mamy zatem do czynienia z zagrożeniem kryzysem walutowym lub finansowym?

Odpowiedź na to pytanie nie jest ani prosta, ani jednoznaczna. Próbując jednak na nie odpowiedzieć, warto w tym miejscu, po pierwsze, zdefiniować pojęcie kryzysu walutowego. Po drugie, należy wyodrębnić kryzys walutowy strukturalny i koniunkturalny oraz odpowiedzieć na pytanie, jakie jeszcze inne zmiany zachodzą we współczesnym świecie, które mogą mieć istotny wpływ na kształtowanie się przyszłego systemu walutowego i na zachowanie się polskiego złotego.

W naszej opinii z kryzysem walutowym mamy do czynienia wtedy, kiedy podmioty gospodarcze wyzbywają się na wielką skalę aktywów nominowanych w danej walucie. Główną przyczyną takiego zjawiska jest utrata zaufania do danej waluty, spowodowana np. pogarszaniem się jej siły nabywczej, czyli jej deprecjacją, a tym samym zmniejszaniem się wartości walorów utrzymywanych w tej walucie.

Zanim odpowiemy na pytanie, co może być przyczyną obniżania się wartości danej waluty, zdefiniujmy, co rozumiemy przez to pojęcie. Najogólniej rzecz ujmując, przez walutę rozumie się prawny środek płatniczy obowiązujący na terytorium danego kraju. O tym, co jest tym środkiem, oraz w szczególności, jaka jest jego wartość wymienna w stosunku do innych walut, decyduje przyjęty reżim kursowy, a niekiedy także władza monetarna danego kraju (bank centralny, minister finansów, minister skarbu). Decyzje te władza monetarna podejmuje z reguły na podstawie oceny sytuacji ekonomicznej danego kraju (analizy fundamentalnej), tj. w zależności od tempa wzrostu gospodarczego, zatrudnienia, oszczędności, inwestycji, salda bilansu płatniczego, rezerw walutowych kursu walutowego itd. Wielkości te są pochodnymi procesów realnych, m.in. wydajności pracy i konkurencyjności danego kraju, które w wielu krajach, także w głównych krajach świata, wykazują duży progres. Niektórzy ekonomiści anglosascy i praktycy życia gospodarczego, wśród nich m.in. Alan Greenspan, były szef Systemu Rezerwy Federalnej, uważają nawet, że w rezultacie tych pozytywnych zjawisk zachodzących w sferze realnej wiek XXI może być okresem dezinflacji, przynajmniej w USA, a tym samym będzie się umacniało zaufanie do waluty amerykańskiej.

Jeśli zatem analiza fundamentalna kraju, którego waluta odgrywa rolę światową (obecnie jest to w dalszym ciągu USA i dolar amerykański, w którym w świetle wielu danych empirycznych nadal utrzymywanych jest około 65% rezerw dewizowych na świecie), wskazuje na zdrowe podstawy rozwoju ekonomicznego, to raczej nie trzeba się obawiać pojawienia się strukturalnych przyczyn kryzysu walutowego. Czy jednak zawsze tak musi być? Doświadczenia innych krajów wskazują, że niestety nie. Także ostatnie wydarzenia na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych nie potwierdzają tej tezy⁴.

Zasadniczym powodem zaistnienia nierównowagi finansowej na światowych rynkach finansowych może być nadpłynność finansowa głównych „graczy” na tych rynkach. Według dostępnych danych statystycznych szacuje się, że obroty na międzynarodowych rynkach finansowych są 30–40-krotnie wyższe niż obroty w sferze realnej. Powodem takiego wysokiego wolumenu obrotów na tych rynkach jest m.in. wprowadzenie w latach 70. płynnych kursów walutowych, a następnie w latach 80. deregulacja obrotów instrumentami finansowymi i ich pochodnymi. W rezultacie na rynkach finansowych pojawiło się wiele nowych podmiotów, m.in. funduszy powierniczych, instytucji ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych, oraz wiele no-

³ Zob. np. Nowak (1998).

⁴ Na myśl przychodzi tutaj również słynny „Barometr Harvardzki”, który jeszcze na kilka dni przed „czarnym czwartkiem” na giełdzie w Nowym Jorku wykazywał, że gospodarka będzie się w dalszym ciągu wspaniale rozwijała. Tymczasem stało się odwrotnie, czyli nastąpiło jej drastyczne załamanie, wywołujące głęboki kryzys światowy. Prowadzone analizy koniunktury gospodarczej i formułowane na tej podstawie prognozy gospodarcze okazały się zatem całkowicie zawodne.

wych instrumentów finansowych. Nastąpiło to przede wszystkim z chęci zysku, a nie – jak dotąd – z powodu wyrównywania pozycji walutowych (do połowy lat 70. głównymi uczestnikami rynków walutowych były banki). Wielość uczestników i walorów finansowych oraz w pewnym sensie ich pogoń za zyskiem spowodowały swego rodzaju „nadprodukcję pieniądza” na tych rynkach, co może także prowadzić do różnych perturbacji wywołujących hossę lub bessę na rynkach finansowych.

Powstanie międzynarodowego rynku walutowego na tak wielką skalę, dziesiątki razy przewyższającego wartość operacji na rynkach dóbr i usług, jest rezultatem internacjonalizacji walut krajowych, tworzących łącznie światowe M1, oraz zmian sposobu funkcjonowania międzynarodowych rynków finansowych (deregulacja, dematerializacja i liberalizacja przepływów kapitałowych). Jednocześnie kształtują się pewne decyzje inwestorów co do kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Decyzje te nie zawsze opierają się na przesłankach ekonomicznych; bywają też rezultatem np. decyzji politycznych. Innymi słowy na rynkach finansowych tworzone są przesłanki przejrzystości tego rynku oraz urynkowania przepływów kapitałowych. Z drugiej strony podejmowane są decyzje finansowe, których podłożem są względy polityczne. Wynikają one choćby z tego, że decydentami bywają rządy krajów niedemokratycznych posiadających duże rezerwy dewizowe. W ten sposób pojawia się pole do spekulacji na rynkach finansowych.

Czy może to być gra z wynikiem zerowym? Zwolennicy globalizacji stanowczo temu zaprzeczają. Zwiększają się bowiem dostępność kapitału i jego mobilność ułatwiająca wykorzystanie zasobów. W każdej gospodarce otwartej na przepływy kapitału znajduje on zastosowanie, przede wszystkim tam, gdzie pojawia się wyższa produktywność zasobów rzeczowych: pracy, ziemi, bogactw naturalnych itp. Rośnie więc hiperagregat produktów narodowych oraz przychodów z inwestycji (Stiglitz 2002; 2007).

Jest jednak i druga strona tych procesów. Składają się na nią sprzeczności wynikające z globalizacji pieniądza. Z jednej strony w warunkach powszechnej i nieograniczonej dostępności walut waluta krajowa jest częścią pieniądza światowego. Z drugiej strony jej kondycja w stosunku do innych walut silnie wiąże się ze stanem gospodarki kraju emitenta oraz meandrami polityki monetarnej i fiskalnej jego władz państwowych. Z tego powodu zmieniają się prognozy kształtowania się kursów walutowych praktycznie każdej waluty tworzącej światowe M1. W rezultacie mają one bezpośredni wpływ na rosnące koszty kapitału dla jego potencjalnych użytkowników ze strony realnych gospodarek narodowych, tj. przemysłu, rolnictwa, handlu i innych usług niefinansowych. Jest to wynikiem m.in. tego, że:

- Po pierwsze, duże zasoby pieniężne zostały ulokowane w instrumenty rynku pieniężnego i utrzymywane są w stanie wysokiej płynności. Oznacza to

uszczerpienie środków, które mogłyby być wykorzystane w formie kredytów dla sfery realnej. Sytuacja taka przyczynia się do utrzymywania relatywnie wysokiej stopy procentowej.

- Po drugie, zaangażowanie kapitału na rynku pieniężnym odwraca uwagę inwestorów od procesów alokacji w sferze realnej. Najtęższe umysły analityków z banków i instytucji finansowych biorą udział w grze o wyniku w istocie zerowym.

- Po trzecie, otwiera się szerokie pole do redystrybucji przychodów z kapitału na rzecz spekulantów rynku pieniężnego, którymi są wielkie fundusze inwestycyjne posiadające środki, by atakować waluty poszczególnych państw.

- Po czwarte, ataki spekulacyjne wielkich graczy rynku pieniężnego stają się źródłem niezawinionych kryzysów walutowych i kryzysów gospodarczych w państwach o słabszych gospodarkach. Sytuacje takie niejednokrotnie niweczą wysiłki związane z pozyskaniem i wykorzystaniem pożyczek pieniężnych niezbędnych do funkcjonowania i rozwoju danego kraju.

Wydaje się jednak, że międzynarodowe instytucje finansowe coraz częściej uświadamiają sobie te zjawiska i podejmują odpowiednie środki zapobiegawcze – głównie w sferze regulacyjnej. Ich rezultatem ma być zbudowanie nowej architektury finansowej współczesnego świata, być może kiedyś opartej na wspólnej walucie. W tej chwili za wcześnie jednak, by ocenić, jaka będzie skuteczność tych przedsięwzięć – nawet w krótkim okresie.

Innym czynnikiem mogącym powodować perturbacje na rynkach walutowych jest utrata zaufania do waluty światowej (walut) z pobudek, nazwijmy to, irracjonalnych – psychologicznych bądź innych, które obecnie nawet trudno zdefiniować. Pamiętajmy bowiem, że współczesne stosunki walutowe nie opierają się właściwie na żadnych „twardych podstawach”, jak miało to miejsce w przeszłości, kiedy funkcję pieniądza światowego pełniło złoto, a następnie kiedy tę podstawę stanowiły stałe kursy walutowe. Rzecz jasna obecnie nie ma bezpośredniego zagrożenia, m.in. dlatego, że współczesny świat finansów występuje niezwykle solidarnie w obronie zaufania do waluty światowej, obawiając się zapewne znanego ekonomistom „efektu domina”.

Czy jednak zawsze ma miejsce taka zgodność „świata finansowego”? Obecnie wydaje się jednak, że nie. Wielu dużych „graczy” zaczyna głównie myśleć o sobie. Chiny zapowiedziały rozważenie możliwości zamiany przynajmniej części swoich rezerw dewizowych nominowanych w dolarach amerykańskich na inne waluty. Kto wie, czy właśnie nie to powoduje wzrost napięcia na międzynarodowych rynkach finansowych, objawiający się m.in. znacznym spadkiem notowań na giełdach papierów wartościowych – właściwie we wszystkich regionach świata – od Nowego Jorku poczynając, a na giełdach azjatyckich kończąc. Z zapowiedzi niektórych polityków i dyrektorów zarządzających instytucjami fi-

nansowymi wynika, że może nie dojść do takiej wspólnej interwencji, mimo iż logika nakazywałaby podjęcie wspólnych działań w celu łagodzenia napięć na międzynarodowych rynkach finansowych.

Co może się zdarzyć – przynajmniej hipotetycznie – jeśli tak się stanie? Pierwsze, co nasuwa się na myśl, to oczywiście ucieczka kapitału z miejsc zagrożenia i wizja pojawienia się dużego kapitału nomadycznego na tzw. wschodzących rynkach, gdzie pewny i wysoki zysk (istnienie wciąż względnie wysokiej stopy procentowej) niewątpliwie byłby dużą zachętą do lokowania go właśnie w tych miejscach. Czy Polska jest przygotowana do ewentualnej absorpcji takiego kapitału? Właściwie trudno w tej chwili dać jednoznaczną odpowiedź, gdyż – o ile nam wiadomo – żadne głębsze badania w tej materii nie zostały jeszcze przeprowadzone. Można jedynie spekulować, że w takiej sytuacji może się pojawić dodatkowy kapitał nomadyczny, który w dalszym ciągu będzie prowadzić do aprecjacji polskiego złotego. W rezultacie może się pogorszyć konkurencyjność towarów eksportowych i zwiększyć wolumen importu. Skutkiem takiego rozwoju sytuacji mogłyby być zatem pogorszenie się salda na rachunku obrotów bieżących i wszystkie tego konsekwencje, czyli zmniejszenie wiarygodności płatniczej, wzrost zobowiązań finansowych państwa i wreszcie wzrost kosztów obsługi długu.

Można się także liczyć z odwrotnym scenariuszem. Inwestorzy, którzy ponieśli straty na rynkach dojrzałych, mogą zechcieć wycofać się z rynków wschodzących, realizując na nich swoje zyski po to, aby wyrównać straty w miejscach ich powstania. W takiej sytuacji mielibyśmy do czynienia rzeczywiście ze spadkami cen walorów finansowych notowanych na giełdach rynków wschodzących. Mogłyby to grozić perturbacjami finansowymi, z kryzysem finansowym włącznie.

Jak widać, żaden z powyższych scenariuszy nie jest korzystny dla gospodarki. W pierwszym niekontrolowany napływ kapitału może działać aprecjacyjnie na walutę krajową i tym samym podrażać produkcję krajową, obniżając jednocześnie jej konkurencyjność. Jest wielce prawdopodobne, że w takiej sytuacji nastąpiłyby spadek eksportu i wzrost importu. Mogłyby to doprowadzić do pogorszenia się salda na rachunku obrotów bieżących oraz – w rezultacie – do spadku koniunktury gospodarczej.

W drugim przypadku wyprzedaż walorów finansowych mogłaby prowadzić z jednej strony do spadku ich ceny, a z drugiej strony – do deprecjacji waluty krajowej. Wprawdzie zwiększyłyby to konkurencyjność eksportu, ale mogłyby też prowadzić do wzrostu inflacji w rezultacie pojawienia się dodatkowego pieniądza krajowego.

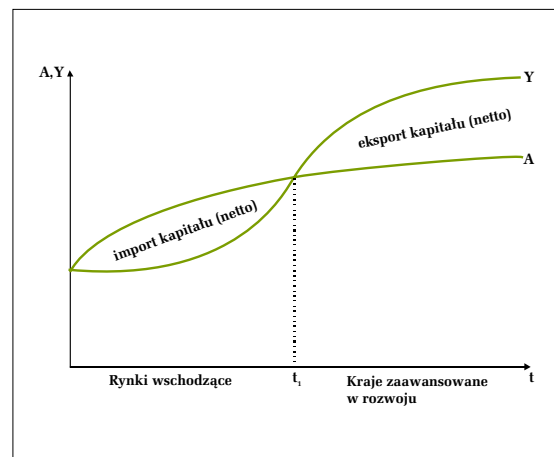
W obu przypadkach prowadzenie polityki finansowej mającej na celu stabilizowanie gospodarki nie jest zadaniem łatwym. Jej trudność może być dodatkowo spotęgowana tym, że w różnych fazach zasygnalizowanych scenariuszy należałoby prowadzić różną politykę

finansową. Wrócimy do tego w dalszej części naszego artykułu.

Inną, chyba najbardziej spektakularną zmianą (silnie związaną także z zasygnalizowanymi wyżej perturbacjami finansowymi) zachodzącą obecnie na rynkach finansowych jest zmieniający się kierunek przepływu kapitału. Począwszy od wieku XIX i przez cały wiek XX – z przerwami na zawieruchy wojenne – kapitał płynął z krajów zaawansowanych w rozwoju do krajów słabo rozwiniętych ekonomicznie. Oczywiście pojawiały się wyjątki od tej reguły, lecz w ogromnej większości przypadków odbiorcami przepływu kapitału netto były kraje rozwijające się nie tylko z nazwy, a eksporterami kapitału netto kraje bogate, zaawansowane w rozwoju⁵. Zjawisko to można opisać na wykresie 1.

Na osi poziomej oznaczamy czas, odmierzany zegarem ekonomicznego zaawansowania, a na osi pionowej poziom krajowej produkcji (Y) i krajowej absorpcji (A), obejmującej konsumpcję prywatną, inwestycje brutto i wydatki rządowe. Punkt t przecięcia krzywych oznacza moment osiągnięcia dojrzałości ekonomicznej, tj. przejścia od pozycji importera kapitału netto do pozycji jego eksportera netto.

Wykres 1. *Pozycja inwestycyjna kraju (bieżąca)*



$$Y = C + J + G + X$$

$$A = C + I + G$$

$$Y - A + X$$

$$PIK = \frac{Y}{A}$$

gdzie:

Y – produkt krajowy brutto,

C – prywatna konsumpcja,

I – inwestycje brutto,

G – wydatki rządowe,

X – eksport netto,

A – krajowe zużycie (absorpcja).

⁵ Por. np. Ryc (2002).

Tabela 1. Saldo obrotów bieżących wybranych regionów na świecie

Rok	OECD	Kraje spoza OECD	Azjatyckie kraje spoza OECD	Chiny	Tygrysy azjatyckie ¹	Inne kraje azjatyckie	Ameryka Łacińska	Afryka i Środkowy Wschód	Europa Centralna i Środkowa	Świat
1992	-75	-36	5	6	5	-6	-9	-32	b.d.	-111
1993	0	-73	-16	-12	2	-6	-22	-36	b.d.	-73
1994	-31	-45	-2	8	-2	-9	-22	-21	b.d.	-77
1995	27	-91	-33	2	-20	-15	-36	-21	-1	-64
1996	-6	-52	-17	7	-10	-14	-36	1	0	-58
1997	35	-54	15	30	-4	-11	-57	1	-13	-18
1998	-26	-57	74	29	54	-8	-72	-44	-15	-83
1999	-178	50	75	21	61	-6	-41	-1	17	-128
2000	-334	160	67	21	50	-4	-28	79	42	-174
2001	-277	111	80	17	58	4	-34	38	26	-166
2002	-309	166	117	35	72	10	0	27	23	-142
2003	-313	266	159	46	98	15	17	66	24	-48
2004	-354	326	145	69	85	-9	26	111	44	-29
2005	-564	552	234	161	89	-16	40	215	62	-12
2006	-688	712	354	250	128	-26	51	239	70	24
2007p	-609	708	430	315	150	-34	51	180	46	99
2008p	-626	724	469	368	144	-43	47	170	37	98

¹ Tajwan, Hongkong, Indonezja, Malezja, Filipiny, Singapur, Tajlandia

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Jak już wspominaliśmy, również przed 1997 r. były wyjątki od tej reguły⁶. Po wydarzeniach w gospodarce światowej z lat 1997–1998 liczba przypadków niezgodnych z tą regułą zdecydowanie jednak wzrosła i – co najważniejsze – przepływ kapitału w odwrotnym kierunku osiągnął niespotykane wcześniej rozmiary.

Można więc przyjąć, że w większości przypadków kapitał nadal płynie z krajów bogatych do krajów uboższych. Jest tak m.in. wśród krajów członkowskich Unii Europejskiej. Jeśli natomiast weźmiemy pod uwagę siłę przepływu strumienia kapitału w skali całego świata, górę bierze przepływ w odwrotnym kierunku. *Per saldo* kraje biedne wspierają kraje bogate. Zwrot międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, ujmowanej jako strumień i mierzonej saldem obrotów bieżących, nastąpił w 1999 r., a dokładnie po kryzysach azjatyckim, brazylijskim i rosyjskim. To właśnie w tym czasie zaszły radykalne

zmiany w podaży inwestycji bezpośrednich, portfelowych, kredytów oraz strumieni oszczędności i wydatków.

Bilans obrotów bieżących, który najlepiej odzwierciedla ruchy tych strumieni dla głównych ugrupowań (regionów) gospodarki światowej, przedstawia tabela 1.

Odwroćcie kierunku przepływu strumienia kapitału okazało się trwałe, a przepływ kapitału z każdym kolejnym rokiem nasila się, osiągając monstrualne rozmiary. Wśród „dłużników”, do których należą kraje najbogatsze, zgrupowane w OECD, główna „wina” spada na USA, z deficytem na rachunku obrotów bieżących bliskim już biliona USD. Nadwyżkę na tym rachunku ma „reszta” świata, w której dominują Chiny (por. tabele 1 i 2).

Powiększająca się szybko luka pomiędzy produkcją krajową a wydatkami, którą możemy przedstawić jako stosunek krajowej produkcji do krajowej absorpcji, czyli *Y/A*, dla USA kształtuje się poniżej 1, a dla Chin znacznie powyżej 1. Oszczędności w Chinach osiągają rekordowy poziom – ponad 40% PKB (w 2006 r. 42%). Jeśli uwzględnimy inwestycje zagraniczne lokowane w

⁶ Problem zmiany kierunku przepływu kapitału zauważył i dyskusję zapoczątkował amerykański ekonomista R. Lucas (1990).

Tabela 2. Bilans obrotów bieżących w wybranych krajach

Wyszczególnienie	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007p	2008p
Australia	-15,9	-19,3	-14,7	-7,4	-15,8	-28,6	-38,8	-40,8	-40,6	-44,1	-49,6
Niemcy	33,2	-29,6	-33,8	0,4	40,9	48,6	117,2	129,2	147,9	218,2	236,9
Grecja	-4,7	-4,5	-9,8	-9,5	-10,1	-12,7	-13,3	-17,8	-29,7	-33,1	-33,9
Japonia	46,6	114,3	119,8	88,2	111,7	136,4	172,6	166,3	171,2	207,7	240,7
Korea	-2,0	-8,7	12,3	8,0	5,4	11,9	28,2	15,0	6,1	-0,5	-4,1
Holandia	8,1	25,8	7,3	9,8	11,0	29,8	52,0	49,0	59,6	60,1	59,7
Polska	-	0,9	-10,0	-5,4	-5,0	-4,6	-10,7	-5,1	-7,9	-10,8	-11,4
Portugalia	-0,2	-0,2	-11,6	-11,5	-10,3	-9,6	-13,8	-18,0	-18,3	-19,2	-21,6
Wielka Brytania	-39,1	-13,4	-37,4	-31,5	-24,7	-24,5	-35,3	-52,6	-80,1	-87,0	-76,5
Stany Zjednoczone	-79,0	-113,6	-415,2	-389,0	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-856,7	-841,9	-904,8
Strefa euro	-8,0	44,7	-36,9	8,2	45,6	45,9	108,7	31,7	8,1	49,7	46,9
Ogółem OECD	-120,9	26,8	-334,2	-276,6	-308,8	-313,1	-354,3	-563,5	-687,9	-609,1	-626,1

p – prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 81 database.

Chinach, w wysokości około 4% chińskiego PKB, to powstaje znaczna nadwyżka akumulacji finansowej nawet w stosunku do bardzo dużych inwestycji w Chinach.

Wysoki udział oszczędności w PKB utrzymuje się także w Japonii i w innych krajach Azji Południowo-wschodniej. Przed 1997 r. wysoki poziom oszczędności w tym rejonie wywołał inflację aktywów i silne procesy spekulacyjne, zwłaszcza na rynku nieruchomości. Giełdy papierów wartościowych osiągnęły rekordową kapitalizację, nawet kilkakrotnie przekraczając wartość rocznego PKB. Oszczędności w tych gospodarkach wspomagał przepływ kapitału netto do tego regionu. Krach na giełdach najpierw w Japonii, a później w pozostałych krajach zapoczątkował kryzys bankowy i finansowy, który przeniósł się na sferę realną gospodarki i spowodował załamanie się rynków w latach 1997–1998. Od tego czasu – jak zaznaczyliśmy – nastąpił zwrot kierunku przepływu strumienia kapitału.

Na temat tego kryzysu, jego przyczyn oraz następstw mamy bogatą literaturę przedmiotu⁷.

Ostatnio szczególne zainteresowanie wzbudzają pogłębiająca się nierównowaga światowych finansów, deficyt Stanów Zjednoczonych i rosnący poziom rezerw w Chinach. Jest to odpowiedź na niepokój polityków i szerokich kręgów społecznych obserwujących postępy i deformację globalizacji.

Rezerwy dewizowe Chin przewyższyły rezerwy Japonii, osiągając – jak już wspominaliśmy – 1 430 mld USD w połowie 2007 r. Wzrost tych rezerw w ostatnich dwóch latach jest szczególnie gwałtowny, tak jak gwałtowny jest wzrost deficytu obrotów bieżących USA mimo deprecjacji USD.

Zanim zaostrzyły się napięcia obserwowane w ostatnich miesiącach 2007 r., powstało wiele teorii i na ich podstawie szereg prognoz rozwoju sytuacji w światowych finansach i przywrócenia równowagi.

Przegląd tych teorii przedstawili K. Lutkowski (2006) i K. Rybiński (2006). Nie będziemy zatem do nich wracać.

W tym miejscu zwrócimy jednak uwagę na możliwość optymistycznego scenariusza dostosowań, które mogłyby przywrócić naruszoną równowagę finansów światowych.

1. Utrzymywaniem równowagi mogą być zainteresowane obie strony. Jeśli nie ma wystarczająco dużo obiecujących projektów inwestycyjnych, to inwestorzy z krajów Azji i Ameryki mogą przedkładać inwestycje w amerykańskie papiery dłużne nad inwestycje na rodzimych rynkach kapitałowych, które świeżo ucierpiały na załamaniu giełd.

2. Amerykanie mogą finansować konsumpcję prywatną nieuszczerploną wysokimi nakładami na konsumpcję zbiorową i pozostałe wydatki rządowe. Kredyt jest tani, na utrzymanie niskich stóp procentowych pozwala stały dopływ środków z zagranicy.

3. Tani pieniądz podnosi opłacalność amerykańskich inwestycji, w tym inwestycji poza granicami USA. Są to z reguły inwestycje (projekty) innowacyjne. Wysokie zyski z inwestycji zagranicznych, w tym również w Chinach i w innych krajach Azji Południowej sprawiają, że mimo ujemnego salda obrotów bieżących już od dziesiątek lat saldo dochodów w strukturze obrotów bieżących nie jest ujemne, lecz przeciwnie – lekko dodatnie. W rezultacie Azjaci mają pracę i zarobki, azjatyccy inwestorzy bezpieczne składniki portfela inwestycyjnego, a Amerykanie wyższe zyski z inwestycji innowacyjnych i wyższą konsumpcję.

Na horyzoncie nie pojawia się „azjatycka Francja de Gaulle'a”, która będzie żądać złota za papierowe dolary i która w tym przypadku naruszyłaby równowagę „nowego Bretton Woods”. Teraz mogłaby to być zamiana słabnącego dolara na inne waluty, które mogą pełnić funkcje rezerw dewizowych. Byłby to bowiem w istocie strzał do własnej bramki, gdyż upadek dolara i wzrost kursu euro lub franka szwajcarskiego katastrofalnie obniżyły we wszystkich krajach wartość obecnych rezerw wyrażonych w dolarach.

Zgodnie z tym scenariuszem równowaga może być stopniowo przywracana dzięki wzrostowi wewnętrznego popytu krajowego w Azji i zwiększeniu skłonności Chińczyków do konsumpcji.

Niestety ten optymistyczny scenariusz jest coraz mniej realny wobec narastających na świecie napięć. Jego spełnienie wymaga realizacji przynajmniej dwóch innych procesów, przyjętych w założeniu.

Pierwszy to rozszerzenie oraz pogłębienie się wolnego rynku i nieskrępowanego przepływu towarów i kapitałów, wzrost usług (usługi wykorzystujące Internet), a wraz z nimi zwiększenie zaufania między partnerami w wyniku rozwoju instytucji gospodarki rynkowej.

Drugi to postępująca demokratyzacja regionów, w których władza ma charakter autorytarny, rozprzestrzeniająca się wraz z zachodnimi wartościami. Proces ten przynajmniej pośrednio mógłby umożliwić podniesienie standardów życia w tych krajach i regionach, m.in. w rezultacie szerszego dostępu do zachodnich standardów życia, jak też do informacji o nich. Efekt naśladownictwa mógłby skutkować zwiększeniem popytu konsumpcyjnego.

Wydaje się, że warto przeanalizować na tym tle zachowanie się polskiego złotego wobec zmian i turbulencji zachodzących we współczesnym systemie walutowym. Zrozumienie możliwych zachowań polskiego złotego w połączeniu z propozycją odpowiednich scenariuszy jego reakcji na zmiany na rynkach finansowych może pomóc w stosunkowo łagodnym dostosowaniu polskiego systemu walutowego i polskiej gospodarki do zmieniających się warunków funkcjonowania oraz do procesów integracji z Europejskim Systemem Walutowym.

Dodatkowym argumentem w ocenie kondycji polskiego złotego i jej skutków dla polskiej gospodarki jest

⁷ Zob. np. Krugman (2001); Sławiński (2001), a także inni autorzy.

także prawie osiemnastoletni okres transformacji naszej gospodarki i zbliżające się formalne przystąpienie Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej. Jest to temat zarówno frapujący poznawczo, jak i bardzo praktyczny. Niestety – naszym zdaniem – nie jest on łatwy ani do prezentacji, ani do analizy.

Oslabienie dolara amerykańskiego w ostatnich kilkunastu miesiącach pogłębiło obawy o stan równowagi finansowej, opartej – niestety – na chwiejnych podstawach. Aby zapobiec dalszej deprecjacji dolara w stosunku do euro i innych walut wymiennalnych, a tym samym osłabić presję inflacyjną, Rezerwa Federalna zdecydowała się na szybkie i znaczne podwyżki stopy procentowej w USA. Od czerwca 2004 r. do czerwca 2006 r. stopa procentowa (*federal funds rate*) wzrosła z 1% do 5,25%. W rezultacie zwiększyły się koszty kredytu, co spowodowało ujawnienie się kryzysu zadłużenia, zwłaszcza zadłużenia hipotecznego. Groźba upadłości dłużników i nieostrożnych wierzycieli stała się przyczyną spadku popytu i osłabienia koniunktury. To z kolei skłoniło Rezerwę Federalną do nieznacznego obniżenia stopy procentowej.

Wobec sprzecznych celów, które Fed musi rozstrzygać, tj. dyscyplinowania finansów i przeciwdziałania inflacji, ratowania zagrożonej koniunktury, a z drugiej strony ratowania dolara, Rezerwa Federalna – jak się wydaje – znajduje rozwiązanie pośrednie, co w najbliższej przyszłości raczej niezbyt dobrze wróży dolarowi. Może on nadal słabnąć. Z przyczyn przedstawionych wyżej nie należy jednak oczekiwać załamania finansów i konwersji rezerw denominowanych w dolarach.

Deprecjacja dolara wywołuje silne turbulencje światowych finansów, co odbija się na kondycji złotego.

Skutki dla złotego zależą od głębokości spadku siły nabywczej dolara. Wszystkie prognozy w tej dziedzinie mogą jednak okazać się zawodne. Istnieje natomiast spore prawdopodobieństwo wielu zdarzeń i ich następstw:

1. Pogłębienie się obserwowanego już spadku indeksów giełdowych, który dotknął warszawską giełdę. Mechanizm kompensowania przez maklerów giełdowych strat na innych rynkach uczyni proces spadku notowań kolejnych spółek zaraźliwym, tym bardziej że warszawska giełda osiągnęła wysoką wycenę aktywów.

2. Możliwy odpływ kapitału za granicę w wyniku sprzedaży papierów udziałowych, co w praktyce może przejściowo osłabić złotego w stosunku do euro. Mogą też stracić waluty innych „młodych” krajów Unii, zwłaszcza krajów bałtyckich (mogą temu sprzyjać także wysokie ujemne salda obrotów bieżących). W tym czasie euro będzie się wzmacniać wobec dolara.

3. Jeśli złoty rzeczywiście straci w pierwszej fazie zaburzeń finansowych w stosunku do euro i innych walut światowych poza USD, to strata ta będzie przejściowa. W niedługim czasie po tym spadku powinien powrócić trend dalszej aprecjacji złotego.

4. Deprecjacja dolara skłoni dostawców surowców sprzedawanych za dolary do podwyżek cen. Mogą więc wzrosnąć ceny importu m.in. ropy naftowej, gazu ziemnego, rud metali. Nie powinno to jednak ujemnie wpłynąć na koniunkturę w Polsce. Wzrostowi kosztów surowców przeciwdziałać będą – jak dotychczas – słabnący dolar oraz umacniające się euro. Słabnący dolar łagodzi podwyżki cen, a silne euro poprawia opłacalność polskiego eksportu, szczególnie wtedy, gdy utrzyma się przewaga polskiego eksportu do strefy euro nad importem i jeśli, rzecz jasna, nie nastąpi zbyt duże osłabienie koniunktury w krajach tej strefy z powodu aprecjacji euro.

5. Wzrost cen surowców może jednak skutkować wzrostem kosztów i cen wyrobów finalnych bazujących na tych surowcach. Skutki makroekonomiczne tych podwyżek mogą być z nadwyżką skompensowane, jednak następstwa inflacji mogą pozostać. Niestety, mogą się one okazać rzeczywistym wyzwaniem również dla polityki pieniężnej.

6. Przejściowe osłabienie złotego w stosunku do euro – jeśli rzeczywiście nastąpi – może być dobrym momentem do „zaczepienia” złotego o euro w celu spełnienia kryterium elastyczności w zakresie stałości kursu złotego. Słabszy złoty to większa szansa na opłacalność eksportu i dłuższe utrzymanie przewag komparatywnych w handlu ze strefą euro.

7. Spodziewany wzrost cen i kosztów utrzymania związany z przyjęciem nowej waluty odstrasza część społeczeństwa i polityków od zamiany rodzimego pieniądza na euro. Obawa ta opiera się w istocie na wielu nieporozumieniach. Mocny złoty i mocne euro oraz skutki działania prawa jednej ceny – mimo że nie działa ono ani szybko, ani dobrze – powinny skutecznie przeciwdziałać inflacji dóbr wymiennalnych, a więc inflacji płynącej z zewnątrz. To, że wzrost cen może wynikać z zaokrąglenia w górę w nowych cennikach, może być tylko zjawiskiem incydentalnym i jednorazowym. Korzyści w postaci wzbogacenia oferty rynkowej w wyniku rozszerzenia konkurencji sprzedawców będą natomiast trwałe.

8. Inaczej wygląda problem dóbr niewymiennalnych, a więc dóbr produkowanych na rynek lokalny, oraz większości usług. W tym przypadku rzeczywiście będzie następować – tak jak dotychczas – wzrost cen wywołany wzrostem kosztów, zgodnie z tzw. efektem Balasy-Samuelsona. Jaki jest powód wzrostu tych kosztów? Głównym, a w istocie jedynym powodem jest wzrost wynagrodzeń czynników wytwórczych w tej części gospodarki narodowej, a więc płac, czynszów dzierżawnych i rent. Wzrost płac w dziale dóbr niewymiennalnych następuje w wyniku tendencji do wyrównywania się zarobków w obu działach. Jak wiadomo, w dziale dóbr wymiennalnych wzrost zarobków jest wynikiem wzrostu wydajności pracy. W dziale dóbr niewymiennalnych wzrost wydajności jest zwykle wolniejszy niż wzrost

płac. Rosną więc koszty i ceny. Wzrost cen pośrednio jest zatem następstwem wzrostu wynagrodzeń, nie może więc zagrażać kosztom utrzymania.

9. Polityka pieniężna banku centralnego stanie jednak w tym wypadku przed poważnym wyzwaniem. Z istnienia efektu Balassy-Samuelsona wynika następująca reguła: jeśli słabiej ekonomicznie rozwinięty kraj osiąga szybsze tempo wzrostu niż jego partnerzy bardziej zaawansowani w rozwoju, to będzie następować aprecjacja jego pieniądza. Umocnienie jego waluty może nastąpić bądź przez aprecjację nominalną, bądź przez wyższą inflację niż u wyżej rozwiniętych partnerów. Reżim kursu stałego będzie zatem sprzyjać inflacji.

10. Przyjęcie reżimu stałego kursu złotego w stosunku do euro w wąskim paśmie dopuszczalnych odchyłeń wyzwoli naciski inflacyjne. Stosunkowo niska stopa inflacji na wejściu do węża walutowego i szerokie pasmo dopuszczalnych odchyłeń mogą ułatwić NBP wypełnienie zadania obrony przed inflacją. Obowiązki podtrzymywania koniunktury gospodarczej i przeciw-

działania inflacji spadają również na politykę fiskalną. Zrównoważony budżet na wejściu do węża walutowego umożliwi pobudzenie koniunktury środkami fiskalnymi, podczas gdy restrykcyjna, antyinflacyjna polityka pieniężna może tę koniunkturę osłabiać – konieczna stanie się zgodna *policy mix*.

Konkludując, można zaryzykować stwierdzenie, że przedstawione wyżej rozważania o wpływie obecnych turbulencji światowych finansów na politykę gospodarczą i kondycję złotego noszą jednak cechy głównie spekulacji myślowej. Nie wiemy bowiem – i chyba nikt tego nie wie – jak głębokie może być załamanie i osłabienie dolara. Nie wiedząc tego, trudno ocenić głębokość i rozmiar turbulencji na rynkach finansowych, a tym samym ich rzeczywisty wpływ na gospodarkę światową i polskiego złotego. Podjęliśmy się jednak analizy (jakościowej) i dyskusji na temat tych zjawisk m.in. dla dyskursu intelektualnego, jednak liczymy, że będzie ona użyteczna w warunkach, gdy w środkach masowego przekazu rozlewa się taki pesymizm.

Bibliografia

- Krugman P. (2001), *Wracają problemy kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lucas R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, "American Economic Review", Vol. 80, No. 2, s. 92–96.
- Lutkowski K. (2006), *Problem międzynarodowej nierównowagi płatniczej*, „Ekonomista”, nr 4, s. 425–473.
- Nowak A.Z. (1998), *Czy światu grozi kryzys gospodarczy?*, „Nowe Życie Gospodarcze”, nr 16.
- Nowak A.Z. (2003), *Polska wobec kryzysów walutowych*, „Problemy Zarządzania”, nr 2, Wydawnictwa Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- Rybiński K. (2006), *Globalne nierównowagi*, „Ekonomista”, nr 4, s. 475–526.
- Ryc K. (2002), *Tendencje kursu złotego a sytuacja polskiej gospodarki*, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Warszawa.
- Sławiński A. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stiglitz J. (2002), *Globalization and its discontents*, Penguin Books, London.
- Stiglitz J. (2007), *W poszukiwaniu sprawiedliwej globalizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Przyczyny i konsekwencje kryzysu na rynku papierów wartościowych emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne

The Origin and the Aftermath of Crisis in the Market of Securities Issued by Securitization Funds

Andrzej Stawiński*

W sierpniu 2007 r. wystąpiły gwałtowne zaburzenia na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Początkowo mówiono głównie o kryzysie na rynku kredytów *subprime*, na którym udzielano kredytów hipotecznych osobom o niskiej zdolności do ich spłaty. Szybko jednak w nagłówkach gazet pojawiła się nazwa CDO (*collateralized debt obligation*). Stało się tak dlatego, że niespłacalność rosnącej części kredytów udzielonych na rynku *subprime* wywołała kryzys zaufania do papierów wartościowych będących skutkiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, z których część stanowiły kredyty udzielone na rynku *subprime*.

Niniejszy tekst nie pretenduje do całościowej oceny kryzysu na rynku CDO. Jest na to jeszcze zbyt wcześnie. Są już książki opisujące funkcjonowanie rynku CDO (np. Lucas et al. 2006). Jednak te, które przedstawiają całościową ocenę załamania z lata 2007 r., dopiero zostaną napisane.

Celem opracowania jest tylko wskazanie głównych przyczyn i konsekwencji kryzysu na rynku *subprime* i na rynku CDO. Punkt 1. mówi o powodach szybkiego wzrostu emisji CDO. Punkt 2. analizuje przyczyny gwałtowności załamania się cen CDO. Punkt 3. stara się wskazać kierunki zmian, jakie prawdopodobnie nastąpią w nadzorze finansowym.

1. Przyczyny szybkiego rozwoju rynku CDO

Przyczyną szybkiego wzrostu podaży CDO była towarzysząca ich emisji możliwość zwiększenia dochodów banków z marż. Przyczyną szybkiego wzrostu popytu

na CDO było natomiast to, że oferowały inwestorom instytucjonalnym jednocześnie wysoki rating i wysokie stopy zwrotu.

Emitentami CDO były tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne (SPV; od *special purpose vehicles*)¹. Emisja CDO była wynikiem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów, które SPV skupowały na rynku wtórnym. Źródłem finansowania skupu wierzytelności z kredytów były przychody funduszy sekurytyzacyjnych z emitowanych przez nie bonów komercyjnych ABCP (od *asset-backed commercial paper*).

Emisja CDO szybko osiągnęła wielkość 2 bilionów dolarów (Feroi 2007, s. 9). Dlaczego banki zaangażowały się w emisję CDO na tak dużą skalę? Przyczyną jest przede wszystkim to, że dawało im to możliwość poprawy osiąganych stóp zwrotu poprzez zwiększanie dochodów z marż.

Stopa zwrotu odzwierciedla relację dochodów do wielkości kapitałów posiadanych przez daną instytucję. W przypadku banków wielkość posiadanych przez nie kapitałów limituje wielkość ryzyka, które wolno im podjąć. Na rynkach finansowych dochód jest zazwyczaj premią za podejmowane ryzyko. Dlatego często jest tak, że można zwiększyć wielkość osiąganych dochodów tylko kosztem podjęcia większego ryzyka, co wymaga zwiększenia wielkości posiadanego kapitału.

* Członek Rady Polityki Pieniężnej; Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości.

¹ Tworzone przez banki fundusze sekurytyzacyjne przybierają różne formy prawne, w zależności od tego, na ile ich zobowiązania wpływają na zobowiązania banków. Dlatego występują także pod innymi nazwami, np. SIV (*special investment vehicles*). Dla jasności wyводу poniżej będziemy jednak używać tylko nazwy SPV.

Wpływy z pobieranych przez banki marż są bardzo pożądaną formą dochodów, ponieważ ich osiągnięcie nie jest bezpośrednio obciążone ryzykiem. Umożliwiają zatem zwiększanie dochodów banków bez konieczności zwiększania kapitału, co pozwala na poprawę osiąganych przez banki stóp zwrotu i spełnianie wysokich w tym względzie oczekiwań akcjonariuszy. Fundusze sekurytyzacyjne stwarzają bankom możliwość zwiększenia dochodów z marż, ponieważ SPV korzystają z wielu usług finansowych oferowanych im przez banki (*prime brokerage*)².

Atrakcyjność funduszy sekurytyzacyjnych z punktu widzenia banków wynikała także stąd, że SPV nie podlegają nadzorowi bankowemu. Nie są stosowane wobec nich tak rygorystyczne wymogi kapitałowe, jak wobec banków. Dlatego banki wyposażały tworzone przez nie SPV w kapitały stanowiące z reguły tylko 2% wartości aktywów. Oznaczało to możliwość wykorzystania znacznie większej dźwigni niż ta, którą mogą stosować banki. Bankowcy lubią mówić, że chodziło tu o efektywne wykorzystanie kapitału. W przypadku dźwigni niewątpliwie tak było, ale *ex post* okazało się, że z punktu widzenia wielkości podejmowanego ryzyka trudno było mówić o efektywnym wykorzystaniu kapitału.

Największą zaletą funduszy sekurytyzacyjnych, z punktu widzenia tworzących je banków, było to, że papiery wartościowe, będące wynikiem sekurytyzacji wierzytelności skupowanych przez SPV, uzyskiwały wysoki rating (wysokie oceny wiarygodności kredytowej, informujące inwestorów instytucjonalnych o małym ryzyku poniesienia straty). Agencje ratingowe dawały CDO wysokie oceny wiarygodności z kilku powodów.

W dużej mierze wynikało to z konstrukcji CDO. Inwestorzy mogli kupić prawa do dochodów z trzech różnych transz CDO: *senior*, *mezzanine* i *equity*. Transze *senior* były wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności (z kredytów samochodowych, kart kredytowych etc.) i dzięki temu uzyskiwały wysoki rating. Transze *mezzanine* i *equity* były wynikiem sekurytyzacji ryzykownych wierzytelności, skupionych między innymi na rynku *subprime*, i najczęściej nie miały ratingu.

Bardzo ważną przyczyną tego, że agencje ratingowe decydowały się nadawać wysoki rating papierom wartościowym z transz *senior*, był także sposób rozliczania strat z całego portfela CDO. Ewentualne straty ponosili w pierwszej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *equity*, a w drugiej kolejności inwestorzy, którzy kupili prawa do dochodów z transz *mezzanine*. W ten sposób ryzyko, związane z zakupem praw do dochodów z transz *senior*, wydawało się minimalne.

Trzecim czynnikiem, który umożliwiał agencjom ratingowym nadawanie wysokich ocen wiarygodności

CDO z transz *senior*, było to, że SPV zajmowały się wyłącznie sekurytyzacją wierzytelności. Oznaczało to, że ich ryzyko wiązało się tylko z jednym rodzajem działalności, w przeciwieństwie do banków, gdzie źródeł ryzyka jest znacznie więcej. Późniejszy kryzys na rynku CDO świadczył, że jakość ratingu była niedostateczna. Pojawiły się obawy, że mogło to wynikać także z konfliktu interesów wewnątrz agencji ratingowych, skoro na przykład 80% przyrostu zysków agencji Moody's w latach 2005–2006 pochodziło z opłat za rating CDO (King, Cookson 2007, s. 14).

Rating CDO dawał to, o co chodziło bankom najbardziej. CDO mogły być kupowane przez inwestorów instytucjonalnych, którzy najczęściej nie mają prawa kupowania papierów o niskiej wiarygodności. Inwestorów instytucjonalnych przyciągało, rzecz jasna, także to, że CDO oferowały stopy zwrotu wyższe, niż zazwyczaj oferują papiery o wysokim ratingu.

Jednak nie tylko rating i relatywnie wysokie stopy zwrotu przyciągały na rynek CDO inwestorów instytucjonalnych. Czynnikiem, który zwiększał atrakcyjność CDO, była możliwość zdywersyfikowania portfeli inwestycyjnych. Dywersyfikacja oznacza, że w portfelu inwestycyjnym znajdują się instrumenty finansowe o zróżnicowanym ryzyku. CDO zdawały się pod tym względem szczególnie atrakcyjne. Umożliwiały podjęcie przez inwestorów instytucjonalnych ryzyka kredytowego, którego nie mogli wcześniej podejmować, nie mając prawa udzielania kredytów.

Wprawdzie towarzystwa ubezpieczeniowe podejmowały już od jakiegoś czasu ryzyko kredytowe, wystawiając pochodne kredytowe, głównie CDS (*credit default swap*), ale często nie wolno tego robić funduszom emerytalnym. Poza tym dla inwestorów instytucjonalnych CDO miały tę zaletę, że ich zakup nie oznaczał stosowania dźwigni (co ma miejsce w przypadku klasycznych instrumentów pochodnych). Tymczasem instytucjonalnym inwestorom często nie wolno stosować dźwigni.

Na koniec powiedzmy o głównym sprawcy kryzysu na rynku CDO, a mianowicie niebankowych instytucjach finansowych. Udzielały one kredytów osobom niemającym dostatecznej zdolności do ich spłaty, łącznie z osobami, które nazwano żartobliwie NINJA (*no income, no job, no assets*) Osoby te nie miały ani stałego źródła dochodów, ani stałej pracy, ani aktywów mogących stanowić zastaw pod zaciągnięty kredyt. Instytucje niebankowe, udzielające kredytów *subprime*, słusznie wini się, że wykorzystując niedostatek nadzoru nad nimi, udzielały nazbyt ryzykownych kredytów, które następnie sprzedawały bankom na rynku wtórnym, by pozbyć się ryzyka. Instytucje te, z których największą była notowana na giełdzie Countrywide Financial Corporation, chciały wykorzystać boom na rynku kredytów hipotecznych, by zarobić na marżach pobieranych przy ich udzielaniu (Morgenson 2007). Maksymalizowały

² Instytucjami, które umożliwiają bankom zwiększanie dochodów ze świadczenia usług finansowych (*prime brokerage*), są także fundusze arbitrażowe (*hedge funds*). Banki często wspomagają ich powstawanie.

jednak swą akcją kredytową kosztem udzielania kredytów nadmiernie ryzykownych. Wierzytelności te okazały się wirusem, który zainfekował portfele CDO.

2. Przyczyny gwałtownego załamania się rynku CDO

Wiadomość o niespłacalności coraz większej części kredytów *subprime* spowodowała załamanie się zaufania inwestorów do CDO, a w konsekwencji załamanie ich cen. Powstaje pytanie, dlaczego kryzys na rynku CDO był tak gwałtowny. Przyczyną było głównie to, że rynek CDO był ze swej natury nie płynny.

Rynek finansowy staje się płynny, jeśli występuje na nim stale silna spekulacja w formie arbitrażu, który sprowadza cenę do jej wartości fundamentalnej³. Dość silny arbitraż może jednak występować tylko wtedy, gdy rzecz dotyczy wystandaryzowanych instrumentów finansowych. Tymczasem CDO z natury nie dają się standaryzować, skoro są to instrumenty złożone, reprezentujące bardzo zróżnicowane pakiety wierzytelności. Rynek CDO był tak mało płynny, że ceny były często szacowane za pomocą specjalnie tworzonych w tym celu modeli matematycznych, obliczających prawdopodobieństwo niespłacenia sekurytyzowanych kredytów.

Na mało płynnym rynku cena instrumentu finansowego jest bardzo podatna na zmiany nastroju inwestorów, które mogą prowadzić do dużych zmian relacji popytu i podaży. Wszystko bowiem opiera się na wierze inwestorów, że kupując papiery mające zalety, o których mówią ich emitenci. Gdy znika zaufanie inwestorów, zanika płynność rynku, ponieważ nie ma chętnych, by kupować oferowane na nim papiery wartościowe. Na mało płynnych rynkach spadki cen są gwałtowne, ponieważ przy braku arbitrażu na rynku (krótkoterminowych spekulantów) nie ma chętnych, by podejmować ryzyko związane z ich zakupem⁴.

Z CDO również tak było. Dokąd uważano je za bardzo dobre instrumenty inwestycyjne, oferujące inwestorom instytucjonalnym wysokie stopy zwrotu i możliwość uzupełnienia portfeli nowym rodzajem ryzyka (kredytowego), popyt na nie był duży. Na rynku CDO tworzył się wręcz swoisty bąbel spekulacyjny. Obserwowano pęd do kupowania nowych, atrakcyjnych instrumentów finansowych. Jak zawsze stadne zachowania inwestorów wynikały w dużej mierze

z zasad wynagradzania osób zarządzających portfelami aktywów instytucjonalnych inwestorów. Są one wynagradzane w zależności od wyników, jakie osiągają w stosunku do innych zarządzających portfelami aktywów podobnych instytucji finansowych. Jeśli nawet zarządzający obawiali się zbyt dużego ryzyka związanego z inwestowaniem na nie płynnym rynku CDO, to i tak kupowali prawa do dochodów z CDO, ponieważ robili to inni zarządzający. Zarządzających portfelami aktywów nie stać na rezygnację z równie wysokich stóp zwrotu, jakie osiągają inni zarządzający. Jest to jedną z ważnych przyczyn zachowań stadnych na rynkach finansowych (Sławiński 2006, s. 162, 178).

Obawy zarządzających portfelami aktywów inwestorów instytucjonalnych zmniejszała (słusznie) to, że udział CDO w ich portfelach był relatywnie mały. Na dodatek kupowali prawa do dochodów z papierów tworzących transze *senior*, których emisja była wynikiem sekurytyzacji mało ryzykownych wierzytelności. Prawa do dochodów z papierów tworzących ryzykowne transze *mezzanine* i *equity*, będących wynikiem sekurytyzacji m.in. wierzytelności skupowanych na rynku *subprime*, nabywały głównie fundusze arbitrażowe (*hedge funds*) i banki, które chciały w ten sposób pokazać, że CDO nie są ryzykowne. Dlatego straty na rynku CDO poniosły głównie banki i fundusze arbitrażowe, a nie inwestorzy instytucjonalni.

Ryzyko podejmowane przez banki tworzące SPV wynikało jednak nie tylko z tego, że kupowały część CDO z transz *equity* oraz CDO emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne innych banków. W istocie polegało ono głównie na tym, że banki musiały oferować tworzonym przez siebie funduszom sekurytyzacyjnym linie kredytowe, by zapewnić im płynność w razie załamania się popytu na emitowane przez SPV bony komercyjne ABCP.

Konieczność taka powstała, gdy wiadomości o rosnącej nieopłacalności kredytów na rynku *subprime* spowodowały załamanie się zaufania do CDO. Ceny CDO gwałtownie spadły. Fundusze sekurytyzacyjne poniosły straty, ponieważ wartość CDO spadła znacznie poniżej tego, co płaciły za kupowane wcześniej wierzytelności. Straty funduszy sekurytyzacyjnych wywołały spadek popytu na emitowane przez nie bony komercyjne ABCP. Znacznie zmniejszyły się przez to możliwości finansowania aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w drodze emisji papierów krótkoterminowych. Jednocześnie zwiększyły się koszty finansowania, ponieważ w sytuacji braku dostatecznego popytu na ABCP znacznie musiało wzrosnąć ich oprocentowanie.

Banki musiały uruchomić linie kredytowe dla funduszy sekurytyzacyjnych, by miały one czym finansować swoje aktywa. Nie mogło to jednak zrekompensować spadku przychodów z emisji ABCP. Dlatego banki musiały przenieść do swych bilansów część CDO, co także zwiększyło ich popyt na płynność.

Gwałtownemu wzrostowi popytu banków na płynność towarzyszył raptowny spadek jej podaży na ryn-

³ Terminu *arbitraż* używa się w literaturze nie tylko w odniesieniu do transakcji umożliwiających osiągnięcie zysku bez ryzyka, lecz także w odniesieniu do transakcji spekulacyjnych przeprowadzanych w oczekiwaniu, że cena określonego instrumentu finansowego powróci do poziomu odzwierciedlającego jego wartość fundamentalną. Konwencja taka jest stosowana od bardzo dawna. Zob. Friedman (1953).

⁴ Głębokość kryzysu zaufania do CDO ilustruje symbolicznie to, że skupują je na rynku wtórnym fundusze „sepie” (*vulture funds*). Specjalizują się one w zakupie aktywów, które nie tylko straciły dużo na wartości, ale na dodatek istnieją ryzyko, że ich wartość może dalej spaść, a nie wzrosnąć (zob.: Wong 2007; Ruffer 2007).

ku międzybankowym. Było tak dlatego, że banki bały się udzielać sobie wzajemnie pożyczek. Przyczyną był pozabilansowy – w świetle wymogów nadzoru finansowego – charakter działalności tworzonych przez banki funduszy sekurytyzacyjnych. Powodowało to, że banki nie wiedziały o sobie wzajemnie, jakie mogą ponieść straty i jakie mogą mieć kłopoty z płynnością. Wszystko to wywołało dotkliwy niedostatek płynności na rynku międzybankowym, a tym samym także silny wzrost rynkowych stóp procentowych.

Banki centralne musiały w tej sytuacji udzielić bankom komercyjnym pożyczek krótkoterminowych, by złagodzić kryzys płynności na rynku międzybankowym. Rzecz jasna miało to na celu także sprowadzenie rynkowych stóp procentowych do poziomu pożądanego z punktu widzenia polityki pieniężnej (Goodhart 2007, s. 9).

Jak zawsze w takiej sytuacji pojawił się problem pokusy nadużycia, a więc obawa, że zbyt łatwe wydobycie się z kłopotów przez banki komercyjne, dzięki pomocy udzielonej im przez bank centralny, skłoni je do małej przeczności także w przyszłości. Pokusy nadużycia trudno uniknąć, o czym mówi znane powiedzenie „zbyt duży (bank), by mógł upaść”. Sparafrazował je dowcipnie i celnie zarazem Stephen King, dając swojemu artykułowi w „Independent” tytuł: „Chcąc ochronić niewinnych, można być zmuszonym do ratowania winnych” (King 2007).

Ratowanie płynności systemu bankowego wiąże się jednak nie tylko z ryzykiem, że stworzy to w przyszłości pokusę nadużycia przez banki komercyjne i inwestycyjne gotowości banku centralnego do pomagania im w trudnej, ale zawinioniej przez nie sytuacji. Problem polega także na tym, że ratowanie banków odbywa się na ryzyko podatnika. Jeśli bank centralny, tak jak Bank Kanady, kupuje ABCP, by umożliwić bankom komercyjnym zwiększenie ich płynnych rezerw, to ryzykuje, że w razie dużego spadku cen ABCP poniesie straty. Ostatecznie będzie je musiał pokryć podatnik, jeśli dochody z renty emisyjnej okażą się za małe (Carmichael 2007). Oba problemy brał prawdopodobnie pod uwagę Mervyn King, prezes Banku Anglii, który wahał się, czy zwiększać znacznie płynność rynku międzybankowego, do czasu, gdy stało się to konieczne w następstwie groźby bankructwa banku hipotecznego Northern Rock.

Ubocznym skutkiem załamania się cen na rynku CDO była przejściowa fala spadków indeksów akcji. Wynikała ona głównie stąd, że fundusze arbitrażowe (*hedge funds*), które kupowały CDO z bardziej ryzykownych tranz, poniosły duże straty i pokrywały je, sprzedając akcje. Wprawdzie fundusze arbitrażowe mają małe kapitały w stosunku do innych inwestorów instytucjonalnych, ale ich udział w obrotach na największych giełdach papierów wartościowych jest stosunkowo duży (Ferguson et al. 2007, s. 18).

Bezpośrednie konsekwencje kryzysu na rynku CDO dla sytuacji gospodarczej krajów, w których wystąpiły te

zaburzenia, wynikały stąd, że przy silnie zmniejszonych możliwościach emisji ABCP banki musiały – jak powiedzieliśmy – zużyć dużą część swych płynnych rezerw na finansowanie funduszy sekurytyzacyjnych, a część CDO musiały przesunąć do swoich bilansów. Musiały więc przeznaczyć część swych kapitałów na pokrycie związanego z tym ryzyka. Zmniejszyła się tym samym ta część kapitałów banków, którą mogły przeznaczyć na pokrycie ryzyka związanego z udzielaniem kredytów przedsiębiorstwom. W tej sytuacji banki zastrzyżyły warunki udzielania kredytów przedsiębiorstwom, co z czasem może wpłynąć na wzrost gospodarczy (IMF 2007, s. 5).

Główne obawy dotyczyły jednak, rzecz jasna, wpływu kryzysu na rynku CDO na wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, a w konsekwencji w gospodarce globalnej. Trwający od 2006 r. spadek cen na amerykańskim rynku nieruchomości od dawna rodził obawy, że – poprzez efekt majątkowy – wpłynie to niekorzystnie na popyt w gospodarce amerykańskiej. Amerykanie, czując się mniej zamożni, zaczną bowiem mniej wydawać. Kryzys na rynku *subprime* i rynku CDO wzmocnił tendencję do spadku cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Pogorszył zatem oczekiwania dotyczące przyszłego rozwoju sytuacji w gospodarce amerykańskiej.

3. Prawdopodobne kierunki zmiany w nadzorze finansowym

Za wszystkimi kryzysami finansowymi stoi mechanizm opisany przez Hymana Minsky'ego (1986). Opisana przez niego dynamika zdarzeń dotyczyła banków, ale ma charakter uniwersalny. Rzecz w tym, że w okresach względnego spokoju na rynkach finansowych instytucje finansowe i inwestorzy mają skłonność do podejmowania nadmiernego ryzyka. Gdy przychodzi załamanie, staje się widoczne, jakie zmiany legislacyjne w nadzorze finansowym są potrzebne, by uniknąć kryzysu, jaki się wydarzył. „Cykl” kryzysów i następujących po nich zmian legislacyjnych w nadzorze finansowym ma długą historię. Powszechnie znane jest wprowadzenie systemu gwarantowania depozytów, które sprawiło, że przypadki paniki bankowej, tak częste w przeszłości, są współcześnie bardzo rzadkie. Innym przykładem są zmiany w nadzorze bankowym w całej Azji Południowo-Wschodniej, które nastąpiły po gwałtownych kryzysach bankowych lat 90.

Jakie zmiany w nadzorze finansowym nastąpią po doświadczeniach kryzysu na rynku *subprime* i rynku CDO?

Kryzys na rynku *subprime* wykazał konieczność objęcia nadzorem bankowym instytucji udzielających kredytów hipotecznych. Okazało się bowiem, że nie mając nad sobą dostatecznego nadzoru i jednocześnie mogąc się pozbyć ryzyka związanego z udzielaniem ryzykow-

nych kredytów, działały one w sposób nieodpowiedzialny. Sprzedawały bankom wierzytelności, które „zainfekowały” rynek CDO. Podważyło to zaufanie od papierów, których emisja osiągnęła ponad 2 bln dolarów.

Z kolei kryzys zaufania do CDO unaoczniał konieczność zmian sposobu działania agencji ratingowych i obowiązków sprawozdawczych banków.

Agencje ratingowe wykazały zbyt małą staranność w ocenie wiarygodności CDO. Nie wzięły również pod uwagę, iż ryzyko związane z CDO wynikało także z tego, że ich rynek był – ze swej natury – niepłynny, a tym samym bardzo podatny na zmiany nastrojów inwestorów. Załamanie zaufania do wiarygodności ocen agencji ratingowych uwypukliło występujący wewnątrz nich konflikt interesów w sytuacji, w której duża część ich dochodów pochodziła z opłat za rating CDO⁵.

Kwestią, w przypadku której niełatwo wskazać rozwiązanie, jest niemożność dokonania przez inwestorów w pełni obiektywnej oceny ryzyka wynikającego z zakupu skomplikowanych instrumentów strukturyzowanych, m.in. takich jak CDO. Można oczywiście wymagać od agencji ratingowych, by sprostały temu wyzwaniu, ale nie będzie to dla nich łatwe zadanie. Christine Lagarde, minister finansów Francji, zaproponowała, by papiery strukturyzowane były w określonych klasach ryzyka standaryzowane (Lagarde 2007, s. 11). Jest to bardzo dobra propozycja, ponieważ daje szansę na pobudzenie arbitrażu i zwiększenie płynności przynajmniej niektórych segmentów rynku CDO. Jednocześnie znacznie utrudniałoby to emisję papierów o strukturze uniemożliwiającej inwestorom obiektywną ocenę podejmowanego przez nich ryzyka.

Można zakładać, że nastąpią zmiany regulacyjne, które zmniejszą ryzyko powtórzenia się kryzysów podobnych do załamania się rynku CDO. Trudno jednak oczekiwać, że zmiany te zapobiegną tego rodzaju kryzysom. Źródłem wątpliwości w tym względzie jest to, że częściowo chodzi o zmiany regulacyjne, które były postulowane wcześniej, ale nie zostały wprowadzone. Przykładem jest włączenie do wymogów sprawozdawczych nadzoru bankowego informacji o operacjach banków mających charakter pozabilansowy, przeprowadzanych na międzybankowym rynku instrumentów pochodnych. Do instrumentów tych można zaliczyć CDO, ponieważ ich rynkowa wartość zależy od zmian wartości sekurytyzowanych wierzytelności. Jest to istotny problem, gdyż jedną z przyczyn niedawnego kryzysu płynności w systemie bankowym był brak informacji o tym, jakie straty poniosły lub mogą jeszcze ponieść poszczególne banki w następstwie ich operacji pozabilansowych, takich jak transakcje przeprowadzane z funduszami sekurytyzacyjnymi tworzonymi przez banki. Tymczasem

problem włączenia informacji o aktywności banków na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych był przedmiotem dyskusji od wielu już lat i nie został dotąd rozwiązany.

4. Wnioski

Kryzys na rynku CDO unaoczniał ryzyko związane z masową emisją papierów wartościowych, które – ze swej natury – nie są płynne. Powszechną uwagę przyciąga duża skala strat poniesionych przez banki inwestycyjne. Straty te wynikły stąd, że na mało płynnych rynkach ceny znacznie bardziej zależą od zaufania inwestorów niż na rynkach płynnych. Informacje o rosnącej niespłacalności kredytów na rynku *subprime* wywołały załamanie się zaufania do CDO, co spowodowało bardzo duży spadek ich wartości, a w konsekwencji duże straty banków (The Economist 2007b).

W świetle dużych strat poniesionych przez banki widoczne jest, jak korzystne zmiany dokonały się w ciągu ostatnich dwóch dekad w nadzorach bankowych w różnych krajach. Chodzi tu zwłaszcza o wprowadzenie wymogu dostosowywania przez banki posiadanych przez nie kapitałów do wielkości potencjalnych strat. W trakcie kryzysu CDO okazało się, że banki mają kapitał na pokrycie strat. Banki centralne musiały ratować je przed kryzysem płynności, ale – poza nielicznymi wyjątkami – nie występowało ryzyko niewypłacalności. Kilka banków inwestycyjnych poniosło bardzo duże straty (The Economist 2007a), ale symptomatyczne jest to, że były w stanie pokryć je ze swoich kapitałów (Congdon 2007, s. 11). Istnieją wprawdzie obawy, że pogorszenie się sytuacji na rynku *subprime* może spowodować powiększanie się wielkości strat banków. Na razie jednak trudno byłoby założyć, że straty te będą większe niż poniesione przez banki inwestycyjne w 1994 r. na skutek załamania się cen na globalnym rynku obligacji w 1994 r. (Hintz 2005, s. 35).

Wpływ kryzysu na rynkach *subprime* oraz CDO na sytuację w gospodarce światowej będzie zależał w dużej mierze od tego, na ile wywołane nim pogorszenie się sytuacji na rynkach hipotecznych wpłynie na spadek tempa wzrostu gospodarczego w Stanach Zjednoczonych i innych krajach.

Patrząc z perspektywy bardziej długoterminowej, można chyba przyjąć założenie, że kryzys CDO był przejściowym zaburzeniem w trwającym od wielu lat rozwoju rynku papierów wartościowych będących rezultatem sekurytyzacji wierzytelności z kredytów hipotecznych. Rozwój tych rynków jest zjawiskiem ze wszech miar pozytywnym, ponieważ umożliwił napływ na rynek hipoteczny ogromnych oszczędności, gromadzących się m.in. w funduszach emerytalnych. Pozwoliło to na znaczne zwiększenie podaży kredytów na rynkach hipotecznych oraz obniżenie się występujących na nich stóp procentowych (Green, Wachter 2007, s. 5–6).

⁵ Podobny konflikt interesów dotyczył wcześniej analityków banków inwestycyjnych, których dochody w dużej mierze zależały od opłat pobieranych przez banki inwestycyjne za wprowadzanie spółek na giełdę. Zob. Crockett et al. (2003, s. 16–20).

Bibliografia

- Carmichael T. (2007), *Canada's commercial paper stress poses risk to growth*, "Economic Research Note", 31 August, J.P.Morgan, New York.
- Congdon T. (2007), *Pursuit of profits has led to a risky lack of liquidity*, "Financial Times", 11 September.
- Crockett A., Harris T., Mishkin F.S., White E.N. (2003), *Conflicts of Interest in Financial Services Industry: What Should We Do About Them?*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Ferguson R., Hartman P., Panetta F., Portes R. (2007), *International Financial Stability*, CEPR, International Center for Monetary and Banking Studies, London.
- Feroli M. (2007), *ABCP and unrelated bank stress hit the US macro outlook*, "Economic Research Note", 7 September, J.P. Morgan, New York.
- Friedman M. (1953), *The Case for Flexible Exchange Rates*, w: *Essays In Positive Economics*, Chicago University Press.
- Goodhart Ch. (2007), *Capital not liquidity is the problem*, "Financial Times", 14 September.
- Green R.K., Wachter S.M. (2007), *The Housing Finance Revolution*, referat z konferencji "Housing, Housing Finance and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 31 sierpnia, Jackson Hole.
- Hintz B. (2005), *Large Investments Bank Margin and ROE Trends*, "Research Report", No. 2, 11 March, Securities Industry Association, New York.
- IMF (2007), *Global Financial Stability Report*, September, Washington, D.C.
- King S. (2007), *To protect the innocent you may need to bail out the guilty*, "Independent", 3 September.
- King S., Cookson R. (2007), *Panic stations and journey beyond*, "Global Research", 20 August, HSBC, London.
- Lagarde Ch. (2007), *Securitisation must lose the excess of youth*, "Financial Times", 9 October.
- Lucas D. J., Goodman L., Fabozzi F. J. (2006), *Collateralized Debt Obligations*, Wiley & Sons, 2006.
- Minsky H.P. (1986), *Stabilising an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven and London.
- Morgenson G. (2007), *Inside the Countrywide Lending Spree*, "New York Times", 26 August.
- Ruffer J. (2007), *The debt crisis is far from over*, "Spectator", 14 listopada,
<http://www.spectator.co.uk/the-magazine/business/354306/the-debt-crisis-is-far-from-over.shtml>
- Sławinski A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa.
- The Economist (2007a), *Loss leaders*, 3 November.
- The Economist (2007b), *Cracks in the edifice*, 10 November.
- Wong G. (2007), *Vultures eyeing mortgage corpse*, "CNNMoney.com", 30 października,
http://money.cnn.com/2007/10/29/markets/distressed_debt/

Dezinflacja a dynamika eksportu*

Disinflation and Export Growth

Witold Koziński**

Polityka pieniężna z okresu pierwszej kadencji Rady Polityki Pieniężnej (1998–2004) uchodzi na ogół za restrykcyjną, preferującą taki model tej polityki, która za cel przyjęła możliwie szybkie zrzućenie inflacji (Koziński 2006). W tym względie nie można odmówić jej konsekwencji, chociaż jej rezultaty z kolei można ocenić jako niejednoznaczne. Z jednej strony szybciej, niż przyjęto w założeniach polityki pieniężnej na kolejne lata, gospodarka doszła do istotnie niskiej inflacji. Z drugiej jednak strony osłabiła tempo wzrostu PKB, co było szczególnie widoczne w latach 2001–2002. „Proces dezinflacji wymagał utrzymywania względnie wysokich realnych stóp procentowych, czego ubocznym skutkiem było obniżenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Jednakże konsekwentne obniżanie inflacji zwiększyło wiarygodność polityki pieniężnej NBP i umożliwiło stopniowe obniżanie oczekiwań inflacyjnych, a następnie dostosowanie nominalnych stóp procentowych” (NBP 2004). Dobrym tematem dyskusji jest zapewne pytanie, czy szybkie zrzućenie inflacji przy wyraźniej niższym, ocierającym się o recesję, tempie wzrostu PKB było lepsze niż łagodniejsza ścieżka polityki antyinflacyjnej w nieco dłuższym okresie, ale przy względnie wyższym tempie wzrostu. Tym jednak, co bardziej nas w tym miejscu interesuje, jest pewien dość dobrze widoczny skutek restrykcyjnej polityki pieniężnej w dziedzinie ożywienia eksportu. Nie jest to teza intuicyjna, ponieważ spadek tempa wzrostu kojarzony jest zwykle z tym samym, co osłabienie koniunktury. Trudno zatem wiązać taki stan gospodarki z ożywieniem eksportu, chyba że silny spadek tempa wzrostu cen tworzy w stosunkowo

krótkim czasie przesłanki całkowicie zmienionej opłacalności eksportu.

Umocnienie waluty krajowej (jej rewaluację) uzyskuje się zwykle w drodze rynkowych zmian popytu następujących na rynku walutowym. Notowania ze wszystkich światowych giełd walutowych informują w dowolnym czasie o zmianach kursowych wybranego do analizy pieniądza, co w skomplikowany często sposób wpływa na zachowania uczestników życia gospodarczego. Ten sam rezultat (rewaluację pieniądza krajowego) uzyskuje się wtedy, kiedy gospodarka wykazuje wzrost inflacji, aczkolwiek nie przekłada się on bezpośrednio na zmianę kursu na rynku walutowym, lecz na warunki eksportu. Istotnie jeśli inflacja rośnie, to przy stałych cenach w eksporcie (lub cenach krajowych rosnących szybciej od uzyskiwanych w eksporcie) na jednostkę pieniądza uzyskiwanego w eksporcie wskutek rosnących cen i podrożeń krajowych komponentów czynników produkcji przypadać będzie coraz mniejsza ilość pieniądza krajowego (dochodu eksportera). Będzie to rezultatem rosnących kosztów i malejącej rentowności produkcji eksportowej. Jest to więc efekt jego umocnienia inną drogą, ale z takim samym rezultatem, jaki byłby możliwy na rynku walutowym. Okolicznością łagodzącą w takiej sytuacji mogą być zmiany wydajności pracy (kosztów pracy) związane z jej wzrostem. Jednak w krótkim okresie i przy silnie rosnącej inflacji wydajność pracy prawdopodobnie nie będzie miała większego znaczenia.

Z odwrotną sytuacją będziemy mieć do czynienia, gdy inflacja spada w wyniku, dajmy na to, odpowiednio prowadzonej polityki pieniężnej. Wskutek względnie tańszych czynników produkcji używanych w kraju do produkcji eksportowej z jednej strony i stałych cen (lub wolniej spadającej inflacji w kraju importującym) uzy-

* Niniejszy tekst wykorzystuje rozważania zawarte w: Koziński (2007).

** Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych.

Tabela 1. Roczne wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych w latach 1998–2006

Rok	Dynamika (w %)*
1998	11,8
1999	7,3
2000	10,1
2001	5,5
2002	1,9
2003	0,8
2004	3,5
2005	2,1
2006	1,0

* w porównaniu z ubiegłym rokiem
Źródło: dane GUS.

skiwanych przez eksportera z drugiej strony na jednostkę pieniądza otrzymanego z wywozu towarów za granicę będzie przypadać większa ilość pieniądza krajowego. Proces ten ma zatem odpowiednik w dewaluacji waluty i eksporterzy odczuwają go jako bodziec do zwiększenia eksportu. W rzeczywistych gospodarkach zjawiska związane z rewaluacją (umocnieniem) czy dewaluacją (osłabieniem) pieniądza mieszają się w różnym stopniu i różnych proporcjach na rynkach walutowych i w sferze realnej. Ten stan rzeczy jest znany teorii. Niemniej jednak, gdy chodzi o zmiany pozycji pieniądza krajowego w perspektywie różnych stanów inflacji, trudniej o egzemplifikację takiego faktu. Stosunkowo czytelny dowód dostarczają, jak się wydaje, skutki polityki pieniężnej ze wspomnianego okresu 1998–2004 w Polsce.

Przypomnijmy najpierw scenariusz zmian cen w interesującym nas okresie, co prezentuje tabela 1.

Zejście poniżej dwucyfrowej inflacji nastąpiło w 2001 r. W 2002 r. odnotowano jej dalszą, znaczną redukcję i do końca badanego okresu inflacja utrzymała się na niskim poziomie. Gdyby spadek inflacji miał jakiś wpływ na ożywienie eksportu, to zgodnie z opisanym powyżej zjawiskiem osłabienia waluty krajowej poprzez zniżkującą inflację ożywienie to powinno wystąpić około 2003 r. Istotnie, takie zdarzenie można odczytać z tabeli 2.

Obie wersje wartości i dynamiki eksportu różnią się, jednak kierunek ich zmian jest bardzo podobny. Po bezwzględnym spadku wielkości eksportu w 1999 r. tempo jego wzrostu ustabilizowało się na mniej więcej tym samym poziomie, a w 2003 r. skokowo wzrosło. Ponieważ kurs złotego do dolara amerykańskiego pozostał w ciągu całego roku na niemal tym samym poziomie (3,8121 w styczniu i 3,7405 w grudniu), a słaba koniunktura na rynkach Unii Europejskiej, będącej głównym partnerem handlowym Polski w tym czasie, istotnie się nie zmieniła (IKiC 2004), ten znaczny wzrost eksportu należałoby przypisać innym okolicznościom niż wymienione. Z drugiej jednak strony tylko w 2003 r. euro znacznie się umocniło w stosunku do złotego – z 4,1286 w styczniu do 4,7170 w grudniu – tworząc silny zapewne impuls do intensyfikacji eksportu. Efekt wzrostu wartości eksportu liczonego w dolarach amerykańskich mogło także

Tabela 2. Eksport w latach 1998–2003 na bazie płatniczej i w wersji SAD

Rok	Eksport na bazie płatniczej		Eksport według SAD	
	wartość (mld USD)	dynamika (w %)**	wartość (mld USD)	dynamika (w %)**
1998	30,1	10,6	28,2	9,6
1999	26,3	-12,5	27,4	-2,9
2000	28,2	7,2	31,6	15,5
2001	30,2	7,1	36,1	14,0
2002	32,9	8,8	41,0	13,6
2003	42,9	30,3	53,5	30,6

* Wartości eksportu podawanego na bazie płatności realizowanych przez polski system bankowy były z reguły niższe od wartości eksportu obliczanego według statystyki celnej SAD. Stąd różne tempa jego wzrostu w poszczególnych latach.

** w porównaniu z ubiegłym rokiem
Źródło: dane NBP i GUS.

Tabela 3. Dynamika eksportu wg wskaźników wolumenu w latach 2000–2006 (ceny stałe w zł)

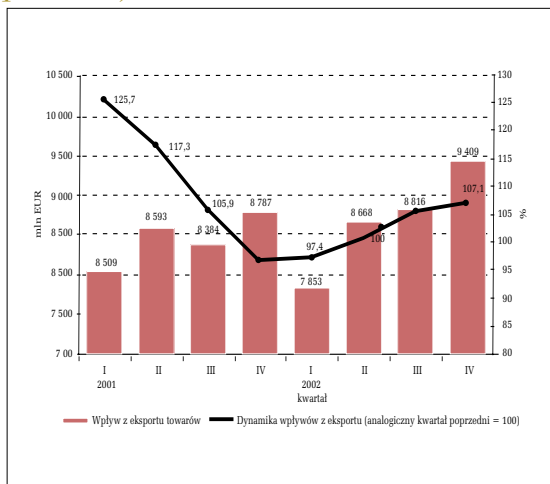
Rok	Dynamika (w %)*
2000	25,3
2001	11,8
2002	8,3
2003	18,7
2004	18,2
2005	10,6
2006	15,9

* w porównaniu z ubiegłym rokiem
Źródło: GUS (2007, s. 380).

wzmocnić umocnienie euro w stosunku do waluty amerykańskiej. W takiej sytuacji wywóz towarów z Polski do strefy euro w przeliczeniu na dolary daje dodatkowy wzrost eksportu z tytułu różnic kursowych. Należy zatem przypuszczać, że silne przyspieszenie tempa wzrostu eksportu w 2003 r. było spowodowane nie tylko malejącą inflacją.

Jeśli chodzi o wpływ różnic kursowych na wzrost wartości eksportu, to w dużej mierze można się ich pozbyć, analizując wolumen eksportu, do czego asumpt daje tabela 3.

Wykres 1. *Dynamika eksportu w latach 2001-2002 (obliczona w euro na bazie płatności)*



Źródło: NBP (2003, s. 9).

Po wysokim wzroście wolumenu eksportu w 2000 r., spowodowanym w znacznej mierze jego bezwzględny spadkiem rok wcześniej (por. tabela 2), i dwóch latach umiarkowanego wzrostu tego wolumenu od 2003 r. notujemy wyraźne ożywienie eksportu. Wyróżniającym się statystycznie punktem ponownie jest 2003 r. Jeśli chodzi o wpływ dewaluacji złotego wobec euro na intensyfikację eksportu, to należy przyznać, że niewątpliwie musiał mieć miejsce. Jednakże wymowa tego argumentu: że osłabienie waluty krajowej jest jedynym czynnikiem ożywienia eksportu w badanym okresie, relatywnie traci na znaczeniu, gdy analizuje się dynamikę wywozu towarów za granicę w poprzednich latach.

Przyspieszenie tempa wzrostu eksportu nastąpiło w połowie 2002 r., kiedy wpływ osłabienia złotego na eksport nie mógł być jeszcze widoczny w przeciwieństwie do silnego spadku inflacji. Teza o akcelerującym eksport, wyraźnie zniżającym trendzie inflacji pozostaje zatem aktualna.

Statystyki bilansu płatniczego sporządzane przez NBP po 2003 r. niestety się zmieniają. Zamiast danych

na bazie płatności pojawiają się rachunki obrotów handlu zagranicznego liczone na bazie cen transakcyjnych (statystyka celna). Nie można zatem kontynuować analizy ze względu na brak porównywalnych danych sprzed 2004 r. Ich zmiana nie wpływa jednak, jak się wydaje, na dotychczasowe wnioski. Wynika to z danych zawartych w tabeli 4.

W 2003 r. eksport nie tylko wyraźnie wzrósł, ale od tego czasu ustabilizował się na stosunkowo wysokim poziomie¹. Potwierdza to, jak się wydaje, tezę o dobroczynnym wpływie istotnego spadku inflacji na ożywienie eksportu, który w tamtym czasie stał się bodaj głównym czynnikiem pozytywnie stymulującym tempo wzrostu PKB.

Politykę pieniężną z lat 1998–2004 określa się jako zdecydowanie restrykcyjną. Jak przyznaje sam NBP, osłabiła ona tempo wzrostu PKB (dodajmy – osłabiła bardzo wyraźnie), przyczyniając się do równie wyraźnego spadku inflacji. Jak jednak widać, stworzyła silne przesłanki eksportowego boomu. Należy od razu dodać, że nie jest to recepta na stymulację eksportu nie tylko z powodu kosztów w postaci spadku tempa wzrostu PKB. Na dynamiczny wzrost wywozu towarów za granicę oddziaływał nie tylko niski poziom inflacji, ale także osłabienie złotego w 2003 r., jak również wyraźny spadek jednostkowej pracochłonności w tamtym okresie (IKiC 2004). Był to zatem zespół czynników sprzyjających znacznej intensyfikacji eksportu. Z oczywistych powodów nie można ich jednocześnie wywołać, a z drugiej strony nie mogą mieć trwałego charakteru. Chcielibyśmy jednak dowieść, że korzyści z niskiej inflacji wydają się bardziej konkretne niż nieokreślone „zwiększanie wiarygodności polityki pieniężnej”.

Należy także zauważyć, że szybkie przejście od wysokiego do niskiego tempa wzrostu cen nie tylko popra-

¹ Dane eksportu F.O.B. podane w euro przez NBP wykazują przesunięcie w skokowym wzroście eksportu o rok. W latach 2003–2006 tempo wzrostu tego eksportu wyniosło odpowiednio: 9,1%, 22,3%, 17,8%, oraz 20,2%. Z kolei z danych GUS (według sprawozdawczości SAD dla krajów trzecich i INTRASTAT dla krajów Unii Europejskiej) eksport w dolarach w okresie 2004–2006 wyniósł odpowiednio 25,0%, 33,0%, i 22,6%. Te ostatnie dane stanowią uzupełnienie tabeli 2.

Tabela 4. *Wartość i tempo wzrostu eksportu w latach 1998–2006 (na warunkach F.O.B., w mld USD)*

Rok	Wartość	Tempo wzrostu (w %)*
1998	32,4	5,6
1999	30,0	-2,2
2000	35,9	19,4
2001	41,6	16,0
2002	46,7	12,1
2003	61,0	30,5
2004	81,8	34,1
2005	96,4	17,7
2006	117,3	21,6

* w porównaniu z ubiegłym rokiem

Źródło: dane NBP.

wiło rentowność produkcji eksportowej, ale także zwiększyło odporność eksporterów na możliwe umocnienie złotego. Obserwowany obecnie wzrost wartości waluty krajowej w stosunku do walut zagranicznych (dolara amerykańskiego i euro) nie zagraża eksportowi w takim stopniu, jak w przypadku utrzymywania się względnie wyższej inflacji. Można się zatem spodziewać, że ewen-

tualne zmiany warunków kursowych na rynkach zagranicznych, mogące skutkować dalszym umocnieniem złotego, zostaną zamortyzowane (nie będą tak dotkliwe) i nie osłabią istotnie dobrej obecnie dynamiki polskiego eksportu. Warunkiem tego jest jednak utrzymanie niskiej inflacji.

Bibliografia

- GUS (2007), *Mały Rocznik Statystyczny 2007*, Warszawa.
- IKiC (2004), *Gospodarka i handel zagraniczny Polski w 2003 roku*, Instytut Koniunktur i Cen, Warszawa.
- Koziński W. (2006), *Wzrost a inflacja*, w: A. Sopoćko (red.), *Zrównoważony wzrost gospodarczy. Rola polityki finansowej. Polska droga do euro*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa.
- Koziński W. (2007), *Eksportowy efekt restrykcyjnej polityki pieniężnej*, „Ekonomia”, w druku.
- NBP (2003), *Bilans płatniczy Rzeczypospolitej Polskiej za rok 2002*, Warszawa.
- NBP (2004), *Raport o stabilności systemu finansowego 2003*, Warszawa.

Wpływ zaburzeń na międzynarodowych rynkach finansowych na sytuację gospodarczą Polski: komentarz makroekonomisty

The Impact of Turbulence in International Financial Markets on the Economic Situation in Poland: A Macroeconomist's Remarks

Stanisław Gomulka*

Wstęp

Profesor Zyta Gilowska, jeszcze w roli Ministra Finansów, wyraziła niedawno opinię, że „Polska przedsiębiorczość ma dziś bardzo dobre warunki rozwoju. Są zagrożenia, ale mają one charakter zewnętrzny, są związane ze wzrostem cen paliw oraz kryzysem na rynku kredytów hipotecznych. Innych niebezpieczeństw nie widać”. („Rzeczpospolita” 31 X – 1 XI 2007 r., s. 1). Tę opinię uważam za błędną. Zauważmy, że duży wzrost cen paliw miał już miejsce w ostatnich dwóch latach i, z dobrze rozpoznanych powodów, nieznacznie wpłynął na gospodarkę światową. Pod tym względem mamy zasadniczą różnicę w porównaniu z dwoma latami po 1979 r., kiedy podobnie duży wzrost cen paliw istotnie spowodował silną stagflację.

W przypadku kredytów hipotecznych sytuacja jest jednak o tyle inna, że kryzys na tym rynku jest czymś dodatkowym w stosunku do bardziej ogólnych napięć i nierównowag makroekonomicznych w gospodarce światowej. Te napięcia i nierównowagi znacznie podnoszą ryzyko na rynkach finansowych i mogą mieć zauważalne negatywne skutki dla sfery realnej, szczególnie w USA. Będę jednak argumentował, że podstawowe zagrożenia dla gospodarki Polski w najbliższych latach mają charakter wewnętrzny.

Zanim przejdę do omawiania tych zagrożeń, chciałbym na początku odpowiedzieć na cztery pytania zadane członkom panelu przez przewodniczącego seminarium, profesora Alojzego Nowaka.

1. Turbulencja na rynkach finansowych i walutowych: jakie przyczyny i jakie możliwe reakcje banków centralnych?

Polityka makroekonomiczna w USA była w ostatnich kilku latach bardzo ekspansywna, może nawet procykliczna. Stopy procentowe były bowiem przez wiele lat wyjątkowo niskie, a deficyty budżetowe oraz obrotów bieżących – wysokie. W rezultacie nastąpił silny wzrost długu publicznego, przede wszystkim zagranicznego, oraz duży wzrost cen zasobów, takich jak akcje przedsiębiorstw oraz domy i mieszkania. Ponadto stopa bezrobocia spadła do historycznie niskiego poziomu 4,7%. W tej sytuacji pojawiło się ryzyko znacznego wzrostu inflacji. To ryzyko inflacyjne podtrzymywane jest umiarkowanym jeszcze wzrostem presji płacowej, silnym osłabieniem dolara oraz dużym wzrostem cen paliw i innych surowców. Amerykański bank centralny zareagował znacznym wzrostem stóp procentowych w okresie od 30 czerwca 2004 r. do 29 czerwca 2006 r., co z kolei wywołało niemal kryzys na rynku kredytów hi-

* London School of Economics and Political Science

potecznych. Wzrost ryzyka kredytowego spowodował z kolei wzrost rynkowych stóp procentowych. Federal Reserve Board (FRB) zareagował na to krokiem wstecz, obniżając swoje stopy podstawowe 18 września 2007 r. oraz zwiększając płynność w systemie bankowym, tak aby ściągnąć stopy rynkowe w dół, do poziomów zbliżonych do stopy bazowej.

2. Czy turbulencja na rynkach kredytów hipotecznych i walutowych może prowadzić do dużego kryzysu gospodarczego?

Na krótką metę dla FRB podstawowym celem wydaje się niedopuszczenie do dużej ogólnej depresji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych. Przy inflacji jeszcze umiarkowanej, około 2–3%, taki cel polityki monetarnej można uznać za właściwy. Jednak postępujące osłabienie dolara oraz ewentualny dalszy wzrost cen paliw i innych surowców mogą podnieść inflację CPI powyżej 4%. Taki wzrost inflacji może powstrzymać FRB przed dalszym rozluźnianiem polityki monetarnej. W perspektywie średniookresowej idealnym scenariuszem dla FRB byłoby prawdopodobnie umiarkowane spowolnienie wzrostu gospodarczego, czyli tzw. *soft landing*. Jednak po raz pierwszy od kilku lat pojawiło się też w Stanach Zjednoczonych ryzyko stagflacji.

W przypadku Europejskiego Banku Centralnego (ECB) oraz Banku Anglii podstawowym ryzykiem jest, sądzę, dalsze silne umocnienie się euro oraz funta wobec dolara. To ryzyko już powstrzymuje ECB przed dalszym podnoszeniem stóp, a w przypadku Banku Anglii możliwe jest nawet obniżenie stóp. Gospodarka UE jest generalnie dużo bliższa stanowi długookresowej równowagi niż gospodarka USA. Europa jest też mniej niż w przeszłości zależna od eksportu na rynki USA.

Nowym czynnikiem stabilizującym w gospodarce światowej, w porównaniu z sytuacją w 1980 r., są dynamicznie rozwijające się kraje typu *emerging markets*, szczególnie Chiny oraz Indie. Wzrost gospodarczy w tych krajach zależy głównie od czynników produkcyjnych, takich jak inwestycje w środki trwałe, importowana technologia i kapitał ludzki. Te źródła szybkiego wzrostu są jeszcze dalekie od wyczerpania. Z kolei od strony popytowej czynnikiem zasadniczym jest i pozostanie popyt wewnętrzny, a nie eksport netto. W tej sytuacji nawet znaczna depresja w USA może mieć całym ograniczony wpływ na te gospodarki, więc także na gospodarkę UE i, ogólniej, na gospodarkę światową.

3. Jakie są zagrożenia dla gospodarki Polski?

Ze względu na przynależność do UE Polskę zaczęły obowiązywać reguły Paktu Stabilności i Wzrostu. Ten fakt już spowodował spadek premii za ryzyko makroekono-

miczne. Dalszy spadek premii nastąpiłby w chwili przyjęcia przez Polskę wiarygodnego planu wejścia do strefy euro. Z powodu braku takiego planu Polska jest, sądzę, postrzegana przez inwestorów nadal jako *emerging economy* (EC).

Kraje typu EC można podzielić na dwie kategorie: (A) bezpieczne, z solidnymi fundamentami makroekonomicznymi (niska inflacja, niski dług publiczny i mały deficyt budżetowy, nadwyżka na rachunku bieżącym, waluta ze sporym potencjałem aprecjacyjnym) oraz (B) z podwyższonym ryzykiem. Polska należy w tej chwili do kategorii (A). Niemniej jednak istnieje duża niepewność dotycząca polityki fiskalnej w najbliższych latach. W znacznym stopniu zależnie od tej polityki Polska albo wejdzie do bezpiecznej strefy euro, albo znacznie przesuwać się w kierunku grupy B.

Przynależność do grupy A oznacza, że w przypadku perturbacji na amerykańskim rynku finansowym oczekiwałbym raczej dopływu kapitału portfelowego do Polski niż odpływu. Na krótką metę zagrożenia polskiej gospodarki perturbacjami zewnętrznymi są zatem niewielkie. Te zagrożenia byłyby niewielkie nawet wtedy, gdyby doszło do recesji w Stanach Zjednoczonych. Dla polskiej gospodarki najważniejszy jest bowiem rynek UE, a w Europie oczekujemy przecież kontynuacji umiarkowanie szybkiego i dość stabilnego wzrostu gospodarczego.

4. Jak się zabezpieczyć przed ujemnym wpływem perturbacji zewnętrznych?

Silne perturbacje zewnętrzne, jeśli nastąpią, mogą się przełożyć w Polsce na zwiększone wahania kursowe złotego i wyższe długoterminowe stopy procentowe. Tego typu skutki byłyby niewielkie, gdyby polska gospodarka nadal miała solidne fundamenty makroekonomiczne. Jednak ciągły brak reformy finansów publicznych, niejasne perspektywy takiej reformy w najbliższych latach, rosnący deficyt obrotów bieżących oraz rosnąca presja płacowo-cenowa to te czynniki wewnętrzne, które są głównymi źródłami znacznych zagrożeń dla stabilnego wzrostu gospodarczego Polski w najbliższych latach.

Jak się przed nimi zabezpieczyć?

A. Działania potrzebne w sferze polityki fiskalnej

Polska jako członek UE jest zobowiązana do utrzymania zrównoważonego budżetu w całym okresie cyklu koniunkturalnego, przy czym maksymalny deficyt budżetu nie powinien przekraczać 3% PKB. Taka zasada opiera się na założeniu, że w okresie słabszej koniunktury (spowolnienia wzrostu lub recesji) państwo może przejściowo wydawać więcej, niż wynoszą jego dochody, łagodząc w ten sposób osłabienie koniunktury. W okresie dobrej koniunktury budżet państwa powinien natomiast

osiągać nadwyżkę i zmniejszać zadłużenie, tak by w całym okresie cyklu saldo finansów publicznych się równoważyło lub przynajmniej nie następował znaczny wzrost zadłużenia.

Tymczasem w przyjętym przez rząd J. Kaczyńskiego projekcie budżetu na rok 2008 deficyt budżetowy sektora rządowego i samorządowego ma wynieść wg Ministerstwa Finansów 3,0% PKB, a wg Komisji Europejskiej nawet 3,2% PKB. Korekta rządu Tuska zmniejsza ten deficyt tylko o około 0,1% PKB. Wysoki deficyt budżetowy w warunkach wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oznacza prowadzenie tzw. procyklicznej polityki fiskalnej. Utrzymywanie wysokiego deficytu budżetowego w okresie dobrej koniunktury sprawia, że w chwili gdy koniunktura się pogarsza i pożyteczne byłoby stymulowanie popytu krajowego poprzez wzrost deficytu budżetowego, trzeba ten deficyt ograniczać, co powoduje pogłębienie procesów ograniczających wzrost. Tym samym tego typu polityka fiskalna zamiast łagodzić wahania koniunktury gospodarczej przyczynia się do zwiększenia skali tych wahań. Przy takiej procyklicznej polityce fiskalnej gospodarka rozwija się „zrywami” między kolejnymi „twardymi lądowaniami”. Ma to dobrze znane negatywne konsekwencje. Po pierwsze, „twarde lądowanie” oznaczałoby przynajmniej częściowo powrót do depresji z lat 2001–2002, z ponownym wzrostem bezrobocia i dużą liczbą bankructw firm. Po drugie, w sytuacji przedłużania się ekspansji fiskalnej pojawia się i stopniowo rośnie ryzyko kryzysu makrofinansowego, w postaci równoczesnego skoku inflacji, wzrostu stóp procentowych, osłabienia złotego, wzrostu długu publicznego i spadku wpływów budżetowych. Kryzys taki może nastąpić szczególnie w sytuacji, gdy mimo wysokiego i rosnącego deficytu na rachunku bieżącym rząd nie zdecyduje się szybko na redukcję deficytu budżetowego, a bank centralny spóźni się z zacieśnianiem polityki monetarnej.

W 2008 r. nie oczekuję zagrożenia takim kryzysem. Realna groźba realizacji kryzysowego scenariusza dotyczy już jednak lat 2010 i 2011, kiedy w odpowiedzi na silny wzrost inflacji i stóp procentowych może nastąpić spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Dla uniknięcia takiego rozwoju wydarzeń konieczne może być silne ograniczanie deficytu budżetowego w latach 2009–2010. Ograniczenie takie będzie musiało być tym większe, im silniejsze będzie stymulowanie fiskalne gospodarki w 2008 r.

B. Wejście do strefy euro

Wejście Polski do strefy euro będzie ważne z punktu widzenia szans na utrzymanie szybkiego i stabilnego wzrostu gospodarczego w perspektywie najbliższych 10–15 lat.

Dzięki wejściu do strefy euro Polska uzyskałaby dostęp do oszczędności zagranicznych przy niskich sto-

pach procentowych, eliminację ryzyka kursowego w relacjach handlowych i finansowych z większością krajów UE, większy napływ inwestycji zagranicznych oraz polisę ubezpieczeniową przeciw wahanom wiarygodności i niestabilności na rynkach finansowych.

Ostatnie dwa lata wyjątkowo sprzyjały realizacji strategii wejścia. Szybki wzrost umożliwiał bowiem spełnienie kryterium fiskalnego nawet bez programu dostosowawczego typu Plan Hausera. Wystarczyło powstrzymanie się od działań znacznie podnoszących wydatki publiczne i silnie obniżających dochody publiczne. W praktyce mieliśmy politykę dokładnie odwrotną, co skutkowało deficytem sektora finansów publicznych, według definicji UE, w skali 3–4% PKB. Ta polityka wymaga teraz korekty niezależnie od kwestii wejścia do strefy euro. Ponadto niski deficyt obrotów bieżących umożliwiał aprecjację złotego, a wysokie bezrobocie powodowało, że procentowy wzrost płac nie był nadmierny. Te dwa czynniki zapewniały niską inflację cen, co pozwalało Polsce na spełnienie, bezboleśnie, monetarnych kryteriów wejścia. Ponieważ kryteria fiskalne z Maastricht i tak Polskę zobowiązują, przyjęcie euro jest nie tylko możliwe i potrzebne, ale też nie będzie wymagało dodatkowych wyrzeczeń.

C. Zmiany instytucjonalne i instrumenty mikroekonomiczne

Oprócz przestrzegania właściwych zasad w polityce makroekonomicznej do utrzymania szybkiego wzrostu gospodarczego niezbędne jest wprowadzenie nowych instrumentów instytucjonalnych i mikroekonomicznych wspierających wzrost wskaźnika zatrudnienia oraz wzrost inwestycji. Takimi instrumentami są:

- szybkie usuwanie biurokratycznych barier działalności produkcyjnej i inwestycyjnej przedsiębiorstw,
- istotne poprawianie infrastruktury (drogi, lotniska, linie kolejowe), w dużym stopniu przez lepsze wykorzystanie środków z UE,
- zakończenie prywatyzacji i reprivatyzacji,
- działania na rzecz pobudzania aktywności zawodowej i powrót tych, którzy w ostatnich latach wyjechali za granicę.

Dla podtrzymania szybkiego wzrostu i niskiej inflacji duże znaczenie ma polityka stymulowania wzrostu podaży pracy. Liczba emerytów i rencistów w Polsce, na poziomie około 10 mln osób, jest tak duża, że realne jest jej zmniejszenie o około 0,5–1,0 mln poprzez zakończenie programu tzw. wczesnych emerytur, podwyższenie wieku emerytalnego kobiet i przegląd świadczeń rentowych. Drugą rezerwą podaży są powroty z zagranicy. W tym celu potrzebna będzie abolicja podatków od dochodów uzyskanych za granicą. Potrzebny będzie też program aktywizacji znacznej rezerwy znajdującej się jeszcze na wsiach i w małych miasteczkach.

The Renminbi Equilibrium Exchange Rate: An Agnostic View*

Kurs równowagi dla waluty chińskiej: zdanie odrębne

*Antoine Bouveret***, *Sana Mestiri**** *Henri Sterdyniak*****

received: 26 February 2007, final version received: 31 May 2007, accepted: 17 July 2007

Abstract

The alleged undervaluation of the renminbi has been the subject of intensive academic research over the past few years. Using equilibrium exchange rate models many authors have concluded that the renminbi is undervalued by 15 to 30% against the US dollar. Yet China has been experiencing strong economic growth for a decade and does not seem to suffer from the supposed misalignment of its exchange rate, with low inflation rate and current account surpluses. The estimations assume that the economy is at full-employment, a strong hypothesis for China, where unemployment amounts to 150 million people. This article claims that a low exchange rate is suited for the objectives of Chinese economic policy. The exchange rate can be undervalued according to traditional models and in equilibrium compared to the government's policy objectives as shown by a theoretical model.

Keywords: equilibrium exchange rate, developing country exchange rate, China economic strategy.

JEL: F31, F42, O24

Streszczenie

Rzekome niedowartościowanie waluty chińskiej (renminbi) od kilku lat jest przedmiotem ożywionej działalności badawczej. Posługując się modelami kursu równowagi, liczni autorzy twierdzili, że waluta ta jest niedowartościowana od 15% do 30% w stosunku do dolara. Niemniej w Chinach od 10 lat obserwujemy silny wzrost gospodarczy i kraj ten nie wydaje się cierpieć z powodu postulowanego niedostosowania kursu jego waluty. Inflacja pozostaje przy tym niska i odnotowujemy nadwyżki na rachunku obrotów bieżących. W przeprowadzanych dotąd szacunkach przyjmuje się założenie pełnego zatrudnienia w gospodarce chińskiej, co jest daleko idącym postulatem, zważywszy że liczba bezrobotnych w Chinach wynosi 150 mln. W niniejszym artykule sformułowano tezę, że niski kurs waluty jest korzystny dla celów polityki gospodarczej Chin. Kurs walutowy może być niedoszacowany z punktu widzenia tradycyjnych modeli i być w równowadze z punktu widzenia celów polityki gospodarczej rządu, co pokazujemy na modelu teoretycznym.

Słowa kluczowe: kurs równowagi, kurs walutowy kraju rozwijającego się, chińska strategia gospodarcza

* The authors would like to thank the participants of the 2006 Edition of the Workshop on "Economic Policy and Open Economy Macro" in Novara, Cezary Wójcik and two anonymous referees for their useful comments.

** French Economic Observatory (OFCE), e-mail: antoine.bouveret@ofce.sciences-po.fr

*** Paris Dauphine University, Strategies and Financial Dynamics (SDFi), e-mail: sana_mestiri@hotmail.com

**** Paris Dauphine University, Strategies and Financial Dynamics (SDFi); French Economic Observatory (OFCE) Globalisation Department, e-mail: sterdyniak@ofce.sciences-po.fr

1. Introduction

The undervaluation of the renminbi-US dollar exchange rate has been a major issue in policy and academic circles (Figure 1). Many studies have estimated the equilibrium exchange rate of the renminbi using different theoretical frameworks¹. Most of them conclude that the undervaluation of the renminbi falls between 15 and 30%. But China has been experiencing strong economic growth for a decade and does not seem to suffer from the supposed misalignment of its exchange rate, with a low inflation rate and current account surpluses.

It appears, therefore, important to deepen the concept of undervaluation and to define accurately the equilibrium exchange rate norm. Some authors refer to the purchasing power parity, but this theory does not apply directly to economies with different development levels like the United States and China. Others claim that the growing American current account deficits or the persistence of massive unemployment in Western Europe are the result of an undervaluation of the renminbi. The global imbalances would be the consequence of the policy implemented by the People's Bank of China (PBC), which aims at stabilizing its exchange rate at a very low level. But in an International Monetary System without a code of good conduct, the exchange rate strategy of a country can only be judged with reference to its own interests. Who would say that the FED is taking Europe's interests into account while defining its exchange rate policy? The Chinese exchange rate strategy can on-

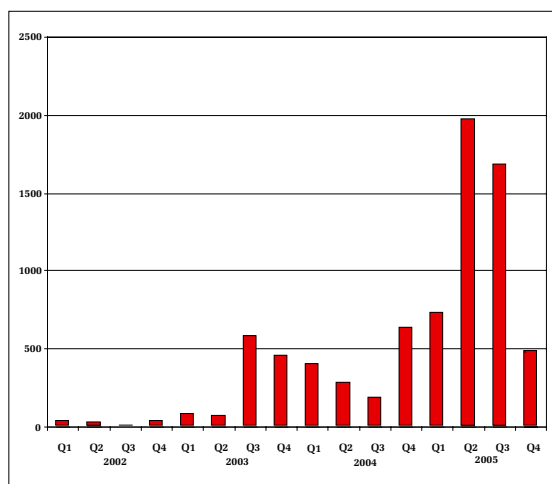
ly be assessed with reference to its growth strategy, and the Chinese growth strategy appears very successful, weakening the claim that China would be responsible for the global imbalances.

Some economists (in particular American economists from the Institute for International Economics: Goldstein 2004a; 2004b; 2005; Goldstein, Lardy 2003; 2005; Williamson 2004; Bergsten 2006; but also Frankel 2004) claim that China should revalue its exchange rate from 15 to 40% against the US dollar, which would make it possible to revalue all Asian currencies and decrease world imbalances. They agree with the American Congress which threatens China with commercial sanctions if it does not revalue its currency. On the contrary, other economists (McKinnon 2003; 2005a, 2005b; Bosworth 2004; Dooley et al. 2004; Aglietta 2005) argue that China should not yield to the American pressures. Revaluing the Renminbi would slow down its growth and lead to a crisis similar to Japan's after its *Endaka* (i.e. the revaluation of the Yen during the 80's).

This article aims at showing that the equilibrium exchange rate models commonly used are not relevant for a developing country such as China, whose objective is not to reach its equilibrium exchange rate but to reduce its unemployment. China faces massive unemployment: an undervalued exchange rate according to traditional standards allows it to induce a strong economic growth required to reduce unemployment. As a policy tool, the exchange rate is at an appropriate level with regard to Chinese economic growth. Broadly speaking, the optimal exchange rate for a developing country can only be defined according to a growth strategy: the more the country needs economic growth, the

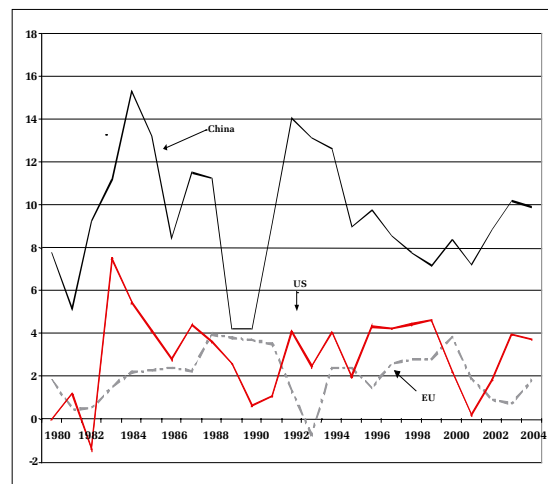
¹ See for instance: Jeong, Mazier (2003); Bénassy-Quéré et al. (2004); Wang (2004); Frunke, Rahn (2004); Coudert, Couharde (2005); Dunaway, Li (2005); Frankel (2004).

Figure 1. Number of articles in "Banking and Finance" and "Business and Management" sections containing the words "China" and "undervaluation" or "revalue"



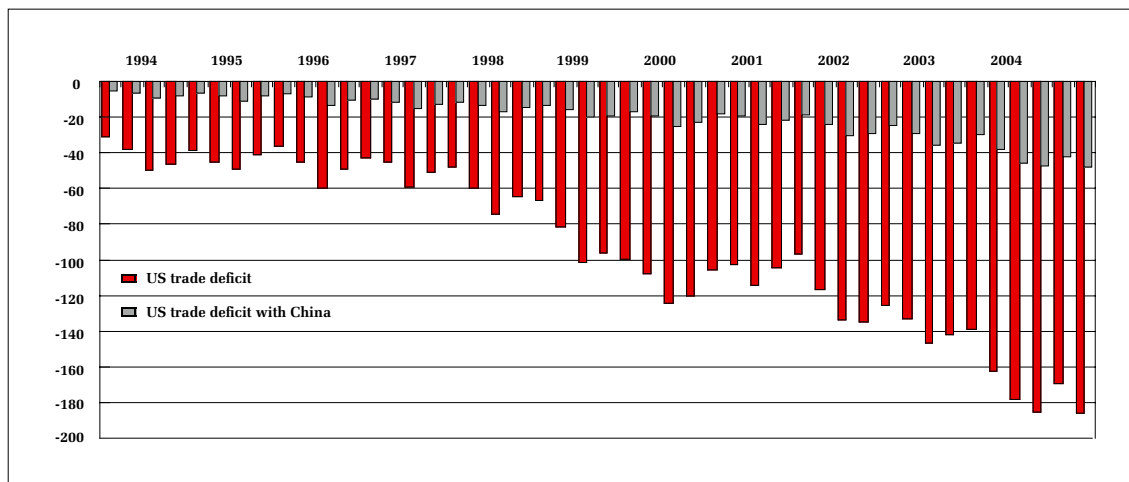
Source: Lexis-Nexis.

Figure 2. Real GDP growth for the US, European Union and China



Source: NBS, BEA, Eurostat.

Figure 3. American trade deficit (quarterly data, in billions of US dollars)



Source: BEA, Survey of Current Business.

more it has to increase savings, the lower the exchange rate has to be.

The remainder of the article is as follows: Part I describes the main facts concerning the Chinese economy from 1994, when the country decided to move to a *de jure* floating exchange rate regime, while moving to a *de facto* peg to US dollar. Part II analyzes equilibrium exchange rate estimations; Part III puts forward a model in which the exchange rate is willingly fixed at a low level to achieve strong economic growth. Part IV concludes.

2. A strong economic growth

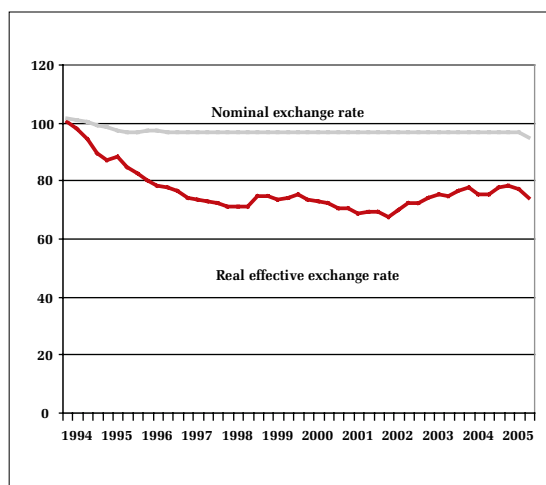
China has been experiencing a dramatic growth for a decade (Figure 2): from 1995 to 2004, its GDP growth has been 8.5% per year while 3.3% in the US and 2.2% in the Euro Area. Only a few Asian countries have experienced such growth: Vietnam and Myanmar (7.2% each) and India (6.1%).

Since 2003, the worsening of the US current account (6.5% of GDP in 2005, 5 points more than in 1993–1997) has led to violent disputes against China, along the lines that the Chinese exchange rate regime could be held responsible for the deindustrialization of the American economy. The American current account deficit would be a consequence of the trade deficit with China (Figure 3). But the American deficit with China stands for a small part of American global deficit (approximately 20%) and therefore cannot be on its own a proof of the renminbi undervaluation. The renminbi exchange rate ought to be assessed according to a Chinese point of view: does it promote growth or does it lead to unsustainable imbalances?

2.1. The Renminbi exchange rate: a tool to promote development

From 1994 to July 2005, the renminbi-US dollar nominal exchange rate has been fixed at 8.277 Yuan for a US dollar (Figure 4). Despite official speeches claiming that China moved to a floating exchange rate regime, Chinese authorities stabilized the exchange rate at this level from the 1st of January 1994 to the 21st of July 2005 with a very narrow margin ($\pm 0.18\%$). On the 21st of July 2005, the PBC revalued the Renminbi by 2.1% to 8.11 Yuan for a US dollar (with a band of $\pm 0.3\%$). The PBC

Figure 4. Chinese real effective exchange rate* (1994=100) and nominal exchange rate against the US dollar**

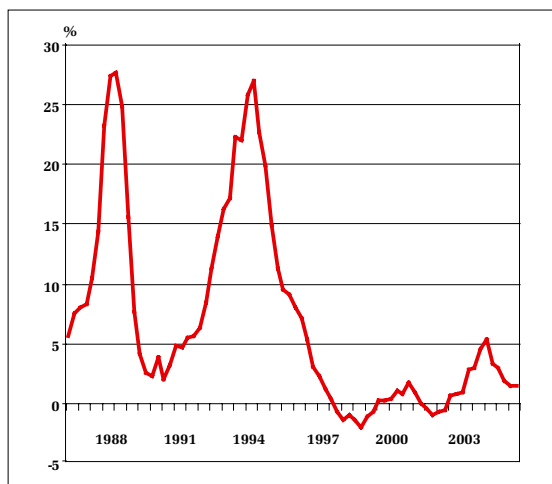


* Based on nominal exchange rates and consumer prices, trade weights are taken from the period 1988–1990, see Zanetto, Desruelle (1997).

** An increase is a depreciation of the Renminbi.

Source: Global Insight.

Figure 5. *Inflation rate (consumer prices) in China 1987-2006 (quarterly data)*



Source: CSICC (China Statistical Information and Consultancy Center).

also announced that the Chinese currency would be anchored to a currency basket (dollar, euro, won and yen), without defining the weights attached to each currency. Since then, the Renminbi has been slowly appreciating to 7.70 Yuan for a US dollar in May 2007. Its total rise is 6.8%, while the US demanded a significant appreciation (around 20%) and threatened China with protectionist measures. The PBC announcement lowered the pressure and showed its commitment in modifying its strategy, while underlining it would keep its freedom of choice.

The Chinese effective exchange rate had been appreciating from 1994 to 1997 due to inflation, which peaked to 24% in 1994. After 1994, the peg to the US dollar has been a nominal anchor, leading to a fall in inflation to 3% as soon as 1997 (Figure 5) which stabilized the effective exchange rate. The latter has followed the fluctuations of the US dollar: appreciation until 2001, depreciation from 2001 to 2004. A developing country with an undervalued currency would have experienced a substantial inflation, increasing its effective exchange rate, which is not the case for China. Exchange rate fixity, price control and absence of tensions on goods and labour markets have enabled China to stabilize its inflation at a low level.

Table 1. *The extent of Chinese urban unemployment (in %)*

Source	2001
Official sources (ADB)	3.6
The Economist	9.3
CIA World Factbook	9.8
Wang (2003)	12-15
Giles et al. (2005)	12.7
NBS survey (2001)	13.2

Source: Authors' compilation.

From 1994 to July 2006, the PBC chose to maintain a hard peg to the US dollar to promote substantial growth by an export-led strategy. China aims at incorporating its workers into the modern economic system because it is facing massive under-unemployment and unemployment, especially in rural areas (Box 1). A low exchange rate improves its external competitiveness. Its central role explains that the PBC does not want to allow speculation on its currency. In order to strengthen its economic and technological catching-up process, China needs Foreign Direct Investment and joint-ventures agreements; this pleads for a low exchange rate so as to maintain a high return on foreign investment. The value of the renminbi must be assessed with reference to this strategy.

The main criteria of undervaluation would be that a low level of the exchange rate leads to a too strong competitiveness, which would induce huge foreign demand and production larger than the capacity, raising the inflation rate. Yet the flaws of the argument are that growth requires some disequilibrium so that supply would be driven by demand; secondly, inflation rate has not risen over the past few years (Figure 5). As a consequence, most articles refer to the excessive accumulation of foreign exchange reserves, linked with current account surplus and FDI, as proofs of undervaluation.

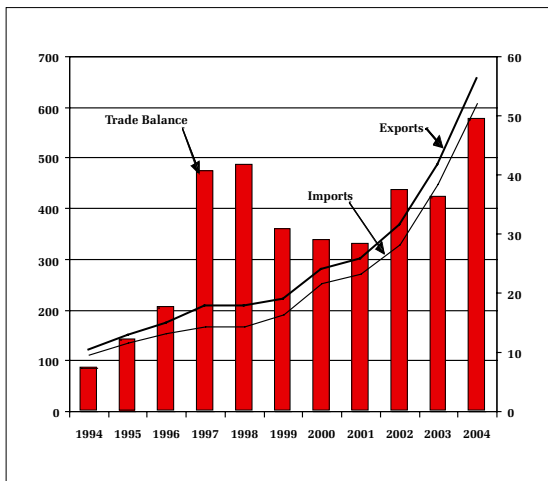
Box 1. Unemployment in China

In spite of the dynamism of the growth, the question of unemployment is crucial in China. From 1995 to 2002, the public firms were restructured and saw their employment decreasing from 113 to 72 million. At the same time, in spite of the system of licence of residence (hokou), the differences in income have attracted the rural people towards the cities. Official Chinese figures of unemployment are questionable: the urban unemployment rate would be 3.1% in 2002 (7.7 million of unemployed). According to Brooks (2004), it amounts to 5.3% (13.9 million). A study pursued by the Chinese Academy of Social Science in five cities assesses the urban unemployment at 12.7% (Giles et al. 2005). The Chinese Prime Minister acknowledged that urban unemployment was above 7% in a speech in 2002. (OECD 2005). The CIA World Factbook assesses it at 9.8%. Official unemployment does not take disguised unemployment, embodied by xiagang (people officially employed but who do not work for their firms and earn unemployment benefit), and rural unemployment into account, otherwise the number of unemployed would be close to 100-150 millions.

2.2. The Chinese competitiveness and the level of the renminbi

Chinese exports are very dynamic: they increased by 15.5% per year from 1990 to 2004 and more than 30% in 2003 and 2004. Chinese market share steadily increased from an index of 100 in 1994, to 130 in 2000, and will be over 250 in 2007. Yet import growth has also been dynamic, close to exports': 15.9% from 1990 to 2006 (Figure 6). Chinese trade surplus is hence huge (60 billion US dollars in 2004) but steady since 2000, around 2.5% of GDP. In 2005 it surged to 128 US dollar. The Chinese external balance amounted to 148 billion US dollars in 2005 (7.7% of the Chinese GDP), the second of the world, below Japan's (158 billion US dollars) and above

Figure 6. Chinese exports, imports (in billions of US dollars, left axis) and trade balance (right axis)



Source: NBS

Germany's (114 billion US dollars): it cannot therefore be blamed for global imbalances.

The US and Europe have been recording large trade deficits with China, but those deficits have to be corrected for two factors. The huge Chinese surplus with the US and Europe is counterbalanced by a rising deficit with Asian countries. During 2002-2004, more than 20% of imports or exports by mainland China were freighted through Hong Kong. When Hong Kong is added to mainland China (Table 2), the overall trade surplus slightly decreases.

China is a huge assembly plant where lots of products are transiting to be transformed by a cheap, low-skilled labour force. Chinese exports are relatively weak in Chinese value added² since they incorporate, in addition to low wages, imported intermediate consumptions, but also the profits carried out mainly by foreign companies, re-exported or reinvested in China³.

² See Daudin et al. (2006)

³ The prices of Chinese exports can be overestimated in the case of inter-firm transactions since firms can prefer, for taxation reasons, to declare their profits in China rather than in their country of origin.

Table 2. Chinese trade balance in 2003 (in billions of US dollars)

	Mainland China	Mainland China and Hong Kong
US	58	88
UE	18	29
Japan	-14	-31
South Korea	-21	-27
Hong Kong	65	
ASEAN	-15	-30
Other	-65	-12
Total	26	17

Source: NBS, BEA, Eurostat and Asian Development Bank.

Chinese competitiveness depends on structural factors: wages are low and stable because of a massive underemployed labour force. Half of Chinese exports are done by foreign firms located in China. They produce and export goods with high import content and are therefore relatively less affected by the exchange rate. Many Chinese export prices are determined in US dollar by foreign importers/producers and are less affected by the exchange rate. The dramatic increase in Chinese exports is deeply due to foreign firms' behaviour, looking for cheap labour force. The fast growth of exports can also be linked with China's accession to the WTO and the removal of customs tariffs (textile especially), which had been anticipated by Western retailers, which had strongly increased their orders. The progression of the Chinese imports could decrease insofar as multinational firms have begun to produce in China some goods they imported before (Zhou 2006).

If some American firms complain about competition from Chinese products, other firms or retailers benefit from low production costs in China. The low prices of Chinese exports mean that, for a given value, they represent a large volume and thus have a strong negative impact on employment in Western countries; but they also reduce the price level in the latter and increase the standard of living.

2.3. Is Chinese foreign exchange reserves accumulation sustainable?

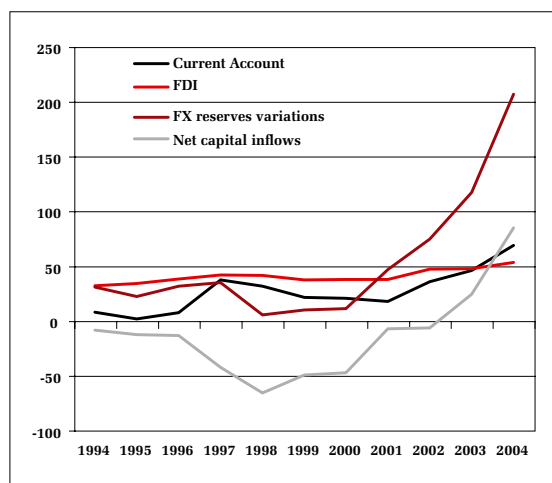
The second argument used to prove the undervaluation of the Renminbi would be the growth of PBC's foreign exchange reserves (Figure 7). They reached 846 billion US dollars in January 2006 (609 billion US dollars at the end of 2004), amounting to 6.8 % of US GDP, 45% of Chinese GDP and 13 months of Chinese imports. China has the world's largest foreign exchange reserves (Table 3). They are useful as a tool to deter speculation. This accounts for the building of foreign exchange reserves in Asian countries after the crisis of 1997-1998. Yet an excess of reserves can lead to a crisis, if the speculators consider that the exchange rate is undervalued and put pressure towards an appreciation of the currency.

Table 3. *Foreign exchange reserves in January 2006 (in billions of US dollars)*

China	845
Japan	832
Taiwan	258
South Korea	217
Eurozone	207
Russia	182
India	134
Hong Kong	128
Singapore	118

Source: IMF.

Figure 7. *The factors of Chinese foreign exchange reserve accumulation (in billions of US dollars)*



Source: NBS.

The accumulation of foreign exchange reserves stems from three channels (Figure 7 and Table 4): current account surplus, FDI and net capital inflows (excluding FDI). Chinese current account surplus reached 134 billion US dollars in 2005, mainly from trade balance but also from the "Other Transfers" account. Between 1994 and 2005, the current account surplus grew steadily.

Foreign Direct Investment (FDI)

Massive FDI has been flowing to China over the last decade. China's policy objective has been to attract foreign firms to impulse its modernization. FDI allows China to acquire new management and production techniques. FDI has been flowing to China since the 80's, because of its economic growth, its liberalization process and the opening of its markets. Foreign firms produce goods to export, thanks to low wages, but also for the domestic market, expecting a high level of development. There are also tax incentives (no taxes for foreign firms during the first two years then the tax is 15% against 33% for others businesses). In 2004, FDI amounted to 53 billion US dollars. From 1990 to 2002, the cumulated amount of FDI reached 424 billion US dollars, making China the third most attractive country behind the US and UK. China received 5% of FDI in the world and near 25% of FDI flowing to developing countries.

Net capital inflows

China's financial account has not been fully liberalized yet, despite partial measures for capital flows in 2003 and 2006. Some capital operations are still submitted to regulation and agreement. Those regulations prevented China from being widely affected by the Asian crisis of 1997-1998. Over the past few years, China has moved from a balanced capital inflow position in 2002 to a positive capital inflow position, around 110 billion US dollars, in 2004.⁴

Until 2000, current account surpluses and FDI were counterbalanced by net capital outflows. As a result, the foreign exchange reserves remained stable. But the net capital inflows became large in 2003-2004, leading to a rise in foreign exchange reserves accumulation. This evolution stems from two main factors. First, the rise of financial returns and their safety have inverted the flows from the Chinese Diaspora. Then Chinese residents save and get loans in US dollars through Chinese financial institutions. Since 2003, Chinese firms and households, expecting an appreciation of the currency, have increased their holdings in renminbi against

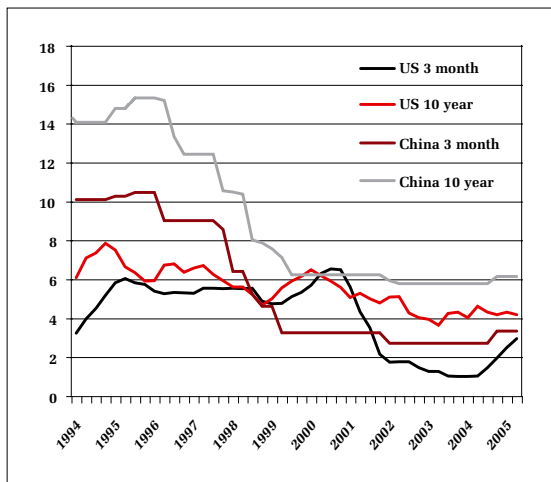
⁴ Including "errors and omissions".

Table 4. *China's balance of payments (in billions of US dollars)*

	2000	2002	2004	2005
Trade balance	29	37	49	134
Income	-15	-15	-5	1.2
Other Transfers	6	13	23	25
Current account	21	35	69	160
FDI	38	47	53	67
Portfolio Investment Assets	-11	-10	20	-4.9
Other Investments	-24	-5	37	-4
Net errors and omissions	-12	8	27	-16
Reserves	-11	-75	-206	-207

Source: NBS.

Figure 8. Short and long-term interest rates in China and in the US



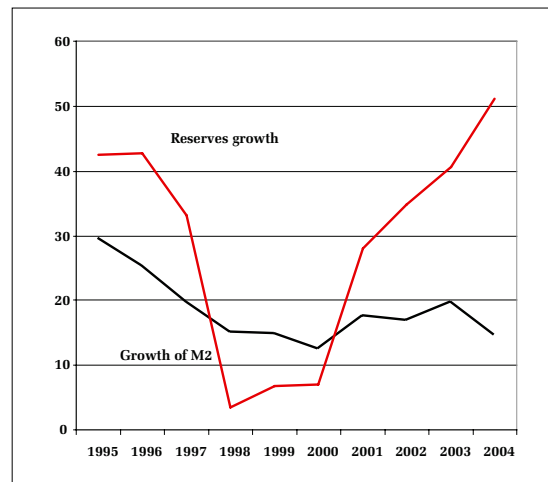
Source: NBS.

US dollars. Firms' debts have been financed through loans in US dollars. So as to meet the demand for US dollars, despite a decline in US dollar deposits, Chinese banks have decreased their foreign assets and increased their debts in foreign currencies. The exporting companies converted their US dollars into renminbi, while the importers delayed their payments. The main part of foreign exchange reserves accumulation since 2003 is therefore attributable to speculation and cannot lead to consider that foreign exchange reserve accumulation is a proof of the renminbi undervaluation.

For a country it is easier to withstand net capital inflows than outflows because it does not have to face any liquidity constraint and does not have to borrow abroad. On the contrary, it may be harder to decrease the interest rate. China has not been willing to struggle against an appreciation of its currency through a fall in the interest rate (Figure 8): China short-term rate is slightly higher than the US and China long-term interest rate (10 years) is significantly higher. Considering Mundell's incompatibility triangle, the PBC has maintained an autonomous monetary policy and a fixed exchange rate, giving up liberalisation of capital flows. Chinese interest rates are nonetheless very low (2% for short term, 4% for long term) compared to real GDP growth. Credit regulation is mainly achieved through quantitative control and rationing. The viability of such a system is an increasing concern (Prasad et al. 2005): the exchange control is difficult to maintain in a country open to foreign trade since firms can delay their payments and adjust their prices to speculate.

The inflows of liquidity into the banking system may increase credits and loans, inducing a rise

Figure 9. Monetary base and foreign exchange reserves growth



Source: NBS.

in inflation and an appreciation of the real exchange rate, despite the peg to the US dollar. This can be avoided if the central bank sterilizes the surplus of liquidities by imposing obligatory reserves on the banks or by making them buy Treasury bills. In the case of China, the two types of operations have been jointly carried out and supplemented by the control of the credits. The sterilization has a cost which depends on the differential of interest rate between the assets in US dollars which constitute the reserves (to which the rate of appreciation of the Renminbi must eventually be added) and Chinese Treasury bills. The cost of the operation was important from 2001 to 2004 insofar as the American bonds offered a very low interest rate. The Central Bank has to play against the speculators to maintain the fixity of the exchange rate; so it runs an important exchange rate risk; a strong revaluation of the Renminbi would induce an important loss in capital for the PBC: 5% of the Chinese GDP for a revaluation of 10%. However, sterilization had been able to maintain the fixity of the Renminbi-US dollar exchange rate, until the revaluation of 2.1% in July 2005. In 2005, the Chinese authorities bought from 15 to 20 billion US dollars per month.

The growth of monetary aggregates in China does not come mainly from reserves accumulation (Figure 9): their evolution is quite different, especially after 2000, when reserves have been growing around 40% per year against 20% for monetary aggregates. The increase in money stems from a strengthening of Chinese households' savings and firms' deposits, reflecting the strengthening of speculative capital inflows. The inflation rate has remained fairly stable, taking into consideration the strength of GDP growth.

Table 5. GDP components (in % of GDP)

	1987	1995	2000	2004
Private consumption	49.8	46.1	47.2	43.3
Public consumption	12.5	11.4	13.1	12.0
Investment	36.1	40.8	36.3	45.3
Trade balance	0.1	1.7	2.5	2.6

Source: NBS.

Another look on the current account

The current account is also the difference between domestic savings and domestic investments. It is linked with the strong Chinese exports but it could also be linked with the weakness of imports in a country where public and private consumption are relatively low, savings high and where growth comes from the investment boom (Table 5).

China savings rate is very high: 42.5 % of GDP in 2003 (Table 6), 20 points higher than the average of the five large countries chosen by Kuijs (2005). This comes from two factors: the part of the national income which is owned by firms and household savings is particularly

Modigliani and Cao (2004) explain the high level of household savings by the life cycle hypothesis and reject explanations based on cultural or ethnical grounds. Strong economic growth and limiting demographic measures would have caused the rise of savings. The part of people under the age of 15 has fell dramatically, which, with the single child policy, has limited the role of the family and children in taking care of the older, being an incentive to save more. On the other hand, the enrichment has also improved the savings rate compared to the previous levels (5% during the 70's). This fact is reinforced by the weakness of the pension system, introduced in 1997 (see OECD 2005, p. 187). In addition, household savings are undoubtedly reinforced by con-

Table 6. Saving and investment in % of GDP in China

	China (2003)	United States (2002)	France (2002)	Japan (2002)	Korea (2002)	Mexico (2001)
National Savings	42.5	14.3	20.7	25.5	31.0	20.8
Gap China/others countries:	-	28.2	21.8	17.0	11.5	21.7
Household savings	-	11.8	5.8	8.4	12.1	8.6
Firms' savings	-	8.6	9.4	-0.5	4.1	8.3
Administration savings	-	7.9	6.7	9.2	-4.7	4.8

Source: Kuijs (2005).

high (20% of GDP). The savings of the administrations is higher by 5 points of GDP than the average of other countries; this excess saving is transferred to the firms: the administrations finance large public firms to the amount of 6 points of GDP. Firms' savings are higher by 7 points of GDP. Lastly, household savings are higher by 9 points of GDP: the share of the income of households in the GDP is lower by 4 points; but the strong rate of saving of the Chinese households (25% of their income) induced a supplement of savings of 13 points of GDP.

Table 7. Sources of investment in 2004 (in % of total investment)

State	4.2
Domestic loans	20.4
Bonds	0.3
FDIs	4.3
Self-finance	51.3
Other*	19.5

* Grey banks' loans (informal banking loans).

Source: NBS.

straints on consumption: foreign products are very expensive because of the low exchange rate; the access to the products is not always possible, especially in rural areas; regulations limit the purchase of some goods (cars for example); although its accession to the WTO will force China to change its regulations.

Investment is the main determinant of Chinese dramatic growth: the Investment/GDP ratio in 2004 was around 45%. This level is explained by the strength of growth as well as by its industrial orientation. Investment is mainly self-financed (Table 7), the other part stemming from household savings, and to a lesser extent from FDI and the public sector. Most of savings are channelled through the banking sector because agents cannot freely access to financial markets.

A deceleration of growth would have ambiguous effects on the savings and investment balance since both would drop. A rise in consumption would require a rise on the part of the households' income in the GDP (by a rise in wages and a more generous social policy) and a fall of the saving rate (through an improvement of the Social Security system).

Table 8. *Non performing loans (in % of total loans)*

	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	16	19.1	38.6	33.6	18.6
Hungary	3	2.7	2.9	2.6	2.7
France	5	5	5	4.8	n.a.
China	22.4	29.8	26	20.4	15.6
Hong Kong	7.3	6.5	5	3.9	2.2
Japan	5.5	8.4	7.2	5.2	2.9
US	1.1	1.3	1.4	1.1	0.8

Source: FMI, *Global Financial stability report. September 2005.*

The weakness of the banking sector: the role of non performing loans (NPL)

NPLs are important in Chinese banks' balance sheets (Table 8) despite the strengthening of the banking regulation committee and the participation of foreign banks in several large Chinese banks. The NPL decreased from 191 billion US dollars in late 2004 to 155 billion (9.5% of GDP) in June 2005. Yet it should be noted that over the period, the PBC injected over 40 billion US dollars into the banking sector. The banks do not have the capacity to assess the quality of the projects; many financings are still granted to large public firms for political reasons. Most economists consider that the recapitalisation, the reorganization and the liberalization of the banking structure are preconditions to the opening of China to capital flows and to the floating of the renminbi. In their absence, the Chinese banks could hardly intervene on international financial markets and could not develop hedge instruments which would make the Chinese companies able to support the floating of the currency. It remains to know if this float must be an objective of the PBC.

3. The Renminbi equilibrium exchange rate

Estimating the scope of China's undervaluation requires a theory of equilibrium exchange rate. Three main models have been used to estimate China's equilibrium exchange rate: the purchasing power parity (modified by the Balassa-Samuelson effect), the Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER) and the Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER). Those theories will be further investigated in this section.

3.1. From PPP to the Balassa-Samuelson effect (B-S)

According to the absolute version of PPP, the prices of two similar products, measured in a common currency, must be equal, warranting that no arbitrage can be made. Therefore the prices of the same product in Beijing or in NYC must, after conversion, be equal. The real exchange rate is stationary, constant and equals 1. According to a softer version, the relative PPP, exchange rate variations offset price variations and the real exchange rate is stationary. Yet neither absolute PPP nor relative PPP have sound theoretical grounds as an exchange rate model. For absolute PPP, does it concern every pro-

Table 9. *Country rating according to GDP per capita (in thousands of US dollars) and relative price index (2004)*

	GDP per capita	Relative price level
US	34,1	1
Japan	26,5	1,79
France	24,2	1,29
Germany	24,1	1,38
South Korea	19,5	0,84
Argentina	10,8	0,68
Poland	9,7	0,52
South Africa	9,5	0,45
Mexico	8,6	0,44
Turkey	7,2	0,48
Thailand	7,0	0,46
Iran	6,8	0,31
Myanmar	5,7	0,04
Ukraine	5,2	0,25
China	5,1	0,22
Philippines	4,1	0,30
Morocco	3,6	0,40
India	2,7	0,21
VietNam	2,4	0,19
Pakistan	1,9	0,28

Source: Chelem.

duct or just tradable goods? For non-tradable goods, like services, no mechanism allows for a direct arbitrage between a haircut in New York and in Beijing. If PPP is designed for tradable products (such as copper), PPP can at best determine the international division of labour: the exchange rate between Poland and France does not move to adjust copper production costs in Poland and France..

In order to compare standards of living, it is useful to estimate PPP (Table 9), but those estimates cannot be turned into equilibrium exchange rates. They are fragile because they do not use the same basket of goods to define the price level, those differences being huge for countries with different development levels like the US and China. For China, heterogeneity between areas is also a major issue, weakening the use of a global index.

The Balassa-Samuelson effect (Balassa 1964; Samuelson 1964) reconsiders the PPP and the stationarity of the real exchange rate, dividing the economy into a tradable sector, open to world competition, and a non-tradable sector. The real exchange rate is the weighted average of the two sector prices and may not be stationary. It is represented by the equation:

$$e = (s + p_T^* - p_T) - ((1 - \alpha)(p_{NT} - p_T) - (1 - \alpha^*)(p_{NT}^* - p_T^*))$$

The first term $(s + p_T^* - p_T)$ stands for the real exchange rate in the tradable sector (from the PPP), the second $(1 - \alpha)(p_{NT} - p_T)$ and third terms $(1 - \alpha^*)(p_{NT}^* - p_T^*)$ stand for the internal exchange rate (the ratio of tradable goods prices, p_T , to non-tradable goods prices, p_{NT}). The last two terms represent the relative price ratio of domestic and foreign non-tradable goods. Even if PPP were to hold for tradable goods, which is arguable, it would not hold globally if the relative price ratio is not similar in the two countries. Developing countries are less productive in industrial tradable goods, while the productivity gap is lower for services, which account for a major part of non-tradable goods (e.g.: hair-dressers and waiters have approximately the same productivity around the world). Given that productivity in developing countries is lower for tradable goods, and assuming that wages in the non-tradable sector equal tradable-sector wages, then both tradable and non-tradable sector wages in developing countries will be lower than those in the developed world. During the catching-up process, productivity gains in the tradable sector will lead to a rise in wages in all sectors, bringing about an appreciation of the real exchange rate. The B-S effect can explain why the lower the price level in a country, the less productive that country appears (Table 9).

As a result, China's low price level cannot account for the renminbi's undervaluation. China's price level can only be compared with other developing countries. Compared with Ukraine, Vietnam or other Asian countries, the Chinese case is not that odd. The Asian cur-

rencies are, *ceteris paribus*, lower than most African currencies, but those countries cannot be taken as references in terms of growth strategy.

Frankel (2004) estimates a regression linking the relative price level to GDP per capita. For the year 2000, his results are (t-ratio in brackets):

$$\log(\text{PR}) = -4,15 + \frac{0,38}{(12,3)} \log(\text{Y/N})$$

According to that regression, the "equilibrium" relative price level between China and the US would be 36.2% (instead of 23.1%), indicating a need for a 57% Renminbi appreciation.⁵ Yet the regression is not very accurate, with a root mean squared error of 39%. The results could be improved when other determinants, such as the need for growth, are taken into account. Those estimates show that the Renminbi is undervalued compared to other developing countries, but they do not show that this undervaluation could be detrimental to development.

Coudert and Couharde (2005) show that there was no Balassa-Samuelson effect in China between 1998 and 2002: the real exchange rate did not appreciate in accordance with the relative gap between consumer and producer prices. This result can be explained by a statistical bias (the data used partially reflects the price gap between tradable and non-tradable sectors: during the catching-up process, Chinese products evolve, and Chinese industrial products do not have the same price as their American counterparts), or by the theoretical reasons put forward by the authors: there is no wage equalization between the tradable and non tradable sectors in China and many prices are still managed. Finally, Chinese growth per capita may be a consequence of a massive transfer of workers from agriculture to industry leading to higher productivity of the labour force.

3.2. The Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER)

Williamson (1983; 1994) defines the FEER as the exchange rate that allows internal (output at its potential) and external equilibrium (sustainable current account position). More precisely, the FEER is "[the real exchange rate] which is expected to generate a current account surplus or deficit equal to the underlying capital flow over the cycle, given that the country is pursuing" internal balance "as best as it can and not restricting trade for balance of payments reasons". The FEER is therefore a medium run concept. If the FEER approach can be criticized because of its theoretical inconsistencies (see Bouveret, Sterdyniak 2005), it raises the issue of defining the exchange rate in a multinational framework, taking the full employment and the current account targets into account. Here we focus on its application to emerging economies such as China.

⁵ Using a similar method, Coudert and Couharde (2005) find a 43 to 50% undervaluation for the Renminbi-dollar exchange rate in 2003.

Three problems are to be solved. On the one hand, the target current account needs to be defined. The prevalent method is to choose a level at which the basic balance (including FDI) is at its equilibrium. In the Chinese case, Williamson and Mahar (1998) define a target of -2.8% of GDP while Williamson (2004) estimates it at -1% and Coudert and Couharde (2005) at -1.5%. Yet the choice is relatively arbitrary. A country may want to have a significant external surplus to avoid exchange rate fluctuations.

On the other hand, the FEER implies external equilibrium at full employment, which is debatable for developed countries, even if full employment is measured by the natural rate of unemployment. This point is even more arguable for developing economies. Emerging economies are catching-up. They face massive unemployment, and in China's case, a massive underemployed labour force. They face a supply constraint: they need to accumulate capital so as to increase employment. This implies a high return for national and foreign capital and a strong demand to pull growth. By definition, growth is not an equilibrium process. The full employment of the labour force is not currently reachable due to lack of capital. But China cannot resign itself to the level of production corresponding to the full employment of the current capital.

Lastly, it should be supposed that the authorities have sufficient instruments to maintain full employment with external balance equilibrated, which poses a problem for China. The authorities chose a development impelled by foreign trade, which also tends to develop investment. A development impelled by consumption would quickly be stopped by external deficit and capital lack.

Using an econometric framework, Jeong and Mazier (2003) estimate current account targets, distinguishing developed and emerging countries. The current account target is supposed to be an increasing function of fiscal surplus, GDP per capita, net foreign assets (in contradiction with the theory) and a decreasing function of net FDI inflows. For China, their equation amounts to a -1.5% norm (mainly because of FDI inflows). The gap between realized and potential output is measured by HP filter on industrial output; the need for growth is not taken into account. The Renminbi appears to have been undervalued by 60% against the US dollar in 2000. Coudert and Couharde (2005) apply the same method and use a target of -2.8% (from Williamson and Mahar (1998)) or -1.5% (from Jeong and Mazier (2003)); they estimate an undervaluation of the Renminbi between 44 and 54% in 2003.

3.3. The Behavioural Equilibrium Exchange Rate, an empirical method

Several articles estimate China's equilibrium exchange rate using the BEER method, put forward by Clark and MacDonald (1997). They assess a long-run relationship between the real exchange rate and its fundamentals (mainly net foreign assets and productivity), then estimate econometrically the exchange rate adjustment using an error-correction model (see Bouveret, Sterdyniak 2005). The fundamentals commonly used are (Table 10):

- The change in relative productivity, which implies a real exchange rate appreciation according to the B-S effect. Empirically, relative productivity is often proxied by the consumer to producer prices ratio, the for-

Table 10. *Some estimations of the Renminbi equilibrium exchange rate*

Article	Model	Fundamentals	Period	Undervaluation against US dollar	Method
Frankel (2004)	PPP with B-S effect	Relative GDP	1990 and 2000	-35% (2000)	Panel
Coudert, Couharde (2005)	PPP with B-S effect	Relative GDP	2003	-50%/-41 % (2003)	Panel
Jeong, Mazier (2003)	FEER	Current account target of -1.5% of GDP	2000	60%	By country
Goldstein (2004)	FEER	Current account target of -1% of GDP	2003	-15-30% (2003)	By country
Coudert, Couharde (2005)	FEER	Current account target of -1.5% of GDP and -2.8% of GDP	2002-2003	-54%/-44 % (2003)	By country
Funke, Rahn (2004)	BEER	NFA, productivity	1985-2002	-11% (2002)	By country
Wang (2004)	BEER	NFA, productivity	1980-2003	0% (2003)	By country
Bénassy-Quéré et al. (2004)	BEER	NFA, productivity	1980-2001	-47% (2003)	Panel

Source: Authors' compilation.

mer standing for all goods and the latter standing for tradable goods only. This approximation is highly debatable for China.

- Net Foreign Assets (NFA). A country with a positive net foreign assets position gets income flows. It can therefore have a trade deficit, hence a higher real exchange rate.
- Openness of the economy. It may lead to exchange rate depreciation.

Unfortunately, the econometric method used assumes the equilibrium real exchange rate to be equal to the real exchange rate on average over the period studied. This is an inaccurate assumption: there is no evidence that the means over the sample period stands for equilibrium. Using this method, Wang (2004) concludes that there is no Renminbi undervaluation. This result does not stem from the fundamentals, but from the fact that the author used annual data from the 1980–2003 period. The author estimates an equation with 8 independent variables (productivity, NFA, openness, a constant and 4 dummies) and 24 observations. Because of the small size of the sample compared with the number of regressors, the point estimates are close to the observations, while the residuals centred around zero are supposed to represent the degree of misalignment. The more precise the equation, the smaller the misalignment is denied. Funke and Rahn (2004) use a similar method over the period 1994–2002, and reach the conclusion of a null undervaluation on average over the sample, and of an 11% undervaluation in 2002.

Panel estimations are no more legitimate. Bénassy-Quéré et al. (2004) carry out regression on a panel with fixed effects for each country. Once again, this amounts to an assumption that the equilibrium exchange rate has been equal to the observations on average over the sample for each country. A unique equation for all countries is estimated, implying that the same behaviour applies to every country, *i.e.* from China to the US. In 2003, the Renminbi would be undervalued by 47% against the US dollar, this result counterbalancing a very strong overvaluation from 1980 to 1987.

Equilibrium exchange rate estimations vary widely, depending on the sample, the model and the norm used. In the articles referenced above, undervaluation falls between 0 and 45%. The uncertainty of empirical results underlines the care with which those results must be interpreted. The main flaws are in the theoretical basis of these methods: the concept of equilibrium is barely discussed. The studies concluding that the Renminbi was undervalued against the US dollar claim that the fixed exchange regime chosen by China is detrimental to the global economy, arguing that it increases global imbalances. According to traditional standards (PPP, FEER and BEER), undervaluation would be the cause of a global economic imbalance. On the contrary, we argue that this undervaluation is a consequence of an existing economic disequilibrium in China that it helps to correct.

4. A Chinese growth model

The Renminbi undervaluation is questionable on theoretical and empirical grounds. In this section we will analyze a model showing the possibility of an undervaluation of the exchange rate according to the traditional standards (PPP, FEER, BEER), but compatible with a development strategy. In this framework, the exchange rate is a tool to reach an objective of full-employment. The model can be linked with the work of Dooley et al. (2004).

Dooley et al. (2004) analyze the level of the Renminbi as a choice of the Chinese authorities. Facing massive unemployment, the Chinese government has chosen an exchange rate-led strategy to incorporate the labour force into the modern economic system. China has huge savings (household and firms savings) but, as the NPL shows, its banking system is plagued and is not able to play its role of financial intermediation. A low exchange rate can raise the foreign demand for Chinese goods and FDI so as to improve China's technological and managerial catching-up process. Low real wages and exchange rate allows high and stable returns on foreign capital in US dollars. The Chinese government accumulates foreign exchange reserves to stabilize the exchange rate and these reserves can serve as collateral for foreign investors. This thesis is disputed by Goldstein and Lardy (2005) who claim that the FDI plays only a minor role in Chinese growth, and the system is very expensive for the PBC (which runs the risk of seeing its foreign exchange reserves undergo a strong depreciation). They estimate that China could give up the current aspects of its strategy without losing much in growth and that the present system cannot last because the PBC will not agree to constantly accumulate risky stocks of foreign assets.

4.1. The model

Contrary to Dooley et al. (2004), our model is explicitly defined (Box 2). FDI plays no role because China is not facing a financing problem: self-financing and households savings are high (despite NPL), and FDI, despite its importance in value, accounts for barely 5% of total investments.

The idea is the following: China has a huge unemployed labour force and seeks to integrate it into the modern economic system. Without trade, investment would be low because domestic demand is low. China is facing a demand problem and not a financing problem. Lowering the exchange rate raises Chinese external competitiveness. An increase in demand leads to a rise in investment, and a fall in unemployment. Then Chinese wages and prices increase as a consequence of rising costs. In the long run, the real exchange rate would appreciate, allowing trade balance equilibrium, when the optimal capital level is reached.

Box 2. The Model

$$Y_t = K_t / a \quad (1) \quad a = 0.5$$

$$L_t = bY_t \quad (2) \quad b = 1$$

$$U_t = Pop - L_t \quad (3)$$

$$I_t = \lambda a (Dpot_{t+1}^a - Y_{t+1}^a) \quad (4) \quad \lambda = 0.25$$

$$K_t = K_{t-1} + I_{t-1} \quad (5)$$

$$C_t = cY_t + \tau(W_t - W_t^d) - cn(s_t p_t^* / p_t) \quad (6) \quad c = 0.5, \tau = 0.15, n = 0.2$$

$$W_t = (1+r)W_{t-1} + Y_t - C_t \quad (7)$$

$$W_t^d = \phi Y_t \quad (8) \quad \phi = 2$$

$$Dpot_t = C_t + D^*(s_t p_t^* / p_t) \quad (9) \quad D^* = 15$$

$$TB_t = C_t + I_t - Y_t \quad (10)$$

$$cu_t = \chi w_t + (1 - \chi)pk_t \quad (11) \quad \chi = 0.7$$

$$pk_t = tpro((s_t p_t^*)^m p_t^{1-m}) \quad (12) \quad m = 0.5 ; tpro = 0.15$$

$$w_t = p_t^\alpha + \nu L_t \quad (13) \quad \alpha = 1, \nu = 0.05$$

$$p_t = (1 + \beta)cu_t \quad (14) \quad \beta = 0.34$$

with: Y - output, K - physical capital stock, L - Employment, Pop - potential population, U - Unemployed, I - Investment, $Dpot$ - Potential Demand, s - nominal exchange rate (a rise is a Renminbi depreciation), cu - unit costs, w - nominal wages, pk - capital price, p - Chinese producer prices, C - Consumption, W - household wealth.

Comments

The production function is a Leontief (fixed proportions technology) function; output is limited by capital stock (1 and 2). Investment adjusts to the gap between potential demand and expected output for the next period (4). Consumption depends on income and the gap between current and desired wealth, which also depends on income¹ (6 and 8). Consumption is linked with the exchange rate because a real depreciation raises the domestic price of foreign products (hypothesis of a weak substitutability between foreign and domestic products). Potential demand is linked with domestic consumption, foreign demand and Chinese competitiveness (9). Domestic production that is not consumed in the country is exported (10). Unit costs depend on wages and capital price (11). The price of capital depends on the profit rate, the equipment goods prices, of which $m\%$ are imported (12). Wages are linked with prices and output (13). Firms apply a mark-up on their costs (14).

¹ Concerning the parameters of the model, we take standard values for the consumption function, as for the price of capital and the unit costs. The parameters for the production function and the equation for potential demand are less usual. Given that the model is developed for illustrative purposes, other values may have been chosen but would not have altered qualitatively the results.

4.2. Equilibrium exchange rate and exchange rate dynamics

From a Chinese point of view, the equilibrium exchange rate is the exchange rate that sufficiently stimulates demand in order to raise investment and decrease unemployment. Investment increases the physical capital in the economy, which, through a complementary factors production function, raises employment. Formally, the sum of investments must increase output, physical capital and employment so that the whole active population could be employed. Investment must therefore allow the economy to reach its potential. As a consequence, the authorities must fix the nominal exchange rate at a level which allows a significant increase in potential demand and in investment. The model is solved in a rational expectations framework: the path chosen is the only one that converges to the equilibrium. If the authorities could modify their policy during the trajectory, several exchange rate values would be possible. This point is not discussed in this article.

It is therefore possible to define a minimal value of the exchange rate, S_{\min} , that allows the economy to reach full employment. Formally, S_{\min} is the value that allows the capital stock to reach its optimal level, hence given the investment equation, S_{\min} is the solution of the following equation,

$$s_{\min} = s \mid \sum_{k=1}^T I_k = \bar{K} \Leftrightarrow \sum_{k=1}^T \lambda a (C_{k+1}^a + D^* \frac{SP_{k+1}^a}{P_{k+1}^a}) - \bar{K} - \sum_{k=1}^T \lambda a (C_{k+1}^a + D^* \frac{P_{k+1}^a}{P_{k+1}^a}) - Y_{k+1}^a) = 0$$

$$s_{\min} = \frac{\bar{K} - \sum_{k=1}^T \lambda a (C_{k+1}^a + D^* \frac{P_{k+1}^a}{P_{k+1}^a}) - Y_{k+1}^a}{a \lambda D^* (T-1)}$$

In the steady state, all variables are stable. In order to reach its natural rate of unemployment, the economy must reach its optimal capital stock (which is exogenous). Given the production function, the capital stock depends on investment and hence on potential demand. The shock has to be large enough to reach this capital stock, if it is not the case, the economy will reach a steady state with unemployment. The shock is absorbed through an increase in prices and if the shock is not large enough, the increase in investment will be too weak to lead to a dramatic decrease in unemployment.

In the long run, the trade balance gets back to equilibrium because of real exchange rate variations (employment increases, and so do wages and prices), potential demand is equal to observed demand and investment is null. S_{\min} can thus be analyzed as an equilibrium exchange rate, as in the FEER framework, but in this case it does have an impact on internal equilibrium, and this equilibrium cannot be reached immediately. For an exchange rate value lower than S_{\min} (i.e. when the exchange rate is revalued), the rise in investment is not enough for absorbing the unemployed; in the long run the trade balance is in equilibrium, and investment

is null, but unemployment still exists. Such an exchange rate can be undervalued with reference to traditional standards (PPP for instance), but because of unemployment it appears to be overvalued in our framework.

In our model, the exchange rate, through its effect on potential demand, is used as an impulse tool of the economy. Its effect is strong in the short run and decreases over time, when domestic consumption overcomes/replaces trade balance as the source of economic growth.

Figures 10 and 11 show the impulse response functions after an exchange rate shock (a depreciation).

Figure 10 shows the model dynamics when the government fixes the exchange rate at its equilibrium level. The low exchange rate raises competitiveness and potential demand. China has trade surpluses, and an investment boom which raises physical capital and employment. Then unemployment falls and wages rise, leading to a cost rise and finally to inflation. The real exchange rate appreciates because of price dynamics and stabilizes demand. Household consumption increases and becomes the main source of growth. In the long run, the optimal level of capital is reached, wages are stable and the trade balance is at equilibrium because of the real exchange rate.

Figure 11 shows a variant where the exchange rate is overvalued. This can be the case if the Chinese government decides to appreciate its currency because of American pressure. In this case, the initial exchange rate depreciation is not strong enough for unemployment to disappear. Employment increases but the rise in demand is not strong enough to dramatically raise investment and employment. The simulations of the model show that the exchange rate can be undervalued with reference to the PPP or FEER criterion, and be in equilibrium in a more realistic framework.

5. Conclusion

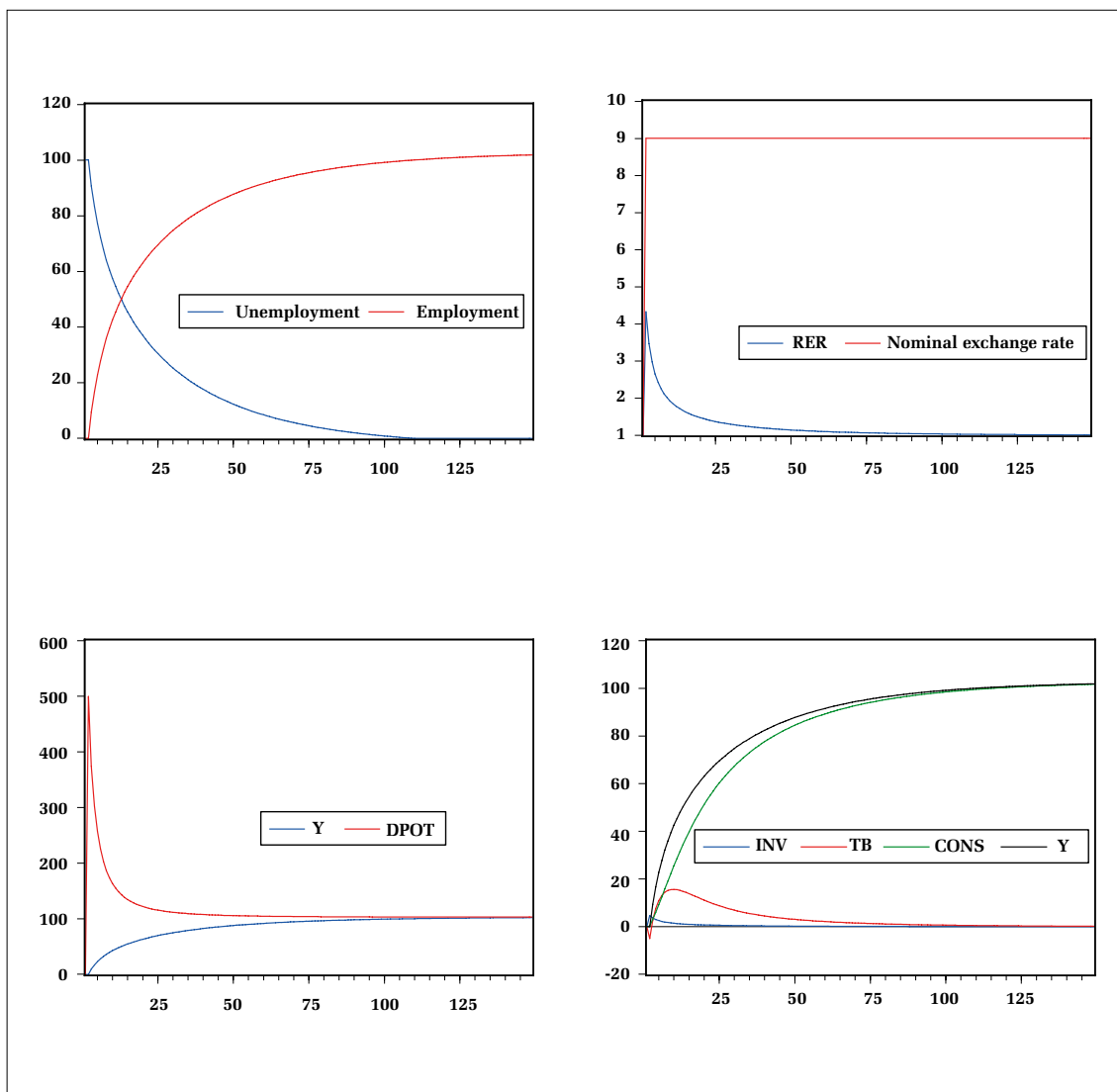
China has to choose an exchange strategy, which is particularly delicate. The exchange rate fixity with the US dollar may lead to American retaliatory measures and will become more and more difficult as capital flows to China. A floating exchange rate system would bring about a strong appreciation and a great instability, which would weaken the catching-up process. According to us, China must continue to control its exchange rate by allowing a slow and regular appreciation of the Renminbi and by avoiding a fast liberalization of capital flows. In addition, China will have to take a turning of economic policy. It requires a higher wage growth rate, a more generous and more extended social safety net, which would induce a fall of households' saving rate and a growth relying more on domestic consumption than on export. But the crisis of growth, which a strong appreciation of

the renminbi would be likely to cause, would prevent China from going in this direction.

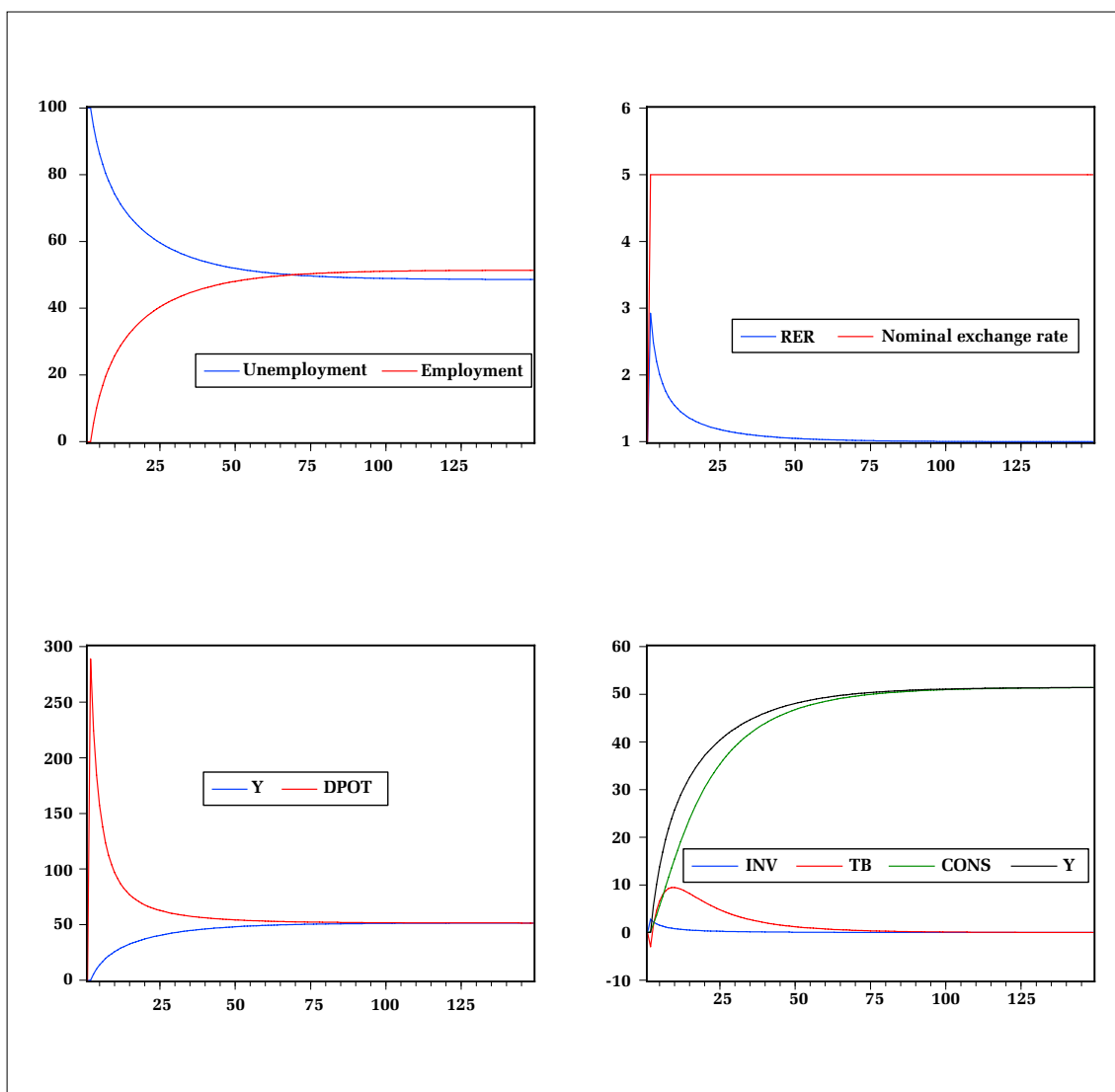
There are as many equilibrium exchange rates as economic policy strategies. In our model the equilibrium exchange rate must allow enough growth to absorb unemployment in China. The equilibrium exchange rate cannot be obtained immediately, because it would diminish incentives to invest in China. From this point of view, this model defines explicitly the link between the exchange rate and economic policy strategy. The model is relatively *ad hoc*. Of course it is just suited for China, but its goal is to show that there is an equilibrium concept for each country's objective.

The multiplicity of equilibrium exchange rates weakens the relevance of equilibrium exchange rates estimations, in line with Joan Robinson's claims (1937) when she asserts that "The notion of the equilibrium exchange rate is a chimera". Our paper is a criticism of an improper use of the concept of equilibrium exchange rate. Two points will have to be deepened in the future: to determine explicitly the exchange rate strategy associated with a given growth strategy; to analyze the conflicts which appear on a worldwide scale when each country chooses its optimal exchange rate strategy and to study if these conflicts can be addressed by cooperative processes.

Figure 10. *The exchange rate is at its equilibrium level*



Source: Author's calculations.

Figure 11. *The exchange rate is overvalued*

Source: Author's calculations.

References

- Aglietta M. (2005), *La rivalité monétaire sino-américaine et l'hégémonie du dollar*, in : P. Artus (ed.), *La Chine*, "Les Cahiers du Cercle des économistes", No. 9, pp. 88 -115.
- Balassa B. (1964), *The Purchasing Power Parity: a Reappraisal*, "Journal of Political Economy", Vol. 72, No. 6, pp. 584-596.
- Bénassy-Quéré A., Duran-Vigneron P., Lahrière-Revil A., Mignon V. (2004), *Burden Sharing and Exchange-Rate Misalignments within the Group of Twenty*, "Working Paper", No. 2004-13, CEPPII, Paris.
- Bergsten F. (2006), *The US Trade Deficit and China*, Testimony before the Hearing on US-China Economic Relations Revisited Committee on Finance, United States Senate 29 march.
- Bosworth B. (2004), *Valuing the Renminbi*, mimeo, The Brookings Institution, Washinton, D.C.
- Bouveret A., H. Sterdyniak (2005). *Les modèles de taux de change: équilibre de long terme, dynamique et hystérèse*, "Revue de l'OFCE", No. 93, pp. 245-286.

- Brooks R. (2004), *Labor Market Performance and Prospects*, in: E. Prasad (ed.), *China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges*, "Occasional Paper", No. 232, IMF, Washington, D.C.
- Clark P., MacDonald R. (1997), *Exchange rates and economic fundamentals: a methodological comparison of BEERs and FEERs*, "Working Paper", No. 97, IMF, Washington, D.C.
- Coudert V., Couharde C. (2005), *Real equilibrium Exchange rates in China*, "Working Paper", No. 2005-1, CEPII, Paris.
- Daudin G., Montperrus-Veroni P., Riffart C., Schweisguth D. (2006), *Le commerce extérieur en valeur ajoutée*, "Revue de l'OFCE", No. 98, pp. 129–165.
- Dooley M., Folkerts-Landau D., Garber P. (2004), *Direct investment, rising real wages and the absorption of excess labor in the periphery*, "Working Paper", No. 10626, NBER, Cambridge.
- Dunaway, S., Li X. (2005), *Estimating China's "Equilibrium" Real Exchange Rate*, "Working Paper", No. 202, IMF, Washington, D.C.
- Frankel, J. (2004), *On the Renminbi: The Choice Between Adjustment Under A Fixed Exchange Rate and Adjustment Under a Flexible Rate*, "Working Paper", No. 11274, NBER, Cambridge.
- Funke M., Rahn J., (2005), *Just How Undervalued is the Chinese Renminbi?*, "The World Economy", Vol. 28, No. 4, pp. 465-489.
- Giles J., Park A., Zhang J. (2005), *China True Unemployment Rate*, "China Economic Review", Vol. 16, No. 2, pp. 149–170 .
- Goldstein M. (2004a), *China and the Renminbi exchange rate*, in: C. Bergsten, J. Williamson (eds), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Goldstein M. (2004b), *Adjusting China exchange rate policies*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Goldstein M. (2005), *Renminbi Controversies*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Goldstein M., Lardy N. (2003), *Two Stage Currency Reform for China*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Goldstein M., Lardy N. (2005), *China's Role in the Revived Bretton Woods System: A Case of Mistaken Identity*, "Working Paper", No. 05-2, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Jeong S., Mazier J. (2003), *Exchange rate regimes and equilibrium exchange rates in East Asia*, "Revue Economique", Vol. 54, No. 5, pp. 1161-1182.
- Kuijs L. (2005), *Investment and Savings in China*, "Policy Research Paper", No. 3633, World Bank, Washington, D.C.
- McKinnon R. (2003), *China can learn from the mistakes of Japan*, "Financial Times", 11 March, p. 13.
- McKinnon R. (2005a), *Exchange Rate or Wage Changes in International adjustment? Japan and China versus The United States*, mimeo, Stanford University.
- McKinnon R. (2005b), *China's New Exchange Rate Policy: Will China Follow Japan into a liquidity Trap*, unpublished manuscript, Stanford University.
- Modigliani F., Cao S. L. (2004), *The Chinese Saving Puzzle and the Life-Cycle Hypothesis*, "Journal of Economic Literature", Vol. 42, No. 1, pp. 145-170.
- OECD (2005), *OECD Economic Survey: China*, Paris.
- Prasad E., Rumbaugh T., Wang Q. (2005), *Putting the Cart before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*, "Policy Discussion Paper", No. 05/1, IMF, Washington, D.C.
- Robinson J. (1937). *The foreign exchanges*, in: J. Robinson, *Essays in the Theory of Employment*, Macmillan, London.
- Samuelson P. (1964), *Theoretical notes on trade problems*, "The Review of Economic and Statistics", Vol. 46, No. 2, pp. 1–60
- Wang J. (2003), *Interview*, "Beijing Review", Vol. 46, No. 2, p. 27.
- Wang T. (2004), *Exchange Rate Dynamics*, in: E. Prasad (ed.), *China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges*, "Occasional Paper", No. 232, IMF, Washington, D.C.
- Williamson J. (1983), *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Williamson J. (1994), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Williamson J. (2004), *The Choice of Exchange Rate Regime: The Relevance of International Experience to China's Decision*, mimeo, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Williamson J., Mahar M. (1998), *Current Account Targets*, in: S. Wren-Lewis, R. Driver (eds.), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Zanello A., Desruelle D. (1997), *A primer on the IMF's Information Notice System*, "Working Paper", No. 71, IMF, Washington, D.C.
- Zhou X. (2006), *Remarks on China's Trade Balance and Exchange Rate*, Speech delivered on 20 March at the China Development Forum sponsored by the Development Research Center of the State Council, <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&ID=109>.

Konwergencja beta i sigma w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005*

Beta and Sigma Convergence in the Post-Socialist Countries in 1990–2005

*Mariusz Próchniak***, *Ryszard Rapacki****

pierwsza wersja: 23 marca 2007 r., ostateczna wersja: 8 listopada 2007 r., akceptacja: 15 listopada 2007 r.

Streszczenie

Artykuł przedstawia szczegółową analizę realnej konwergencji ekonomicznej 27 krajów postsocjalistycznych w latach 1990–2005. Uwzględniono w nim dwa rodzaje zbieżności: konwergencję absolutną typu β oraz konwergencję typu σ . Konwergencja jest analizowana w szerokim ujęciu. Po pierwsze, hipoteza zbieżności jest weryfikowana dla całej grupy 27 krajów postsocjalistycznych oraz dla kilku mniejszych podgrup: 12 krajów WNP, 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej, 10 lub 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Po drugie, obliczenia zostały przeprowadzone zarówno dla całego okresu 1990–2005, jak i dla krótszych podokresów.

Słowa kluczowe: kraje postsocjalistyczne, Europa Środkowo-Wschodnia, konwergencja, wzrost gospodarczy

Abstract

This paper presents the detailed analysis of real economic convergence in 27 former socialist countries. We focus on two concepts of convergence: absolute (unconditional) β convergence and σ convergence. The period analysed is 1990–2005. In the paper we embark on a very wide empirical study of convergence. First, we analyse the catching-up process in the whole group of 27 countries as well as in several narrower subgroups: Commonwealth of Independent States (CIS) – 12, Central and South-Eastern Europe (CSEE) – 15, Central and Eastern Europe (CEE) – 10, and CEE-8. Second, we conduct our analysis both for the whole 1990–2005 period as well as for shorter sub-periods.

Keywords: post-socialist countries, CEE, economic convergence, economic growth

JEL: O43, O52, P24, P27

* Wyniki niniejszego badania zostały przedstawione na konferencji pt. „Ścieżki wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005: konwergencja czy dywergencja?”, organizowanej przez Katedrę Ekonomii II SGH, Warszawa, 16 listopada 2006 r., oraz na międzynarodowej konferencji pt. „Economic Transition, Regional Growth, and Sustainable Development”, organizowanej przez Chinese Economists Society, Changsha (Chiny), 28–30 lipca 2007 r.

** Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Ekonomii II, e-mail: mproch@sgh.waw.pl

*** Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Ekonomii II, e-mail: rrapacki@sgh.waw.pl

1. Wprowadzenie

Przedmiotem niniejszego opracowania jest analiza wzrostu gospodarczego w grupie 27 krajów postsocjalistycznych w dotychczasowym okresie transformacji systemowej, tj. w latach 1990–2005. Jej celem jest weryfikacja hipotezy o występowaniu zjawiska realnej konwergencji (zbieżności) poziomów ich rozwoju gospodarczego. W naszej analizie uwzględniamy dwa rodzaje konwergencji: zbieżność absolutną typu β (dalej nazywaną zbieżnością β) oraz zbieżność typu σ .

Naszym zamiarem jest przede wszystkim wykazanie istnienia zjawiska konwergencji (bądź dywergencji) absolutnej między krajami. Mechanizmy i przyczyny występowania konwergencji, w tym powody znacznych odchyłeń ścieżek wzrostu gospodarczego niektórych krajów z badanej zbiorowości od trendu wyznaczonego przez dominującą grupę państw, znajdują się poza głównym obszarem naszego zainteresowania w tym artykule. Niemniej jednak kwestii tej poświęcamy ostatni punkt opracowania. Nie analizujemy natomiast zbieżności warunkowej, ponieważ wiązałoby się to z dodatkowym zadaniem wyznaczenia najważniejszych czynników wzrostu gospodarczego¹.

Teoretyczną podstawą naszych badań są neoklasyczne modele wzrostu gospodarczego, m.in. model Solowa (Solow 1956; Mankiw et al. 1992)². Modele neoklasyczne potwierdzają występowanie konwergencji typu β . Szybszy wzrost krajów słabo rozwiniętych wynika z przyjmowanego w tych modelach założenia o malejącej krańcowej produktywności czynników wytwórczych. Kraje, w których zasób kapitału jest niewielki, wykazują wysoką stopę zwrotu z kapitału, co stymuluje wzrost gospodarczy.

Istnieje wiele prac przedstawiających wyniki badań empirycznych nad realną konwergencją w różnych krajach świata. Szczegółowego przeglądu tych badań dokonał Próchniak (2006a). Jednak analizy obejmujące kraje postsocjalistyczne, a zwłaszcza całą ich zbiorowość, należą do rzadkości. Spośród najważniejszych prac,

niekoniecznie uwzględniających wszystkie gospodarki postsocjalistyczne, można przykładowo wymienić następujące pozycje: Kaitila 2004; Varblane, Vahter 2005; Marelli 2006; Próchniak 2006b; Vojinović 2006; Matkowski, Próchniak 2004a; 2004b; 2005a; 2005b; 2006a; 2006b; 2006d; 2007a; 2007b; 2007c; 2007d. Dotąd nie spotkaliśmy jednak analizy, która zawierałaby wyniki badań konwergencji w obrębie całej grupy 27 państw postsocjalistycznych w takim ujęciu, jak przedstawione w niniejszym opracowaniu.

Nasze rozważania przedstawiliśmy w dziewięciu punktach. Punkt drugi – następujący po wprowadzeniu – zawiera najważniejsze definicje i opis metodologii badawczej. W części trzeciej – będącej punktem wyjścia do bardziej pogłębionych badań – przedstawiamy empiryczny obraz ścieżek wzrostu gospodarczego i zmian poziomu rozwoju gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005. Treścią kolejnych punktów jest omówienie wyników przeprowadzonych analiz na poziomie całej zbiorowości oraz w mniejszych, bardziej homogenicznych podgrupach krajów. W punkcie czwartym przedstawiamy wyniki badań realnej konwergencji dla całej grupy 27 krajów postsocjalistycznych. Punkt piąty obejmuje kraje Wspólnoty Niepodległych Państw. Przedmiotem punktu szóstego jest konwergencja w krajach Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej. W punktach siódmym i ósmym przedstawiamy wyniki naszych badań – odpowiednio dla 10 i 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Artykuł kończy się podsumowaniem zawierającym najważniejsze ustalenia badawcze.

2. Podstawowe definicje i metodologia badań

Zbieżność β występuje wówczas, gdy gospodarki słabiej rozwinięte (o niższym poziomie PKB na 1 mieszkańca) wykazują szybsze tempo wzrostu gospodarczego niż gospodarki lepiej rozwinięte (o wyższym poziomie PKB na 1 mieszkańca). W celu weryfikacji występowania zbieżności β szacujemy następujące równanie regresji³.

$$\frac{1}{T} (\ln y(T) - \ln y(0)) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln y(0) \quad (1)$$

gdzie:

$y(T)$ – PKB *per capita* wg parytetu siły nabywczej (PSN) w roku końcowym,

$y(0)$ – PKB *per capita* wg PSN w roku początkowym,

$T + 1$ – liczba okresów (lat).

¹ W badaniach zjawiska konwergencji absolutnej zakłada się, że wszystkie kraje są na tyle podobne, iż dążą do tego samego stanu równowagi długookresowej (*steady-state*). Konwergencja warunkowa dopuszcza istnienie różnic między krajami i uwzględnia możliwość dążenia przez poszczególne gospodarki do różnych stanów równowagi długookresowej. W przypadku badań obejmujących różne państwa świata założenie o wspólnych stanach ustalonych jest niewątpliwie założeniem heroicznym. Niemniej jednak ekonomiści prowadzą badania nad konwergencją absolutną głównie z dwóch powodów. Po pierwsze, dają wyraźniejszy obraz zależności między tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu niż badania nad konwergencją warunkową, w których analizowany jest także wpływ na wzrost innych czynników. Po drugie, badania nad konwergencją absolutną są mniej pracochłonne, ponieważ nie wymagają wyznaczenia innych determinant wzrostu gospodarczego, co jest zadaniem niezwykle trudnym. W naszej analizie koncentrujemy się na konwergencji absolutnej i obliczamy odpowiednie współczynniki szybkości zbieżności. Możliwe jest oczywiście rozszerzenie badania na konwergencję warunkową (współczynniki szybkości zbieżności będą wówczas inne), jednak wykracza to poza zakres niniejszego opracowania.

² Dokładny opis neoklasycznych modeli wzrostu gospodarczego można znaleźć w wielu podręcznikach makroekonomii i teorii wzrostu (np. Barro, Sala-i-Martin 2003).

³ Równania regresji dla konwergencji β opierają się na danych przekrojowych (zmienna liczba krajów, po jednej obserwacji dla każdego kraju). Dlatego w ich szacowaniu wykorzystujemy klasyczną metodę najmniejszych kwadratów. Nie musimy więc używać skomplikowanych metod estymacji właściwych dla danych panelowych (np. *fixed-effects*, *random-effects*).

Zbieżność β występuje, gdy parametr α_1 jest ujemny. W takim przypadku można obliczyć współczynnik β informujący o tempie zbieżności gospodarek zgodnie z następującym wzorem⁴:

$$\beta = -\frac{1}{T} \ln(1 + \alpha_1 T) \quad (2)$$

Współczynnik β informuje, jaki procent odległości do stanu równowagi długookresowej (*steady-state*) gospodaraka pokonuje w ciągu jednego okresu. Zdanie to wymaga kilku słów komentarza w celu uniknięcia możliwych nieporozumień dotyczących interpretacji współczynnika β . Otóż w przypadku konwergencji opisywanej przez model neoklasyczny zakłada się, że poszczególne kraje charakteryzują się malejącą stopą wzrostu PKB na 1 mieszkańca. Ponieważ ich tempo wzrostu systematycznie maleje, kraje te muszą w końcu osiągnąć – oczywiście teoretycznie – stan charakteryzujący się zerowym wzrostem PKB *per capita*⁵. Jest to właśnie stan równowagi długookresowej (inaczej – dynamicznej). W naszym badaniu uwzględniamy konwergencję absolutną. Oznacza to przyjęcie założenia, że wszystkie gospodarki dążą do tego samego stanu równowagi długookresowej. Wszystkie gospodarki w takim samym procentowym stopniu zmniejszają dystans do stanu równowagi długookresowej i w tym samym czasie osiągną ten stan, a dodatkowo kraje słabiej rozwinięte mają do pokonania dłuższą drogę niż kraje wyżej rozwinięte. Poziomy dochodu w poszczególnych krajach muszą się zatem wyrównywać. Współczynnik β nie mierzy jednak szybkości wyrównywania się poziomów dochodu (rozwoju gospodarczego), lecz jedynie tempo zbieżności do hipotetycznego stanu równowagi długookresowej. Jeżeli np. $\beta = 2\%$, to każdy kraj rocznie pokonuje 2% odległości do stanu równowagi długookresowej. Oznacza to, że zmniejszenie o połowę dystansu w stosunku do wspólnego stanu równowagi długookresowej wymaga 35 lat.

Zbieżność σ występuje wtedy, kiedy zróżnicowanie poziomu dochodów między gospodarkami maleje w czasie. Zróżnicowanie dochodów mierzymy odchyleniem standardowym poziomów PKB *per capita* wg PSN między krajami. W celu weryfikacji występowania zbieżności σ będziemy szacować następujące równanie regresji⁶:

$$sd(\ln y(t)) = \alpha_0 + \alpha_1 t \quad (3)$$

gdzie:

$sd(\ln y(t))$ – odchylenie standardowe logarytmu naturalnego PKB *per capita* wg PSN między krajami w roku t ,
 t – czas ($t = 1, 2, \dots$).

Zbieżność σ występuje, gdy parametr α_1 jest ujemny. Trzeba jednak zaznaczyć, że wyznaczenie trendu liniowego nie jest najlepszą metodą weryfikacji zbieżności σ . Po pierwsze różnice między poziomami dochodów mogą zmieniać się nieliniowo, a po drugie metoda ta nie pozwala na odczytanie dokładnej tendencji zmian zróżnicowania dochodów w poszczególnych latach. Dlatego ocenę występowania konwergencji σ można przeprowadzić, analizując kierunki zmian odchylenia standardowego PKB *per capita* na podstawie wykresu.

Obliczenia przeprowadziliśmy dla całej grupy 27 krajów postsocjalistycznych a także dla mniejszych podgrup obejmujących 8 i 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej, 15 krajów obejmujących dodatkowo byłe republiki Jugosławii i Albanii oraz 12 państw WNP⁷.

Wyniki analizy zostały przedstawione w tabelach 4–13 oraz na wykresach 1–10. Tabele o numerach parzystych dotyczą konwergencji β . Ich kolumny zawierają kolejno: okres analizy, oceny parametrów równania regresji, statystyki t -studenta, poziomy istotności, współczynnik determinacji, potwierdzenie występowania konwergencji („tak”, jeżeli parametr α_1 jest ujemny) oraz wartość współczynnika β , informującego o tempie zbieżności. W ramach niniejszego badania obliczenia weryfikujące hipotezę konwergencji zostały przeprowadzone zarówno dla całego okresu 1990–2005, jak i dla krótszych podokresów rozpoczynających się między 1991 a 2000 r. i kończących się zawsze w 2005 r. Ze względu na przejrzystość opracowania w tabelach prezentujemy jednak wyniki obliczeń tylko dla trzech okresów: 1990–2005, 1993–2005 i 2000–2005. Wykresy o numerach nieparzystych dotyczą konwergencji β i przedstawiają zależność między logarytmem naturalnym początkowego poziomu dochodu a tempem wzrostu gospodarczego w trzech wyodrębnionych przedziałach czasowych.

Tabele o numerach nieparzystych i wykresy o numerach parzystych dotyczą konwergencji σ . Struktura tych tabel jest taka sama jak tabel dotyczących zbieżności β . Wykresy przedstawiają natomiast wartości odchylenia standardowego logarytmów naturalnych poziomów PKB *per capita* między krajami w poszczególnych latach wraz z wyznaczoną linią trendu dla okresu 1990–2005.

Nasza analiza obejmuje lata 1990–2005. Zakładamy, że jest to okres transformacji systemowej. Należy jed-

⁴ Barro i Sala-i-Martin (2003, s. 467), analizując konwergencję typu β za pomocą modelu neoklasycznego, wyprowadzają równanie pokazujące zależność między przeciętnym tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu:

$$\left(\frac{1}{T}\right) \ln(y_{iT} / y_{i0}) = a - \left[(1 - e^{-\beta T}) / T\right] \ln(y_{i0}) + w_{i0,T}$$

gdzie y_{iT} i y_{i0} – PKB *per capita* w kraju i w roku końcowym i początkowym, T – długość okresu, β – współczynnik szybkości zbieżności, a – stała, $w_{i0,T}$ – składnik losowy. Współczynnik stojący przy początkowym poziomie dochodu, tj. $-\left[(1 - e^{-\beta T}) / T\right]$ jest równy parametrowi α_1 we wzorze (1). Z równania $\alpha_1 = -\left[(1 - e^{-\beta T}) / T\right]$ otrzymujemy zatem wzór (2).

⁵ Ścisłej biorąc, stan charakteryzujący się zerowym wzrostem PKB *per capita* będzie występował przy założeniu braku postępu technicznego. Jeżeli uwzględniamy model z postępowaniem technicznym, gospodarki dążą do punktu, gdzie tempo wzrostu PKB *per capita* jest równe postępowi technicznemu. W przypadku weryfikowania zjawiska konwergencji nie ma znaczenia, który model (z postępowem technicznym czy bez postępu technicznego) jest podstawą takich badań.

⁶ Do weryfikacji równań regresji dotyczących konwergencji σ , opartych na szeregach czasowych, stosujemy – tak jak w przypadku konwergencji β – klasyczną metodę najmniejszych kwadratów.

⁷ Grupa 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej obejmuje państwa, które przystąpiły do UE w 2004 r. Grupa 10 krajów zawiera dodatkowo Bułgarię i Rumunię, czyli państwa, które stały się członkami UE w 2007 r. Grupa 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej obejmuje także państwa b. Jugosławii i Albanii.

nak zaznaczyć, że transformacja gospodarcza rozpoczęła się w poszczególnych krajach w różnych latach i uznanie 1990 r. za początek procesu transformacji jest dość umowne. W przypadku 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej można się zgodzić, że wybór 1990 r. jest właściwy, natomiast kraje Europy Południowo-Wschodniej oraz WNP rozpoczęły transformację znacznie później. Co więcej, w niektórych krajach, np. Białorusi, Turkmenistanie i Uzbekistanie, transformacja systemowa jeszcze się nie rozpoczęła. Dlatego oprócz lat 1990–2005 badanie przeprowadzamy również dla krótszych podokresów. Im krótszy jest horyzont analizy, tym więcej krajów można uznać za kraje transformujące się. Oczywiście, zdajemy sobie sprawę z tego, że wyodrębnienie dwóch podokresów: 1993–2005 i 2000–2005, ma w dużym stopniu charakter arbitralny i nie musi odpowiadać początkom okresów transformacji kolejnych krajów.

Interpretując uzyskane wyniki dotyczące szybkości procesu zbieżności typu β , należy zachować daleko idącą ostrożność. Wynika to stąd, że założenia modelu nie muszą być spełnione w rzeczywistych gospodarkach. Po pierwsze, zgodnie z modelem Solowa, o tempie zbieżności do stanu ustalonego decydują czynniki podażowe. Tymczasem w krajach postsocjalistycznych ważną rolę odegrały również czynniki popytowe. Potwierdzają to niektóre badania (np. Matkowski, Próchniak 2006c). Wykazały one, że wzrost gospodarczy w grupie 27 krajów postsocjalistycznych stymulowały przede wszystkim czynniki popytowe, w tym zwłaszcza konsumpcja, inwestycje i eksport. Rola czynników podażowych we wzroście gospodarczym tych krajów była jednak także istotna (zob. np. Rapacki 2006). Po drugie, w modelu Solowa zakłada się, że wszystkie rynki są doskonale konkurencyjne, a produkcja faktyczna jest równa potencjalnej. Poszczególne kraje transformacji w różnym stopniu spełniają ten warunek. Na przykład gospodarki nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej (UE-10, a zwłaszcza UE-8) są znacznie bliżej stanu wolnej (doskonałej) konkurencji oraz poziomu produkcji potencjalnej niż kraje WNP czy Europy Południowo-Wschodniej. Podobne różnice dotyczą instytucji w poszczególnych krajach. Z jednej strony w krajach Europy Środkowo-Wschodniej otoczenie instytucjonalne jest podobne jak w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, a proces transformacji systemowej został praktycznie zakończony. Na drugim krańcu znajdują się takie państwa jak Turkmenistan, Uzbekistan czy Białoruś, gdzie proces transformacji jest bardzo słabo zaawansowany, a system instytucjonalny znacznie odbiega od wzorca gospodarki rynkowej. Pomimo tych różnic w stosunku do założeń modelu jesteśmy przekonani, że warto przeprowadzić badanie konwergencji krajów postsocjalistycznych.

Kolejnym elementem, na który należy zwrócić szczególną uwagę przy interpretacji wyników, jest długość okresu analizy. Mimo że w tabelach podajemy wartości współczynnika szybkości zbieżności dla wszyst-

kich podokresów, to jednak okres 2000–2005 jest naszym zdaniem zbyt krótki, aby móc sformułować wiarygodne wnioski dotyczące tempa konwergencji. Wnioskowanie powinno być oparte na okresie obejmującym pełny cykl koniunkturalny. Tymczasem 6-letni okres 2000–2005 raczej nie spełnia tego wymogu⁸. Dlatego też zawarta w dalszej części opracowania interpretacja wartości współczynników β zostanie przeprowadzona na podstawie danych dla lat 1993–2005⁹.

W badaniu wykorzystaliśmy wartości PKB na 1 mieszkańca wg parytetu siły nabywczej (w dolarach USA) pochodzące z bazy danych IMF *World Economic Outlook Database* z kwietnia 2006 r. (uzupełnione w nielicznych przypadkach danymi z innych źródeł)¹⁰. Dla Serbii i Czarnogóry dane są dostępne od 1997 r. i dlatego kraj ten nie jest uwzględniony w obliczeniach obejmujących lata 1990–1996. We wszystkich obliczeniach uwzględniamy zlogarytmowane szeregi czasowe PKB (zgodnie ze wzorami (1) i (3)), nie zaznaczając już tego w dalszej części tekstu oraz na załączonych wykresach.

3. Wzrost gospodarczy i zmiany poziomu dochodów w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005 – obraz empiryczny

Przedstawione niżej dane statystyczne i wyniki własnych obliczeń autorów są ilustracją ścieżek wzrostu gospodarczego oraz zmian absolutnego i względnego poziomu rozwoju (PKB na 1 mieszkańca przeliczony na wspólną walutę – dolara amerykańskiego) w grupie 27 byłych krajów socjalistycznych w całym dotychczasowym okresie transformacji systemowej, tj. w latach 1990–2005.

Jak wynika z tabeli 1, przed rozpoczęciem procesu przekształceń ustrojowych, w 1989 r. poziom rozwoju gospodarczego – nawet po uwzględnieniu różnic poziomu cen i siły nabywczej dolara – był w całej grupie dość znacznie zróżnicowany. Rozpiętość poziomu PKB *per capita* między najbogatszym (Czechy) a najbiedniejszym

⁸ Na przykład w Polsce obejmuje on w przybliżeniu połowę cyklu koniunkturalnego: od recesji lat 2001–2002 do ekspansji gospodarczej w następnych latach.

⁹ Okres 1993–2005 wydaje nam się lepszą podstawą wnioskowania na temat szybkości konwergencji aniżeli okres 1990–2005, w którym silnie ujawnia się zniekształcający wpływ recesji transformacyjnej na obserwowane zmienne (w latach 1990–1992 recesja występowała prawie we wszystkich krajach).

¹⁰ Wiarygodność przyjętych przez nas danych statystycznych, mimo że zostały pozyskane w większości z jednego źródła, może niekiedy budzić wątpliwości. Wynika to z kilku powodów. Po pierwsze, w niektórych krajach o silnie scentralizowanej władzy (np. w Turkmenistanie) oficjalne dane są zbyt optymistyczne w stosunku do stanu faktycznego. Po drugie, systemy statystyki publicznej w poszczególnych krajach na początku okresu transformacji nie były jeszcze dostosowane do warunków gospodarki rynkowej. Po trzecie, oficjalne dane nie uwzględniają takich elementów, jak szara strefa lub migracje ludności. Ponadto, występują jeszcze zakłócenia związane z przeliczaniem walut krajowych na parytet siły nabywczej. Wszystko to powoduje, że dane przyjęte w naszym badaniu mogą nie w pełni odzwierciedlać rzeczywistość gospodarczą, zwłaszcza w niektórych, krajach postsocjalistycznych, słabiej rozwiniętych i zaawansowanych pod względem reform systemowych.

Tabela 1. Zmiany relatywnego poziomu rozwoju w krajach postsocjalistycznych w latach 1989-2005 (PKB per capita, PSN)

Kraj	1989		2005	
	USD	średnia dla całej grupy = 100	USD	średnia dla całej grupy = 100
Europa Środkowo-Wschodnia (UE-8)				
Polska	6 101	97	13 440	148
Czechy	12 025	192	19 498	214
Estonia	8 635	138	16 461	181
Węgry	8 912	142	16 627	182
Łotwa	8 383	134	13 059	143
Litwa	8 867	141	14 338	157
Słowacja	9 432	150	16 110	177
Słowenia	11 868	189	21 695	238
SREDNIA	9 278	148	16 404	180
Europa Południowo- Wschodnia				
Albania	3 032	48	5 323	58
Bośnia i Hercegowina	–	–	5 827	64
Bułgaria	7 432	118	9 205	101
Chorwacja	8 127	130	12 364	136
Macedonia	6 553	104	7 749	85
Rumunia	5 455	87	8 258	91
Serbia i Czarnogóra	–	–	5 204	57
SREDNIA	6 120	98	7 704	85
Wspólnota Niepodległych Państw				
Armenia	3 553	57	4 048	44
Azerbejdżan	4 356	69	4 500	49
Białoruś	4 321	69	7 230	79
Gruzja	4 557	73	3 038	33
Kazachstan	4 765	76	8 252	91
Kirgistan	2 078	33	2 061	23
Mołdawia	3 768	60	2 262	25
Rosja	8 081	129	11 209	123
Tadżykistan	2 384	38	1 373	15
Turkmenistan	5 095	81	7 854	86
Ukraina	7 569	121	7 182	79
Uzbekistan	1 450	23	1 834	20
SREDNIA	4 331	69	5 070	56
Ogółem	6 272	100	9 111	100

Źródło: obliczenia własne na podstawie IMF, World Economic Outlook Database, September 2005.

krajem w tej grupie (Uzbekistan) kształtowała się jak 8:1. Do najwyższej rozwiniętych państw w tej zbiorowości zaliczały się wówczas głównie kraje Europy Środkowo-Wschodniej, a także Chorwacja, Rosja, Ukraina i Bułgaria. Najniższy poziom rozwoju miały Bośnia i Hercegowina oraz azjatyckie republiki ówczesnego Związku Radzieckiego (zwłaszcza Kirgistan, Tadżykistan i Uzbekistan), a także Albania i Armenia.

Okres transformacji systemowej przyniósł znaczne zmiany absolutnego i względnego poziomu rozwoju w badanej grupie krajów. Do najważniejszych zmian należały:

1. Wzrost rozpiętości dochodowych w całej grupie: w 2005 r. PKB *per capita* w najbogatszym (Słowenia) i najbiedniejszym kraju (Uzbekistan) miały się do siebie jak 16:1.

2. Zwiększenie dystansu rozwojowego między krajami Europy Środkowo-Wschodniej a dwiema pozostałymi podgrupami analizowanej zbiorowości (zwłaszcza krajami WNP).

3. Spadek absolutnego poziomu PKB na 1 mieszkańca w kilku krajach (Gruzja, Kirgistan, Mołdawia, Tadżykistan i Ukraina).

4. Znaczna poprawa pozycji rozwojowej niektórych krajów w całej grupie (szczególnie Polski¹¹, Estonii, Węgier i Kazachstanu).

Wstępna odpowiedź na pytanie o siły sprawcze tych zmian poziomu dochodów w krajach postsocjalistycznych znajduje się w tabeli 2. Zawarte w niej dane pokazują zróżnicowanie ścieżek wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach, w trzech głównych podgrupach, a także przebieg tych trajektorii wzrostu na tle tendencji zanotowanych w latach 1990–2005 w krajach Unii Europejskiej (UE-15).

Najwyższe tempo wzrostu gospodarczego w całej analizowanej zbiorowości wykazał Turkmenistan (3,2% średniorocznie), ale istnieją pewne wątpliwości co do jakości i wiarygodności oficjalnych danych statystycznych tego kraju¹².

Pomijając ten szczególny przypadek, najszybciej rozwijającym się krajem postsocjalistycznym w całym okresie transformacji była Polska (średnie tempo wzrostu PKB równe 2,7% rocznie, po uwzględnieniu efektów „recesji transformacyjnej” w latach 1990–1991). Pozwoliło jej to o ponad 50% zwiększyć poziom rozwoju gospodarczego w porównaniu z sytuacją przed transformacją. Wśród najszybciej rozwijających się państw znalazły się także Albania, Słowenia, Słowacja i Węgry. Ogólnie kraje Europy Środkowo-Wschodniej jako grupa wykazały w latach

¹¹ O ile w 1989 r. pod względem poziomu PKB *per capita* według paritetu siły nabywczej Polska zajmowała w badanej grupie 13. miejsce, o tyle w ciągu 16 lat transformacji przesunęła się już na 7. lokatę.

¹² Jeszcze w 2004 r. łańcuchowy wskaźnik wzrostu PKB dla tego kraju wynosił 120. W następnym roku historyczne dane dotyczące dynamiki wzrostu zostały znacznie skorygowane w górę, co podniosło wskaźnik łańcuchowy w 2005 r. do poziomu 163.

Tabela 2. *Dynamika produktu krajowego brutto w krajach postsocjalistycznych w latach 1990-2005*

Kraj	Średnia roczna stopa wzrostu PKB (w %)	Wskaźnik realnego PKB w 2005 r.	
	1990-2005	1989 = 100	2000 = 100
Europa Środkowo-Wschodnia (UE-8)			
Polska	2,7	153	115
Czechy	1,2	121	119
Estonia	1,1	119	144
Węgry	1,4	125	122
Łotwa	0,0	99	147
Litwa	-0,1	96	144
Słowacja	1,6	128	127
Słowenia	1,7	131	118
SREDNIA^a	1,8	133	120
Europa Południowo- Wschodnia			
Albania	2,1	138	131
Bośnia i Hercegowina	-2,2	60 ^b	126 ^b
Bułgaria	-0,2	93	128
Chorwacja	-0,1	98	124
Macedonia	-0,8	88	107
Rumunia	0,1	103	132
Serbia i Czarnogóra	-2,3	58	126
SREDNIA^a	-0,1	97	127
Wspólnota Niepodległych Państw			
Armenia	0,7	111	177
Azerbejdżan	-0,2	92	179
Białoruś	1,3	123	143
Gruzja	-2,7	48	141
Kazachstan	0,7	113	163
Kirgistan	-0,9	84	120
Moldawia	-2,7	47	140
Rosja	-0,8	87	135
Tadżykistan	-1,4	74	156
Turkmenistan	3,2	163	210
Ukraina	-2,3	59	146
Uzbekistan	0,9	115 ^b	125 ^b
SREDNIA^a	-0,9	82	138
Ogółem^a	-0,2	94	129
UE-15	2,1	139	108

a średnia ważona

b 2004 r.

Źródło: EBRD (2005; 2006); obliczenia własne.

Tabela 3. *Kraje transformacji - luka rozwojowa wobec Unii Europejskiej w latach 1989-2005 (PKB per capita wg PSN, UE-15 = 100)*

Kraj	1989	2005
Europa Środkowo-Wschodnia (UE-8)		
Polska	38	46
Czechy	75	67
Estonia	54	53
Litwa	52	48
Łotwa	52	43
Słowacja	59	51
Słowenia	74	74
Węgry	56	56
Europa Południowo-Wschodnia		
Albania	19	16
Bośnia i Hercegowina	..	21
Bułgaria	46	32
Chorwacja	51	42
Macedonia	41	26
Rumunia	34	30
Serbia i Czarnogóra	..	18
Wspólnota Niepodległych Państw		
Armenia	22	15
Azerbejdżan	27	16
Białoruś	27	26
Gruzja	28	12
Kazachstan	30	28
Kirgistan	13	7
Moldawia	24	8
Rosja	50	38
Tadżykistan	15	5
Turkmenistan	32	28
Ukraina	47	25
Uzbekistan	9	7

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF (1989 r. oraz dla krajów WNP i Europy Południowo-Wschodniej w 2005 r.) i Eurostatu.

1990-2005 najwyższą dynamikę wzrostu gospodarczego. Dynamika wzrostu gospodarek w pozostałych dwóch grupach – krajach Europy Południowo-Wschodniej oraz państwach WNP – była znacznie niższa, co sprawiło, że nie osiągnęły jeszcze poziomu rozwoju sprzed transformacji.

W całej analizowanej zbiorowości 13 krajów osiągnęło w latach 1990-2005 dodatnie tempo wzrostu PKB, a 14 krajów wykazało ujemną stopę wzrostu¹³.

Wskazane właściwości dotyczą ścieżek wzrostu gospodarczego w całym dotychczasowym okresie transformacji. Sytuacja istotnie zmieniła się pod tym względem od początku obecnej dekady. Po przezwyciężeniu – niekiedy długotrwałej – recesji transformacyjnej wiele krajów postsocjalistycznych wkroczyło na ścieżkę przyspieszonego wzrostu. Szczególnie imponujące są pokazane w tabeli 2 wskaźniki dynamiki PKB dla takich krajów, jak Armenia, Azerbejdżan, Kazachstan, Tadżykistan, a także państw bałtyckich. W latach 2001-2005 odwróciła się w związku z tym hierarchia najbardziej dynamicznych gospodarek postsocjalistycznych: miejsce

¹³ Trzeba pamiętać, że opieramy się tutaj na danych z tabeli 2, dotyczących tempa wzrostu realnego PKB ogółem. Dane zawarte w tabeli 1 (a także dane uwzględnione w dalszych obliczeniach) wyrażają natomiast PKB na 1 mieszkańca wg parytetu siły nabywczej. Różnice między dynamiką PKB ogółem a dynamiką PKB per capita wg PSN mają dwie przyczyny. W wielu krajach postsocjalistycznych znacznie spadła liczba ludności, co spowodowało, że PKB na 1 mieszkańca wzrastał mimo ujemnej stopy wzrostu gospodarczego. Drugą różnicą wynika z przeliczania kursu danej waluty na parytet siły nabywczej.

dotychczasowych liderów zajęły kraje i grupy państw wcześniej uznane za maruderów.

Dopełnieniem obrazu zróżnicowania ścieżek wzrostu gospodarczego krajów postsocjalistycznych w okresie transformacji systemowej oraz skutków wzrostu są zawarte w tabeli 3 dane, pokazujące zmiany wielkości luki rozwojowej poszczególnych krajów w stosunku do Unii Europejskiej (UE-15). Głębokie załamanie produkcji w początkowych latach transformacji („recesja transformacyjna”) spowodowało, że mimo późniejszego wejścia na ścieżkę przyspieszonego wzrostu gospodarczego dystans rozwojowy między analizowaną grupą krajów a Unią Europejską w 2005 r. był większy niż przed rozpoczęciem przemian ustrojowych. Jedynie Polsce udało się zmniejszyć rozpiętość poziomu rozwoju (PKB *per capita*

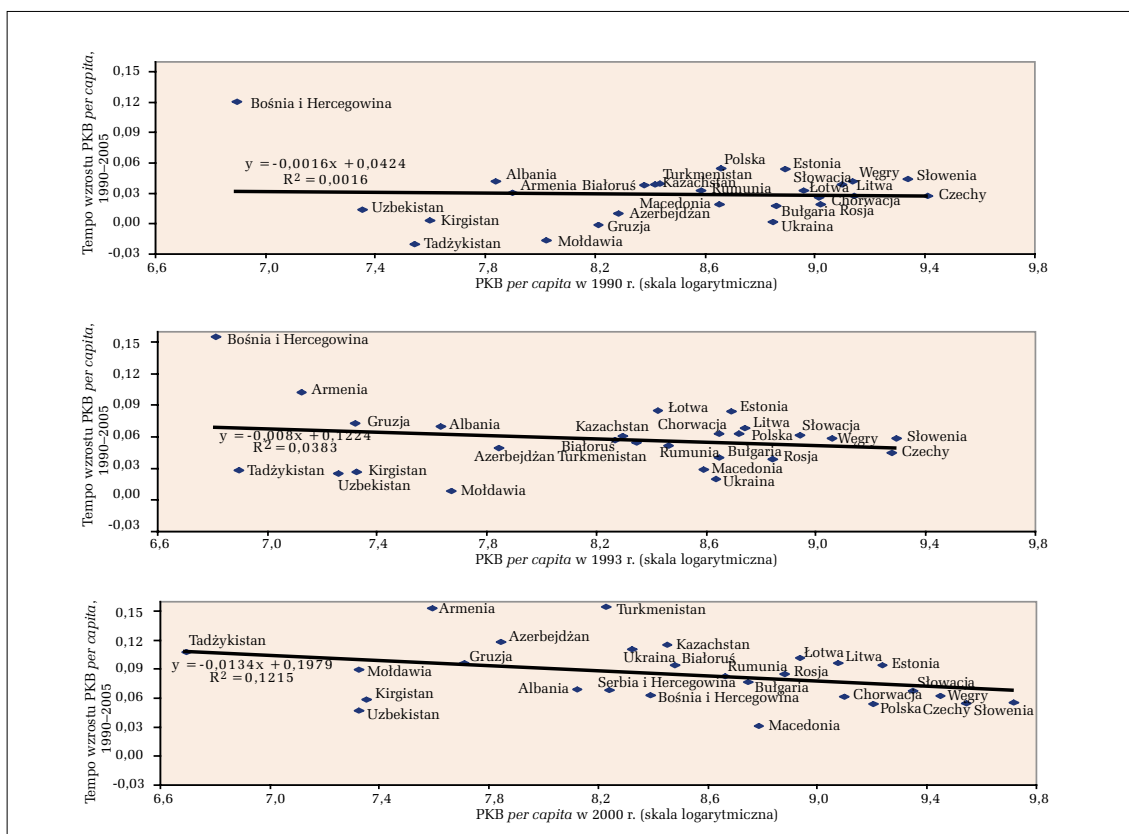
wg PSN) względem państw UE-15. W 2006 r. jej śladem prawdopodobnie pójść także Słowenia, Węgry i Estonia. Pozostałym krajom postsocjalistycznym zajmie to jeszcze wiele lat.

4. Konwergencja w całej grupie 27 krajów postsocjalistycznych

Wyniki badań konwergencji w 27 krajach postsocjalistycznych przedstawiono w tabeli 4 i na wykresie 1 (zbieżność β) oraz w tabeli 5 i na wykresie 2 (zbieżność σ)¹⁴.

¹⁴ Do 1996 r. 26 krajów (bez Serbii i Czarnogóry).

Wykres 1. Zbieżność β w 27 krajach postsocjalistycznych



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Wyniki regresji zbieżności β dla 27 krajów postsocjalistycznych

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność β	β
1990-2005	0,0424	-0,0016	0,59	-0,20	0,561	0,847	0,0016	tak	0,0017
1993-2005	0,1224	-0,0080	1,82	-0,98	0,081	0,338	0,0383	tak	0,0084
2000-2005	0,1979	-0,0134	3,22	-1,86	0,004	0,075	0,1215	tak	0,0139

Do 1996 r. bez Serbii i Czarnogóry.

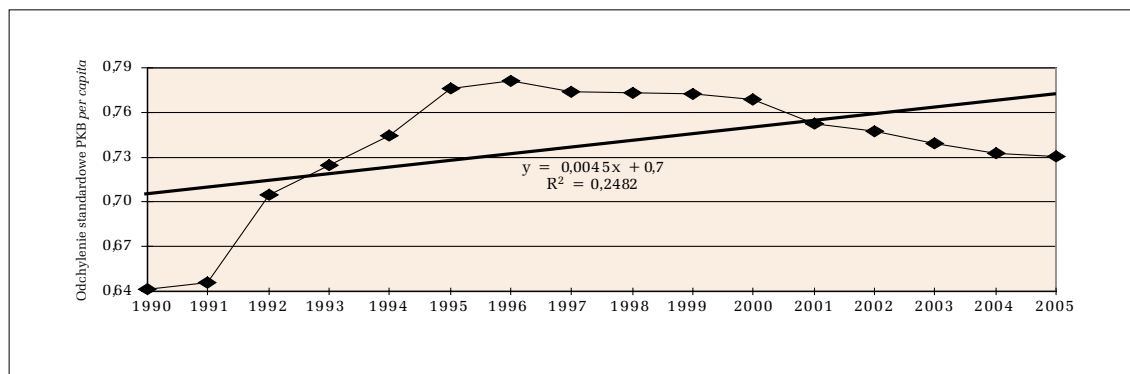
Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Wyniki regresji zbieżności σ dla 27 krajów postsocjalistycznych

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność σ
1990–2005	0,7000	0,0045	34,80	2,15	0,000	0,050	0,2482	nie
1993–2005	0,7673	-0,0017	67,06	-1,21	0,000	0,250	0,1181	tak
2000–2005	0,7710	-0,0074	220,19	-8,21	0,000	0,001	0,9440	tak

Do 1996 r. bez Serbii i Czarnogóry.

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2. Zbieżność σ w 27 krajach postsocjalistycznych

Źródło: opracowanie własne.

Wzrost gospodarczy w całej grupie 27 krajów postsocjalistycznych w bardzo małym stopniu potwierdza występowanie zjawiska konwergencji β . Wprawdzie dla każdego rozpatrywanego okresu nachylenie linii regresji jest ujemne, jednak oszacowane równania mają bardzo słabe własności statystyczne. Współczynniki determinacji kształtują się poniżej 15%. Parametr stojący przy początkowym poziomie dochodu jest zazwyczaj nieistotny (dopiero od okresu 1997–2005 można go uznać za istotny przy poziomie istotności 10%)¹⁵.

Wraz ze skracaniem okresu objętego analizą kraje postsocjalistyczne w coraz większym stopniu zachowują się zgodnie z hipotezą konwergencji β . Dla lat 1990–2005 współczynnik determinacji wyniósł tylko 0,16%, a wskaźnik istotności początkowego poziomu dochodu – jedynie 84,7% (zmienną można uznać za istotną, gdy wskaźnik ten nie przekracza 10%). Dla krótszego okresu 1993–2005 współczynnik determinacji był jednak równy 3,83%, a poziom istotności 33,8%. Dla lat 2000–2005 współczynnik determinacji wyniósł już 12,15% przy istotności zmiennej objaśniającej 7,5%.

¹⁵ Trzeba podkreślić, że 3 kraje: Gruzja, Mołdawia i Tadżykistan, wykazały w okresie 1990–2005 ujemne tempo wzrostu (z tabeli 1 wynika, iż spadek PKB per capita wg PSN nastąpił też w Kirgistanie i na Ukrainie, jednak dane w tabeli 1 obejmują okres o rok dłuższy, tj. 1989–2005). Model Solowa sugeruje, że ujemne tempo wzrostu występuje w gospodarkach charakteryzujących się nadmiarem kapitału i produkcji per capita w stosunku do poziomu odpowiadającego stanowi równowagi długookresowej. Wówczas proces dochodzenia (zbieżność) do stanu owej równowagi występuje przy spadającej produkcji. Jest wątpliwe, żeby w tych trzech krajach poziom produkcji był zbyt wysoki. Nie wydaje się jednak, aby ta drobna rozbieżność między danymi empirycznymi a założeniami modelu podważała uzyskane wyniki.

Zwiększającą się z upływem czasu zgodność trajektorii wzrostu gospodarczego krajów postsocjalistycznych z hipotezą zbieżności β dobrze widać na wykresie 1. W górnej części wykresu, obejmującej cały okres transformacji (lata 1990–2005), można dostrzec, że kraje o niższym początkowym poziomie dochodu nie wykazywały wyraźnie szybszego tempa wzrostu gospodarczego. Nachylenie linii regresji jest ujemne, jednak rozproszenie punktów na wykresie jest znaczne, a ujemne nachylenie w dużym stopniu wynika z szybkiego wzrostu gospodarczego Bośni i Hercegowiny. Z kolei dolna część wykresu, obejmująca lata 2000–2005, znacznie lepiej ilustruje występowanie zjawiska konwergencji. Mimo że niektóre kraje odbiegają od wyznaczonej linii trendu (np. Turkmenistan i Uzbekistan), można ogólnie stwierdzić, że kraje postsocjalistyczne o niższym poziomie dochodu w 2000 r. wykazywały szybszy wzrost gospodarczy w latach 2000–2005 niż kraje o wyższym poziomie dochodu w 2000 r.

Dosyć płaskie linie regresji oznaczają, że współczynniki pokazujące tempo zbieżności są niskie. Dla okresu 1993–2005 współczynnik β wynosi 0,84%. Jeżeli jednak weźmiemy pod uwagę bardzo słabe dopasowanie linii regresji do danych empirycznych, to nasuwa się wniosek, że wartość współczynnika β dla całej grupy krajów postsocjalistycznych nie ma wiarygodnej interpretacji ekonomicznej.

Wykres 2 pokazuje, że zróżnicowanie poziomu dochodów (poziomu rozwoju) w całej grupie krajów postsocjalistycznych znacznie się zwiększyło między 1990 a 2005 r., co zaprzecza istnieniu konwergencji σ w skali

całego okresu. Warto jednak podkreślić, że różnice między dochodami rosły wyłącznie w latach 1990–1996. Od 1997 r. zróżnicowanie poziomów PKB na 1 mieszkańca wykazuje tendencję malejącą. Tendencja ta jest jednak powolna. Sprawia to, że w 2005 r. różnice dochodowe były nadal wyższe niż na początku okresu transformacji, tj. w 1990 r.

5. Konwergencja w 12 krajach WNP

Wyniki badań nad realną konwergencją dla 12 krajów WNP przedstawiają tabela 6 i wykres 3 (zbieżność β) oraz tabela 7 i wykres 4 (zbieżność σ).

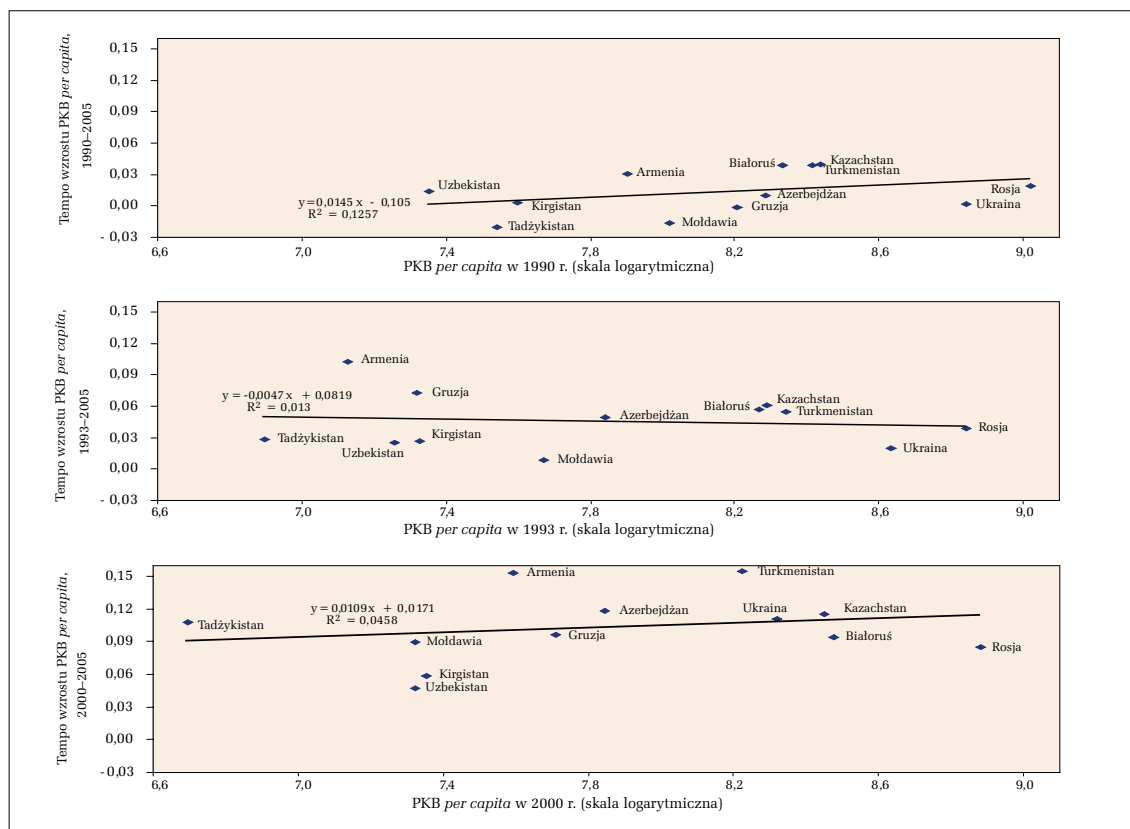
Dane zawarte w tabeli 6 wskazują, że kraje WNP nie rozwijały się zgodnie z hipotezą konwergencji β . Gospodarki, które w 1990 r. charakteryzowały się wyższym poziomem dochodu na 1 mieszkańca, osiągnęły w latach 1990–2005 przeciętnie szybsze tempo wzrostu gospodarczego niż kraje mające w 1990 r. niższy poziom dochodu *per capita*. Potwierdza to górna część wykresu 3. Najszybszy wzrost wykazały Kazachstan, Turkmenistan i Białoruś, kraje relatywnie najwyżej rozwinięte na początku okresu transformacji. Z kolei Uzbekistan, Tadżykistan i Kirgistan, kraje najbiedniejsze w tej podgrupie (i całej zbiorowości) w 1990 r., cechowały się znacznie

wolniejszym wzrostem gospodarczym. Dla okresu 1990–2005 dodatnie nachylenie linii regresji jest nieistotne (poziom istotności = 25,8%), jednak współczynnik determinacji równy 12,6% wskazuje na nie najgorsze dopasowanie linii regresji do danych empirycznych, dość dobrze widoczne w górnej części wykresu 3.

Kraje WNP nie wykazywały także zbieżności β w większości krótszych analizowanych okresów. Przeprowadzone przez autorów obliczenia kontrolne wskazują, że jedynie w trzech przedziałach czasowych (1992–2005, 1993–2005 i 1994–2005) daje się zauważyć ujemną zależność między początkowym poziomem dochodu *per capita* a tempem wzrostu gospodarczego. Współczynnik determinacji tych okresów jest jednak bliższy zera, a nachylenie linii wysoce nieistotne. Wskazuje to *de facto* na brak zależności między początkowym poziomem dochodu a tempem wzrostu gospodarczego. Potwierdza to środkowa część wykresu 3, obejmująca okres 1993–2005. Trudno tam dostrzec jakąkolwiek zależność między tempem wzrostu PKB *per capita* a początkowym poziomem rozwoju gospodarczego.

Wykres 4 pokazuje, że zróżnicowanie poziomów PKB na 1 mieszkańca między krajami WNP zwiększało się w latach 1990–2005, co oznacza brak zbieżności σ . Największy wzrost rozpiętości poziomu rozwoju gospodarczego nastąpił na początku okresu transformacji,

Wykres 3. Zbieżność β w 12 krajach WNP



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 6. Wyniki regresji zbieżności β dla 12 krajów WNP

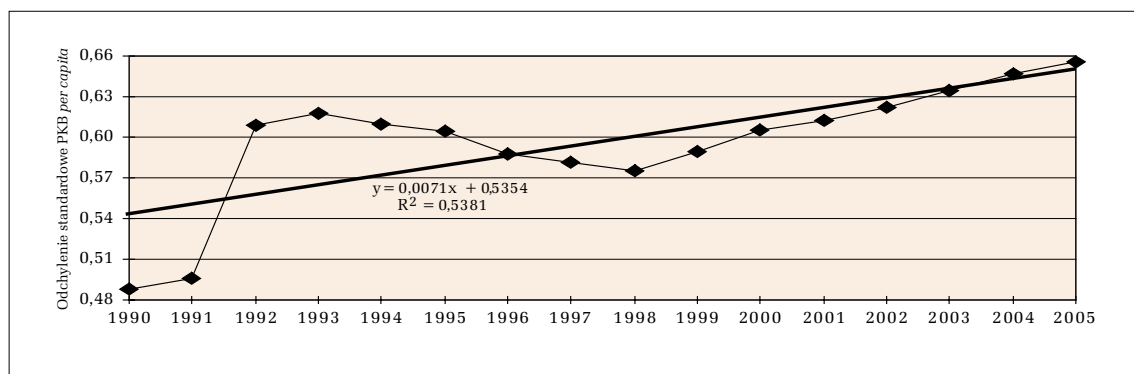
Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność β	β
1990–2005	-0,1050	0,0145	-1,06	1,20	0,312	0,258	0,1257	nie	
1993–2005	0,0819	-0,0047	0,81	-0,36	0,436	0,724	0,0130	tak	0,0048
2000–2005	0,0171	0,0109	0,14	0,69	0,893	0,504	0,0458	nie	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Wyniki regresji zbieżności σ dla 12 krajów WNP

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność σ
1990–2005	0,5354	0,0071	31,36	4,04	0,000	0,001	0,5381	nie
1993–2005	0,5827	0,0040	50,33	2,77	0,000	0,018	0,4112	nie
2000–2005	0,5930	0,0105	352,65	24,28	0,000	0,000	0,9933	nie

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 4. Zbieżność σ w 12 krajach WNP

Źródło: opracowanie własne.

między 1990 a 1993 r. W ciągu następnych 5 lat, tj. do 1998 r., różnice dochodowe nieco się zmniejszyły. Jednak od 1998 r. zaczęły się ponownie zwiększać i w 2005 r. rozpiętość poziomu rozwoju między krajami WNP była większa niż na początku okresu transformacji.

6. Konwergencja w 15 krajach Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej

Wyniki badań nad konwergencją dla 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej przedstawiają tabela 8 i wykres 5 (zbieżność β) oraz tabela 9 i wykres 6 (zbieżność σ)¹⁶.

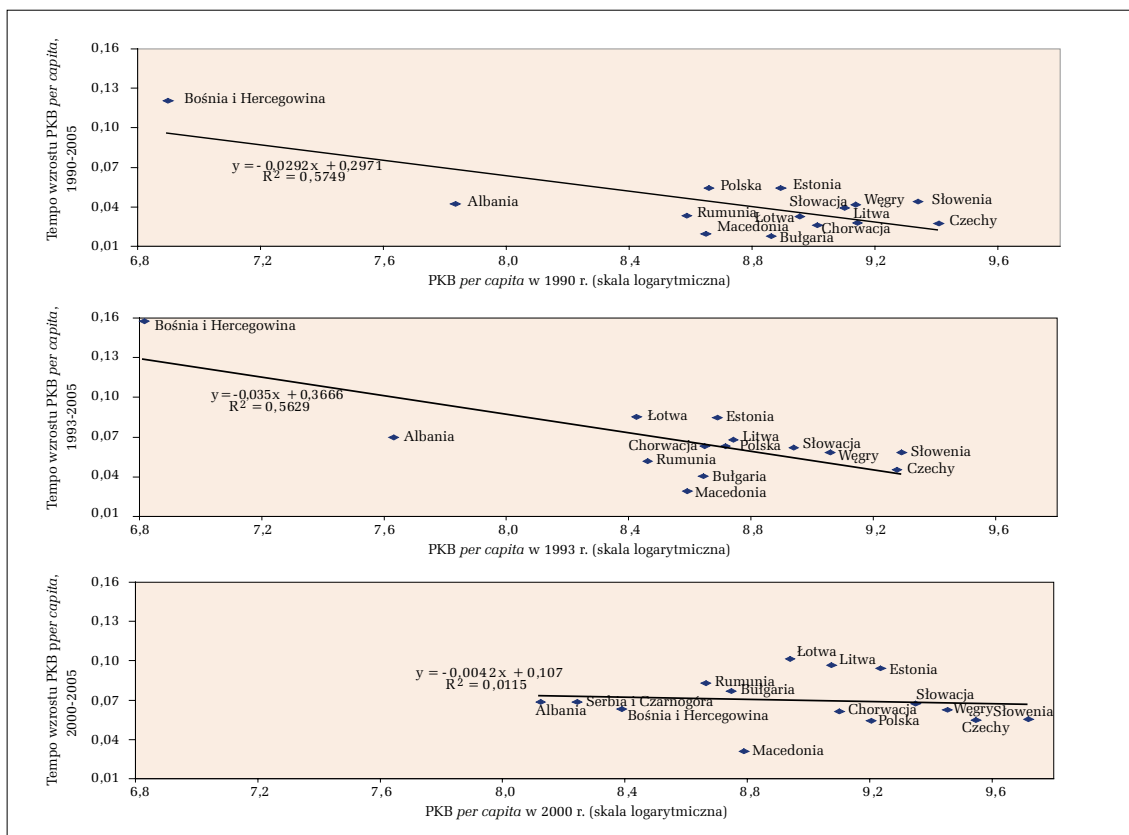
Tabela 8 wskazuje, że gospodarki krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej w latach 1990–2005 zachowywały się zgodnie z hipotezą zbieżności β . Kraje o niższym poziomie rozwoju w 1990 r. wykazywały przeciętnie szybsze tempo wzrostu gospodarczego niż kraje wyżej rozwinięte. Nachylenie linii regresji jest wysoce istotne (poziom istotności = 0,2%), a współczynnik determinacji wynosi 57,5%.

Interpretując dane zawarte w tabeli 8, należy jednak zachować daleko idącą ostrożność. Dokładniejsza analiza oraz wykres 5 (jego górna część) pokazują bowiem, że linia regresji ma ujemne nachylenie przede wszystkim dzięki Bośni i Hercegowinie. Kraj ten, bardzo biedny na początku lat dziewięćdziesiątych, osiągnął niewiarygodnie szybki wzrost gospodarczy w okresie 1990–2005. Wzrost ten nastąpił głównie w 1994 r. i wynikał w dużej mierze z ogromnej pomocy zagranicznej, która napłynęła do tego kraju¹⁷. Wpływ tego jednego czynnika sprawił, że ścieżki wzrostu gospodarek krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej jako całości w okresach 1990–2005 i 1993–2005 wykazały dość wyraźną zbieżność. Trzeba jednak zdawać sobie sprawę, że ta zbieżność ma w dużej mierze charakter pozorny, gdyż po wyłączeniu Bośni i Hercegowiny konwergencja jest już o wiele mniej widoczna (występuje *de facto* brak zależności między tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu *per capita*)¹⁸.

¹⁷ W 1994 r. tempo wzrostu PKB *per capita* wg PSN w Bośni i Hercegowinie wyniosło 68%, a w latach 1995–1998 przekraczało 20% rocznie.

¹⁸ Równania regresji z pominięciem Bośni i Hercegowiny mają co prawda ujemne nachylenia, jednak współczynniki determinacji są niskie, a zmienna objaśniana – nieistotna (dla okresu 1990–2005: $R^2 = 0,0188$, $p(\alpha_1) = 0,655$; 1993–2005: $R^2 = 0,0629$, $p(\alpha_1) = 0,408$).

¹⁶ Do 1996 r. 14 krajów (bez Serbii i Czarnogóry).

Wykres 5. Zbieżność β w 15 krajach Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej

Źródło: opracowanie własne.

Od drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych, po wyhamowaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Bośni i Hercegowinie, analizowana tu grupa 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej bardzo słabo potwierdza występowanie konwergencji β . Dobrze widać to w dolnej części wykresu 5, obejmującej lata 2000–2005.

Nachylenie linii regresji jest tu co prawda ujemne, lecz rozproszenie punktów wokół niej – bardzo duże.

Ścieżki wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej potwierdzają natomiast występowanie zjawiska konwergencji σ w latach 1990–2005. Oszacowana linia trendu dla całego okresu

Tabela 8. Wyniki regresji zbieżności β dla 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność β	β
1990–2005	0,2971	-0,0292	4,67	-4,03	0,001	0,002	0,5749	tak	0,0385
1993–2005	0,3666	-0,0350	4,80	-3,93	0,000	0,002	0,5629	tak	0,0454
2000–2005	0,1070	-0,0042	1,10	-0,39	0,290	0,704	0,0115	tak	0,0042

Do 1996 r. bez Serbii i Czarnogóry.

Źródło: opracowanie własne.

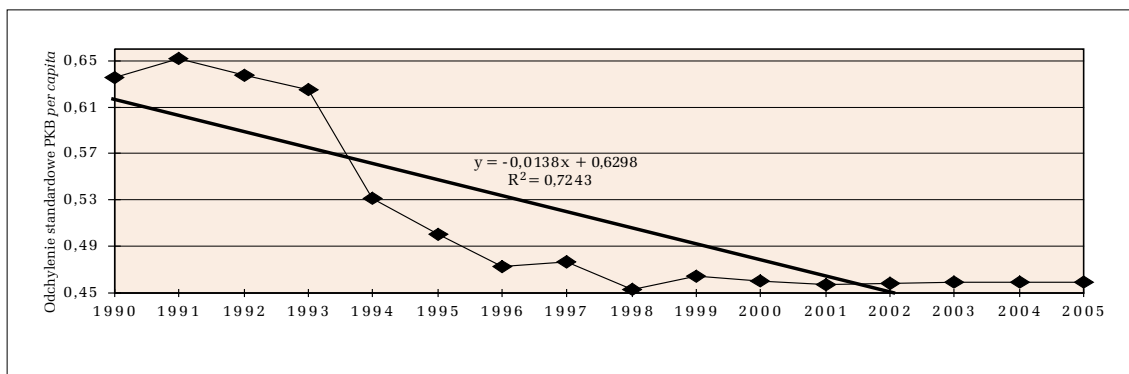
Tabela 9. Wyniki regresji zbieżności σ dla 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność σ
1990–2005	0,6298	-0,0138	28,64	-6,06	0,000	0,000	0,7243	tak
1993–2005	0,5442	-0,0088	26,15	-3,35	0,000	0,007	0,5043	tak
2000–2005	0,4585	0,0001	371,10	0,33	0,000	0,760	0,0262	nie

Do 1996 r. bez Serbii i Czarnogóry.

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 6. Zbieżność σ w 15 krajach Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej



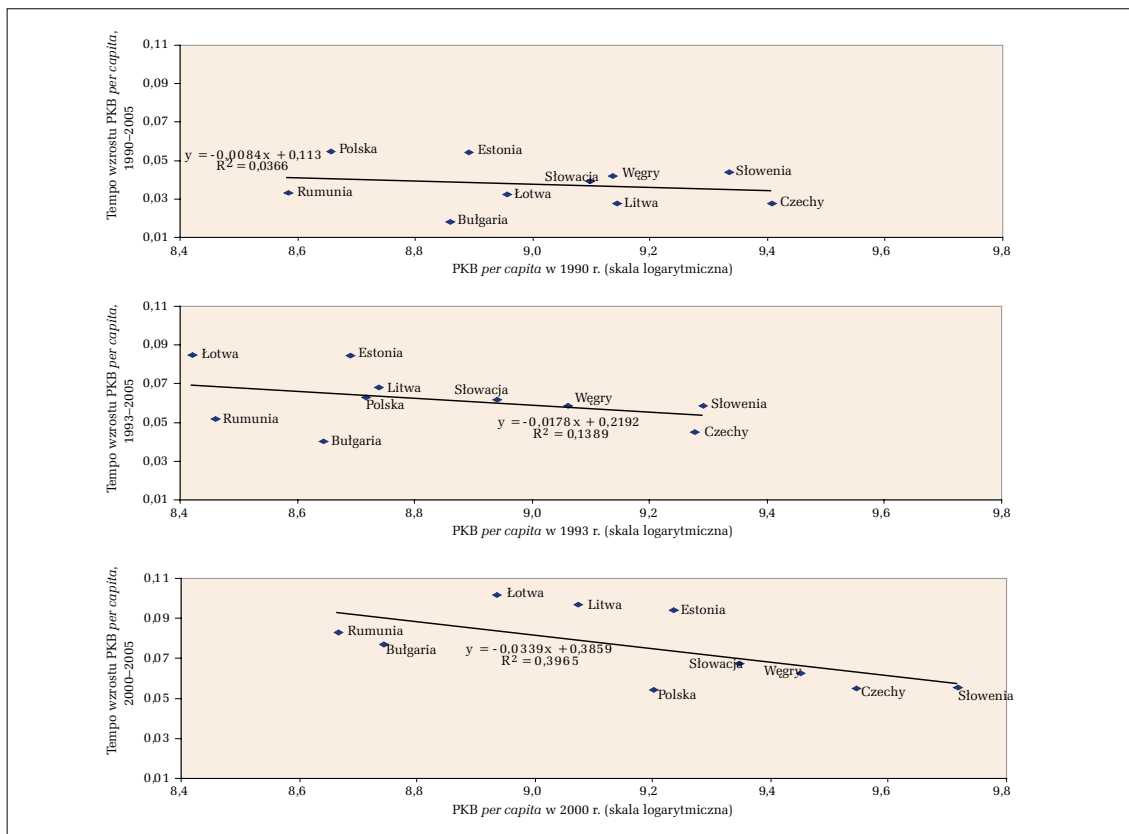
Źródło: opracowanie własne.

ma nachylenie ujemne, przy współczynniku determinacji równym 72,4% i istotnej zmiennej objaśniającej. Warto jednak zaznaczyć, że zróżnicowanie dochodów najbardziej zmniejszyło się w latach 1990–1998. W 1998 r. różnice poziomu dochodów na 1 mieszkańca osiągnęły minimum. Od tego czasu zaczęły rosnąć i oszacowana linia trendu dla lat 2000–2005 ma już nachylenie dodatnie.

7. Konwergencja w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Wyniki badań nad konwergencją dla 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej przedstawiono w tabeli 10 i na wykresie 7 (zbieżność β) oraz w tabeli 11 i na wykresie 8 (zbieżność σ).

Wykres 7. Zbieżność β w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 10. Wyniki regresji zbieżności β dla 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność β	β
1990–2005	0,1130	-0,0084	0,82	-0,55	0,435	0,596	0,0366	tak	0,0090
1993–2005	0,2192	-0,0178	1,58	-1,14	0,153	0,289	0,1389	tak	0,0201
2000–2005	0,3859	-0,0339	2,84	-2,29	0,022	0,051	0,3965	tak	0,0371

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 11. Wyniki regresji zbieżności σ dla 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność σ
1990–2005	0,2815	0,0018	24,36	1,55	0,000	0,145	0,1457	nie
1993–2005	0,3152	-0,0014	34,30	-1,20	0,000	0,256	0,1156	tak
2000–2005	0,3321	-0,0094	223,70	-24,76	0,000	0,000	0,9935	tak

Źródło: opracowanie własne.

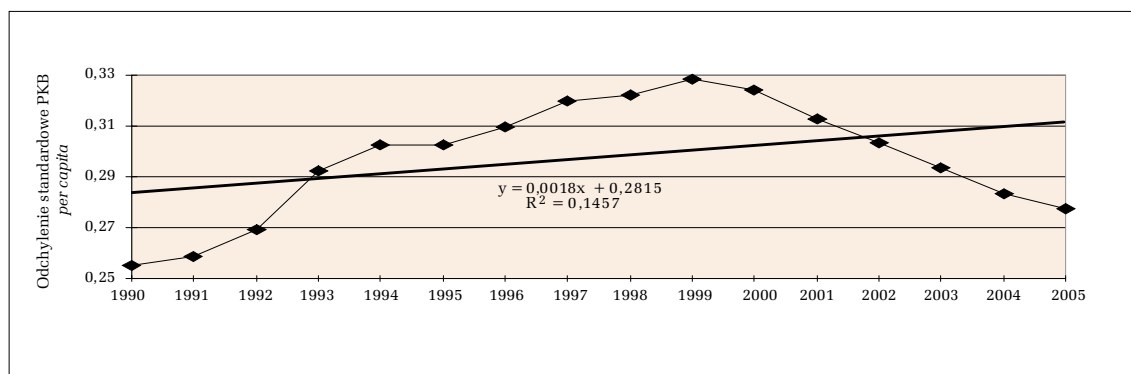
Ścieżki wzrostu gospodarczego w grupie 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej potwierdzają – choć w różnym stopniu – występowanie konwergencji β . Dla wszystkich analizowanych przedziałów czasowych uzyskaliśmy ujemną zależność między tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu *per capita*.

Zależność ta jest najsłabsza w całym badanym okresie. Dla lat 1990–2005 dopasowanie linii regresji do danych empirycznych jest bardzo słabe: $R^2 = 3,7\%$, a zmienna objaśniająca jest wysoce nieistotna. Ilustruje to górna część wykresu 7, gdzie trudno dostrzec wyraźną zależność między początkowym poziomem rozwoju (PKB na 1 mieszkańca) a późniejszym tempem wzrostu gospodarczego. Jednak wraz ze skracaniem okresu analizy zjawisko konwergencji w grupie 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej staje się coraz lepiej widoczne. Współczynniki determinacji są coraz wyższe, a zmienna reprezentująca początkowy poziom dochodu staje się coraz bardziej istotna. Dla lat 2000–2005 współczynnik determinacji wynosi już 39,7%, a poziom istotności zmien-

nej objaśniającej jest równy 5,1%. Przyspieszenie procesu zbieżności jest dobrze widoczne na wykresie 7. Na coraz niższych wykresach, odpowiadających coraz krótszym przedziałom czasowym, linia regresji staje się bardziej stroma, a dopasowanie punktów – coraz lepsze.

Dla lat 1993–2005 współczynnik szybkości konwergencji wynosi 2,01%. Wskazuje to na dość powolną zbieżność. Jeśli przeciętne tendencje rozwojowe z lat 1993–2005 utrzymają się, to grupa 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej będzie potrzebowała około 35 lat, aby zmniejszyć o połowę dystans w stosunku do wspólnego hipotetycznego stanu równowagi długookresowej.

W przypadku konwergencji σ analizowany okres 1990–2005 najlepiej jest podzielić na dwa podokresy. W latach 1990–1999 zwiększyło się zróżnicowanie poziomu dochodów w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak od 1999 r. zróżnicowanie poziomu PKB na 1 mieszkańca systematycznie się zmniejsza, co potwierdzają bardzo dobre własności statystyczne równania regresji dla okresu 2000–2005.

Wykres 8. Zbieżność σ w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Źródło: opracowanie własne.

8. Konwergencja w 8 krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Wyniki badań konwergencji 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej przedstawiają tabela 12 i wykres 9 (zbieżność β) oraz tabela 13 i wykres 10 (zbieżność σ).

Spośród wszystkich analizowanych tu grup krajów wzrost gospodarczy w 8 państwach Europy Środkowo-Wschodniej dostarcza najsilniejszych dowodów na występowanie konwergencji β . Dla wszystkich okresów uzyskano ujemną zależność między początkowym poziomem rozwoju a tempem wzrostu gospodarczego przy zadowalających własnościach statystycznych równań regresji (współczynniki determinacji powyżej 40%, zmienna reprezentująca początkowy poziom dochodu istotna na poziomie co najmniej 10%). Słabiej rozwinięte nowe kraje członkowskie UE cechują się zatem systematycznie szybszym wzrostem gospodarczym niż wyżej rozwinięte kraje w tej grupie. Wyraźna zbieżność ścieżek wzrostu gospodarczego w tych krajach jest widoczna na wykresie 9. Na każdym z wykresów linia regresji ma ujemne nachylenie, a poszczególne punkty są dobrze do niej dopasowane.

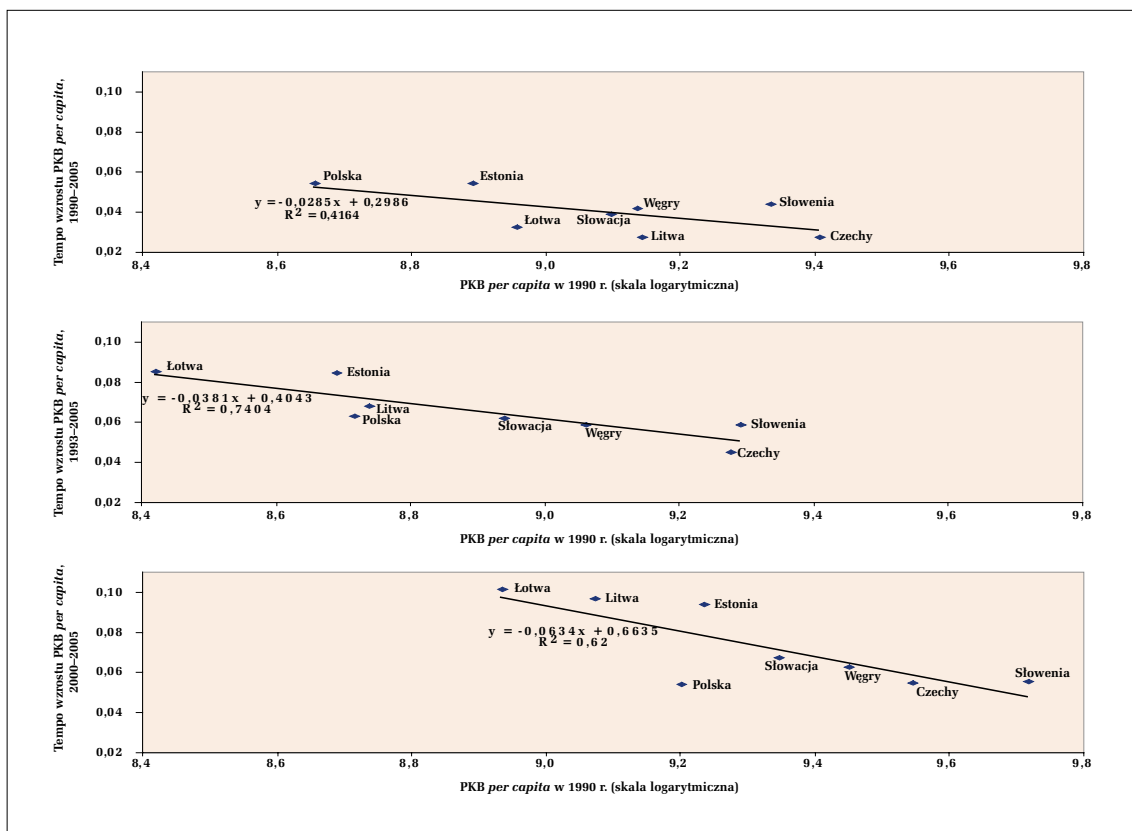
Zbieżność rozpatrywanych tu gospodarek staje się coraz szybsza wraz ze skracaniem okresu objętego ana-

lizą. Wskazują na to coraz wyższe wartości współczynnika szybkości konwergencji, przedstawione w ostatniej kolumnie tabeli 12, a także coraz większe nachylenia linii regresji na wykresie 9.

Dla okresu 1993–2005 współczynnik szybkości zbieżności wynosi 5,09%. Oznacza to, że jeśli w tej grupie krajów utrzymają się przeciętne tendencje rozwojowe z lat 1993–2005, to te kraje będą potrzebować około 14 lat, aby zmniejszyć o połowę dystans do wspólnego hipotetycznego stanu równowagi długookresowej.

Grupa 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej wykazuje również wyraźną zbieżność σ . Jak wynika z tabeli 13, dla każdego analizowanego okresu nachylenie linii trendu jest ujemne, a równania regresji charakteryzują się wysokimi wartościami współczynnika determinacji i istotnością zmiennej objaśniającej. Dla okresów 1993–2005 i 2000–2005 współczynniki determinacji przekraczają 90%. Wykres 10 wskazuje, że zróżnicowanie poziomów rozwoju w tej grupie zwiększyło się jedynie w latach 1991–1994 i nieznacznie w 1999 r. Jednak począwszy od 1994 r. (oprócz 1999 r.) zróżnicowanie poziomu PKB na 1 mieszkańca w badanych krajach systematycznie się zmniejszało.

Wykres 9. Zbieżność β w 8 krajach Europy Środkowo-Wschodniej



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 12. Wyniki regresji zbieżności β dla 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej

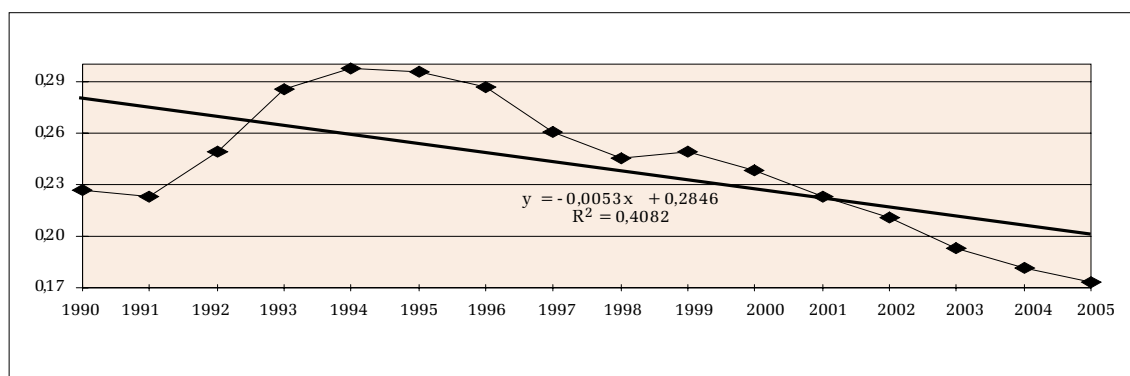
Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność β	β
1990–2005	0,2986	-0,0285	2,39	-2,07	0,054	0,084	0,4164	tak	0,0371
1993–2005	0,4043	-0,0381	4,94	-4,14	0,003	0,006	0,7404	tak	0,0509
2000–2005	0,6635	-0,0634	3,52	-3,13	0,013	0,020	0,6200	tak	0,0762

Źródło: opracowanie własne.
d;a

Tabela 13. Wyniki regresji zbieżności σ dla 8 krajów Europy Środkowo-Wschodniej

Okres	α_0	α_1	$t(\alpha_0)$	$t(\alpha_1)$	$p(\alpha_0)$	$p(\alpha_1)$	R^2	Zbieżność σ
1990–2005	0,2846	-0,0053	17,40	-3,11	0,000	0,008	0,4082	tak
1993–2005	0,3176	-0,0109	57,68	-15,66	0,000	0,000	0,9571	tak
2000–2005	0,2499	-0,0133	92,14	-19,16	0,000	0,000	0,9892	tak

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 10. Zbieżność σ w 8 krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Źródło: opracowanie własne.

9. Podsumowanie

Jak wskazują wyniki naszych badań, ścieżki wzrostu gospodarczego w 27 krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005 miały bardzo zróżnicowany przebieg. W rezultacie w grupie tej wystąpiły zarówno zjawiska konwergencji, jak i dywergencji. Najbardziej widoczna była konwergencja ścieżek wzrostu gospodarczego w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej z regionu Europy Środkowo-Wschodniej (UE-8 i UE-10). W szerszej zbiorowości, obejmującej 15 krajów Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej, nie było natomiast wyraźnej zależności między tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu *per capita*. Z kolei w przypadku państw WNP zależność tempa wzrostu gospodarczego od początkowego poziomu dochodu była dodatnia, co wskazuje na występowanie zjawiska dywergencji, czyli powiększania się rozpiętości między poziomami rozwoju.

Odmienne kierunki zależności w poszczególnych podgrupach sprawiają, że cała grupa 27 krajów post-

socjalistycznych w bardzo słabym stopniu zachowuje się zgodnie z hipotezą konwergencji. Istnieją też powody, by sądzić, że zaobserwowane zależności dla całej badanej zbiorowości są raczej przypadkowe i mają interpretację bardziej statystyczną aniżeli ekonomiczną. Grupa 27 krajów byłego bloku wschodniego jest bardzo heterogeniczna: należą do niej gospodarki pod bardzo wieloma względami różniące się między sobą. Z jednej strony mamy tu grupę 10 krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które w latach 2004 i 2007 uzyskały członkostwo w Unii Europejskiej. W krajach tych gospodarka rynkowa jest dość dobrze rozwinięta, reformy strukturalne związane z przebudową systemu ekonomicznego zostały w większości zakończone, a otoczenie instytucjonalne rynku jest zbliżone do tego, jakie istnieje w zaawansowanych gospodarkach rynkowych¹⁹. Kraje te są mocno powiązane ekonomicznie i politycznie z Europą Za-

¹⁹ Bardziej pogłębioną analizę postępu reform strukturalnych w tych krajach oraz wpływu reform na wzrost gospodarczy można znaleźć w: Rapacki (2006; 2007a; 2007b).

chodnią. Tworzeniu tych powiązań najbardziej sprzyjają pogłębiająca się integracja i coraz intensywniejsza wymiana gospodarcza w ramach Unii Europejskiej, obejmująca przepływy dóbr i usług, kapitału oraz siły roboczej. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej są też beneficjentami znacznych funduszy, które napłynęły i napływają z UE w ramach programów pomocowych, mających na celu niwelowanie różnic w poziomie rozwoju. Czynniki te sprawiają m.in., że grupa krajów UE-10, a zwłaszcza UE-8 jest stosunkowo jednorodna. Sprzyja to występowaniu – potwierdzonych w naszym badaniu – tendencji do konwergencji.

Z drugiej strony na skład analizowanej w tym opracowaniu zbiorowości państw postsocjalistycznych wchodzi kraje WNP. Są one grupą bardzo heterogeniczną i gdyby nie ich dawna przynależność do ZSRR, brak byłoby przesłanek zakwalifikowania ich do jednej grupy. Takie kraje jak np. Turkmenistan czy Azerbejdżan swój bardzo szybki wzrost gospodarczy zawdzięczają prawie w całości eksportowi surowców energetycznych (gazu i ropy naftowej). Na eksporcie gazu i ropy naftowej swój szybki wzrost opiera także Rosja. Ze względu na wielkość oraz duże znaczenie ekonomiczne, polityczne i militarne kraj ten należy jednak traktować inaczej niż pozostałe państwa WNP. Gospodarki niektórych krajów WNP, np. Turkmenistanu, Uzbekistanu i Białorusi, nie są gospodarkami rynkowymi. Wszystko to sprawia, że w przypadku krajów WNP nie jest spełnione jedno z podstawowych założeń przyjętych w tym badaniu, a mianowicie iż stan równowagi długookresowej (*steady-state*) dla wszystkich gospodarek jest taki sam. Dlatego m.in. grupa ta nie potwierdza występowania zjawiska konwergencji.

Duża heterogeniczność cechuje też grupę 15 państw Europy Środkowej i Południowo-Wschodniej. Czynnikiem ten można uznać za jedną z najważniejszych zmiennych wyjaśniających brak trwałej tendencji do konwergencji ścieżek wzrostu gospodarczego w tej grupie. Gospodarki krajów b. Jugosławii i Albanii znacznie różnią się od gospodarek nowych państw członkowskich UE z Europy Środkowej i Wschodniej. Wiele państw b. Jugosławii było zaangażowanych w konflikty wojenne, co osłabiło ich gospodarki. Z kolei w Bośni i Hercegowinie pomoc uzyskana z zagranicy przyczyniła się do sztucznego osiągnięcia nadzwyczaj szybkiego wzrostu gospodarczego. Ponadto kraje b. Jugosławii i Albania pozostają daleko w tyle pod względem reform gospodarczych, a instytucje gospodarki rynkowej są tam bardzo słabo rozwinięte.

Dla dopełnienia obrazu warto porównać uzyskane przez nas wyniki z wynikami innych badań empirycznych nad konwergencją. Analizy prowadzone przez innych autorów dotyczą przede wszystkim krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Sarajevs (2001) przeprowadza szczegółową analizę konwergencji dla 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej (10 nowych członków UE + Albania) na podstawie

rocznych danych dla lat 1991–1999. Badanie obejmuje przede wszystkim konwergencję w stosunku do UE-15, jednak analizowana jest też zbieżność między krajami Europy Środkowo-Wschodniej. Grupa 11 krajów Europy Środkowo-Wschodniej potwierdza występowanie absolutnej konwergencji typu β , niezależnie od przyjętej metody estymacji modelu regresji (autor stosuje różne dynamiczne modele panelowe). Wyraźna zbieżność występuje także w dwóch węższych podgrupach: 8 krajach Europy Środkowo-Wschodniej (nowi członkowie UE od 2004 r.) oraz 3 krajach bałtyckich. W grupie 5 krajów Europy Środkowo-Wschodniej (nowi członkowie UE od 2004 r. z pominięciem państw bałtyckich), 3 krajach o największych gospodarkach (Czechy, Polska i Węgry) oraz 3 krajach bałkańskich (Albania, Bułgaria i Rumunia) zbieżność jest już mniej widoczna (niektóre modele ją potwierdzają, inne zaś wykluczają).

Kaitila (2004) analizuje absolutną zbieżność typu β dla 7 krajów Europy Środkowo-Wschodniej (nowi członkowie UE od 2004 r. oprócz Słowenii). Okres analizy jest różny dla poszczególnych krajów. Rozpoczyna się w momencie zakończenia recesji transformacyjnej, tj. w roku o najniższej wartości PKB *per capita* (czyli między 1991 i 1994 r.), a kończy się w 2001 r. Wyniki pokazują, że istnieje ujemna zależność między średnim rocznym tempem wzrostu gospodarczego w tym okresie a poziomem dochodu w roku początkowym. Dopasowanie linii trendu do danych empirycznych jest wysokie ($R^2 = 0,66$), co wskazuje na wyraźną zbieżność typu β . Kaitila weryfikuje także występowanie konwergencji β na podstawie danych panelowych, tj. rocznych stóp wzrostu gospodarczego porównywanych z poziomem dochodu w roku poprzednim. Zbieżność ścieżek wzrostu gospodarczego w takich modelach jest już mniej wyraźna. Dla lat 1995–2001 zależność między tempem wzrostu gospodarczego a początkowym poziomem dochodu jest ujemna, a współczynnik konwergencji wynosi 3,4% ($R^2 = 0,11$)²⁰. Z kolei dla okresu 1994–2001 nie uzyskano statystycznie istotnych wyników.

Varblane i Vahter (2005) analizują absolutną zbieżność β w 10 krajach Europy Środkowo-Wschodniej w latach 1993–2004. W swoim badaniu wykorzystują dane uśrednione dla 4-letnich podokresów: 1993–1996, 1997–2000 i 2001–2004. Otrzymują w rezultacie po trzy obserwacje dla każdego kraju. PKB jest liczony w stosunku do średniego poziomu PKB *per capita* w krajach UE-15. Uzyskane wyniki zależą od zastosowanej metody estymacji równania regresji. W przypadku zwykłej metody najmniejszych kwadratów (*pooled least squares*) parametr stojący przy zmiennej reprezentującej początkowy poziom dochodu jest ujemny, ale nieistotny (poziom istotności = 0,707). Zdaniem autorów oznacza to brak tendencji konwergencyjnych. W bardziej zaawansowanej metodzie estymacji równania regresji (*fixed*

²⁰ Współczynnik ten jest obliczony według innej formuły niż podawany przez nas współczynnik szybkości zbieżności.

effects) parametr dla początkowego poziomu dochodu jest natomiast ujemny i istotny, co potwierdza występowanie konwergencji β .

Jak widać, uzyskane przez nas wyniki dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej są – ogólnie biorąc – zgodne z wynikami otrzymanymi przez innych autorów. Mimo różnic w długości okresu analizy, liczbie krajów, stosowanej metodologii wszystkie badania pokazują, że ścieżki wzrostu gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej potwierdzają występowanie zjawiska zbieżności.

Na zakończenie przywołamy jeszcze wyniki innych naszych badań, które pozwalają rzucić nieco więcej światła na instytucjonalne uwarunkowania wzrostu gospodarczego w byłych krajach socjalistycznych, w tym zwłaszcza na możliwy wpływ wybranych instytucji na zróżnicowanie tempa wzrostu w tej grupie krajów. Jak wcześniej wskazywaliśmy, zróżnicowanie przebiegu i zaawansowania reform strukturalnych oraz poziomu rozwoju instytucji jest jedną z głównych przyczyn trwałego braku tendencji konwergencyjnych w 27 krajach postsocjalistycznych przy jednoczesnej wyraźnej zbieżności ścieżek wzrostu homogenicznych gospodarek krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Problem ten jest przedmiotem innego opracowania (Rapacki 2006), w którym zostały przedstawione szczegółowe dane na temat przebiegu i wyników reform strukturalnych w krajach transformujących się wraz z analizą regresji pokazującą wpływ tych reform na wzrost gospodarczy.

Analiza ta wykazała na przykład, że zastosowanie kryterium ogólnego postępu reform strukturalnych powoduje, iż w rankingach międzynarodowych kraje UE-8 są klasyfikowane znacznie wyżej niż kraje Europy Południowo-Wschodniej, a tym bardziej kraje WNP. Obliczony przez nas na podstawie danych EBOR zagregowany wskaźnik zaawansowania transformacji systemowej wyniósł w 2005 r. 3,67 dla krajów UE-8, podczas gdy dla krajów Europy Południowo-Wschodniej i WNP był równy odpowiednio 3,05 i 2,56²¹. Duże zróżnicowanie krajów postsocjalistycznych pod względem stopnia zaawansowania transformacji systemowej jest właśnie jedną z przyczyn braku zbieżności ścieżek wzrostu gospodarczego w całej grupie. Tendencje konwergencyjne zaobserwowane w krajach UE-8 wynikają częściowo z homogeniczności tej grupy, czego dowodem jest m.in. podobne zaawansowanie reform instytucjonalnych. Dla krajów UE-8 najniższą wartość wskaźnika zaawansowania tych reform ma Słowenia (3,37), najwyższą zaś Węgry (3,92). Oznacza to, że różnica między najlepszym a najgorszym notowaniem jest nieduża i wynosi 0,55 pkt. W krajach Europy Południowo-Wschodniej zróżnicowanie wartości wskaźnika jest większe: od 2,57

w Bośni i Hercegowinie do 3,43 w Chorwacji, co daje rozpiętość 0,86 pkt. Z kolei w grupie krajów WNP rozpiętość ta jest jeszcze większa: od 1,30 w Turkmenistanie do 3,10 w Armenii, czyli 1,80 pkt. Dane te potwierdzają większą heterogeniczność tych dwóch grup krajów w porównaniu z krajami UE-8.

Różnice w zakresie zaawansowania reform strukturalnych w poszczególnych grupach krajów postsocjalistycznych można także odczytać z innych, bardziej szczegółowych wskaźników, np. postępów w prywatyzacji. W krajach UE-8 wskaźnik dużej prywatyzacji (średnia ocen) EBOR wyniósł w 2005 r. 3,75, a wskaźnik małej prywatyzacji – 4,3. Były to znacznie lepsze wyniki niż w krajach Europy Południowo-Wschodniej, gdzie średnie ocen wyniosły odpowiednio 3,24 i 3,72, oraz w krajach WNP (2,68 i 3,52).

Pod względem wolności gospodarczej nowe kraje członkowskie UE także wypadają lepiej aniżeli państwa Europy Południowo-Wschodniej i WNP. Skonstruowany przez Heritage Foundation wskaźnik wolności gospodarczej²² wyniósł w 2006 r. 2,26 dla krajów UE-8, podczas gdy dla krajów Europy Południowo-Wschodniej i WNP był znacznie niższy – odpowiednio 2,90 i 3,40.

Do podobnych wniosków prowadzi też analiza innych wskaźników zaawansowania reform strukturalnych (obejmujących takie obszary, jak warunki prowadzenia działalności gospodarczej, percepcja korupcji, zakres pośrednictwa finansowego i rozwój rynków finansowych) (Rapacki 2006). Potwierdza ona, że postęp reform strukturalnych i otoczenie instytucjonalne rynku są ważnymi zmiennymi wyjaśniającymi przebieg trajektorii wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1993–2005, w tym zwłaszcza przyczyny realnej dywergencji w całej badanej zbiorowości oraz podobieństwo wzorców rozwojowych w znacznie bardziej homogenicznej grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Warto na koniec zasygnalizować jeszcze jedną kwestię. W naszej analizie zjawiska konwergencji wykorzystujemy model neoklasyczny. Jak jednak wskazywaliśmy, zbieżność ścieżek wzrostu gospodarczego krajów Europy Środkowo-Wschodniej jest determinowana przede wszystkim przez podobne otoczenie instytucjonalne rynku oraz postęp reform strukturalnych, tj. przez czynniki o charakterze endogenicznym. Wskazuje to na celowość podjęcia dalszych, bardziej pogłębionych badań nad wzrostem gospodarczym w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (i szerzej, w całej grupie krajów postsocjalistycznych), w tym zwłaszcza przeprowadzenia analizy realnej konwergencji opartej na modelu wzrostu endogenicznego.

²¹ Wskaźnik zagregowany składa się z kilku składowych obejmujących takie obszary, jak prywatyzacja i restrukturyzacja przedsiębiorstw, rozwój rynków i konkurencji, sektor finansowy oraz infrastruktura. Wartości wskaźnika zawierają się w przedziale od 1 do 4,3. Im wyższy wskaźnik, tym większy postęp reform.

²² Wartości wskaźnika zawierają się w przedziale od 1 do 5. Im niższy wskaźnik, tym większy zakres wolności gospodarczej.

Bibliografia

- Barro R., Sala-i-Martin X. (2003), *Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge – London.
- EBRD (2005), *Transition Report 2005*, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- EBRD (2006), *Transition Report Update*, May, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- Kaitila V. (2004), *Convergence of Real GDP Per Capita in the EU15. How Do the Accession Countries Fit In?*, „Working Paper”, No. 25, European Network of Economic Policy Research Institutes, Brussels.
- Mankiw N.G., Romer D., Weil D.N. (1992), *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 107, No. 2, s. 407–437.
- Marelli E.P. (2006), *The Integration Process of the European Regions*, referat wygłoszony na 9. konferencji EACES, 7–9 września, Brighton.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2004a), *Real Economic Convergence in the EU Accession Countries*, „International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies”, Vol. 1, No. 3, s. 5–38.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2004b), *Economic Convergence in the EU Accession Countries*, w: Z. Matkowski (red.), *Composite Indicators of Business Activity for Macroeconomic Analysis*, „Prace i Materiały IRG”, nr 74, SGH, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2005a), *Zbieżność rozwoju gospodarczego w krajach Europy Środkowo-Wschodniej w stosunku do Unii Europejskiej*, „Ekonomista”, nr 3, s. 293–320.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2005b), *Real Economic Convergence in the EU Accession Countries*, w: E. Adamowicz, J. Klimkowska (red.), *Economic Tendency Surveys and Cyclical Indicators. Polish Contribution to the 27th CIRET Conference*, „Prace i Materiały IRG”, nr 75, SGH, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2006a), *Convergence of the Economic Growth of Accession Countries in Relation to the European Union*, w: D. Rosati (red.), *New Europe. Report on Transformation, XVI Economic Forum, Krynica, 6–9 September*, Instytut Studiów Wschodnich, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2006b), *Real Economic Convergence in the EU Accession Countries*, referat wygłoszony na 9. konferencji EACES, 7–9 września, Brighton.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2006c), *Czynniki wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych: analiza ekonometryczna*, referat wygłoszony na konferencji pt. „Ścieżki wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005: konwergencja czy dywergencja?”, Katedra Ekonomii II, SGH, 16 listopada, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2006d), *Zbieżność rozwoju gospodarczego krajów Europy Środkowo-Wschodniej do Unii Europejskiej*, w: M. Stawicka (red.), *Integracja a konkurencyjność przedsiębiorstw w UE*, Szkoła Wyższa im. B. Jańskiego, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2007a), *Economic Convergence Between the CEE-8 and the European Union*, „Eastern European Economics”, Vol. 45, No. 1, s. 59–76.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2007b), *Konwergencja poziomu dochodów*, w: M.A. Weresa (red.), *Polska. Raport o konkurencyjności 2007*, Instytut Gospodarki Światowej SGH, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2007c), *Convergence between the CEE-8 and EU-15*, w: D. Rosati (red.), *New Europe. Report on Transformation, XVII Economic Forum, Krynica-Zdrój, 5–8 September 2007*, Instytut Studiów Wschodnich, Warszawa.
- Matkowski Z., Próchniak M. (2007d), *Real Economic Convergence Between Central and Eastern Europe and the European Union*, referat wygłoszony na konferencji. „Economic Transition, Regional Growth, and Sustainable Development”, Chinese Economists Society, 28–30 lipca, Changsha.
- Próchniak M. (2006a), *Realna konwergencja typu beta (β) i sigma (σ) w świetle badań empirycznych*, „Zeszyty Naukowe”, nr 20, Kolegium Gospodarki Światowej SGH, Warszawa.
- Próchniak M. (2006b), *Konwergencja poziomu dochodów*, w: M.A. Weresa (red.), *Polska. Raport o konkurencyjności 2006*, Instytut Gospodarki Światowej SGH, Warszawa.
- Rapacki R. (2006), *Reforms strukturalne a zróżnicowanie ścieżek wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005*, referat wygłoszony na konferencji pt. „Ścieżki wzrostu gospodarczego w krajach postsocjalistycznych w latach 1990–2005: konwergencja czy dywergencja?”, Katedra Ekonomii II, SGH, 16 listopada, Warszawa.
- Rapacki R. (2007a), *Structural Reforms*, w: D. Rosati (red.), *New Europe. Report on Transformation, XVII Economic Forum, Krynica-Zdrój, 5–8 September 2007*, Instytut Studiów Wschodnich, Warszawa, s. 86–100.
- Rapacki R. (2007b), *Structural Reforms and Economic Growth Patterns in Transition Economies, 1990–2005*, referat wygłoszony na konferencji pt. „Economic Transition, Regional Growth, and Sustainable Development”, Chinese Economists Society, Changsha, 28–30 lipca.

- Sarajevs V. (2001), *Convergence of European transition economies and the EU: What do the data show*, „BOFIT Discussion Papers”, No. 13, Bank of Finland Institute for Economies in Transition, Helsinki.
- Solow R.M. (1956), *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 70, No. 1, s. 65–94.
- Varblane U., Vahter P. (2005), *An Analysis of the Economic Convergence Process in the Transition Countries*, University of Tartu, Tartu (Estonia) (tekst niepublikowany).
- Vojinovič B. (2006), *Convergence, Growth, Welfare and European Integration: Rate of Income Convergence in the New Members of the European Union; Empirical Assessment*, referat wygłoszony na 9. konferencji EACES, 7–9 września, Brighton.

Napływ kapitału bezpośredniego do krajów rozwijających się – wybrane zagadnienia ekonomiczne i prawne

Inflow of Direct Capital to Developing Countries – Selected Economic and Legal Problems

Elżbieta Czarny, Jerzy Menkes***

pierwsza wersja: 2 marca 2007 r., ostateczna wersja: 29 października 2007 r., akceptacja: 7 listopada 2007 r.

Streszczenie

W warunkach globalizacji gospodarki rośnie mobilność kapitału, siły roboczej i dóbr. Przedsiębiorstwa dzielą procesy produkcji na etapy realizowane w różnych krajach. Następuje ekspansja przedsiębiorstw wielonarodowych (*multinational enterprises*, MNEs). Poniżej analizujemy przyczyny i skutki powstawania filii firm z krajów uprzemysłowionych w krajach słabo rozwiniętych. Badamy, jakie bariery hamują dopływ kapitału bezpośredniego do krajów cierpiących jego największy niedobór. Zwracamy uwagę na to, że korzyści z eksportu kapitału bezpośredniego zależą nie tylko od cech struktur gospodarczych, lecz także od systemu politycznego oraz specyfiki instytucji w państwie przyjmującym. Podkreślamy znaczenie niedostatecznej ochrony prawnej inwestycji zagranicznych. Dowodzimy, że analiza opłacalności inwestowania za granicą wymaga uwzględnienia prawnej ochrony takiej inwestycji.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwa wielonarodowe, zagraniczne inwestycje bezpośrednie, kraje słabo rozwinięte, prawna ochrona własności zagranicznej, dwustronne umowy inwestycyjne

Abstract

Under the economic globalization mobility of capital, labor and goods is growing. Enterprises are dividing manufacturing process into stages located in different countries. An expansion of multinational enterprises (MNEs) follows. Below, we analyze the causes and results of the creation of branches by the enterprises originating from industrialized countries, in less developed countries. We conduct research on the nature of barriers that hinder the inflow of direct capital to the countries that lack it the most. We turn our attention to the fact, that the benefits from the inflow of foreign direct investments are dependent not only on the attributes of economic structure, but also on characteristics of political system and specific institutions in receiving state. We underline the meaning of insufficient legal protection of foreign direct investments. We prove that the analysis of cost – effectiveness of foreign investment requires taking into account the legal protection of such an investment.

Keywords: multinational enterprises, foreign direct investments, poorly – developed countries, legal protection of foreign investments, bilateral investment treaties

JEL: F21, F23, K33

* Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, e-mail: eczarny@onet.pl

** Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Międzynarodowych Organizacji Gospodarczych

1. Wstęp

Obecny poziom umiędzynarodowienia procesów gospodarczych pozwala mówić o globalizacji gospodarki. Rośnie mobilność kapitału, siły roboczej i dóbr, a w pewnej mierze także usług. Dokonuje się rewolucja technologiczna, której przejawami są rozprzestrzenianie się innowacji i spadek przeciętnych kosztów produkcji. Przedsiębiorstwa dzielą procesy produkcji na etapy realizowane w różnych krajach. Spadają koszty transakcyjne związane z prowadzeniem międzynarodowej działalności gospodarczej, w tym zwłaszcza koszt transportu i komunikacji. W konsekwencji czas i przestrzeń coraz słabiej ograniczają działalność gospodarczą. Dzięki technice teleinformatycznej zanikają granice między krajami. W dodatku pojedyncze kraje i ich grupy, zrzeszone m.in. w organizacjach międzynarodowych (np. WTO), liberalizują niektóre sfery działalności gospodarczej. W wielu krajach, zwłaszcza uprzemysłowionych, następuje urynkowanie i odchodzenie państwa od działalności gospodarczej.

Przejawem umiędzynarodowienia gospodarki jest ekspansja przedsiębiorstw wielonarodowych (*multinational enterprises*, MNEs)¹, definiowanych przez ekonomistów jako firmy zaangażowane w bezpośrednie inwestycje zagraniczne (*foreign direct investment*, FDI), będące właścicielami lub kontrolującymi działalność gospodarczą w więcej niż jednym kraju².

¹ Nazwa przedsiębiorstwo wielonarodowe (firma wielonarodowa) jest względnie wiernym tłumaczeniem na język polski angielskiej nazwy *multinational enterprise*. Jednak w literaturze przedmiotu używa się też w podobnym znaczeniu pojęć: firma (korporacja) transnarodowa, międzynarodowa albo ponadnarodowa. Niektórzy autorzy (zob. np. Geldner 1986) rozróżniają powyższe typy przedsiębiorstw, co bywa istotne z punktu widzenia np. prawa międzynarodowego. W tym tekście dla uproszczenia używamy wyłącznie pierwszej z wymienionych nazw, choć interesują nas wszystkie firmy zaangażowane w bezpośrednie inwestycje zagraniczne i kontrolujące działalność gospodarczą w więcej niż jednym kraju (co dotyczy wszystkich rodzajów firm wymienionych w tym przypisie).

² Według szerszej definicji formalnoprawnej, zawartej np. w artykule 1 pkt 1a polsko-niemieckiej umowy W sprawie popierania i wzajemnej ochrony inwestycyjnej (10 listopada 1991 r.), „[...] pojęcie „inwestycja” obejmuje wszelkie mienie, które inwestor jednej umawiającej się strony inwestuje na terytorium drugiej umawiającej się strony zgodnie z jej ustawodawstwem, a w szczególności własność ruchomości i nieruchomości oraz wszelkie inne prawa rzeczowe, takie jak hipoteka i prawo zastawu, akcje, udziały oraz inne rodzaje uczestnictwa w spółkach, roszczenia pieniężne do kwot wydatkowanych na stworzenie wartości gospodarczej lub roszczenia do świadczeń mających wartość gospodarczą, prawa autorskie, prawa własności przemysłowej, procesy technologiczne, znaki handlowe, nazwy handlowe, *know-how* i *goodwill*, prawa do działalności przemysłowej mającej wartość gospodarczą, włącznie z prawami do poszukiwania, badania, eksploatacji lub wydobycia zasobów naturalnych, wykonywane na podstawie zezwolenia wydanego zgodnie z ustawodawstwem Umawiającej się Strony, na której terytorium dokonywana jest inwestycja, lub zezwolenia wynikającego z odpowiedniego porozumienia”. Z kolei w umowie polsko-amerkańskiej O stosunkach handlowych i gospodarczych z 21 marca 1999 r., w artykule 1 pojęcie „inwestycja” obejmuje:

„1. dobra materialne i niematerialne, w tym prawa takie jak hipoteka, prawo zatrzymania i zastaw;
2. spółkę, akcję lub inne udziały w spółce lub prawa do jej mienia;
3. roszczenia pieniężne lub roszczenia o określone świadczenia mające wartość gospodarczą związane z inwestycją;
4. własność intelektualną, w tym między innymi, prawa odnoszące się do prac literackich i artystycznych, włączając nagrania dźwiękowe, patentów, wzorów przemysłowych, dokumentacji projektowej topologii półprzewodnikowych układów scalonych, tajemnic handlowych oraz znaków towarowych, znaków usługowych i nazw handlowych
oraz
5. jakiegokolwiek uprawnienie wynikające z prawa lub umowy lub jakiegokolwiek koncesje i zezwolenia wydane zgodnie z prawem”.

Definicje prawne inwestycji są sformułowane w BITs (*Bilateral Investment Treaties*). Choć każda umowa różni się od pozostałych, to zauważalna jest ich wzajemna niesprzeczność.

Poniżej koncentrujemy uwagę na inwestycjach zagranicznych, polegających na zakładaniu zagranicznych filii przedsiębiorstw wielonarodowych i prowadzeniu przez nie działalności. W szczególności analizujemy przyczyny i skutki powstawania filii firm z krajów uprzemysłowionych w krajach słabo rozwiniętych. Badamy, jakie bariery hamują dopływ kapitału bezpośredniego do krajów cierpiących jego największy niedobór. Zwracamy uwagę na to, że korzyści z eksportu kapitału bezpośredniego zależą nie tylko od cech struktur gospodarczych, lecz także od systemu politycznego oraz specyfiki instytucji w państwie przyjmującym. Podkreślamy przy tym znaczenie niedostatecznej ochrony prawnej inwestycji zagranicznych. Dowodzimy, że analiza opłacalności inwestowania za granicą wymaga uwzględnienia prawnej ochrony takiej inwestycji.

Koncentrujemy uwagę na najważniejszych – naszym zdaniem – problemach prawnych i ekonomicznych. Mamy jednak świadomość, że analiza działalności firm wielonarodowych obejmuje problematykę bardziej interdyscyplinarną (m.in. dotyczy aspektów socjologicznych i politologicznych).

2. Firmy wielonarodowe w gospodarce światowej

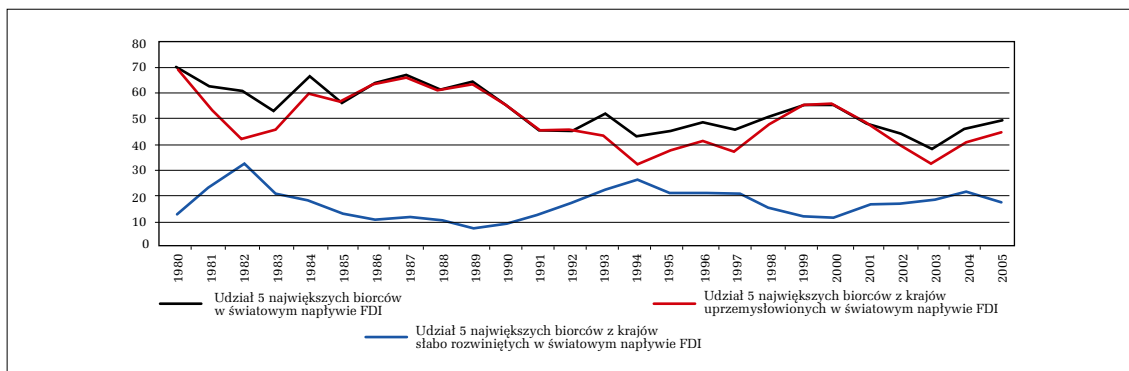
O tym, że firmy wielonarodowe zajmują ważne miejsce w gospodarce światowej, świadczą dane empiryczne³. W 2005 r. było 77 000 firm wielonarodowych, a liczba ich filii zagranicznych sięgała 770 000. Filie MNEs wytworzyły wówczas wartość dodaną równą 4 500 mld USD. Zatrudniały około 62 mln pracowników, podczas gdy w 1982 r. było ich tylko 18 mln (zob. World Investment Report, różne lata). Filie eksportowały dobra i usługi o wartości przekraczającej 4 000 mld USD. MNEs pochodzą głównie z krajów Triady, złożonej z Unii Europejskiej, Japonii i Stanów Zjednoczonych. W 2004 r. przypadało na nią 85 spośród 100 największych firm wielonarodowych⁴.

Przychody największych MNEs są wyższe od produktów krajowych brutto wielu krajów. Na przykład przychody Exxonmobil (291,3 mld USD) były w 2005 r. większe niż produkt krajowy brutto Austrii (ponad 275 mld USD) oraz Szwecji (270,5 mld USD). Z kolei przychody Forda (171,7 mld USD) przewyższały PKB Węgier

³ Pełna dokumentacja danych empirycznych dotyczących firm wielonarodowych – zob. różne wydania raportu UNCTAD *World Investment Report*; zob. też Czarny, Kleinert (2004).

⁴ Niekiedy za składniki Triady uznaje się całą Amerykę Północną (nie zaś USA) oraz Azję Wschodnią z Singapurem, Hongkongiem, Koreą Południową i Tajwanem (a nie Japonię). Taka „powiększona” Triada wytwarzała w latach 90. XX w. prawie 50% światowego PKB, a odpływ jej zagranicznych inwestycji bezpośrednich stanowił 95% odpływów światowych – zob. Zorska (1998, s. 9).

Wykres. Koncentracja strumieni FDI: udział 5 największych biorców w światowym napływie FDI w latach 1980-2005



Źródło: UNCTAD (2006, s. 4).

(169,9 mld USD), a przychody Royal Dutch/Shell Group (265,2 mld) – PKB Szwajcarii (236,9 mld)⁵.

W 2005 r. napływ FDI zwiększył się o 29% w porównaniu z poprzednim rokiem i osiągnął wartość 916 mld USD. Nadal jednak daleko mu do wartości z rekordowego 2000 r., kiedy sięgał 1 400 mld USD. Napływ kapitału bezpośredniego do krajów uprzemysłowionych był równy 542 mld USD, co oznacza jego roczny wzrost o 37%. Osiągnięty został największy w dotychczasowej historii napływ FDI do krajów słabo rozwiniętych (*developing countries*) równy 334 mld USD. W sumie udział krajów uprzemysłowionych w światowym napływie FDI wynosi 59%, a krajów słabo rozwiniętych 36%. UNCTAD szacuje, że w 2006 r. przepływy FDI ponownie wzrosły i sięgają 1 200 mld USD. Szczególnie zwiększył się napływ FDI do krajów uprzemysłowionych (800 mld USD). Rekordowy napływ zanotowały Afryka (38 mld USD) oraz Azja i Oceania (230 mld). Chociaż kraje słabo rozwinięte przyciągają coraz więcej FDI, niepokoi fakt, że filie MNEs powstają w niewielu z nich (30 największych krajów – biorców inwestycji zagranicznych przyciągało na przełomie wieków prawie 100% napływu FDI; na wykresie widać, że z kolei udział 5 największych biorców oscyluje między 8% a 30%).

3. Przyczyny przepływu kapitału bezpośredniego z krajów uprzemysłowionych do krajów słabo rozwiniętych

Przepływem kapitału bezpośredniego zainteresowano się w latach 50. XX w., kiedy badano przyczyny tworzenia filii amerykańskich firm w Europie i Ameryce Po-

⁵ Dane dotyczące FDI z lat 2004–2005 pochodzą ze strony internetowej unctad.org/en/docs/wir2006overview_en.pdf, data wejścia: 14.02.2007; szacunkowe dane nt. FDI z 2006 r. zob. unctad.org/en/docs/iteiamisc20072_en.pdf; data wejścia: 14.02.2007. Z kolei dane dotyczące PKB wybranych krajów zamieszczono na stronie internetowej [en.wikipedia.org/List_of_countries_by_GDP\(PPP\)](http://en.wikipedia.org/List_of_countries_by_GDP(PPP)), data wejścia: 17.02.2007. Dane dotyczące PKB zostały podane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (IMF) według parytetu siły nabywczej (*purchasing power parity*, PPP), uwzględniającego względny koszt życia i stopę inflacji w poszczególnych krajach. Dokonane przez autorów porównanie przychodów ze sprzedaży i PKB państw jest uproszczeniem. Przychód jest bowiem iloczynem ceny jednostkowej i sprzedanej ilości towaru, nie uwzględnia zatem kosztu produkcji. Lepiej byłoby porównywać zyski firm (przychód minus koszt) i PKB, jednak dane dotyczące zysków firm zwykle nie są dostępne.

łudniowej. Przedmiotem analizy była zatem ekspansja firm z kraju uprzemysłowionego do krajów względnie słabiej rozwiniętych. Koncentrowano wówczas uwagę na cechach branż tworzących jednostki produkcyjne za granicą oraz na charakterystyce krajów będących eksporterami i importerami kapitału. Rzadko jednak uogólniano poczynione ustalenia.

Twórcą popularnej ówczesznie teoretycznej koncepcji objaśniającej przyczynę przepływu kapitału z krajów uprzemysłowionych do słabiej rozwiniętych jest Mundell (1957), który koncentrował uwagę na międzynarodowych różnicach wysokości stóp procentowych stanowiących wynagrodzenie kapitału. Obecność tych różnic wynikała z odmiennego wyposażenia państw w kapitał. W zasobnych weń krajach uprzemysłowionych cena kapitału była niska, zaś w ubogich pod tym względem krajach słabiej rozwiniętych – wysoka. Różnice zanikały albo dzięki handlowi międzynarodowemu, albo dzięki przepływowi kapitału z krajów weń zasobnych do ubogich. Według Mundella handel międzynarodowy i międzynarodowe przepływy kapitału są wobec siebie substytutami.

Mundell traktował jednak bezpośrednie inwestycje zagraniczne tak samo, jak inne formy międzynarodowego przepływu kapitału (np. zagraniczne kredyty bankowe oraz inwestycje portfelowe) i nie badał osobno powstawania zagranicznych jednostek produkcyjnych. Jego podejście nie pozwalało więc odpowiedzieć na pytanie, dlaczego po II wojnie światowej inne formy eksportu kapitału zostały wyparte przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne⁶.

W latach 60. analiza przepływu kapitału bezpośredniego z krajów uprzemysłowionych do słabiej rozwiniętych koncentrowała się wokół problemów rozwoju technicznego. Powstały wówczas teorie luki technologicznej Posnera (1961) oraz cyklu życia produktu

⁶ Równocześnie jednak Mundell opisał substytucyjny charakter handlu i FDI, który ujawnił się w praktyce gospodarczej po powstaniu w 1958 r. Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Cła na amerykański import zahamowały wówczas rozwój handlu, stając się przyczyną napływu amerykańskiego kapitału bezpośredniego na teren Wspólnoty.

Vernona (1966). Zgodnie z nimi korzyści komparatywne (względne) poszczególnych krajów zmieniają się w czasie przechodzenia produktu przez fazy: innowacji, dojrzewania oraz standaryzacji. Nowinki techniczne powstają u liderów technologicznych wywodzących się zazwyczaj z krajów uprzemysłowionych. Na początku są sprzedawane wyłącznie na rodzimym rynku pierwotnego wytwórcy (pierwsza faza cyklu życia produktu). Ze względu na nowoczesność i wysoką jakość, produkty takie są bowiem drogie, a w konsekwencji dostępne tylko dla bogatych nabywców. W drugiej fazie cyklu cena produktu spada, ponieważ wytwórca doskonali technikę i organizację produkcji (postępuje proces uczenia się). Dodatkową przyczyną obniżki ceny bywa spadek kosztu przeciętnego w miarę wzrostu produkcji. Tak jest m.in. dlatego, że koszt badań nad nowym produktem i dostosowania maszyn do jego wytwarzania rozkłada się na większą liczbę jednostek⁷. Produkt zaczyna być dostępny także w krajach o niższym poziomie dochodu. Staje się przedmiotem masowej produkcji i konsumpcji (dobrem standardowym). Może być wytwarzany wyłącznie przez pierwotnego wytwórcę, np. ze względu na prawną ochronę produktu (procesu produkcji) – ujmowaną normatywnie jako „prawa własności” oraz *goodwill*⁸, a także „prawa własności przemysłowej, takie jak patenty (...), wzory przemysłowe i użytkowe, procesy techniczne, *know-how* (...) oraz *goodwill*”⁹. Wówczas staje się przedmiotem eksportu. W miarę wzrostu produkcji koszt badań nad produktem staje się coraz mniej istotnym składnikiem kosztów np. w porównaniu z wydatkami na pracę czy surowce. Twórca produktu szuka wobec tego miejsc, w których – dzięki tamtejszym korzyściom komparatywnym – mógłby go wytwarzać jeszcze taniej. Równocześnie pojawiają się naśladowcy, którzy wytwarzają podobne produkty. Ich obecność dodatkowo motywuje lidera do szukania tańszych lokalizacji produkcji. Nadają się do tego kraje słabo rozwinięte z tanią siłą roboczą lub względnie łatwo dostępnymi zasobami naturalnymi. Transfer technologii często przyjmuje wówczas postać inwestycji bezpośrednich. Produkt masowy staje się przedmiotem eksportu z kraju słabo rozwiniętego (także do kraju jego pierwotnego wytwórcy). Równocześnie z kraju pochodzenia MNE do kraju, w którym powstała filia, importowane są dobra inwestycyjne (np. maszyny), a niekiedy także zaawansowane technologicznie półprodukty i podzespoły.

⁷ Ekonomisci mówią w tym kontekście o występowaniu rosnących korzyści skali produkcji, definiowanych jako spadek kosztu przeciętnego wraz ze wzrostem produkcji (przy stałych cenach czynników wytwórczych). Rosnące korzyści skali często wynikają z konieczności poniesienia dużego początkowego kosztu inwestycji (w opisanym tu przypadku chodzi głównie o duży nakład na badania poprzedzające wytworzenie nowinki technicznej). W branżach cechujących się obecnością rosnących korzyści skali w przedsiębiorstwie opłacalna jest duża skala produkcji pojedynczego wytwórcy (szerzej zob. Czarny 2006, rozdz. 3).

⁸ Tak jest w umowie polsko-brytyjskiej o popieraniu i ochronie inwestycji; Dz.U. z 1988, nr 12, poz. 93.

⁹ Tak jest w umowie polsko-austriackiej o popieraniu i ochronie inwestycji; Dz.U. z 1989, nr 54, poz. 321.

Przepływ kapitału bezpośredniego powoduje powstanie nowych strumieni handlu. Inwestycje bezpośrednie i wymiana towarowa stają się zatem komplementarne.

Koncepcje Posnera i Vernona rozwinął i uzupełnił Kojami, nawiązujący do modelu klucza dzikich gęsi Akamatsu (zob. Akamatsu 1961; Kojama 1975, 1977; Ozawa 2007). Według Kojimy z upływem czasu kraje wysoko rozwinięte tracą przewagę komparatywne w produkcji dóbr względnie pracochłonnych z powodu wysokiego kosztu lokalnej siły roboczej. Za pośrednictwem FDI przenoszą więc produkcję takich dóbr do krajów słabo rozwiniętych, gdzie siła robocza jest tańsza. Wraz z eksportem kapitału następuje eksport technologii. Kojima pisze, że rozwój przemysłu zatacza koło, przechodząc od importu dóbr finalnych, przez ich rodzimą produkcję, późniejszy eksport aż do eksportu kapitału w formie FDI, czego następstwem jest ponowny import produktu z zagranicznej filii krajowego MNE. Kojima zwraca uwagę, że taki cykl rozwojowy występuje nie tylko w krajach uprzemysłowionych, lecz także w krajach słabo rozwiniętych, które mogą wykorzystać szanse stwarzane przez napływ FDI. Przykładem takiego doganiania liderów są „azjatyckie tygrysy”, które z importerów dóbr i kapitału zmieniły się w światowe potęgi w eksporcie dóbr i wywozie kapitału¹⁰. Kojima podkreśla w tym kontekście komplementarność handlu międzynarodowego i FDI¹¹.

Kolejny sposób objaśniania przyczyn tworzenia filii firm z krajów uprzemysłowionych w krajach słabo rozwiniętych koncentruje uwagę na znaczeniu aktywów niematerialnych, którymi dysponuje przedsiębiorstwo macierzyste. Zgodnie z tzw. podejściem eklektycznym (inaczej zwanym OLI)¹², o zakładaniu filii za granicą decydują trzy czynniki: własność (od ang. O – *ownership*), lokalizacja (L – *location*) i internalizacja (I – *internalization*). Tworzenie filii za granicą jest opłacalne wtedy, kiedy spełnione są trzy warunki. Po pierwsze, firma osiąga korzyści z posiadania praw własności, zwłaszcza wiedzy o produkcie (procesie jego wytwarzania), która nie jest powszechnie dostępna i daje firmie przewagę nad rywalami (składnik O). Po drugie, lokalizacja filii (L) jest najlepsza z możliwych (przewaga absolutna, nie zaś komparatywna). Po trzecie, bardziej opłaca się prowadzenie działalności w ramach firmy (internalizacja,

¹⁰ Kojama (1977) zwraca jednak uwagę, że opisany przezeń scenariusz dotyczący japońskich FDI w krajach sąsiedzkich i jest odmienny od schematu działania amerykańskich MNE. Te ostatnie są bowiem najczęściej nastawione na produkcję dóbr zaawansowanych technologicznie w krajach ich zbytu. W związku z tym napływ kapitału z USA jest zwykle substytutem handlu (tę opinię potwierdzają wcześniejsze uwagi nt. amerykańskich FDI w EWG).

¹¹ O komplementarności handlu i FDI pisali również Schmitz i Helmlinger (1970). Gdyby kraj zasobny w kapitał i ubogi w surowiec potrzebny do produkcji dobra finalnego, chętnie nabywanego przez krajowych konsumentów, zainwestował w sektor wydobywczy kraju słabo rozwiniętego, ubogiego w kapitał i zasobnego we wspomniany surowiec, doszłoby nie tylko do przepływu kapitału w formie bezpośredniej, lecz także do intensyfikacji dwustronnej wymiany towarowej.

¹² Ujęcie eklektyczne opisał Dunning w licznych publikacjach (zob. np. Dunning 1974; 1993; 1999). Podobną koncepcję przedstawił Hymer w 1976 r.

I) niż zawieranie transakcji z kontrahentami zewnętrznymi. Jedną z podstawowych przyczyn opłacalności internalizacji działalności firmy jest niemożność przewidzenia wszystkich scenariuszy związanych z transakcją (czyli niemożność zawarcia kompletnego kontraktu) i obawa przed niesolidnością zewnętrznego kontrahenta¹³. Koncepcja OLI została zmodyfikowana i rozwinięta do spójnego i sformalizowanego ujęcia modelu kapitału opartego na wiedzy (*knowledge – capital model*) Markusena (2002).

Z kolei w myśl teorii kosztów transakcyjnych, będącej odmianą podejścia OLI, koncentrującej się na trzecim elemencie podejścia eklektycznego, firma podejmuje decyzję o utworzeniu filii na podstawie analizy kosztów transakcyjnych zawieranej transakcji. Przedsiębiorstwo chce omijać rynek (internalizować działalność) wówczas, gdy zawieranie transakcji z kontrahentami zewnętrznymi uważa za zbyt kosztowne¹⁴. Teoria kosztów transakcyjnych koncentruje więc uwagę na jednym z czynników wymienionych w podejściu OLI. Nie oznacza to, że ta teoria ignoruje kwestie własności i lokalizacji. Własność decyduje wszak o charakterze firmy i w konsekwencji o jej pozycji rynkowej. Z kolei porównanie kosztów transakcyjnych internalizacji działań i rezygnacji z niej rozstrzyga ostatecznie o lokalizacji filii.

Zarówno podejście eklektyczne, jak i teoria kosztów transakcyjnych traktują podejmowanie przez firmę produkcji za granicą jako alternatywę wobec jej komercyjnych kontaktów z firmami z zagranicy. Ponieważ celem przedsiębiorstwa jest zwykle maksymalizacja zysku, filię zagraniczną zakłada się wtedy, kiedy dzięki temu firma odnosi korzyści, które co najmniej rekompensują straty wynikające z niezajomości rynku, w tym zwłaszcza z ponoszenia ryzyka oraz kosztów koordynowania działalności międzynarodowej. Te korzyści mogą wynikać z posiadania przez firmę aktywów majątkowych oraz z dostępu do tańszych, niż będące do dyspozycji rywali, źródeł zasobów naturalnych i czynników produkcji.

Podejście OLI i teoria kosztów transakcyjnych pozwalają wyjaśnić, dlaczego firmy z krajów uprzemysłowionych lokują filie w krajach słabiej rozwiniętych. Jednak także one nie pozwalają stworzyć uniwersalnego modelu (schematu) postępowania firmy wielonarodowej. Jest to wynik różnorodności motywów postępowania MNEs zakładających filie zagraniczne. Może bowiem chodzić zarówno o zapewnienie dostępu do surowców, jak i o realizację celów strategicznych czy wykorzystanie międzynarodowych różnic w regulacjach prawnych. W dodatku w ciągu dekady na przełomie XX i XXI w. pojawiły się dodatkowe czynniki, które sprzyjają zagranicznym inwestycjom bezpośrednim. Chodzi o procesy liberalizacji i deregulacji, które sprzyjają otwie-

raniu się nowych rynków (zwłaszcza w telekomunikacji oraz usługach, np. finansowych).

Mortimore (1993) pisze o ewolucji podejścia do eksportu i importu dóbr oraz kapitału bezpośredniego. Początkowo celem FDI było znalezienie tanich źródeł surowców i siły roboczej (*factor – driven*). Oznaczało to handel produktami surowco- i pracochłonnymi. Następnie FDI napływały głównie do branż wytwarzających trwałe dobra konsumpcyjne oraz półprodukty (*investment – driven*), w handlu pojawiły się zaś także dobra inwestycyjne. W ostatnim z opisanych etapów FDI rzadziej niż poprzednio napływały do krajów słabo rozwiniętych. Tendencja do kierowania FDI do krajów uprzemysłowionych nasiliła się, gdy zaczęto je lokować w najnowocześniejszych branżach (tzw. branże oparte na wiedzy; *innovation – driven*).

Większość teoretycznych objaśnień genezy firm wielonarodowych zwraca uwagę na fakt, że zazwyczaj działają one na rynkach niedoskonale konkurencyjnych. W warunkach doskonałej konkurencji na rynku byłoby tak wielu sprzedawców i nabywców, że nie współpracowaliby ze sobą i nie decydowaliby o cenie produktu. Każdy producent dysponowałby doskonałą informacją o poczynaniach rywali i mógłby natychmiast wykorzystać stosowane przez nich rozwiązania techniczne. Nabywcy nie rozróżnialiby wyrobów poszczególnych firm, gdyż produkty byłyby jednorodne pod względem cech fizycznych i nie wyróżniałyby ich żadne znaki handlowe. Na takim rynku nie byłoby miejsca na komparatywne przewagi firm wielonarodowych. Niedoskonałość konkurencji na rynkach produktów i czynników wytwórczych pozwala im odnosić sukcesy. W przypadku rynku dóbr najistotniejsze są takie ograniczenia konkurencji, jak fizyczne zróżnicowanie produktu oraz jego zróżnicowanie za pomocą znaku handlowego (marki) i obecność rosnących korzyści skali produkcji (skoro zwiększanie produkcji pozwala obniżyć koszt przeciętny, na rynku jest miejsce dla skończonej – często niewielkiej – liczby firm). Rosnące korzyści skali występują także na rynku czynników wytwórczych obok takich niedoskonałości konkurencji, jak ograniczenia dostępu do kapitału albo ochrona prawna przewagi technologicznej. W takich przypadkach zakładanie filii zagranicznych pozwala unikać monopolistycznych zachowań kontrahentów. Jednak internalizacja określonej fazy procesu produkcji (np. wydobycia surowca) czyni firmę wielonarodową monopolistą i skłania do czerpania korzyści z dominującej pozycji rynkowej. W konsekwencji niedoskonałości konkurencji pozostają również wtedy, kiedy krajowego monopolistę zastępuje zagraniczny.

Mówiąc o różnych przyczynach zakładania zagranicznych filii przedsiębiorstw, warto rozróżnić pionowe i poziome przedsiębiorstwa wielonarodowe¹⁵. Mar-

¹³ Szerzej problem pana i sługi w kontekście problematyki firm wielonarodowych zob. Barba Navaretti (2004, s. 172–173).

¹⁴ Koncepcja ta pochodzi od Coase'a (1937); została rozwinięta m.in. w pracy: Williamson (1979).

¹⁵ W praktyce gospodarczej oprócz firm pionowych i poziomych występują jednostki o produkcji zróżnicowanej (produkcja poszczególnych filii nie jest wzajemnie powiązana ani poziomo ani pionowo). Określa się je mianem konglomeratów. Podstawową przyczyną ich powstawania jest chęć różnicowania ryzyka związanego z przedmiotem działalności.

kusen i Maskus (2002, s. 694–695) definiują te pierwsze jako firmy, które dzielą produkcję na etapy lokalizowane w krajach różniących się cechami rodzimych gospodarek. Z kolei poziome przedsiębiorstwa wielonarodowe rozwijają podobną działalność w różnych miejscach¹⁶. Ponieważ filie firm poziomych są zdecydowanie rzadziej zakładane w krajach słabo rozwiniętych niż filie przedsiębiorstw pionowych, poniżej koncentrujemy uwagę wyłącznie na tych ostatnich¹⁷.

Podstawą fragmentaryzacji produkcji, cechującej pionowe MNEs, są międzynarodowe różnice zasobności krajów w czynniki produkcji i – w konsekwencji – cen tych czynników¹⁸. Firmy tak dzielą produkcję między różne lokalizacje, żeby minimalizować koszty. Działalność pracochłonną prowadzą zatem w krajach zasobnych w siłę roboczą, ponieważ płace są tam względnie niskie. Z kolei półprodukty wymagające dużych ilości surowca wytwarzają w pobliżu miejsc jego wydobycia. Wymienione właśnie fazy produkcji często lokuje się w krajach słabo rozwiniętych. Kapitałochłonne i wymagające wiedzy technicznej (know how) scalanie elementów następuje natomiast w kraju uprzemysłowionym. Takie postępowanie pozwala firmie wykorzystać przewagi absolutne i komparatywne związane z różną lokalizacją produkcji. Daje jej też możliwość maksymalizowania zysku dzięki wykorzystaniu międzynarodowych różnic wysokości kursów walutowych, stóp podatkowych i subwencji rządowych wspierających wybrane rodzaje działalności gospodarczej, a także różnej struktury ceł i odmiennych cech rynków poszczególnych krajów. Na decyzje o lokalizacji może również wpływać chęć przedsiębiorców poszukiwania wolności od, subiektywnie ocenianych jako nadmierne, regulacji publiczno-prawnych. Inwestor wie oczywiście, że działalność na „terytorium bez prawa i bez szeryfa” oznacza zagrożenia będące np. konsekwencją braku lub niesprawności systemu prawnej ochrony własności. Podejmuje jednak ryzyko, jeśli – jego zdaniem – korzyści przewyższają koszty. Głównymi składnikami korzyści są w tym przypadku brak owej nadmiernej kontroli administracyjnej lub prawnego przeregulowania działalności gospodarczej.

¹⁶ Powstanie poziomej MNE wymaga istnienia korzyści lokalizacyjnych lub korzyści wynikających z obniżenia kosztów transakcyjnych albo kosztu zarządzania (*governance*) dzięki utrzymywaniu jednolitej kontroli nad wieloma jednostkami produkcyjnymi. Ich powstawanie może też wynikać z posiadania przez przedsiębiorstwo macierzyste specyficznych (często niematerialnych) aktywów majątkowych (*proprietary assets*), których produktywność jest wyższa od produktywności aktywów konkurentów (chodzi np. o wiedzę o tym, jak produkować taniej albo uzyskiwać produkt o wyższej jakości niż konkurenci, lub o posiadanie zastrzeżonego znaku handlowego). Firma może też przekonać nabywców, że jej wyrób różni się od wyrobów konkurentów i warto za niego zapłacić więcej niż za produkty rywali. Takie firmy są zwykle zakładane w krajach uprzemysłowionych o dużych rynkach wewnętrznych.

¹⁷ Wśród MNEs dominują dziś firmy poziome (piszą o tym np. Barba Navaretti i in. (2004, s. 6–11)). Wiąże się to z koncentracją FDI w branżach intensywnie wykorzystujących nowoczesne technologie i kapitał ludzki. Jednak to nie one są przedmiotem tej analizy.

¹⁸ Niekiedy powstanie pionowej MNE wiąże się z charakterem procesu produkcji. Na przykład po wytopieniu metalu taniej jest od razu robić odlewy o wybranych kształtach niż produkować sztabki, które dopiero później zostaną ponownie rozgrzane i uformowane. Taka specyfika powstawania firmy wielonarodowej nie wymaga, naszym zdaniem, osobnej analizy.

4. Ekonomiczne skutki napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich do krajów słabo rozwiniętych

W latach 60. i 70. XX w. kraje słabo rozwinięte ograniczały możliwości wchodzenia obcego kapitału na swoje terytorium. Obawiano się zbyt dużej siły ekonomicznej i politycznej firm zagranicznych. Sprzeciwiano się też wpływowi tych firm na gospodarkę krajów goszczących kapitał i – będącemu jego skutkiem – przenoszeniu kryzysów gospodarczych z krajów uprzemysłowionych do słabo rozwiniętych. Wynikało to z ideologii towarzyszącej zdobywaniu niepodległości. Proces dekolonizacji szybko uzupełniono elementami „antyimperializmu” i socjalizmu. W konsekwencji własność zagraniczną uznawano za nową formę kolonializmu (neokolonializm). Zachęty do prowadzenia polityki nastawionej na samodzielny rozwój gospodarczy płynęły z krajów bloku wschodniego, będących źródłem zarówno odpowiedniej ideologii, jak i praktyki.

Kraje słabo rozwinięte rzadko, co prawda, stosowały zakazy, natomiast często stawiały zagranicznym inwestorom warunki, które trudno było spełnić. Najczęściej wymagano lokalnego reinwestowania zysków osiągniętych na terenie państwa przyjmującego lub zakazywano wywozu zainwestowanego kapitału. Mogło to być niewygodne dla firm, które nie chciały zwiększać lub utrzymywać finansowego zaangażowania w danym kraju. Niekiedy zgoda na inwestycję była uzależniona od udziału w niej przedstawiciela lokalnego. W ten sposób powstawały tzw. wspólne przedsięwzięcia (*joint ventures*). Bywały one niekorzystne dla właścicieli kapitału zagranicznego. Po pierwsze, musieli się dzielić zyskiem z partnerem lokalnym. W dodatku władze kraju niekiedy wymuszały taki podział zysku, który faworyzował rodzimego partnera. Po drugie, trzeba było wtajemniczyć współwłaściciela w proces produkcji oraz sposób organizacji firmy, a więc upublicznić informacje będące źródłem przewagi przedsiębiorstwa. Po trzecie, partnerzy nie zawsze byli zgodni np. co do kierunków rozwoju przedsiębiorstwa i sposobu powoływania miejscowych pracowników na stanowiska kierownicze. Odmienna wizja zasad funkcjonowania firmy wynikała również z różnych systemów wartości partnerów reprezentujących MNE i kraj przyjmujący¹⁹. Wady *joint ventures* były przynajmniej częściowo równoważone ich zaletami. Najważniejszą z nich bezsprzecznie jest to, że partner lokalny zazwyczaj zna specyfikę własnego kraju, jego politykę i zwyczaje, co pozwala firmie zagranicznej zmniejszyć ryzyko związane z wchodzeniem na obcy rynek. Co więcej, w krajach niedemokratycznych i niepraworządnych często jedynie partner lokalny umożliwia porozumienie się z władzami, które podejmują woluntarystyczne decyzje. Jego posiadanie jest w takim

¹⁹ Przykładem kraju, który drastycznie ograniczał napływ kapitału zagranicznego, była Polska w latach 80. XX w. (szerzej zob. Czarny, Czarny 1992, 46–47).

przypadku warunkiem *sine qua non* funkcjonowania filii MNE w danym kraju.

W latach 80. i 90. coraz bardziej uświadamiano sobie korzyści z napływu kapitału bezpośredniego. Wynikało to głównie ze zmniejszenia napływu z zagranicy środków publicznych stanowiących pomoc polityczną, pochodzącą z ostro rywalizujących bloków (wschodniego i zachodniego), a także z wyczerpania prostych rezerw rozwojowych²⁰. W związku z tym coraz więcej krajów słabo rozwiniętych chciało uczestniczyć w międzynarodowym podziale pracy i tak modyfikowało politykę gospodarczą, by zachęcała inwestorów zagranicznych do zakładania filii w ich kraju. Liberalizowano politykę wobec firm wielonarodowych, a nawet przyznawano im przywileje (np. ulgi i zwolnienia podatkowe osiągające taki poziom, że stawały się przejawem dyskryminowania rodzimych przedsiębiorstw). Szukano w ten sposób nie tylko dodatkowych możliwości rozwoju, lecz także alternatyw wobec zagranicznych funduszy publicznych utraconych wraz z końcem „zimnej wojny”. Zapaść ZSRR i w ogóle bloku wschodniego spowodowała bowiem, że państwa te przestały wspierać rządy w krajach słabo rozwiniętych. Z kolei jedyne pozostałe hipermocarstwo, Stany Zjednoczone, zrezygnowało z dopłacania do źle rządzonych, niewydolnych gospodarczo i skorumpowanych gospodarek.

Do najważniejszych gospodarczych i społecznych korzyści z napływu kapitału bezpośredniego należy zwiększanie potencjału produkcyjnego i liczby miejsc pracy w kraju przyjmującym. Tak jest zwłaszcza w przypadku budowy nowych jednostek (*greenfield investment*) i rozbudowy istniejących. Dzięki MNE następuje przepływ technologii i wiedzy, które rozprzestrzeniają się na całą gospodarkę kraju przyjmującego. Może on stanowić zarówno zmaterializowany transfer aktywów niematerialnych (np. wiedzy upostaciowionej w maszynie), jak i transfer niematerialny (np. *know how*, prawo do wykorzystywania opatentowanych produktów). Takie transfery mogą ułatwić naśladowanie w lokalnych firmach technik stosowanych przez filie MNE oraz wykorzystanie tam zdobytej wiedzy po przejściu pracowników do lokalnych przedsiębiorstw. Osiąganie takich korzyści jest szczególnie istotne w przypadku krajów słabo rozwiniętych, w których niedobór własnego kapitału oraz wiedzy wymaga alternatywnych form rozwoju gospodarczego. W dodatku kapitał napływający w postaci FDI jest obecnie dominującym źródłem zewnętrznego finansowania gospodarki (Harrison 1994, s. 7; Barba Navaretti 2004, s. 280). Jego znaczenie rośnie w obliczu trwałego kryzysu zadłużenia i odmowy kredytowania krajów słabo rozwiniętych przez banki komercyjne.

Założenie filii firmy wielonarodowej stwarza warunki do zwiększenia efektywności działania firm rodzimych (np. dzięki przepływowi pracowników oraz

zaostrzeniu konkurencji). Ponieważ filie firm wielonarodowych mają wyższą wydajność pracy niż ich lokalni rywale, napływowi obcego kapitału towarzyszy dopływ wiedzy i doświadczenia, które pozwalają podnieść ogólną efektywność działania²¹. W konsekwencji zwiększają się zdolności technologiczne przedsiębiorstw w krajach względnie zacofanych.

Sceptycy twierdzą, że ów proces doganiania liderów wcale nie musi następować, ponieważ ci ostatni pracują nad kolejnymi nowościami. Jednak przeważa pogląd, że utrzymywanie luki technologicznej jest lepsze od jej powiększania. Krytycy firm wielonarodowych dodają, że wiedza nie zawsze dociera do miejscowych przedsiębiorstw. Niekiedy lokalne firmy wręcz ponoszą straty, ponieważ filia MNE przejmuje ich udziały zarówno w rynku krajowym, jak i światowym. Dyfuzja wiedzy miewa ograniczony zasięg także dlatego, że na wysokich stanowiskach w MNEs rzadko zatrudnia się miejscowych pracowników, a odpływ pracowników z firm zagranicznych do krajowych zazwyczaj jest względnie mały. Rozprzestrzenianie się wiedzy technicznej nie sprzyjają też luźne więzi obcych firm z lokalnymi poddostawcami oraz brak w filiach zagranicznych MNEs działów zajmujących się badaniami i rozwojem (R&D)²².

Jednak nawet jeśli firmy rodzime względnie mało korzystają z technologii stosowanych przez MNEs, to odnoszą z ich obecności inne korzyści. Firmy wielonarodowe lepiej niż rodzime (zwłaszcza pochodzące z małych krajów słabo rozwiniętych) znają możliwości zbytu na rynku światowym, co zmniejsza koszt uzyskania informacji oraz ryzyko niepowodzenia. Te pierwsze dysponują też rozbudowaną siecią powiązań handlowych, co obniża bariery wejścia na rynki różnych krajów. Firmy rodzime mogą wykorzystywać doświadczenie firm wielonarodowych, obserwując kierunki i strategie ich eksportu. MNEs przyczyniają się ponadto do rozwoju infrastruktury ułatwiającej prowadzenie współpracy gospodarczej z zagranicą. Chodzi zwłaszcza o tworzenie systemu informacji biznesowej i sieci komunikacji międzynarodowej. Korzystają z niej również firmy lokalne, co pozwala im obniżyć koszty transakcyjne sprzedaży. Uważa się jednak, że ostatnie z wymienionych korzyści mają małe znaczenie w przypadku oparcia rozwoju na branżach surowcowych cechujących się uzyskiwaniem niskiej wartości dodanej. Tak jest np. w rolnictwie. Ghana i Wybrzeże Kości Słoniowej prawie nie przetwarzają ziarna kakaowego na masło kakaowe, które sprzedawa-

²⁰ Na temat pomocy rozwojowej ZSRR i innych krajów Bloku Wschodniego pisze np. Szostak (1987).

²¹ Potwierdzenie tego stanu w badaniach empirycznych opisuje Cieślak (2005). Przedstawia on w szczególności przegląd światowej literatury dotyczącej pozytywnych efektów zewnętrznych towarzyszących napływowi FDI (s. 235 i nast.). Píše też o wpływie filii MNEs na wysokość plac i wielkość eksportu z poszczególnych regionów Polski (s. 252 i nast.). Warto przeczytać także podsumowanie wyników badań empirycznych (s. 269 i nast.).

²² Podejmowanie decyzji w firmach wielonarodowych jest względnie scentralizowane. Np. międzynarodowe firmy farmaceutyczne oraz chemiczne mają kwatery główne i centra badawcze w Stanach Zjednoczonych. Z kolei centra badawcze i produkcyjne Rossignola i Nike, produkujących odzież sportową, znajdują się we włoskiej Montebellunie.

łyby po wyższej cenie. Nigeria jest z kolei jednym z krajów sprzedających ropę naftową, nie zaś jej pochodne (zob. Nwanma 2004, s. 256). Dodatkową wadą takiego rozwoju jest pogłębianie się luki technologicznej wobec krajów uprzemysłowionych. Warunkiem doskonalenia bywa wszak uczenie się przez działanie (*learning by doing*), a rozwijając tylko przemysł surowcowy, nie rozwija się produkcji dóbr finalnych.

Zwraca się też uwagę na wyższość inwestorów zagranicznych nad krajowymi w przypadku prywatyzacji firm lub zmiany właściciela prywatnego. Jeżeli sprzedaż przedsiębiorstwa ma zwiększyć jego efektywność, właściciele krajowi mogą nie być w stanie sprostać takiemu zadaniu. Tak jest zwłaszcza wówczas, gdy sprzedaje się firmę rodzimym menedżerom. Istnieje wtedy obawa, że będą oni kontynuować te same działania, które wcześniej okazały się nieefektywne. Zwykle nie mają wiedzy i umiejętności radzenia sobie w gospodarce rynkowej. Co gorsza, mogą nadal oczekiwać od rządu pomocy finansowej i administracyjnego parasola ochronnego. Z kolei w przypadku sprzedaży firmy inwestorowi zagranicznemu zwiększa się prawdopodobieństwo „rozbierania” firmy (*asset stripping*), a więc pozbawiania jej najlepszych części, przez co pozostałe stają się niezdolne do samodzielnego funkcjonowania. W konsekwencji w długim okresie część firmy przestaje działać i zwalnia pracowników.

Dla kraju przyjmującego FDI korzystne jest i to, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne cechuje względnie mniejsza zmienność (*volatility*) niż przepływ kapitału krótkoterminowego. Z drugiej jednak strony firmy wielonarodowe są bardziej mobilne (*footlose*) niż przedsiębiorstwa rodzime, gdyż rozwijają za granicą te etapy produkcji, które są możliwie łatwe do przenoszenia między różnymi lokalizacjami²³. W konsekwencji firmy wielonarodowe uważa się za sprawców niestabilności miejsc pracy oraz wahań wysokości wpływów podatkowych w regionach lokalizacji FDI.

Wahania liczby miejsc pracy i wysokości wpłat podatkowych nie są jedynymi argumentami przeciwko przyjmowaniu filii firm wielonarodowych. Ich przeciwnicy twierdzą, że eksploatują one miejscową ludność i surowce, płacąc za nie niskie ceny. Uważają, że tak jest zwłaszcza w krajach słabo rozwiniętych. Tym poglądom przeczy jednak rzeczywistość potwierdzona badaniami empirycznymi (zob. np. Harrison 1994). Równocześnie warto przypomnieć, że firmy wielonarodowe działają w niedoskonale konkurencyjnych sektorach gospodarki. Te niedoskonałości rynków pozostają bez względu na to, czy firma dominująca na rynku jest krajowa, czy zagraniczna.

Osobną kwestią, istotną z punktu widzenia kraju przyjmującego filię, jest transfer dóbr i usług wewnątrz

firmy (*intra – firm trade*). Główny problem polega w tym przypadku na tym, że w transakcjach kupna i sprzedaży między jednostką macierzystą a filiami lub między filiami obowiązują inne ceny niż światowe (tzw. ceny transferowe). Ustalenie wysokości cen transferowych może mieć duże znaczenie zarówno dla kraju pochodzenia MNE, jak i państw przyjmujących jej filie. MNE opłaca się bowiem zaniżyć ceny dóbr wytwarzanych w filiach ulokowanych w krajach o najwyższej stopie podatkowej, zawyżając równocześnie wartość produkcji w krajach o niskiej stopie podatkowej. Może to oczywiście powodować straty krajów przyjmujących kapitał z powodu niższych podatków (od niższej ceny płaci się wszak niższy podatek) oraz – będących odsetkiem ceny – zysków partnera lokalnego (w przypadku *joint venture*). Warto jednak pamiętać, że to lokalne władze skarbowe i celne odpowiadają za przeciwdziałanie takim praktykom.

Kolejnym problemem związanym z obecnością filii MNEs jest wpływ podejmowanych przez nie działań na środowisko. Krytycy ekspansji przedsiębiorstw wielonarodowych podkreślają, że lokują one za granicą (zwłaszcza w krajach słabo rozwiniętych) produkcję szkodliwą dla środowiska i przenoszą tam względnie zafowane technologicznie urządzenia. Zwolennicy MNEs mówią o przewadze technologicznej tych firm i ich pozytywnym wpływie na środowisko. Dean i Lovely (2007), badające ten problem na przykładzie Chin, dowodzą, że dzięki FDI stan środowiska naturalnego zdecydowanie się tam poprawił. Zmniejszyła się bowiem emisja większości szkodliwych substancji przypadających na jednostkę produkcji.

Działalność firm wielonarodowych wpływa ponadto na strukturę i saldo bilansu handlowego²⁴ kraju pochodzenia MNE oraz krajów, w których lokowane są filie. Działalność filii MNE przyczynia się do poprawy bilansu handlowego kraju jej lokalizacji, jeżeli wytwarzane przez nią produkty są sprzedawane na rynkach zagranicznych. Napływ FDI pozytywnie wpływa na saldo bilansu handlowego kraju przyjmującego kapitał również wtedy, kiedy produkcja filii MNE jest nastawiona na sprzedaż na rynku wewnętrznym i zastępuje import. W tym przypadku często chodzi bowiem o trwałe dobra konsumpcyjne, a kraje słabo rozwinięte są zwykle zbyt biedne, by ich rynek był atrakcyjnym miejscem sprzedaży. Powstanie filii MNE może też powodować pogorszenie salda bilansu handlowego kraju przyjmującego kapitał, jeżeli kupuje ona maszyny, półprodukty lub surowce w firmie macierzystej lub filii własnego przedsiębiorstwa ulokowanej w innym kraju²⁵.

²⁴ Bilans handlowy jest to zestawienie eksportu i importu dóbr w pewnym okresie (najczęściej roku).

²⁵ Dodatkowym skutkiem, niekorzystnym z punktu widzenia kraju przyjmującego kapitał, bywa wypieranie dotychczasowego eksportu miejscowego dostawcy przez produkcję filii MNE. Tak jest jednak wówczas, gdy firmy rodzime wytwarzają podobne produkty jak MNE, co jednak rzadko dotyczy firm mających filie w krajach słabo rozwiniętych.

²³ Według Flama (1994) tak zachowują się amerykańscy producenci półprzewodników zakładający filie zagraniczne. Z kolei Hood i Young (1997) piszą o względnie dużej mobilności firm wielonarodowych w porównaniu z przedsiębiorstwami rdzennymi brytyjskimi.

Działalność firm wielonarodowych może też wpływać na bezpieczeństwo i niezależność kraju przyjmującego. Takie przedsiębiorstwa mogą bowiem oddziaływać na politykę, w tym zwłaszcza politykę gospodarczą, kraju przyjmującego, co nie zawsze jest dla niego korzystne. Jest to problem szczególnie istotny w przypadku gospodarek małych krajów o niewielkim potencjale ekonomicznym, a zwłaszcza krajów rozwijających się.

Jest jeszcze jedna niezmiernie istotna potencjalna korzyść polityczno-społeczna. Zawiera się ona w terminie „konwergencja”. Chodzi np. o budowę społeczeństwa obywatelskiego, oczekiwania wolności, demokracji i praworządności.

5. Niedostateczna ochrona prawna inwestycji zagranicznych jako ograniczenie przepływu kapitału

Dotychczas koncentrowaliśmy uwagę na skutkach napływu kapitału bezpośredniego do krajów słabo rozwiniętych. Teraz zajmiemy się niebezpieczeństwami związanymi z eksportem kapitału.

Inwestowanie za granicą jest obarczone wieloma rodzajami ryzyka. Do najważniejszych należy, bez wątpienia, niebezpieczeństwo niepowodzenia wynikające z nieznaności realiów obcego rynku. Firmy są w obcych państwach konfrontowane z różnicami czasu, odmienną kulturą, językiem, charakterystyką rynku i walutą (nie zawsze stabilną i wymienną) oraz oddaleniem od kraju pochodzenia firmy matki. Także polityka gospodarcza kraju przyjmującego może być źródłem niepewności. Jednak oprócz ryzyka bezpośrednio związanego z działalnością gospodarczą niezmiernie istotne jest ryzyko polityczne, w tym zwłaszcza groźba pozbawienia kontroli nad posiadanym majątkiem, z jego utratą łącznie. Istnieje bogata literatura poświęcona ryzyku związanemu z funkcjonowaniem na obcym rynku, natomiast stosunkowo mało miejsca poświęca się zagrożeniu własności inwestycji. Dlatego właśnie ta ostatnia kwestia jest przedmiotem poniższych rozważań²⁶.

Mimo że stosunki gospodarcze po raz pierwszy uregulowano w przedmiotowej umowie międzynarodowej w 1353 r. (traktat angielsko-portugalski), potrzeba prawnomiędzynarodowej ochrony inwestycji zagranicznych pojawiła się znacznie później. W XX w. zdarzało się bowiem, że cudzoziemców pozbawiano majątku ulokowanego w krajach słabo rozwiniętych. Tak było m.in. w przypadku nacjonalizacji wydobycia ropy naftowej w Meksyku i wielu innych krajach oraz przemysłu wydobywczego w Zairze (szerzej na temat zasięgu nacjonalizacji pisze Szostak 1987, s. 71 i nast.).

Prace legislacyjne nad ochroną inwestycji zagranicznych zapoczątkowano w 1929 r. na konferencji zorganizowanej pod patronatem Ligi Narodów. Powstał tam projekt konwencji w sprawie traktowania cudzoziemców²⁷. Nie udało się natomiast ustalić treści pojęcia słusznego (*fair*) odszkodowania w przypadku wywłaszczenia. Prace nad ochroną inwestycji zagranicznych kontynuowano bez powodzenia m.in. podczas Konferencji Narodów Zjednoczonych do spraw Handlu i Zatrudnienia (21.11.1947 – 24.03.1948) oraz w czasie ówczesnych obrad Zgromadzenia Ogólnego Narodów Zjednoczonych (szerzej zob. Menkes 2000, s. 64). W kwietniu 1974 r. na VI sesji specjalnej Zgromadzenia Ogólnego NZ przyjęto Deklarację o Ustanowieniu Nowego Międzynarodowego Ładu Ekonomicznego. Potwierdzono w niej prawo krajów do suwerennego dysponowania swymi bogactwami naturalnymi (Szostak 1987, s. 113). Wspólnoty Europejskie wyznaczyły ramy współpracy rozwojowej z krajami słabo rozwiniętymi w dwóch decyzjach Rady Ministrów z 1974 r.²⁸ Później, 11 października 1985 r., na wniosek Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju, podpisano Konwencję, na mocy której powstała Wielostronna Agencja Gwarancji Inwestycyjnych (*The Multilateral Investment Guarantee Agency*, MIGA), będąca członkiem Grupy Banku Światowego. Zadaniem Agencji jest zwiększenie zainteresowania eksportem kapitału bezpośredniego do krajów słabo rozwiniętych dzięki obniżeniu ryzyka inwestycyjnego²⁹. MIGA udziela inwestorom gwarancji rekompensowania strat wynikających m.in. z prawodawstwa, zarządzeń administracyjnych lub działań władz kraju przyjmującego prowadzących do pozbawienia inwestora własności, kontroli lub podstawowych korzyści z inwestycji. Od 1988 r. MIGA objęła gwarancjami około 850 projektów w 92 krajach słabo rozwiniętych. Ich łączna wartość sięga 16 mld USD³⁰. Dalszym krokiem w kierunku uregulowania ochrony inwestycji zagranicznych są porozumienia: usługowe (*General Agreement on Trade in Services*), o handlowych aspektach własności intelektualnej (*Agreement on Trade – Related Aspects of Intellectual Property Rights*) oraz o środkach polityki inwestycyjnej (*Agreement on Trade – Related Investment Measures*), zawarte w ramach Rundy Urugwajskiej GATT. Powstają także dokumenty pozbawione mocy wiążącej. Na przykład Bank Światowy sformułował w 1992 r. reguły traktowania międzynarodowych inwestycji bezpośrednich (*Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment*). Od 1998 r. UNCTAD pomaga krajom słabo rozwiniętym organizować negocjacje prowadzące do zawarcia BITs, choć nie jest ich formalnym uczestnikiem. Pomoc UNCTAD przyczynia się do skrócenia negocjacji

²⁷ Doc. SdN 1929, nr CITEI, C.36.M.21.

²⁸ Bulletin C.E. 1974, nr 7/8.

²⁹ Celem działalności MIGA była nie tylko ochrona kapitału zagranicznego lokowanego w krajach słabo rozwiniętych, lecz także wsparcie tamtejszego rozwoju gospodarczego, zmniejszenie ubóstwa i poprawa warunków życia ludności.

³⁰ Zob. miga.org/sitelevel2/level2.cfm?id=1069

²⁶ W tym opracowaniu nie zajmujemy się ryzykiem utraty majątku wskutek konfliktu zbrojnego, choć zdajemy sobie sprawę z istnienia także takiego niebezpieczeństwa w przypadku omawianych tu inwestycji zagranicznych.

i ułatwia porozumienie się co do treści umów (zob. UNCTAD 2002, s. 8). Nie zmienia to faktu, że dotychczas nie zawarto, a nawet nie wypracowano, wielostronnej umowy międzynarodowej zawierającej regulacje dotyczące ww. ochrony inwestycji zagranicznych.

Wobec braku regulacji o charakterze powszechnym kwestię ochrony inwestycji nadal regulują wyłącznie umowy dwustronne – BITs – mające charakter umów-ustaw. Liczba BITs systematycznie rośnie. W końcu 2005 r. obowiązywało ich 2.495³¹. W samym 1990 r. zawarto 300 takich umów. Ich upowszechnienie jest bez wątpienia świadectwem obaw inwestorów i dążenia państw eksporterów kapitału do zapewnienia inwestorom ochrony prawnej. Chodzi przy tym zarówno o umowy o przyjaźni, handlu i żegludze, jak i umowy inwestycyjne (szerzej zob. Menkes 2000, s. 84 i nast.). Istnieją dwa rozwiązania modelowe wynikające z odmiennych zasad, lecz skutkujące identyczną praktyką. W przypadku pierwszego władze państwowe kraju będącego stroną umowy zobowiązują się zwiększać skłonność inwestorów z kraju partnerskiego do inwestowania na terytorium kraju. Tak jest w przypadku umów Francji (np. z Chinami, Izraelem oraz Pakistanem), z których wynika, że „Każda ze stron będzie, w ramach swojego ustawodawstwa i postanowień niniejszej umowy, dopuszczać i zachęcać inwestorów drugiej strony do dokonywania inwestycji” oraz Wielkiej Brytanii („Każda układająca się strona będzie wspierać i tworzyć warunki sprzyjające inwestycjom kapitałowym zarówno osób, jak i firm drugiej strony na swoim terytorium oraz zgodnie z obowiązującym prawem zaakceptuje taki kapitał”) – szerzej zob. Denza, Brooks (1987, s. 908 i nast.). W drugim modelu władze państwa pozostawiają podmiotom umawiającym się prawo do konkretyzowania warunków umowy, o ile nie naruszają one obowiązujących norm. Takie umowy zawierane są przez Stany Zjednoczone (np. umowa z Egiptem przewidująca, że „Każda ze stron dopuści powstawanie i nabywanie takich inwestycji na korzystnych warunkach (...)” w związku z art. 10.2 zawierającym normę: „Niniejsza umowa zezwala stronom na tworzenie własnych, szczególnych formalności związanych z dopuszczeniem inwestycji osób lub spółek drugiej strony na własnym terytorium, z zastrzeżeniem, że formalności te nie będą naruszać żadnego z postanowień niniejszej umowy”. W przypadku obowiązywania każdego z wymienionych

modeli po wpuszczeniu cudzoziemca³² nie można go pozbawić praw, w tym prawa własności (zob. Vattel 1773, ks. II, rozdz. VIII, par. 104). Brak generalnych regulacji zmusza jednak do uznania braku pełnej ochrony własności inwestycji zagranicznych za istotną barierę ograniczającą eksport kapitału.

Obecnie wyróżnia się trzy standardy traktowania inwestycji zagranicznych: najwyższego uprzywilejowania (NU), narodowego traktowania (NT) oraz *fair and equitable*. Różnią się one przede wszystkim kompetencjami państwa przyjmującego do określania zakresu uprawnień inwestora. W przypadku standardów NU i NT uprawnienia inwestora określa państwo przyjmujące, które posługuje się przy tym regulacjami dotyczącymi innych inwestorów zagranicznych (NU) oraz inwestorów krajowych (NT). W pierwszym przypadku chodzi o traktowanie każdego inwestora zagranicznego uprawnionego z tytułu klauzuli „*Most-favoured-nation treatment*” do takiego samego traktowania, jakie uzyskał w kraju przyjmującym obcy kapitał inwestor z jakiegokolwiek kraju trzeciego będący beneficjentem najkorzystniejszego traktowania. NU nie wyklucza zarazem korzystniejszego traktowania inwestorów krajowych w porównaniu z inwestorem zagranicznym. Klauzula NU, sformułowana w art. I Układu GATT z 1947 r., ma charakter normy niedyskryminacyjnej, gdyż zakazuje dyskryminacji partnerów zagranicznych. NU była i jest

³² Dopuszczenie inwestycji zagranicznych łączy się z prawem państwa do wpuszczania cudzoziemców na własne terytorium. leży ono wyłącznie w gestii państwa i jest regulowane ustawodawstwem wewnętrznym. W historii okresy względnie dużej swobody przemieszczania się osób przeplatały się z okresami jej ograniczania (szerzej zob. Menkes 2000, s. 66 i nast.). Jednak nawet w czasach obowiązywania znacznych ograniczeń prawa do wjazdu na terytorium państwa względy gospodarcze często decydowały o rozluźnieniu restrykcji i ochronie prawnej kupców. W okresie zimnej wojny państwa nie tylko utrudniały dostęp do swego terytorium, lecz także ograniczały możliwość podróżowania własnych obywateli. Tę ostatnią praktykę stosowały zwłaszcza państwa socjalistyczne oraz pozostające w sferze wpływów politycznych ZSRR kraje słabo rozwinięte. Również w krajach o liberalnych systemach politycznych istniały listy państw, do których podróże traktowano jako niepożądane. Nawet wówczas nie zamierzały jednak kontakty gospodarcze, zwłaszcza handlowe, między krajami stosującymi wobec siebie (wzajemnie lub jednostronnie) ograniczenia prawa wjazdu. W latach 90. XX w. nadzieję na większą liberalizację dała transformacja systemowa w niektórych europejskich krajach wcześniejszego bloku wschodniego oraz postępujące reformy polityczne i gospodarcze w Chinach i innych krajach słabo rozwiniętych. Przeciwnie tendencje pojawiły się po serii zamachów terrorystycznych zapoczątkowanych 11.09.2001 r. Do dziś postulat swobody przemieszczania się osób, konkretyzowanej jako prawo do podróżowania (traktowane jako jedno z praw człowieka), konkuruje z prawem państwa do sprawowania władzy dyskrecyjnej na własnym terytorium. W praktyce państwa sporadycznie podejmują decyzje o niewpuszczeniu cudzoziemców na własne terytorium, traktując je jako brak udziału w obrocie, turystyce itp. (zob. Ehrlich 1958, s. 601). Chociaż powszechne prawo międzynarodowe nie jest źródłem generalnego i abstrakcyjnego uprawnienia cudzoziemca do wjazdu, to jednak obecność państw w społeczności międzynarodowej zazwyczaj skłania je do rezygnacji z indywidualnych ograniczeń, jeżeli naruszają one podstawowe standardy (zob. Lillich 1978, s. 329 i nast.). Obecnie inwestycje zagraniczne wiążą się raczej z przepływem kapitału niż z przekraczaniem granic przez inwestorów, definiowanych w dwustronnych umowach inwestycyjnych jako „osoby fizyczne mające stałe miejsce zamieszkania lub osoby prawne mające siedzibę w jednym z obszarów obowiązywania umowy, uprawnione do dokonywania inwestycji” (zob. polsko-niemiecka umowa inwestycyjna, Dz.U. z 1991 r., nr 27, poz. 116 i 117). Jednak sposób traktowania obcej własności jest bez wątpienia następstwem sposobu traktowania cudzoziemców. Ten ostatni jest wzorcem ochrony własności inwestycji zagranicznych.

³¹ Zob. unctad.org/en/docs/wir2006overview_en.pdf, data wejścia: 14.02.2007. Warto dodać, że problematyka ochrony inwestycji zagranicznych podejmowana jest również w traktatach o podwójnym opodatkowaniu (*double taxation treaties*, DTTs), których na koniec 2005 r. było 2 758, oraz w 232 innych umowach międzynarodowych dotyczących również inwestycji (*agreements containing investment provisions*) – zob. tamże.

często krytykowana jako sprzeczna z podstawowymi celami i zasadami GATT. W drugim przypadku, regulowanym artykułem III Układu GATT, inwestorzy zagraniczni są traktowani w sposób identyczny z tym, w jaki kraj przyjmujący kapitał zagraniczny traktuje inwestorów krajowych. Sporna jest natomiast treść standardu *fair and equitable*. Nie da się rozstrzygnąć, czy jest to „minimalny standard międzynarodowy”, czy w każdej umowie jest on od nowa definiowany.

Ponieważ podmioty gospodarcze, a zwłaszcza inwestorzy, szczególnie obawiają się niepewności warunków prowadzenia działalności, dużą wagę przywiązują do pewności prawa. Rozumieją ją przy tym raczej jako niezmienną porównywalnego statusu niż jako niezmienną sposobu traktowania. W konsekwencji w bieżącej praktyce traktatowej przeważają umowy oparte na standardach NU i NT. Eliminują one bowiem ryzyko przyznania nowym inwestorom zagranicznym szczególnych preferencji, czyli zmiany reguł w trakcie gry.

Analiza problemu ochrony inwestycji zagranicznych wymaga omówienia prawnych form ograniczenia i pozbawienia własności, przybierających formę wywłaszczenia, nacjonalizacji albo konfiskaty. W każdym z wymienionych przypadków dochodzi do przejęcia własności. Dlatego koncentrując się na skutku, w anglo-amerykańskiej doktrynie i praktyce nie rozróżnia się tych pojęć i traktuje je łącznie jako przejęcie majątku (*taking of property*).

Ze względu na wagę problemu poniżej dokonujemy rozróżnienia między wywłaszczeniem, nacjonalizacją oraz konfiskatą, pomimo braku odpowiednich definicji prawnomiędzynarodowych. Posługujemy się przy tym terminami pochodzącymi z praktyki traktatowej. Uwagę koncentrujemy na różnicy między wywłaszczeniem a nacjonalizacją, uważając konfiskatę za mniej istotną w praktyce. Terminem wywłaszczenie obejmujemy pełny zakres stanów faktycznych, nie tracąc zarazem z pola widzenia szczególnego zagrożenia dla własności, jakie powodują wywłaszczenia *de facto* i krocząca. W obu przypadkach wywłaszczenie nie przybiera formalnoprawnego kształtu określonego przez ustawodawcę dla wywłaszczenia, powodując jednak podobne skutki dla właściciela, tyle że nie kompensowane odszkodowaniem. Wraz z BITs tworzone są oczywiście instrumenty prawne chroniące prawa właścicieli przed takim działaniem (chodzi o przeciwdziałanie „innym środkiem równoznacznym w skutkach z wywłaszczeniem lub nacjonalizacją” – zob. np. art. 4.2 Umowy polsko-niemieckiej). Nie zapobiega to jednak poważnym sporom z inwestorami z powodu naruszenia prawa własności czy umów inwestycyjnych. Ilustracją tego są m.in. rozstrzygnięte na niekorzyść Polski w międzynarodowym postępowaniu arbitrażowym spory z inwestorem niemieckim w sprawie wytwórni papieru w Konstancinie czy EUREKO.

Wywłaszczenie jest ograniczeniem lub pozbawieniem osób prywatnych prawa własności nieruchomości

na rzecz Skarbu Państwa lub jednostek komunalnych, jeśli jest to konieczne z punktu widzenia realizacji celów publicznych. Z kolei nacjonalizacja oznacza przejęcie własności prywatnej i poddanie jej kontroli państwa. Konfiskata jest to natomiast pozbawienie własności jako kara dodatkowa wymierzona na podstawie skazującego wyroku sądowego.

Różnica między wywłaszczeniem a nacjonalizacją dotyczy celu, w jakim dokonywana jest zmiana podmiotu praw własności. Kontrowersje budzi przy tym zwłaszcza konieczność każdorazowego dokonywania oceny, co jest, a co nie jest zgodne z interesem publicznym (zob. Brownlie 1973, s. 528). Jeśli nawet uzna się pojęcie celu publicznego za niejednoznaczne, nie należy na tej podstawie utożsamiać wywłaszczenia z nacjonalizacją. Cel publiczny jest bowiem klauzulą generalną, której treść jest wyznaczana przez obowiązujące prawo, a sposób posługiwania się w praworządym państwie podlega kontroli sądowej.

Także porównanie umów inwestycyjnych wskazuje na konsekwentne stosowanie przez państwo praktyki traktatowego ograniczania dopuszczalności wywłaszczenia wyłącznie do przypadków realizacji celu publicznego (zob. UNCTAD 1998, s. 137–139). Wywłaszczenie wynika zatem ze wspólnotowych potrzeb społeczności, nacjonalizacja zaś z subiektywnego uznania jednej formy własności lub sposobu gospodarowania za lepsze od innych.

Nacjonalizacja i wywłaszczenie różnią się także pod względem późniejszego sposobu korzystania z przedmiotu, którego właściciela zmieniono. Nie zmienia się sposób korzystania z rzeczy nacjonalizowanych. Także cel pozostaje niezmienny. Nadal jest nim używanie rzeczy nacjonalizowanych i czerpanie z nich pożytków. Zmienia się wyłącznie podmiot praw i właśnie jego zmiana jest celem nacjonalizacji. Nacjonalizacja ma zatem charakter dyskryminacyjny. W szczególności różnicuje ona negatywnie podmiot prawa własności. Gdyby w dodatku dokonywano jej bez odszkodowania, to zgodnie z rozumieniem prawa w społeczeństwach cywilizowanych³³ należałoby ją uznać za swoistą konfiskatę.

W przypadku wywłaszczenia zmiana podmiotu uprawnionego skutkuje zmianą sposobu korzystania z przedmiotu wywłaszczenia i jest to wyłączny cel wywłaszczenia. Przedmiot wywłaszczenia może być wykorzystywany wyłącznie do celów publicznych. Odstępianie od takiego sposobu wykorzystania może być wystarczającą podstawą prawną zwrotu jego przedmiotu poprzedniemu właścicielowi. Celem zmiany właściciela jest w tym przypadku wyrównanie ciężarów ponoszonych przez członków społeczeństwa. Po wywłaszczeniu dotychczasowy właściciel jest objęty przymusem sprzedaży, jednak uzyskuje odszkodowanie równe wartości przedmiotu wywłaszczenia. Nie ponosi więc szczegól-

³³ „Własność i prawo razem powstały. Nie było własności do czasu powstania praw: zabierz prawa, a wszelka własność zniknie” (zob. Bentham 1968).

nych ciężarów i nie jest dyskryminowany ze względu na sposób korzystania z przedmiotu wywłaszczenia. Równocześnie odszkodowanie eliminuje nieuzasadnione wzbogacenie się pozostałych członków wspólnoty

Oczywiście w praktyce występują również inne sytuacje. Zdarza się na przykład, że władze chcą uniknąć wypłaty odszkodowania lub nieświadomie poszerzają własne uprawnienia kosztem wolności gospodarczej (kosztem prawa własności). Dokonują wówczas wywłaszczenia *de facto* (szerzej zob. Chorościcki, Ludwikowski 1998, s. 385–386). Takie przypadki są szczególnie konfliktogenne i słabo poddają się sądowemu rozstrzygnięciu sporów ze względu na trudności z ich udowodnieniem.

Niedyskryminacyjna, sprawiedliwa i zgodna z prawem dopuszczalność wywłaszczenia za odszkodowaniem dokonanego jest powszechnie uznawana. W szczególności uznaje się ją za zgodną z akceptowaną regułą ponoszenia przez jednostkę kosztów na rzecz społeczeństwa, którego jest członkiem. W przypadku nacjonalizacji jest inaczej. Jej dopuszczalność wynika bowiem z uznania jednej formy własności za lepszą od innej lub z założenia, że własność prywatną uzyskano niesprawiedliwie i należy tę niesprawiedliwość naprawić. Prawo toleruje w tym przypadku „grabienie zagrabionego”, a poglądy prawników i interes gospodarczy państwa są ze sobą ściśle powiązane.

Idea nacjonalizacji przyświecała lewicowym reformatorom od wieków (szerzej zob. Menkes 2000, s. 76–77), jednak dopiero rządy Związku Radzieckiego i jego państw satelickich uczyniły z niej podstawowy element polityki gospodarczej. Działając według podobnych zasad, przedmiotem ochrony uczyniono zasoby naturalne (w tym ziemię) krajów kolonialnych i półkolonialnych. Dopuszczano możliwość ich nacjonalizacji w obronie przed eksploatacją przez zagranicznych kapitalistów³⁴. Posługując się taką argumentacją, znacjonalizowano m.in. przemysł wydobywczy w Boliwii, Chile i Peru, własność zagraniczną na Kubie (1960) oraz zasoby naturalne na Bliskim Wschodzie (lata 70.). Dodatkowymi przyczynami nacjonalizacji mogą być chęć objęcia państwową kontrolą branż strategicznych lub innych dziedzin gospodarki oraz zmniejszenie ekonomicznej zależności od państw uprzemysłowionych.

Na takiej podstawie aksjologicznej opierają się uchwały Zgromadzenia Ogólnego i wyspecjalizowanych organizacji ONZ, począwszy od rezolucji nr 523 (VI) z 12 stycznia 1952 r., które nadają normatywną treść zasadzie stałej suwerenności nad zasobami naturalnymi, zasadzie wywodzącej się od praw ludów i narodów oraz samostanowienia państwa. Domaganie się prawa do nacjonalizacji własności zagranicznej przez jedne państwa

i przyzwolenie na nią przez inne wiąże się niewątpliwie ze świadomością nierównoprawności gospodarczej wielu umów koncesyjnych zawieranych w XIX i XX w.

Dopuszczalność nacjonalizacji rodzi konflikty. Jest przyzwoleniem na brak ochrony własności prywatnej w państwie. Eliminacja własności prywatnej mieści się w prawie każdego państwa do wyboru ustroju społeczno-gospodarczego. Tolerując nacjonalizację, ustawodawcy koncentrują się na wypłacie odszkodowania za jej przedmiot. Za legalną zaczęto uznawać nacjonalizację za odszkodowaniem, choć nadal wątpliwości budzą sposoby określania jego wysokości (szerzej zob. Menkes 2000, s. 78–79). W konsekwencji nawet kraje zdecydowanie odrzucające nacjonalizację traktują BITs jako mniejsze zło. Dlatego wybierają formułę „*prompt, adequate and effective*” (zgodnie z artykułem 5.1 umowy z 1995 r. między USA a Wenezuelą) jako sposób uregulowania kwestii odszkodowania. Jednocześnie wymagają, by odszkodowanie było transferowalne i odpowiadało „rzeczywistej wartości” („*genuine value*”) przedmiotu wywłaszczenia z okresu bezpośrednio poprzedzającego akt państwa.

Dopuszczalność nacjonalizacji (także za odszkodowaniem) ma istotne konsekwencje ekonomiczne. Przede wszystkim może odstraszać potencjalnych inwestorów. Jest to szczególnie ważne w przypadku krajów słabo rozwiniętych, które cierpią na niedobór kapitału, a po kryzysach zadłużenia raczej nie mogą liczyć na inne środki niż kapitał prywatny. W dodatku z powodu niskiego poziomu rozwoju są skazane na eksploatację złóż bogactw naturalnych i produkcję rolną jako jedyne perspektywiczne dziedziny gospodarki. Często jednak nawet tych dziedzin nie są w stanie rozwijać bez dopływu kapitału z zagranicy. Równocześnie groźba nacjonalizacji złóż i ziemi może zniechęcać inwestorów zagranicznych do inwestowania w te dziedziny, zwłaszcza w krajach o niestabilnych systemach politycznych. Oczywistym skutkiem nacjonalizacji jest przejęcie przedsiębiorstwa przez państwo. Konsekwencją jest zazwyczaj mniej efektywne zarządzanie nim niż w firmach prywatnych. Wady sektorów państwowych są znane i szeroko opisane m.in. na przykładzie państw realnego socjalizmu.

W przypadku sektorów wydobywczych groźba nacjonalizacji jest większa, ponieważ te branże są niedoskonale konkurencyjne m.in. ze względu na obecność rosnących korzyści skali produkcji³⁵. W konsekwencji osiągane tam zyski bywają wyższe niż w sektorach, w których konkurencja jest ostrzejsza³⁶. Dzieje się tak bez względu na to, czy właściciele firmy pochodzą z kraju czy z zagranicy. Obecność dodatnich zysków może stwarzać szczególną pokusę przejmowania ich przez państwo.

³⁴ Zasadniczą różnicą między modelem radzieckim i postępowaniem państw kolonialnych jest to, że w pierwszym przypadku likwidowano każdą własność prywatną, w drugim zaś jedynie własność należącą do „obcych” (zob. Menkes 2000, s. 77).

³⁵ Jak wspominaliśmy, obecność rosnących korzyści skali produkcji powoduje, że opłacalna jest duża skala produkcji, co nieuchronnie skutkuje niewielką liczbą firm w branży, ich silną pozycją rynkową i niedoskonością konkurencji.

³⁶ Szerzej nt. wpływu intensywności konkurencji na dobrobyt zob. Czarny, Rusinowska (2001).

stwo wtedy, kiedy niesprawny system skarbowy utrudnia osiągnięcie wystarczających dochodów budżetowych (a tak jest w wielu krajach słabo rozwiniętych). Ostatnią konsekwencją uznania groźby nacjonalizacji za wiarygodną może być rezygnacja z tworzenia filii MNEs w kraju mającym niestabilny system polityczny.

Z drugiej jednak strony siła ekonomiczna firm wielonarodowych czyni z nich liczących się aktorów sceny politycznej. Zdarza się, że dążą one do realizacji własnych celów, nadużywając swej pozycji gospodarczej i – w konsekwencji – politycznej. Bywa, że ingerują w sprawy wewnętrzne, zwłaszcza w politykę gospodarczą. Niekiedy przekraczają granicę lobbingu, uciekając się do korupcji. Bywa jednak i tak, że to oczekiwania w krajach, w których „bakszys” jest elementem kultury lokalnej, obniżają standardy etyki inwestorów. Takie zachowania potęgują niechęć wobec obcych firm i mogą być dodatkowym powodem sięgnięcia po nacjonalizację jako sposób rozwiązania problemu³⁷.

6. Zakończenie

Analizując rynek światowy, trudno jednoznacznie stwierdzić, czy nadal składają się na niego różnorodne rynki narodowe oraz międzynarodowe, czy też powstają rynki globalne, na których zmniejsza się gospodarcza rola państw i ich rządów, a ich miejsce zajmują pozapaństwowe podmioty, głównie firmy wielonarodowe. Jedną z konsekwencji globalizacji jest spadek znaczenia narodowych i – niekiedy – ponadnarodowych władz gospodarczych. Towarzyszy mu ekspansja firm wielonarodowych, w niewielkim stopniu poddających się kontroli tradycyjnych instytucji publicznych. Równocześnie wzrasta wrażliwość menedżerów firm wielonarodowych na poglądy społeczeństwa obywatelskiego, wyrażane m.in. przez ruchy społeczne i pozarządowe (NGOs). Wzrost znaczenia firm wielonarodowych wynika nie tylko z ich rozrostu oraz ekspansji terytorialnej, lecz także z zacieśniania się powiązań między nimi na skutek fuzji, przejęć, umów kooperacyjnych oraz negocjacji i porozumień (alianсів strategicznych).

W obliczu istnienia przedsiębiorstw wielonarodowych nieskuteczne stają się niektóre rodzaje krajowej polityki gospodarczej (np. polityki ochrony konkurencji). Konieczna jest więc międzynarodowa koordynacja takich rodzajów polityki. Właśnie dlatego w 1995 r. OECD rozpoczęła rokowania w sprawie zawarcia Wielostronnej Umowy Inwestycyjnej (Multilateral Agreement on Investment, MAI), której celem jest osiągnięcie równowagi pomiędzy liberalizacją polityki wobec inwestycji zagranicznych a ustanowieniem reguł działania firm wielonarodowych i postępowania wobec nich. Porozumienie miało zapewnić słuszne i sprawiedliwe za-

chowania firm oraz słuszne i sprawiedliwe traktowanie firm przez władze krajów przyjmujących kapitał. Negocjacje przerwano w 1998 r. pod wpływem terroru politycznego alterglobalistów. Jednak za ich wznowieniem przemawiają coraz większy zakres FDI i ich rosnące znaczenie w gospodarce światowej, a przede wszystkim interes państw przyjmujących filie MNEs. Słabość gospodarcza państw powoduje, że umowy bilateralne (*case by case*) znacznie gorzej chronią ich interesy niż powszechne standardy. Podpisanie porozumienia typu MAI pozwoliłoby też unikać konkurencji państw o napływ kapitału za pomocą eskalacji ustępstw. Potrzeba zwiększenia przejrzystości funkcjonowania firm wielonarodowych i przewidywalności ich działań stają się zatem coraz pilniejsze.

Ekspansja firm wielonarodowych oznacza i korzyści, i zagrożenia. Dla wielu krajów FDI są szansą na rozwój i postęp. Działalność firm wielonarodowych wymaga jednak dostosowania ze strony krajowej polityki gospodarczej. Ponieważ MNEs działają zwykle na rynkach niedoskonale konkurencyjnych, jednym z podstawowych zadań polityki gospodarczej wobec nich jest niedopuszczenie do pogłębienia tych niedoskonałości. Jednak zazwyczaj to nie pojawienie się MNE powoduje ich powstanie, lecz sama struktura rynku (np. wcześniejsza monopolizacja branży). MNEs niekiedy utrzymują dotychczasowe niedoskonałości, a niekiedy przeciwnie – przyczyniają się do zaostrzenia konkurencji.

Korzyści z przyjmowania MNEs zdają się przeważać nad zagrożeniami. Dlatego kraje słabo rozwinięte powinny szczególnie starać się o ich przyciągnięcie. Powinny też kontrolować działalność filii firm wielonarodowych i nie dopuszczać do nadużyć przynoszących szkody lokalnym pracownikom, nabywcom lub całemu społeczeństwu. Równocześnie jednak potrzebna jest pełna ochrona prawna inwestycji zagranicznych. Dzisiaj łatwiej o nią niż przed kilkudziesięciu laty, kiedy kraje realnego socjalizmu realizowały ideę nacjonalizacji i wspierały jej wprowadzanie w życie w krajach słabo rozwiniętych, co powodowało występowanie swoistego efektu demonstracji i skłaniało do naśladownictwa. Zapewnienie prawnej ochrony FDI z pewnością skłoni wielu inwestorów do podejmowania działalności w krajach słabo rozwiniętych, zwłaszcza obecnie, kiedy należy szukać alternatyw dla rosnącej produkcji chińskiej. Niedopuszczalne są jednak groźby podobne do tych, które niedawno wygłaszali prezydent Wenezueli, zapowiadający nacjonalizację przemysłu wydobywczego, czy prezydent Boliwii, zmierzający do nacjonalizacji złóż gazu ziemnego³⁸. Napływowi inwestycji zagranicznych nie sprzyja również złe traktowanie rodzimych, lecz pochodzących spoza układu nomenklaturowego, inwestorów prywatnych przez władze gospodarcze i polityczne, mające miejsce w Rosji.

Dostęp do surowców bywa powodem podejmowania działań zbrojnych. W przypadku Angoli, Demokra-

³⁷ W tym kontekście o Tajlandii piszą Krugman, Obstfeld (2007, t. II, s. 482 i 513).

³⁸ Szerzej zob. np. strona internetowa: news.bbc.co.uk/2/hi/business/4964432.stm

tycznej Republiki Konga, Sierra Leone czy Liberii, zasoby diamentów i metali szlachetnych były celem ataków. Co gorsza, opanowanie ich złóż pozwala zdobywać środki na kontynuację walk (szerzej zob. Nwanma 2004, s. 261). Współcześnie wojny o surowce toczą państwa niedemokratyczne, jednak niestabilna sytuacja na świecie może skłonić także innych do działań na rzecz

bezpieczeństwa gospodarczego poza „formalną” sferą odpowiedzialności, np. w obronie przed atakami terrorystycznymi na drogi zaopatrzeniowe lub miejsca wydobycia³⁹.

³⁹ Szerzej zob. Menkes, Wasilkowski (2006, s. 20–24), zob. również Domisiewicz (2004) oraz Badinter (2004).

Bibliografia

- Akamatsu K. (1961), *A Theory of Unbalanced Growth in the World Economy*, „Weltwirtschaftliches Archiv”, Vol. 86, s. 196–215.
- Badinter R. (2004), *Failed or Failing States*, w: A. D. Rotfeld (red.), *Towards the UN Reform. New Threats, New Responses*, Diplomatic Academy of the Ministry of Foreign Affairs, Warsaw.
- Barba Navaretti G., Venables A.J., Barry F.G., Ekholm K., Falzoni A.M., Haaland J.I., Midefart K.H., Turrini A. (2004), *Multinational Firms in the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.
- Bentham J. (1968), *Principles of the Civil Code*, w: J. H. Burns (red.) *The Collected Works of Jeremy Bentham*, Clarendon Press.
- Brownlie I. (1973), *Principles of Public International Law*, Oxford University Press.
- Chorościcki M., Ludwikowski R.R. (1998), *Zagrożenie inwestycji i specjalne możliwości inwestycyjne*, w: R.R. Ludwikowski (red.), *Regulacje handlu i biznesu międzynarodowego. Międzynarodowe transakcje biznesowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Cieślak A. (2005), *Geografia inwestycji zagranicznych. Przyczyny i skutki lokalizacji spółek z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce*, Wydawnictwo UW, Warszawa.
- Coase R. (1937), *The Nature of Firm*, „Economica”, Vol. 5, s. 386–405.
- Czarny E. (2006), *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa.
- Czarny E., Czarny B. (1992), *Od planu do rynku (doświadczenia polskie 1990–1991)*, Fundacja im. Friedricha Eberta w Polsce, Warszawa.
- Czarny E., Kleinert J. (2004), *Firmy wielonarodowe w gospodarce światowej*, w: E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.
- Czarny E., Rusinowska A. (2001), *Handel wewnątrzgałęziowy a oligopol Cournota*, „Bank i Kredyt”, nr 3, s. 70–79.

- Dean J.M., Lovely M.E. (2007), *Trade Fragmentation and the Pollution – Intensity of Chinese Exports*, materiały z konferencji “The Midwest Theory/Trade Meetings”, 20–22 kwietnia, University of Minnesota.
- Denza E., Brooks S. (1987), *Investment Protection Treaties: United Kingdom Experience*, “International and Comparative Law Quarterly”, Vol. 36, No. 4, s. 908–923.
- Domisiewicz R. (2004), *The New Challenge: Weak and Failed States*, w: A. D. Rotfeld (red.). *Towards the UN Reform*, Diplomatic Academy of the Ministry of Foreign Affairs. Warsaw.
- Dunning J.H. (ed.) (1974), *Economic Analysis and Multinational Enterprise*, Allen & Unwin, London.
- Dunning J.H. (1993), *Governments, Markets, and Multinational Enterprises: Some Emerging Issues*, “The International Trade Journal”, Vol. 7, No. 1, s. 1–14.
- Dunning J.H. (1999), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Addison – Wesley, New York.
- Ehrlich L. (1958), *Prawo międzynarodowe*, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa.
- Flam H. (1994), *The Volatility of Offshore Investment*, “Journal of Development Economics”, Vol. 16, No. 3, s. 231–248.
- Geldner M. (1986), *Przyczynek do teorii zagranicznych inwestycji bezpośrednich*, „Monografie i Opracowania”, SGPiS, Warszawa.
- Harrison A. (1994), *The Role of Multinationals in Economic Development. The Benefits of FDI*, *Columbia Journal of World Business*, vol. 29, nr 4, s. 7–11.
- Hood N., Young S. (1997), *The United Kingdom*, w: J.H. Dunning (1997), *Governments, Globalization and International Business*, Oxford University Press, Oxford.
- Hymer S.H. (1976), *The International Operations of National Firms*, The MIT Press, Cambridge.
- Kojima K. (1975), *International Trade and Foreign Direct Investment: Substitutes or Complements*, “Hitosubashi Journal of Economics”, Vol. 16, s. 1–12.
- Kojima K. (1977), *Transfer of Technology to Developing Countries – Japanese Type versus American Type*, „Hitosubashi Journal of Economics”, Vol. 17, s. 1–14.
- Krugman P.R., Obstfeld M. (2007), *Ekonomia międzynarodowa. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Lillich R.B. (1978), *Duties of States Regarding the Civil Rights of Aliens*, “Recueil des Cours de l’Academie de Droit Internationale”, Vol. 161, s. 333–357.
- Markusen J.R. (2002), *Multinational Firms and the Theory of International Trade*, MIT Press, Cambridge.
- Markusen J.R., Maskus K.E. (2002), *Discriminating among Alternative Theories of the Multinational Enterprise*, “Review of International Economics”, Vol. 10, s. 694–707.
- Menkes J. (2000), *Prawomiędzynarodowa ochrona własności inwestycji zagranicznych*, „Sprawy Międzynarodowe”, nr 4, s. 64–86.
- Menkes J., A. Wasilkowski (2006), *Organizacje międzynarodowe. Prawo instytucjonalne*, Kluwer, Warszawa.
- Mortimore M. (1993), *Flying Geese or Pitting Ducks? Transnationals and the Industry in Developing Countries*, “Cepal Review”, nr 51, December, s. 15–34.
- Mundell R. (1957), *International Trade and Factor Mobility*, *American Economic Review*, Vol. 47, No. 3, s. 321–335.
- Nwanma V. (2004), *Commodities Markets*, w: A. Schiffrin, A. Bisat (red.), *Covering Globalization. A Handbook for Reporters*, Columbia University Press, New York.
- Ozawa T. (2007), *Professor Kiyoshi Kojima’s Contributions to FDI Theory: Trade, Structural Transformation, Growth, and Integration in East Asia*, “Working Paper”, No. 246, Columbia University, Center on Japanese Economy and Business, .
- Posner V. (1961), *International Trade and Technical Change*, “Oxford Economic Papers”, październik, s. 323–341.
- Schmitz A., P. Helmberger (1970), *Factor Mobility and International Trade: The Case of Complementarity*, “American Economic Review”, Vol. 60, No. 4, s. 791–797.
- Szostak M. (1987), *Nacjonalizacja przedsiębiorstw prywatnych w krajach trzeciego świata*, „Monografie i Opracowania”, nr 172, SGPiS, Warszawa.
- UNCTAD (1998), *Bilateral Investment Treaties in the Mid-1990’s*, New York, Geneva.
- UNCTAD (2002), *World Investment Report*, New York, Geneva.
- UNCTAD (2006), *World Investment Report*, New York, Geneva.
- Vattel E. (1758), *Le droit des gens, ou les principes de la loi naturelle*, Leide: aux Depens de la Compagnie.
- Vernon R. (1966), *International Investment and International Trade in the Product Cycle*, “Quarterly Journal of Economics”, Vol. 80, No. 2, s. 190–207.
- Williamson O.E. (1979), *Transaction-cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, “The Journal of Law and Economics”, Vol. 22, No. 2, s. 233–261.
- Zorska A. (1998), *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Recent Tendencies in the International Monetary System and their Impact on Oil Producing Countries (with Emphasis on the Gulf Cooperation Council Member States)*

Najnowsze tendencje w międzynarodowym systemie walutowym oraz ich wpływ na producentów ropy naftowej (z uwzględnieniem krajów zrzeszonych w Radzie Współpracy Zatoki Perskiej)

*Karin Kneissl***, *Paweł Kowalewski ****

received: 12 June 2007, final version received: 16 July 2007, accepted: 31 August 2007

Abstract

The article analyses recent tendencies in the monetary system with an emphasis on events taking place in the Gulf Cooperation Council (GCC) member states. The importance of these countries goes far beyond oil deliveries as their surpluses stemming from oil export have become a key pillar in financing the US current account deficit. As these plans are under preparation, different proposals regarding the exchange rate regime are discussed. Countries that would be most interested in GCC plans are other oil producers and members of OPEC in particular. They share the same goals and are considering alternative solutions for both oil invoicing and currency portfolio of their surpluses. Therefore, questions are raised about the ability of the new money to become the currency for both invoicing and investing for these states.

Keywords: currency union, oil prices, international monetary system

JEL: E42, E58, F31, F33, N20, N24

Streszczenie

Artykuł analizuje najnowsze tendencje w systemie walutowym z uwzględnieniem dylematów, przed którymi stoją kraje tworzące tzw. Gulf Cooperation Council. Ich znaczenie dla gospodarki światowej już nie ogranicza się do dostaw ropy, gdyż ich nadwyżki pochodzące z handlu ropą w dużym stopniu finansują deficyt na rachunku obrotów bieżących USA. Zważywszy, że nadal trwają prace nad tą unią, w tekście omawiane są możliwości wyboru różnych rozwiązań dla nowej waluty. Wśród krajów, które powinny być najbardziej zainteresowane planami krajów GCC, są pozostali producenci ropy, zwłaszcza ci zrzeszeni w ugrupowaniu OPEC. Tekst jest próbą odpowiedzi na pytanie, czy nowy pieniądz będzie alternatywą dla USD w zakresie jego funkcji zarówno jako waluty kwotowania, jak i waluty inwestycyjnej.

Słowa kluczowe: unia walutowa, ceny ropy, międzynarodowy system walutowy

* Authors would like to thank Mr. Eckart Wörtz from the Gulf Research Center in the UAE for his inspirational comments and all the useful comments and suggestions given at the time of writing this article. The same refers to the referees whose remarks helped to make this text more consistent and transparent.

** Webster University Vienna, Department of International Relations; Université Saint Joseph in Beirut, Institut des Sciences Politiques (guest lecturer),

e-mail: kknissl@nexta.at

*** Independent analyst; Vienna University of Economics and Business Administration (guest lecturer); Warsaw School of Economics, e-mail: pawel.kowalewski@gazeta.pl

1. Introduction

The main aim of this article is to review recent tendencies in the international monetary system (IMS). The focus of attention will be put on oil producers (mainly major OPEC members) as they are becoming an important contributor in financing the US current account deficit. As oil is still invoiced in the US dollar, there are reasons to believe that the special relationship between the oil producers and the US current account deficit should be preserved. However, is it desirable to preserve the so called petrodollar peg – which means, in this particular case, a monetary framework consisting of domestic currencies being tied to the US dollar. By having their currencies pegged to the US dollar, the current stance has far reaching consequences for both invoicing oil prices and investment strategies of surpluses deriving from oil trade. This article is an attempt to present reasons why it is neither in the interest of oil producers nor the global economy to prolong the existence of this kind of peg. The article is divided to three parts. The first part presents a brief description of the most relevant events taking place in the IMS. The second focuses on efforts undertaken by the Gulf Cooperation Council (GCC) member states aimed at launching a common currency. Reasons behind this initiative will be presented along with the assessment of the feasibility of accomplishing the ambitious target set by the GCC states. Finally, the impact of the GCC states' initiative on the remaining oil producers and members of the IMS will be presented.

2. Trends in the IMS

In March 1973, following the suspension of almost all activities on foreign exchange markets for a few weeks, exchange rates of the major currencies were floated letting the demand and supply set their external price. This unprecedented move was a consequence of failed attempts to revitalize the Bretton Woods system following its demise once the US President Richard Nixon suspended the convertibility of the US dollar into gold on 15 August 1971. The flotation of exchange rates was widely believed to be a temporal decision aimed to let the market set a fair value for each of the currencies. Once this fair value was found, it was widely believed that the exchange rates would be locked once again (Copeland 1994). That never happened and the floating regime has been preserved until now. Among the reasons behind an inability to return to fixed exchange rates was the first oil shock which hit the global economy in the autumn of 1973. In the wake of this external shock, monetary authorities in the major IMS participants, had to concentrate on preserving internal equilibrium of their economies. That could happen only at the expense of external equilibrium leaving no room for any global co-

operation aimed to restore the regime of fixed exchange rates. To make things worse, the emergence of oil producers with their enormous surpluses inflicted further instability as their switch out of the dollar (just for the same reasons which brought about the first oil crisis) only increased volatility on the markets. Currency preferences of oil producers started to exert influence on the behaviour of some of the exchange rates. A good illustration of the above mentioned trends is the performance of the pound sterling which became the favourite investment currency of oil producers at a certain time. This fact was probably the key factor in delaying the much needed adjustment of the British currency at the turn of 1974 and 1975 (Pietrzak 1984).

After a third of century gone, oil producers are again emerging as decisive players in the IMS (IMF 2006). The fortunes of current system seem once more to hinge on the US current account deficit or rather the ability to finance it. Therefore, more and more economists tend to compare the current system with what used to take place in the IMS in the late sixties of the previous century. That is why, it is very common to describe the current episode in the history of the IMS as the Bretton Woods 2 system (BW2), even in spite of differences in exchange rate regimes and adjustment processes between the two episodes. The US current account deficit has approached levels close to 6.0% of GDP which amounts to something less than USD 900 billion. In the last ten years, three different episodes can be distinguished during which different agents were helping to cover this deficit. Until the turn of the centuries, it was the unprecedented performance of the US economy and its ability to attract FDI and other capital flows which made the process of financing this deficit possible (which at that time stood at approximately 4% of GDP). During the first few years of the new century the emergence of Asian central banks made it possible for the trend to continue. Originally it was Japan, quickly followed by other countries and China in particular, to purchase significant amount of the US dollar denominated assets. The foreign reserves of these countries rose to unprecedented levels (with Chinese reserves breaching a psychologically important barrier of USD 1,000 billion last October 2006 and the latest figures pointing at an astonishing USD 1,200 billion). The zealous approach towards buying American assets was brought about by the fear of seeing Asian currencies again becoming overvalued. By purchasing this significant amount of the US assets, the monetary authorities not only prevented domestic currencies from excessive appreciation but exposed themselves to fierce criticism because of not having taken on an appropriate burden of the adjustment. This criticism comes mainly from Europe and the USA. The former argues that by not letting their currencies to appreciate, it is Europe which is solely taking the whole burden (stemming from the falling dollar) on her shoulders. The latter believes that

almost endless purchases of the US dollar assets prevent the US currency from depreciating towards levels which could prove helpful in boosting the US export and thus reduce the US deficit.

This criticism regardless of the source of its origin seems to be biased. An eventual appreciation of Asian currencies could generate a significant slowdown of these economies and it is rather questionable that the slowdown is a better option for the global economy once it is compared with what is presently taking place across the world. Last but not least, Asian purchases prevented the US dollar from an abrupt downward adjustment whose consequences would be extremely negative for the whole system. This kind of logic falls on “deaf ears” of all the important Washington based lobbies, which are still pointing at China as their favourite scapegoat. Most importantly, continuous pressures on China are even more surprising as Asian economies are no longer the key agent in financing the US deficit (The Economist 2006).

The threefold increase in the price of oil between 2002 and 2006 – although little felt from the point of view of inflationary pressures so far – seems yet again to have far reaching consequences for the way current IMS is working on (The Economist 2007). In 2001, the cumulative oil producers’ surpluses amounted barely to one fifth of the US account deficit (Toloui 2007). Five years later the same proportion has increased towards two thirds of the whole current account. Therefore, oil producers became the key element in prolonging the existence of what is called the BW2.

There are reasons to believe that the majority of oil producers (mainly based in the Middle East) may be interested in prolonging the existence of the BW2. After all oil is still being invoiced in the US dollars and judging upon the history nothing points in the direction of altering it. Even a hardly foreseeable decline of the strength of the US economy would not prevent a global use of the American currency. The British pound preserved its dominant position in the IMS until the early fifties and that in spite of the UK economy having been outpaced by the American economy at the beginning of the 20th century. The efficiency and high degree of the US financial market are yet another reason for justifying the thesis about the US dollar’s potential to preserve its dominant position in the IMS. During the last 35 years there was at least one moment when the OPEC members were considering a switch from the dollar towards an alternative currency, i.e. at the turn of 1977 and 1978 when the value of the American currency almost went into the free fall (Amuzegar 1978). Ultimately, it was only the failure to reach a unanimous consensus among the OPEC members which helped the dollar to preserve its status. At that time, the erosion of the dollar’s internal value triggered by high inflation hit the world’s largest economy. Nowadays inflationary risks seem to be still under control although some worrying signs are being observed

(i.e. rising food prices). However, it is the threat of a drastic depreciation of the dollar that may trigger debates with regard to moving away from the US currency. With oil producers acting as a pillar of the dollar based BW2, and as long as they continue in this role, a threat of the dollar’s drastic fall seems to be questionable.

Therefore, oil producers have reasons to insist on sustaining BW2, but this explains the reasons only partially. To make this analysis more precise and consistent, it is worth considering the alternative cost of preserving the petrodollar peg. Attention will be focused on the GCC states. Some of them are already experiencing high inflation and resorting to further purchases of the US asset can only aggravate the situation. The risk of increasing price level is of relevant importance as there is ever more evidence that the official indicators tend to underestimate inflation in the region. For instance according to alternative indicators, the rate of inflation in the UAE is running at about 15% (Dizmen 2006) annually. And the latest food price rises worldwide may only aggravate the trend. By tying their currencies to the US dollar, these countries are importing credibility from the US. However, as long as there is no cycle convergence between the US and the GCC states, this kind of import may expose the GCC economies to big cycle divergence. Although it cannot be taken as a rule, higher oil prices usually trigger the threat of recession and therefore prompt the Federal Reserve to cut rates. The same scenario generates huge windfalls gains for the GCC and in their case more restrictive monetary policy would be desirable. Finally, it should be noted that the peg to the US currency gives no room to resort to an independent monetary policy and such a policy seems to be essential in the GCC efforts aimed at diversifying their domestic economies. To conclude, the GCC states seem to be paying a high price (from the point of view of the macroeconomic policy) to see their oil revenues free of the exchange rate risk.

Nevertheless, there is one more element which hinders the consideration of abandoning the US peg. This element is sensitive in nature as it is the fear that this kind of decision may be perceived as a politically driven one. Additionally, it may exacerbate already sensitive relations with the US. Political factors should never be underestimated. For the predecessor of the BW2 (the original BW system) it was the pressure of France to convert the US dollar assets into gold that practically heralded the end of the system. Now, there are some countries which are considering a move away from the dollar and their reasons are not merely confined to economic factors. The extremely unpopular US foreign policy can only hasten such a decision. In order to avoid a situation where an exit from the US dollar would be perceived as a politically driven decision, far reaching analyses are needed to convince others that this exit is primarily an economic decision and its benefits are not

confined only to the GCC states. In fact, such a decision is in the interest of the US and the global economy. By prolonging the existence of the BW2, the GCC states are merely postponing the adjustment of the US economy. In the economy nothing lasts for ever as the hailers of the so called New Economy had an opportunity to convince themselves in 2001. Therefore, an adjustment to the US economy in order to decrease the current account deficit is inevitable. Delaying it (by the GCC states further financing the deficit) will make this adjustment more abrupt and painful with dire consequences for the global community. That is why preserving the current status quo is dangerous and the GCC countries should be encouraged to implement changes instead of being condemned for implementing them.

3. The concept of currency union and the GCC states' efforts to implement it

Currency union is nothing new for the international monetary system. Historians give different examples ranging from the currency unions implemented on American soil during the times of British empires towards similar agreements pursued at the time of respective unifications (Italy and Germany) which took place in the 19th century. Nevertheless, all such examples are of more value to historians than to economists. For the latter only two monetary unions established in the 19th century matter: the Latin Monetary Union and the Scandinavian Monetary Union. The former comprised France, Belgium, Switzerland (hence they used to have the same name for their domestic monetary units), Italy and Greece while the latter consisted of Sweden, Norway and Denmark. The Latin Union was driven more by political factors as France perceived the creation of such a union as a way to expand French influence in Europe. On the other hand, the Scandinavian union was based more on economic factors. Both unions disintegrated in the first half of the last century (Kowalewski 2001).

Clear symptoms of BW weakness in the early 1960s led economists Robert Mundell, Roland McKinnon and Peter Kenen to provide a theoretical background for a currency union. They are recognised as authors of the optimal currency areas – a theory which focuses on labour mobility (Mundell 1961), economy's openness (McKinnon 1963) and sensitivities towards asymmetric shocks (Kenen 1969). Fulfilment of all the above mentioned criteria makes the implementation of a union easier but should not be perceived as a prerequisite. The best illustration is the implementation of the European Economic and Monetary Union (EMU) in spite of the fact that several of its members had not fulfilled the criteria stemming from optimal currency area. The creation of a currency union by promoting trade among its participants should also protect member states against tensions outside the union. It seems evident

that the example given by the EMU started to inspire other nations, including the GCC states.

Arguments in favour of the currency union in the GCC region are strong. These economies share a lot of common economic features and above all have the same priority, i.e. the need for a diversification of their domestic economies. Common cultural and historical background should make the task of accomplishing common economic policies even easier. Obviously, there are differences between these economies but their scale and magnitude should not be perceived as a serious obstacle in achieving a single currency.

The GCC initiative to introduce a currency union is a logical continuation of the unification process which goes back more than a quarter of the century. On May 25th, 1981, the authorities of Saudi Arabia, Kuwait, Qatar, Bahrain, Oman and the United Arab Emirates set a framework which was supposed to foster economic integration and achieve unity on all fronts. The framework was ratified in 1982 and already at that time the idea of monetary integration was on the agenda. It was not until late 2000, however, that more decisive steps were taken that were aimed to achieve monetary integrity. In December 2000, the Supreme Council of the GCC requested that working plans should be presented. In spring 2001, special working groups were set to explore all the conditions needed to implement the union. The results were presented in Muscat in December 2001. According to the scenario presented in Muscat, the currency union was supposed to be introduced in 2010. Until the end of 2002 all the currencies of the GCC should be pegged to the dollar (Rutledge 2004). The last country to switch to the US dollar peg was Kuwait. However, in May 2007, this country decided to return to the idea of basket currency (Kerr 2007)¹. The decision was made without previous consultations with the remaining GCC states and therefore Kuwait's action is widely perceived as a big blow to the efforts aimed to accomplish monetary unification in the region. The behaviour of the authorities in Kuwait may indeed cast shadow on the concept of cooperation but does not necessarily mean its abandonment. Continuing weakness of the US dollar is only aggravating inflation pressures in the region (Wörtz 2007). The return to a basket could and should give rise to discussions about a common basket for all currencies taking part in the project.

The second half of the first decade of the 21st century is supposed to witness achieving a sufficient degree of economic convergence that is indispensable to introduce a currency union. With less than 3 years to go, there remain some details which need to be fixed.

¹ On July 13th, 2007, the press announced there was yet another revaluation of the Kuwaiti dinar against the USD. According to the Financial Times, there was a 0.4% revaluation as a result of which the new value of the Kuwaiti dinar was set at USD/KD 0.2869. The website of the Central Bank of Kuwait does not offer any information about the decision but the quotation of its currency is in line with the one given by the Financial Times.

Table 1. *Exchange rate regimes options for the GCC states*

The GCC Initiative			
Loose Agreement (option 1)	Currency union pegged to one currency (option 2)	Currency union pegged to the currency's basket (option 3)	Currency union with floating exchange rate (option 4)
1) no central bank 2) aimed at eliminating transaction costs 3) of psychological importance 4) of little importance from the macroeconomic point of view	1) single currency and one central bank 2) gains from the seigniorage 3) will trigger macroeconomic costs 4) no exposure to FX risk	1) offers more flexibility in conducting monetary policy 2) will lead to FX risk and force members to hedge against it	1) allows to pursue independent monetary policy 2) should deliver highest immunity to the tensions taking place in the IMS 3) enough potential to become a reserve currency in the future 4) its implementation should take place beyond 2010

Source: own compilation.

However, Oman's recent decision to withdraw from the project casts certain shadow on the feasibility of this deadline. Regardless of the delay caused by Oman's withdrawal, no time should be wasted if the missing details are to be worked out in time. The most important issue to be solved yet is the choice of an exchange rate regime to be applied following the implementation of the currency union.

It is most striking that with so little time left, the GCC countries have not made final decisions yet and the variety of choices (depicted in the table below) under consideration is so wide.

The four proposed solutions presented in the above table go (left to right) from the least ambitious towards the most challenging monetary framework. Option 2 will be eliminated, if the GCC states decide to follow Kuwait's shift. From the point of view of the GCC states implementing the most ambitious solution would be in their best interest. These countries, however, do not seem prepared well enough to face all the challenges stemming from a potential introduction of this solution. Fully floating exchange rate requires highly liquid financial markets. Although some efforts have already been undertaken to ensure liquidity, they do not seem sufficient to afford the implementation of a floating rate. Moreover, with less than three years to go and in the absence of precise plans concerning a supranational central bank, it is almost certain that there is not enough time to implement this particular framework. As mentioned earlier, there are doubts whether the deadline of 2010 will be met at all. These doubts arise not only because of Oman's withdrawal from the project. It is the whole history of integration processes in the region which points towards scepticism when it comes to the assessment of integration processes. In spite of having excellent circumstances to launch such processes (common language and cultural background), the current record has been extremely moderate. The launch of a

common market was foreseen for 2007 and it has already been delayed by at least 14 months. Furthermore, there is a socio-political dimension to the dynamics of integration which is based on the decision-making processes (Kneissl 2006). The rule of law and a sufficient degree of participatory democracy are indispensable for the accomplishment of integration. The various phases of enlargement of the European integration are based on such legal and political requirements, contained in the so-called Copenhagen criteria. The union of Egypt and Syria pushed by the then Egyptian president Gamal Abdel Nasser initiated in 1958 was de facto dissolved in 1961. It remains only in name as the United Arab Republic, or U.A.R. is still used in the official name of both countries.

Finally, it seems that under the present circumstances, the new GCC currency would be excessively dependent on oil and a rupture of this link could only be brought about by diversifying the economy prior to introducing the single currency. This may look as a contradictory statement as the process of diversification of domestic economies in the region is among the most important elements underlying a potential exit from current dollars peg. Nevertheless, efforts to diversify domestic economies along with a transition from the present dollar peg to a floating exchange rate have to be gradual. Achieving both of them in the foreseeable future seems highly unlikely. That is why when it comes to the choice of an exchange rate regime, the GCC countries should opt for a less ambitious framework but a more feasible one. Under the present circumstances, it seems that the currency union pegged towards the basket of different currencies seems to be the most appropriate solution. This kind of monetary framework gives little room to conduct a fully independent monetary policy but at the same time, it limits risks of a scenario under which a flotation of the exchange rate may get out of control. Simultaneously, it does not inhibit the GCC

countries from discussing further stages of monetary cooperation. Therefore, the latest decision taken by Kuwaiti authorities should not be condemned. It can be perceived instead as a trigger point which can set the GCC states on a right track.

Pegging the new currency to the basket would also be desirable for other reasons. This proposal would give more room for pursuing an independent monetary policy than the single peg (regardless of whether it is the dollar or the euro). There would be certain import of credibility taking place as decisions on the level of interest rates in the countries forming the basket would be of high relevance for the GCC countries. That would imply a gradual transition from the current solution (where the room to use independently interest rates hardly exists) towards a fully independent floating. Exposing the exchange rate fully to the law of demand and supply (without any reference point) would be dangerous. Most countries that opted for an exit from the hard peg toward floating rate did achieve it gradually. In other words, experience is needed in order to pursue a monetary policy under a fully floating exchange rate. And the transition period seems to be a perfect opportunity to gain this experience.

By moving towards the currency union, several elements need to be borne in mind. The GCC states, in spite of being perceived as a fairly homogeneous region (because of having stable exchange rates), differ in a number of aspects. There are at least two factors which make them different from one another. The first factor deals with time horizon regarding their ability to deliver oil to the world market (in other words, the amount of proven oil reserves). While Bahrain and Oman are expected to see depletion of their reserves within the next fifteen years, Kuwait and the UAE should approach the same point well into the next century (Sturm, Siegfried 2005). The second factor refers to the efforts aimed to diversify domestic economies. The diversification process was started some time ago but with the help of different strategies and at a different pace. As a result, some economies have become less dependent on oil (for instance Bahrain and the UAE) than others.

All these structural differences imply challenges as far as the ability of these economies to withstand asymmetric shocks in the future. The rather similar structure of domestic economies enjoyed nowadays by the GCC will most probably disappear as time progresses. Therefore, more deliberations should be held to minimise negative effects stemming from potential asymmetric shocks. That is why the fiscal stance of the GCC states should be monitored more closely. Periods of high oil prices tend to generate budget surpluses while subdued prices tend to generate deficits. Once again the magnitude of a pro-cyclical element differs across the region. In 1998, when the oil prices suffered a serious decline, the size of fiscal deficits in Bahrain, Oman and the UAE

was well above 5% of the GDP and Qatar and Saudi Arabia were close of reaching 10% of the GDP. At the beginning of this century, just prior to the current oil "bonanza", low public debt levels in the UAE, Bahrain and Kuwait (well below 30% on the average) contrasted sharply with the same indicator for Saudi Arabia where it stood at well above 80 % (Sturm, Siegfried; 2005). Therefore, these countries seem to be in need of making their income revenues less depended on oil and thus diminishing the pro-cycle element in their respective fiscal policies. This is another argument in favour of a less ambitious but more feasible solution when it comes to choosing the exchange rate regime.

4. Consequences for the OPEC states and other oil producing countries

Events taking place in the GCC states seem to be of enormous importance from the point of view of the entire IMS. With significant portion of the US current account deficit financed by the GCC states which are in possession of one of the most strategic commodities, the change of their monetary stance may have far reaching consequences. Efforts to implement a currency union by the GCC countries should be monitored particularly by other OPEC member states. After all, there are a lot of similarities between the GCC states and the remaining OPEC members. Almost every OPEC member generates windfall gains from oil export and deliberates about the way of maximizing its profits. Above all, OPEC members are most probably pondering over potential alternatives when it comes to the invoicing currency of their oil trade. The present slide in the value of the US dollar should enhance such discussions. Consulting on monetary affairs goes beyond the OPEC's mission but not finding consensus regarding currency issues may cast further doubts on the OPEC ability to reach unanimous decisions. Oil is still invoiced in dollars but some countries are keen to move away from invoicing oil in the US currency in favour of other currencies. The majority of these signals come from Teheran where the authorities are boasting about distancing themselves from the dollar when it comes to the structure of oil revenues and foreign reserves.

During the speech inaugurating his new term, the president of Venezuela announced the intention to introduce a single currency for the region. At present, however, it seems highly unlikely that the plans will be carried through in the foreseeable future. Nevertheless, the creation of networks delivering oil on preferential terms in Latin America may be the first step in the direction of fostering economic cooperation which one day may lead to the introduction of a common currency in the area. This, however, seems to be a remote perspective.

While Iran's and Venezuela's intentions to move towards the euro can be explained upon the combination of economic and political factors, there are members that may favour a switch towards the euro merely for economic reasons. That group consists of countries, in particular Algeria and Libya, for which European markets are the key markets. As a result, there are more and more arguments enabling to pave the way for OPEC states to launch a discussion about currency issues. For the time being the choice will be between the euro and the dollar. What will happen if the third currency (the GCC states' currency) is launched? Will the new currency offer a feasible option for oil trade? Will the new currency become an option for other countries when it comes to investing the so called trade surpluses? Regarding the latter question, it is difficult to make reliable assessments as the majority of oil producers is most unwilling to disclose any element of their investment strategies. Therefore, more attention should be focused on the former question. When it comes to the idea of invoicing oil in the potential GCC currency, chances are limited at present, but there is some room to see an increase in the importance of this currency in a more distant future.

As mentioned before, the GCC currency should, for the time being, be pegged to the currency basket. There is no doubt that both the US dollar and the euro would be the key currencies in this basket. Their presence gives enough potential to the GCC currency to become a viable solution to the endless disputes whether oil should be settled in dollars or in euros. Nevertheless, the discussed currency structure should not be merely confined to the euro and the dollar. It is in the interest of the GCC states to implement a wider currency diversification. A significant share in the oil demand's growth comes from Asia thus giving strong arguments for including some of the Asian currencies in the basket. This pioneer step could lead to a wide reshuffle in the IMS aimed to enhance the significance of currencies other than the US dollar and the European based monies. If such a solution works, the new GCC currency will have even more potential to become an interesting option for all those who are seeking their currency portfolio diversification. However, there are major weaknesses which may derail this alternative as it would be up to the market participants to choose the currency of their oil transactions. The initial years of the GCC new currency's functioning on the market will most probably be tough. Market participants usually display some inertia which inhibits them to switch from one currency to another in a short time. In addition, the US dollar market offers such a high degree of liquidity that trying to switch to another currency (upon economic factors) may result extremely difficult.

In the short term the future for the GCC currency union does not look bright (from the point of view of invoicing oil trade but the long term future looks more en-

couragingly. Nowadays, there is a wide geographical diversification of oil supply. However, in the years to come this diversification will shrink as more and more oil proven reserves will be depleted. Therefore, it may make sense to look at countries which have the largest oil proven reserves. Out of five largest owners of oil proven reserves, three come from the GCC. In other words, oil deliveries from the Middle East can be easily substituted by oil from a different part of the world. In 50 years' time the room for this diversification will almost cease to exist, thus giving more room for the GCC states to settle oil trade in their own currency. Obviously, the feasibility of this scenario will hinge upon a number of factors. The world is in possession of unconventional oil but the exploration of this kind of oil is expensive and therefore leaving owners of conventional oil reserves in a privileged position.

In summary, there are a lot of reasons for watching the GCC initiative closely. The initiative should also be perceived as part of the oil producers' efforts to address challenges stemming from the current oil "bonanza" in a proper manner. They seem to be well aware of the fact that the lack of a consistent strategy may lead to a repetition of past errors. Moreover, with the increasing share of oil producers in the global economic growth (by becoming the chief creditors of the US current account deficit), their eventual debacle could prove costly for both the world economy and the IMS. Fortunately, there is a widespread belief that oil producing countries have learnt the lessons from the seventies of the last century where oil revenues led to unsustainable profligacy. On this occasion unwise consumption seems to be out of question. A lot of countries are using revenues to repay their debts. The most publicised case of the debt repayment effort was undertaken by Russia, especially with regard to the Paris Club debt repayment. Such an initiative is not, however, limited to Russia. A similar strategy has been pursued by Nigeria. Some countries are using oil to boost their social programmes with Venezuela being the best example. But much of windfall gains are being invested in a different kind of assets. There are differences regarding the scale of risk aversion. Russia, along with some OPEC members, has resorted to rather conservative strategies. However, the most recent Russian decision to change its strategy of managing a stabilization fund (by shifting part of the fund assets to equity exposure) is signals a movement towards less conservative strategies aimed to ensure higher rate of returns (Tassel, Chung 2007). Saudi Arabia opts for medium risk. The least risk-averting players are the authorities in some of the GCC states. Such a conclusion can be drawn from the observation of some funds' performance (rather aggressive investment pursued by the Kuwait Investment Authority, Abu Dhabi Investment Authority or Qatar Investment Fund). Among funds from other countries that pursue aggressive strategies is the Norway Government Petroleum Fund.

Therefore, accusing oil producing countries of excessive profligacy seems to be misplaced on this occasion. Nevertheless, it still remains to be seen if the current efforts suffice to protect oil producers from an IMS' turmoil. The high degree of secrecy of the majority of the above described sovereign wealth funds (swf) may pose challenges as well as threats. However, the world attention should not only focus on these efforts. An action, more globally concerted, is required. The current status quo in the IMS seems to be dangerous. With oil exporters supporting the BW2 no one is safe. On the

other hand, oil producing countries cannot be blamed for the US deficit. They can only be blamed if they decide to continue preserving the current situation. Having their currencies tied, in most cases, to the US dollar will not make their task of diversifying domestic economies easier. And the US current account deficit has reached such a magnitude that far reaching adjustments to the US economy seem to be unavoidable. By financing the US deficit further, oil producers may merely postpone the adjustment and thus make it more painful. This scenario would be in no one's interest.

References

- Amuzegar J. (1978), *The OPEC and the dollar dilemma*, <http://www.foreignaffairs.org/19780701faessay9872/jahangir-amuzegar/opec-and-the-dollar-dilemma.html>.
- Copeland L.S. (1994), *Exchange Rates and International Finance*, Addison-Wesley Publishing Company, Reading.
- Dizmen S. (2006), *An Outlook to Upcoming Monetary Union's Obstacles*, Gulf Investment House, http://www.gulfinthemedial.com/files/article_en/275712.pdf
- IMF (2006), *The Impact of Petrodollars on US and Emerging Market Bond Yield*, in: IMF, *World Economic Outlook*, April, Washington, D.C.
- Kenen P. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic view*, in: R. Mundell, A. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago, London.
- Kerr S. (2007), *Kuwait abandons US dollar peg*, <http://www.ft.com/cms/s/d63eb12c-0737-11dc-93e1-000b5df10621.html>
- Kneissl K. (2006), *Der Economist Energiepoker: Wie Erdöl und Erdgas die Weltwirtschaft beeinflussen*, FinanzBuch Verlag München.
- Kowalewski P. (2001), *Euro a Międzynarodowy System Walutowy*, Twigger, Warszawa.
- McKinnon R. I. (1963), *Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", Vol. 53, No. 4, pp. 717–725.
- Mundell R.A. (1961), *A theory of Optimum Currency Areas*, "American Economic Review", Vol. 51, No. 4, pp. 657–665.
- Pietrzak E. (1984), *Funt Sterling we Współczesnym Międzynarodowym Systemie Walutowym*, „Zeszyty Naukowe – Rozprawy i Monografie”, nr 55, Uniwersytet Gdański.
- Rutledge E. (2004), *Establishing a Successful GCC Currency Union. Preparations and Future Policy Choices*, "Policy paper", January, Gulf Research Center, Dubai.
- Sturm M., Siegfried N. (2005), *Regional Monetary Integration in the Member States of the Gulf Cooperation Council*, "Occasional Paper", No. 31, ECB, Frankfurt.
- Tassel T., Chung J. (2007), *The \$2 500 bn question – how sovereign wealth funds are muscling in on global markets*, "Financial Times", 25 May, p. 7.
- The Economist (2006), *The petrodollar peg*, 9 December, p. 80.
- The Economist (2007), *Crude suggestions – Buttonwood*, 3 February, p. 70.
- Toloui R. (2007), *Petrodollars, Asset Prices and the Global Financial System*, <http://www.pimco.com/LeftNav/Global+Markets/Capital+Perspectives/2007/Capital+Perspectives-+January+2007.html>.
- Wörtz E. (2007), *To peg or not to peg*, http://corp.gulfinthemedial.com/gulf_media/view_article_en.php?id=314398.

The Costs of Banking Sector Restructuring in Poland*

Koszty restrukturyzacji sektora bankowego w Polsce

*Adam Pawlikowski***, *Dobromił Serwa****

received: 20 March 2007, final version received: 11 July 2007, accepted: 21 August 2007

Abstract

The aim of this paper is to estimate the costs of banking sector restructuring in Poland, borne by the government and the central bank in the years 1993-2006. The authors focused mainly on the assistance measures that directly contributed to generating costs. Aggregated costs of the banking sector restructuring borne in the years 1993-2006 by public bodies amounted to 18.6 billion zloty (22.4 billion zloty in 2006 prices), corresponding to 2.61% of the annual GDP. The largest costs related to the tools employed in the banking sector restructuring process were those of servicing restructuring bonds allocated by the State Treasury to finance threatened banks (over 80% of total costs). The largest share of assistance went to state-owned banks, i.e. 90.3% in current prices. Total costs of banking sector restructuring in Poland are not high when compared to such costs in other transition countries.

Keywords: banking sector restructuring, banking crises, fiscal costs, financial stability

JEL: G21, G34, H81

Streszczenie

Celem tego opracowania jest oszacowanie kosztów restrukturyzacji polskiego sektora bankowego poniesionych przez rząd i bank centralny w latach 1993–2006. Autorzy skupili się przede wszystkim na działaniach pomocowych, które generowały bezpośrednie koszty. Zagregowane koszty restrukturyzacji sektora bankowego poniesione w latach 1993–2006 przez instytucje publiczne wyniosły 18,6 mld zł (22,4 mld zł w cenach z 2006 r.), co odpowiada 2,61% rocznego PKB. Wśród instrumentów zastosowanych do restrukturyzacji sektora bankowego w Polsce największe koszty wynikały z konieczności obsługi obligacji restrukturyzacyjnych przekazanych przez Skarb Państwa wybranym bankom mającym problemy (ponad 80% łącznych kosztów). Udział nominalnych kosztów pomocy dla banków państwowych w całkowitych kosztach wyniósł aż 90,3%. Łączne koszty restrukturyzacji banków w Polsce nie były wysokie w porównaniu z innymi krajami przechodzącymi transformację z gospodarki centralnie planowanej do gospodarki rynkowej.

Słowa kluczowe: restrukturyzacja sektora bankowego, kryzysy bankowe, koszty fiskalne, stabilność finansowa

* The authors wish to express their gratitude to the Domestic Operations Department in the NBP and the Ministry of Finance for providing data and information materials. A special thanks goes to Olga Szczepańska for her professional and organisational support and to Barbara Kowalska, Dobiesław Tymoczko, Paweł Wyczański, Paulina Sotomska-Krzysztofik and two anonymous referees for their valuable comments on this paper. The authors also thank Joanna Piradoff for providing excellent translation assistance.

** National Bank of Poland, Financial System Department; Warsaw University, Faculty of Economic Sciences (Ph.D. student), e-mail: adam.pawlikowski@mail.nbp.pl.

***National Bank of Poland, Financial System Department, e-mail: dobromil.serwa@mail.nbp.pl.

1. Introduction

In almost all Central and Eastern European countries a major challenge of the systemic transition was posed by the restructuring of the banking sectors. These sectors were not adapted to operate in free market conditions. Money played a passive role in centrally-controlled economies, i.e. cash flows followed the flows of goods which prevented the development of institutions inherent in a market economy (Wyczański, Gołajewska 1996). Therefore, the insufficient development and weakness of the banking sectors in all transition countries was one of the key barriers for privatisation and further economic development.

Shortage of capital, balance sheets swelling with bad loans, and the shortage of funds to support development were the main weaknesses of the banking system at the time. The weaknesses were accompanied by the lack of experience and shortage of qualified personnel both in banks and state administration agencies. Although the banking sector in Poland started to develop rapidly in the early 1990s, the above-mentioned factors led to the need of an intervention by the government and other public authorities to fend off a systemic crisis. Assistance measures involved substantial costs – the main burden in the initial phase of the transition was carried by the government and the central bank, and in subsequent years – by the newly established deposit insurance fund.

The aim of this paper is to estimate the costs of the banking sector restructuring borne by the government and the central bank¹ in the years 1993–2006. When analysing the restructuring of Polish banks, the authors focused mainly on the assistance measures which contributed directly to cost generation. Changes in the laws, regulations, and institutional environment are not discussed in the paper, or are presented very briefly.

The paper extends previous research in at least three directions. First, contrary to some earlier studies it carefully describes the method used to calculate the costs of the Polish banking system restructuring (Kawalec 1999; Tang et al. 2000; Zoli 2001; Sherif 2003; Caprio, Klingebiel 2003). This is especially important when comparing costs of international crises.

Second, similarly to Iwanicz-Drozdowska (2002, pp. 243–257) this article provides a detailed description of different types of costs borne by the Treasury and the NBP. However, our study uses a different method to calculate these costs. Instead of adding nominal values of loans, bonds, other funds and interest paid on these funds to problem banks, it aims at calculating the net costs borne by the Treasury and NBP after controlling

for the income generated from these instruments (e.g., the sale of bank shares).² The opportunity costs are calculated in cases, where funds are lent to banks at interest rates lower than the market rate (e.g. costs related to promissory notes and the redemption of banks' bonds). To the authors' best knowledge no other research on the Polish banking restructuring takes these costs into account.

Third, the study presents results on costs calculated in current prices, in real terms (i.e. in 2006 prices) and in relation to GDP in each year. These three approaches are used in order to account for significant price changes over the years 1993–2006 in our analysis and to make the results comparable with international crises. Moreover, the paper describes the share of specific assistance instruments in the total cost, identifies the largest beneficiaries of the state assistance, and presents the distribution of the restructuring cost in time.

Section 2 of this paper describes the early phase of bank operations in a market economy environment and Section 3 presents the origins of financial problems in the banking sector. Section 4 discusses the methods of providing assistance to bankruptcy-threatened banks, and Section 5 presents the calculation of the cost of such assistance. The last section, Section 6, presents main conclusions.

2. Transformation of the banking system in Poland

Organisational and legislative measures whose goal was to develop a new model of the Polish banking sector were taken at the end of the 1980s, even before the economic transition was initiated (Baka et al. 1997). By that time, the **banking sector in Poland had a monobank character** – the superior role was played by the National Bank of Poland (NBP) in which the features of a central bank and a commercial bank operating local branches country-wide were combined. In addition, there were 4 commercial banks in Poland, i.e. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Państwowy (PKO BP), Bank Gospodarki Żywnościowej (BGŻ), Bank Polska Kasa Opieki SA (PEKAO SA), and Bank Handlowy SA, which carried out certain specialised functions. Business areas of these banks were defined in such a way

¹ The paper does not take into account the costs borne by the Bank Guarantee Fund (BFG) because a major part of these costs was incurred by the banking sector, whereas public institutions contributed only a smaller part of the costs (NBP's share in payments to the assistance fund). Moreover, these costs were much lower than the costs incurred by the State Treasury and the NBP.

² For example, Zoli (2001), Caprio, Klingebiel (2003) and Iwanicz-Drozdowska (2002, pp. 252–253) take into account the value of restructuring bonds of series A, B, C and D granted to banks in the period 1993–1996 when calculating the amount of assistance to these banks in that period. In our paper the actual transfers of interest and principal in each year are used, which allows us to calculate the final costs more accurately. The difference in accuracy is significant here, because the nominal value of bonds equalled PLN 4.70 billion, while the actual principal paid in the period 1993–1996 amounted to PLN 0.65 billion and in the period 1993–2006 it totalled PLN 10.76 billion. There exist other differences in results possibly due to different sources of data, more information about costs available only recently and different calculation methods used in these studies.

so as not to overlap, which allowed to avoid competition (Wyczański 2007, p. 62). In the second half of the 1980s, the following new banks were established: Bank Rozwoju Eksportu SA (BRE Bank SA), Bank Inicjatyw Gospodarczych SA (BIG SA), and the Łódzki Bank Rozwoju SA (LBR SA). In a centrally-planned system a banking system did not practically exist in Poland, being replaced by bank administration structures. Enterprises could not freely choose a bank branch to service them, while banks themselves were functioning as cash desks since credit decisions were taken by state administration that did not take into account the results of borrowers' credit-worthiness analyses (Balcerowicz, Bratkowski 2001).

The fundamental goal of the Polish banking sector's reform was to transform banks into the core of the financial system and the most important source of funding for enterprises (CASE 2001). Two laws were adopted in January 1989 which outlined the general framework of the banking system in Poland: the *Banking Act*, and the *Act on the National Bank of Poland*. Under the new law, the NBP became a central bank in a strict sense, performing the functions of an issuing bank, and a credit, settlement, and foreign currency central institution. The NBP was also assigned responsibility for supervising the banking sector. In order to boost market competition, operating branches, which offered deposit and credit services, were spun off from the NBP to form 9 regional commercial banks. In the second half of 1989 and in January 1990 restrictions related to the type of entities serviced, activity profile and territorial restrictions were lifted and conditions for banking sector entry were liberalised. Overall, the above measures were intended to provide institutional environment encouraging competition among banks. As a result, the monobank system was abolished and **a free market, two-tier system was introduced** (Wyczański 2007, p. 63).

3. The origins of problems in the banking sector

In the early 1990s, the NBP pursued a liberal policy on bank business licensing. The priority was to provide conditions for market initiative and opening of private banks, which was expected to boost competition in the banking sector. As a result, in the years 1989–1991 a number of new banks were established. In 1989, twelve new banks started activities, in 1990 – 40, and in 1991 – 17. Most of them were small banks usually opened by state-owned enterprises and local governments. By the end of 1991, Poland had 82 domestic banks and 3 branches of international banks (Wyczański, Gołajewska 1996, p. 19).

The country was short of capital, therefore the **newly-established private banks** usually had a small

capital base, insignificant assets and personnel, and poor know-how. With time it led to problems in this group of banks which required central bank intervention and remedial action. However, the problems encountered in the banks, whose share in the assets of the whole banking sector was small, did not pose a systemic threat, although their potential bankruptcy could undermine confidence in the whole banking sector.

The *Banking Act* opened the market also to **foreign investors** who were additionally offered special incentives in the form of tax exemptions. At first international banks showed small interest in the Polish market mainly because of the unstable macroeconomic situation and Poland's low credibility on international markets.

The main source of problems in the Polish banking sector in the early 1990s was not only the newly-established private banks, but primarily **large state-owned banks**. This was caused to a great extent by a heavy burden of state enterprises' bad loan portfolios inherited from the old regime. The condition of state enterprises deteriorated even further in the early 1990s as they found it difficult to adjust to the new economic environment and cope with competitive imported goods and the mushrooming private companies. State-owned enterprises suffered as a result of lower demand for their products caused by the decline in real wages³ on the one hand, and because of the dramatic rise in the cost of credit resulting from interest rates growth, on the other hand. The difficult situation of these enterprises led to delays in loan repayment which deteriorated the financial condition of state-owned banks which serviced them.

Financial problems of the banking sector were aggravated by internal factors of the banks themselves, such as: inadequate credit procedures, difficulties in assessing potential borrowers' financial condition, shortage of experienced personnel, weak control mechanisms, the lack of proper regulations within credit portfolio assessment and the mismatch of credit supply and demand (Iwanicz-Drozdowska 2002, p. 231). Problems experienced by state-owned banks became apparent at the end of 1991, when the **share of bad loans represented 34.8% of their portfolio**. While in June 1990 the share of bad loans ranged from 9% to 20% in these banks, in June 1992, it grew to 24%-86%. It became clear that Poland was seriously threatened by a banking crisis (Balcerowicz, Bratkowski 2001). The above mentioned problems came to full light in 1993 when the banking sector posted a loss resulting mostly from the deterioration of credit portfolios and the need to make specific reserves for claims. The difficult situation in the banking sector required intervention by public institutions in order to maintain confidence in the newly-developed banking system and protect households' deposits.

³ In 1990 alone, real wages dropped by 25% against the previous year.

4. Assistance programs for the banking sector

At the time when Poland began the process of bank restructuring, the mainstream approach was to establish a separate entity (with or without a banking license) and transfer bad loans out of existing banks into this "hospital bank" (Szelągowska 2004). More active methods applied in Poland proved to be successful and were used in other countries later on. The banking sector received support from the State Treasury, the central bank and, after 1994, from the Bank Guarantee Fund. The State Treasury focused on helping to restructure state banks that had a significant share of bad loans dating back to the period of centrally-planned economy, whereas the NBP saved primarily other than state-owned banks which started operations in the transition period. Both the State Treasury and the NBP offered assistance to co-operative banks sector whose problems surfaced with some delay.⁴

4.1. State Treasury assistance

The adoption of two laws: the *Act on financial restructuring of enterprises and banks*,⁵ and the *Act on*

⁴ These measures, for instance, consisted in amending the *Banking Act*, introducing new supervisory regulations, and establishing the Bank Guarantee Fund.

⁵ The political economy dimension of the whole process was important in defining the forms of restructuring. Banks were perceived by the general public as very wealthy institutions at that time, so any idea of public funds spent on them required a lot of clever marketing. That was a major reason for combining restructuring of banks and enterprises within a uniform framework (both in legal framework and in financial rules).

*Cooperative Banks and BGŻ Restructuring*⁶ played a key role in solving the difficult situation in the sector of state-owned banks. The former Act, often called the "debt restructuring law" was the response of the state to the consequences of a systemic transition which hit both state-owned enterprises and banks. Under this law the State Treasury became co-responsible for the bad loans granted before 1992 and banks received financial support in the form of **restructuring bonds**. The bonds were intended to increase the banks' capital base and help them make the required reserves for non-performing loans (Iwanicz-Drozdowska 2002).

The restructuring bonds program covered a total of 10 banks: PKO BP, Pekao SA, BGŻ and 7 banks out of the "nine" (banks)⁷. The bonds were issued in four series in the years 1993-1994 and two other series in 1996. Table 1 lists the banks that received financial support in the form of restructuring bonds and specifies the dates and values of each issue.

The restructuring bonds were issued in the form of 15-year securities payable in 28 six-month instalments after a 1.5-year grace period. Their interest rate was equal to the average NBP rediscount rate in a given interest period. The banks involved were paid an interest of 5 percentage points, and a proportional part of the

⁶ This law introduced a three-tier structure of co-operative banking sector: the national bank (BGŻ transformed into a joint stock company), regional banks, and co-operative banks.

⁷ Restructuring bonds were not granted, for formal reasons, to Wielkopolski Bank Kredytowy SA and Bank Śląski SA, as they had been privatised before the adoption of the Act.

Table 1. *Value of restructuring bonds granted to banks in the period 1993–1996*

Series	Banks	Face value of bonds received (in millions of zloty)	Date of issue
A	Bank Depozytowo-Kredytowy w Lublinie SA	179.021	30.07.1993
	Bank Gdański SA	160.959	
	Bank Przemysłowo-Handlowy SA w Krakowie	159.843	
	Bank Zachodni we Wrocławiu SA	144.506	
	Pomorski Bank Kredytowy SA w Szczecinie	136.367	
	Powszechny Bank Gospodarczy SA w Łodzi	125.639	
	Powszechny Bank Kredytowy SA w Warszawie	193.665	
	Total "Seven" banks	1,100.000	
B	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Państwowy	573.420	16.12.1993
C	Bank Gospodarki Żywnościowej	426.580	29.12.1993
D	Bank Gospodarki Żywnościowej*	1,530.000	21.11.1994
	Bank Polska Kasa Opieki SA	370.000	21.11.1994
–	Bank Gospodarki Żywnościowej SA	600.000	23.09.1996
–	Bank Gospodarki Żywnościowej SA	100.000	19.12.1996
	Total	4,700.000	

* Part of the bonds was earmarked for co-operative banks and for opening regional banks.

Source: Ordinance of the Minister of Finance dated July 27, 1993, on defining the banks to which Treasury bonds will be extended and on the division of the amount allocated in the budget law for increasing the banks' capital base and reserves (Journal of Laws July 31, 1993), Ordinance of the Minister of Finance dated September 19, 1996, on the issue of bonds earmarked for increasing the capital base of Bank Gospodarki Żywnościowej SA (Official Journal of the Ministry of Finance, September 20, 1996), and Ordinance of the Minister of Finance dated December 16, 1996, on the issue of bonds earmarked for increasing the capital base of Bank Gospodarki Żywnościowej SA (Official Journal of the Ministry of Finance, December 18, 1996).

principal, while the remaining interest was capitalized. NBP was the issuing agent of the restructuring bonds and the bonds were to be redeemed according to a 15-year schedule (because of a chronic budget deficit) (Wyczański, Gołajewska 1996).

Another assistance measure offered by the State Treasury was capital injections granted to PKO BP (December 2000) and BGŻ (May 2002) in the form of listed companies' shares which the banks could sell. It should be noted that the transfer of shares represented a cost to the State Treasury only in the case of PKO BP. In the case of BGŻ, the State Treasury received the bank's shares in exchange for the shares in State Treasury companies.

4.2. Assistance measures provided by the National Bank of Poland

In the years 1993–1995, in addition to assistance measures provided by the State Treasury, the National Bank of Poland carried out activities that focused on supporting restructuring programs in bankruptcy-threatened domestic non-state and co-operative banks. The central bank did not provide financial support to state-owned banks in the process of privatisation, it only supported domestic non-state and co-operative banks. Deposits held by such banks were not subject to explicit State Treasury or other institution guarantee until 1994. In the first half of the 1990s, Poland did not have a universal deposit insurance scheme. The *Banking Act* maintained the existing responsibility of the State Treasury but only in the case of saving deposits kept in state banks.⁸ This regulation limited State Treasury guarantees to a selected group of banks and to deposits held by individuals. As the two-tier banking sector developed, many private and mixed-capital banks were established. However, pursuant to the law, they were not covered by any guarantees whatsoever. This distorted competition between banks as banks protected by the Treasury were privileged in comparison to the newly established private banks (Baka 2005).

Overall, during the period 1993–1995, the **NBP was involved in the restructuring of 13 commercial banks**. These were, however, relatively small banks, none of them holding more than 1% of the banking sector assets at the time. The criterion the central bank applied was the stability of the whole financial system and retaining public confidence in the banking sector rather than a purely economic calculation (Iwanicz-Drozdowska 2002, p. 247–255). Confidence in the Polish banking sector in the early 1990s was low. There were fears that any rumour of a bank failure might trigger a bank run resulting in mass withdrawals of the deposited funds.

NBP intervention measures in relation to banks facing bankruptcy consisted in extending direct and

indirect capital support, as well as providing liquidity. The central bank assistance was granted in the following forms:

- re-financing credit to replenish bank funds (1992–1994),
- exemption from the reserve requirement,
- purchase of promissory notes of the restructured banks,
- purchase of bonds issued by banks,
- purchase of restructured banks' shares.

Granting the latter four forms of assistance to a bank was conditional on its implementation of a restructuring program; before such a program was implemented the NBP had been offering re-financing credit only. In addition, in a vast majority of cases the least-cost criterion was adopted – the central bank avoided granting assistance that exceeded the value of deposits kept in each bank involved.⁹

Legal grounds for **extending NBP financial support to restructuring programs in banks** after 1993 were provided by the decision of the NBP Management Board adopted on May 25, 1993, on using the following instruments of bank restructuring: purchase of shares and long-term bank bonds, and securitisation promissory notes. Moreover, a resolution passed by the Sejm (Polish Parliament) on March 5, 1994 regarding the assumptions for the monetary policy, required the NBP to undertake measures to strengthen the financial standing, operating efficiency, and consolidation of the banking system with the use of the above-mentioned instruments and by allocating up to 300 million zloty for the purpose. Out of the amount approved by the Sejm 259.79 million zloty¹⁰ was spent on assistance and 5.8 million zloty – on restructuring programs in co-operative banks. Agreements signed between the NBP and the restructured banks defined, among other things, the objective, the type and size of the assistance, as well as the bond and promissory note redemption dates, and the final deadline for settling the central bank's assistance.

The National Bank of Poland commenced the banking sector financial support program in 1993 when its assistance was granted to the Łódzki Bank Rozwoju SA. Next, in the years 1993–1994, the central bank acquired shares in Pierwszy Komercyjny Bank SA in Lublin (PKB SA), Prosper Bank SA and Interbank SA. The top priority issue from the systemic point of view was granting support to PKB SA since the disclosure of the bank's financial problems stirred a temporary panic among depositors. In order to retain confidence in the banking sector, mainly private banks, the NBP intervened by acquiring the bank's shares and extending a financial support in the form of purchase of bonds and credit in the form of promissory notes. This was the

⁸ And also in other banks which had received protection before the Act became effective.

⁹ Based on information from NBP's Domestic Operations Department.

¹⁰ Established on the basis of an agreements signed in 1994.

first case of the central bank taking over a private bank. The National Bank of Poland held PKB SA shares until November 1998, when it sold them to Powszechny Bank Kredytowy SA.

Subsequently, the NBP helped to merge 4 other banks – 3 with PKB SA and 1 with Prosper Bank. Simultaneously, it offered financial support to a bank that decided to acquire a bankruptcy-threatened bank. The NBP also bought bonds from: PKB SA, Prosper Bank SA, LBR SA and Interbank SA. Interest on the bonds and promissory note credits was fixed at the level of 1% per year.

The nominal value of funds transferred by the NBP to commercial banks facing bankruptcy (purchase of shares, bonds, and promissory notes) totalled 555.12 million zloty. In addition, the central bank allocated 125.9 million zloty in promissory note credit to support banks which acquired the threatened co-operative banks. These amounts, however, did not represent the cost of support granted to threatened banks but were the nominal value of funds transferred to the banks in exchange for their shares, bonds and promissory notes. In subsequent years the NBP benefited financially from holding the bonds and promissory notes, and selling the shares. These benefits were smaller, however, than expenditures because the bonds and promissory note credits bore preferential interest, and the central bank had to carry out open market operations to absorb increased liquidity from the banking system. The estimated NBP costs resulting from the restructuring program are shown in sub-section 5.2.

After 1994, the central bank also used **exemptions from the reserve requirement** as an instrument supporting the financial condition of commercial and co-operative banks. Until the end of 1997, the bank applied this solution on the grounds of the *January 31, 1989, NBP Act*,¹¹ and from 1998 onwards – on the grounds of the *August 29, 1997 NBP Act*.¹² The central bank granted the last of such exemptions in 2000. Overall, 28 commercial banks and 254 co-operative banks benefited from the arrangement.¹³ The banks were obligated to invest the exempted funds in Treasury securities. Since the exempted funds increased the banking sector's liquidity,¹⁴ the NBP had to conduct open market operations to keep liquidity at an appropriate level. The reserve requirement was interest-free until April 2004. Therefore, exemptions generated costs for the NBP resulting from open market operations. The NBP costs resulting from reserve requirement exemptions are presented in sub-section 5.2.

¹¹ Art. 30, section 4.

¹² Art. 39, section 3.

¹³ Since May 2004, interest on the reserve requirement funds has been equal to market rate (0.9 of the rediscount rate) which reduces NBP costs incurred by exempting banks from the reserve requirement. Only one commercial bank was exempted in this period.

¹⁴ These operations of the NBP were not the main source of the banking sector over-liquidity. Structural over-liquidity in Polish banks after 1995 resulted mainly from FX transactions conducted by the central bank.

In addition, in the years 1993-1994 the NBP offered specific purpose **refinancing credit** bearing a market interest rate to solvency-threatened banks under receivership, to help them replenish their funds.¹⁵ The value of credit made available to the banks at that time totalled 209.5 million zloty. These credits were paid back by the banks according to a repayment schedule. Agrobank SA was the only exception: it paid back only 4.5 million zloty of the 6 million zloty loan, with the value of the loan principal unpaid by the bankrupt bank accounting for only 0.8% of the total value of credits. Owing to the fact that credit exposures to banks bore a market interest rate the cost for the NBP was only the unpaid principal of the loan extended to Agrobank SA.

In September 1996, the NBP converted 67.5 million zloty of the re-financing credit for central investment into a subordinate loan for BGŻ SA (Iwanicz-Drozdowska 2002, p. 248). The loan, bearing 1% interest, was repaid by the end of 2004.

The central bank's assistance took a specific form in the case of **restructuring the PKO BP bank**. The NBP exempted this bank from the 800 million zloty reserve requirement for one year starting January 2, 2001. In addition, NBP bought PKO BP's bonds with a total face value of 3.2 billion zloty bearing inflation-indexed interest. PKO BP invested a total of 4 billion zloty in a 3-month revolving time deposit in NBP and the one-year income from the deposit was transferred to the bank's account. Moreover, PKO BP bought three equal tranches of 91-day NBP money bills with a nominal value of 7.5 billion zloty. Subsequently, the bills were rolled over three times. In December 2000, PKO BP received a capital injection from the State Treasury in the form of company equity worth ca 390 million zloty (Grzegorzcyk 2000; Tomaszkiwicz 2000). The cost of the assistance granted to PKO BP is estimated in sub-section 5.2.

5. The costs of banking sector restructuring

5.1. Costs incurred by the State Treasury

Costs of assistance granted to state-owned banks resulted from the cost of servicing their restructuring bonds and were primarily borne by the State Treasury. As the restructuring bonds were given to the banks free of charge, in subsequent years the state budget incurred costs related to the redemption of the securities principal and interest instalments. The State Treasury repurchased some restructuring bonds before maturity¹⁶ to reduce bond servicing costs which were relatively high because of the capitalisation of unpaid interests.

¹⁵ Based on the *NBP Act* of January 31, 1989.

¹⁶ For example on 30 November 2001, bonds from series A were purchased for the total amount of 209.2 million PLN.

Table 2. Budget costs arising from the servicing and redemption of restructuring bonds in the years 1995–2006

Year	Restructuring bonds – related costs borne by the state budget (in millions of zloty)				
	Restructuring bonds of series A, B, C, D		Restructuring bonds of BGŻ issued in 1996		Total
	interest	principal	interest	principal	
1995	142.9	208.1	–	–	350.9
1996	292.0	443.9	–	–	735.9
1997	322.2	530.2	–	–	852.4
1998	353.9	634.6	104.8	63.6	1,156.8
1999	320.4	625.6	78.5	71.3	1,095.8
2000	310.6	670.3	89.1	202.6	1,272.5
2001	324.4	957.2	80.5	73.7	1,435.7
2002	305.3	1,054.4	51.0	81.1	1,491.7
2003	263.2	1,116.4	26.5	85.9	1,492.1
2004	212.7	796.3	20.3	88.9	1,118.3
2005	112.3	3,718.8	20.2	91.9	3,943.1
2006	–	–	12.3	94.8	107.1
Total	2,959.9	10,755.6	471.0	853.7	15,052.5

Source: Ministry of Finance.

By May 2005 all bonds from A, B, C and D series had been redeemed and in December 2006 the State Treasury's debt related to BGŻ restructuring bonds amounted to 482.9 million zloty. Table 2 shows the costs borne by the state budget in the years 1995–2006, in relation both to the current servicing and redemption of restructuring bonds before maturity.

The total nominal costs incurred by the State Treasury in relation to servicing restructuring bonds in the years 1995–2006 amounted to over 15 billion zloty. The total value of these costs will grow insignificantly following further servicing of securities issued for BGŻ. At this point it should be mentioned that the State Treasury has not been charged with all the costs of servicing restructuring bonds. Some costs have been incurred by the Fund for Privatisation of Polish Banks (FPBP) in relation to the redemption of bonds from series A before maturity (on 31 July 1998 it represented the amount of 1,218.535 million zloty and on 31 July 1999 – 313.730 million zloty). The total amount contributed by FPBP to servicing restructuring bonds stands at 1,532.266 million zloty (Cf. Szelałowska 2004).

Moreover, the State Treasury bore additional costs related to the capitalisation of PKO BP with shares in companies with the value of approximately 390 million zloty in 2001. The costs of assistance granted to PKO BP are discussed below in sub-section 5.2.

One way of thinking about the assistance of the State Treasury to state-owned banks is that this assistance was just a transfer of funds from the owner of the bank to the bank and therefore it cannot be considered as a cost, but rather as the change in the structure of assets owned by the Treasury. However, if the state-owned banks had not

needed assistance, the Treasury would have been able to use the funds for other purposes. Therefore the funds transferred to the bank are treated in this study as a proxy of costs borne by the Treasury to avoid the failure of the bank. A similar approach was adopted by Tang et al. (2000), Zoli (2001), Iwanicz-Drozdowska (2002) and Sherif (2003).

5.2. Restructuring costs incurred by the NBP

The central bank was involved in the restructuring of banks and granted assistance in various forms. Such financial support did not always generate costs for the NBP. For example, refinancing credits extended by the NBP bore market interest rates and they are not considered to be a cost. The costs of the restructuring incurred by the NBP in the years 1993–2006 are presented below, together with the description of the applied methodology.

Costs related to promissory notes incurred by the NBP have been treated as costs borne by the NBP via assistance granted to banks in the form of promissory note credit and absorbing surplus liquidity from the market in the amount corresponding to the credit amount. As the annual interest rate of promissory note credit was 1%, the cost for the NBP was the amount of credit multiplied by the difference between the official repo rate and the rate of promissory note credit. Costs in the following years have been calculated using data on repurchased notes at the end of the year. It has been assumed that the average annual value of repurchased notes is equal to the arithmetic average of the value of notes at the end of the previous year and at the end of

the current year. The average value of notes repurchased during a given year is multiplied by the average repo rate minus 1 p.p. (the interest rate of promissory notes). The average repo rate has been calculated as the arithmetic average of the repo rate at the beginning of each month of the year.

Costs related to the redemption of bonds issued by threatened banks have been treated as NBP's costs incurred by the purchase of bonds of individual banks. As the annual interest rate of these bonds was 1%, the cost has been calculated as the value of bond multiplied by the difference between the official repo rate and the bonds' interest rate. The repo rate is the rate at which NBP could borrow money on the financial market in order to maintain an appropriate liquidity level on the market. The costs for a given year were calculated using the average annual value of redeemed bonds. The average annual value of redeemed bonds is equal to the arithmetic average of the value of bonds at the end of the previous and current year. The average value of bonds held by the NBP during a given year is multiplied by the average repo rate minus 1 p.p. (the interest rate of papers). The average repo rate has been calculated as the arithmetic average of the repo rate at the beginning of each month of the year. For 1993, the difference between the rediscount rate from 1993 and the figure being the difference between the rediscount rate and the repo rate in 1994 was used.

Costs related to the exemption of banks from the reserve requirement have been calculated as the sum of costs related to the exemption of individual banks (except for PKO BP) from the reserve requirement. The

cost of exempting one bank from the reserve requirement has been estimated by multiplying the fraction which corresponds to the part of the year when such exemption was in force, by the average repo rate in that year and by the amount exempted from the reserve requirement at the beginning of the exemption period.¹⁷ The repo rate is the rate at which the NBP could execute open market operations in order to maintain an appropriate liquidity level on that market. Since May 2004 the reserve requirement funds bear the rate of interest of 0.9 of the rediscount rate. In practice this means that the cost of annual exemption from the reserve requirement in the years 2004–2006 amounted to some 0.15% of the exempted amount.

Costs related to purchase and sale of banks' shares have been calculated on the basis of the value of purchase/re-sale transactions of banks' shares. In each month, the accumulated amount spent on the purchase of shares has been multiplied by the average repo rate (divided by 12) from that month. The amount received from the re-sale of shares has been deducted from the figure obtained in this way, producing monthly costs of servicing banks' shares. Annual costs have been calculated as the sum of monthly costs.

Table 3 shows estimates of costs borne by the NBP in the years 1993–2006 excluding assistance for BGŻ and PKO BP.

The costs of the conversion of the refinancing credit for central investment projects (67.5 million zloty) into a subordinated loan for BGŻ have been

¹⁷ As the amount exempted from the reserve requirement usually kept growing in the following years, the amount is likely to be underestimated.

Table 3. Estimated costs of NBP's assistance for bankruptcy threatened banks (in millions of zloty)

Year	NBP costs related to promissory note credit	NBP costs related to repurchase of bonds	Costs related to the exemption of commercial banks from the reserve requirement	Costs related to the exemption of co-operative banks from the reserve requirement	Net costs of purchase of banks' shares by NBP
1993	11.9	3.3	0.0	0.0	0.8
1994	49.2	20.5	1.0	0.0	15.9
1995	79.3	33.6	17.3	3.8	28.2
1996	67.7	17.8	59.1	11.5	38.8
1997	79.8	10.6	108.9	25.3	38.6
1998	72.0	9.4	104.1	26.1	11.3
1999	39.7	5.9	86.8	20.3	0.0
2000	40.8	7.0	141.7	17.7	0.0
2001	27.9	5.1	252.9	4.9	0.0
2002	12.7	2.1	97.9	0.0	0.0
2003	6.9	0.7	61.4	0.0	0.0
2004	6.0	0.0	8.7	0.0	0.0
2005	4.2	0.0	0.6	0.0	0.0
2006	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0

Note: The costs do not include assistance for PKO BP and the outstanding credit for Agrobank SA (1.5 million zloty).

Source: Own estimates on the basis of NBP data.

Table 4. *Cost of assistance for PKO BP SA*

Type of assistance	Costs (in millions of zloty)
Purchase of bonds from PKO BP	332.8
Exemption from the reserve requirement	124.0
Servicing 3-month time deposit (rolled-over) in the NBP	222.4
Servicing 91-day NBP money bills (rolled-over)	131.0
Recapitalisation of the bank with shares of companies	390 *
Total	1,200.2

* Grzegorzczak (2000) and Tomaszewicz (2000).
Source: own calculations on the basis of NBP data.

calculated by deducting interest on the subordinated loan from interest on the potential refinancing credit for central investment projects in each year of the subordinated loan duration. These calculations use the interest rate of the NBP refinancing credit for central investment projects (one of the central bank's tools) and the interest rate of the subordinated loan for BGŻ, amounting to 1% per year.

The costs of assistance for PKO BP include the costs of converting bonds and funds from the exempted reserves totalling 4 billion zloty into a rolled-over 3-month time deposit in 2001.¹⁸ These costs also include the cost of servicing 4 equal tranches of 91-day NBP money bills purchased by PKO BP with the total face

value 7.5 billion zloty and their roll-over until the end of 2001.¹⁹ Moreover, the cost of recapitalisation of the bank in 2000 by the State Treasury with shares of companies, valued at some 390 million zloty, has been included, although this was not cost incurred by the NBP.

The above mentioned **costs of assistance for PKO BP amount to 1 200.2 million zloty**. The cost of converting bonds and funds from the reserve requirement into a time deposit in the NBP has been calculated in the following way:²⁰

¹⁹ Interests repaid in January 2002 were included into costs of 2001.

²⁰ The costs presented here are broken into NBP's assistance tools. The same result would be obtained by deducting the amount of 3.2 billion PLN, multiplied by the inflation rate, from the amount of interest earned from the PLN 4.0 billion deposited in the NBP.

¹⁸ Interests accrued on 2 January 2002 were included into interests from 2001.

Table 5. *Total costs of the banking sector restructuring in the years 1993-2006*

Year	NBP costs related to promissory note credit	NBP costs related to purchase of bonds	Costs of exemption from the reserve requirement	Costs of servicing restructuring bonds	Costs related to the purchase of shares	Costs of assistance for PKO BP	Costs of subordinated loan for BGŻ	Total costs	Total costs in 2006 prices	Total costs in relation to GDP
	in millions of zloty								in % GDP	
1993	11.9	3.3	–	–	0.8	–	–	16.0	56.9	0.01
1994	49.2	20.5	1.0	–	15.9	–	–	86.6	233.0	0.04
1995	79.3	33.6	21.1	350.9	28.2	–	–	513.1	1 079.7	0.15
1996	67.7	17.8	70.6	735.9	38.8	–	4.1	934.8	1 640.7	0.22
1997	79.8	10.6	134.2	852.4	38.6	–	16.8	1,132.3	1 729.7	0.22
1998	72.0	9.4	130.2	1,156.8	11.3	–	16.0	1,395.7	1 907.0	0.23
1999	39.7	5.9	107.2	1,095.8	–	–	11.2	1,259.7	1 604.1	0.19
2000	40.8	7.0	159.4	1,272.5	–	–	14.2	1,494.0	1 727.9	0.20
2001	27.9	5.1	257.8	1,435.7	–	1,200.2	12.4	2,939.2	3 222.2	0.38
2002	12.7	2.1	97.9	1,491.7	–	–	6.9	1,611.2	1 733.4	0.20
2003	6.9	0.7	61.4	1,492.1	–	–	4.1	1,565.2	1 670.5	0.19
2004	6.0	0.0	8.7	1,118.3	–	–	4.3	1,137.2	1 172.7	0.12
2005	4.2	0.0	0.6	3,943.1	–	–	–	3,948.0	3 987.4	0.41
2006	1.8	0.0	0.0	590.0	–	–	–	591.9	591.9	0.06
	Total	18 624.8	22 357.2	2.61						

Note: The costs of servicing restructuring bonds in 2006 include among others the value of bonds that have not been repaid yet by the State Treasury.

Source: own calculations on the basis of NBP and Ministry of Finance data.

- as the bonds bore an inflation-indexed interest rate, the 2001 inflation rate was deducted from the repo rate and the figure obtained in this way was multiplied by the value of bonds, i.e. 3,2 billion zloty,
- the costs of exempting PKO BP from the reserve requirement in 2001 have been calculated in the same way as for other banks,
- the costs of servicing the 4 billion zloty deposit have been calculated by multiplying the deposited amount by the repo rate and deducting the resulting figure from the interest earned on the deposit.

The cost of servicing money bills has been calculated as interest earned by PKO BP in 2001 (on 91-day money bills of the NBP), diminished by the amount of interest the NBP would have paid for borrowing the same amount at the repo rate in the same period. The value of recapitalisation with company shares has been taken from press archives (Table 4).

5.3. Total public costs of the banking sector restructuring

Total public restructuring costs have been calculated as costs borne by the State Treasury related to the servicing of restructuring bonds allocated to certain banks and the costs of the NBP related to promissory note credit, purchase of bonds and shares of bankruptcy-threatened banks, the costs of exempting some funds from the reserve requirement and the costs of assistance for PKO BP provided by both the central bank and the State Treasury. It should be noted that the paper does not take into account the costs incurred by the NBP to co-finance the BFG assistance fund (a fund providing financial assistance to bankruptcy-threatened banks),²¹ nor the amounts spent on reimbursements to depositors of bankrupt banks. In addition, the paper has not included budgetary costs related to corporate income tax exemption granted mainly to co-operative banks (Cf. Iwanicz-Drozdowska 2002, p. 252).

Table 5 shows the costs of restructuring of the Polish banking sector broken into following years and assistance measures applied.

²¹ I.a. BFG granted a 600 million PLN loan to PKO BP in 2000.

6. Main conclusions

1. Aggregated costs of the banking sector restructuring borne in the years 1993-2006 by public bodies amounted to 18.6 billion zloty. Total real cost of the banking sector restructuring has been calculated in 2006 prices with costs from previous years having been recalculated using the consumer prices index. **Aggregated cost in 2006 prices amounted to 22.4 billion zloty**, which represents **2.61% of the annual GDP**.

2. Total costs of restructuring in Poland are not high as compared to other countries undergoing an economic transformation from centrally-planned to market economy. It should be noted that the banking sector restructuring was needed in all transition countries, and **fiscal costs of Polish banks' restructuring are among the lowest in this group of countries**. The cost of state assistance for state-owned banks alone amounted to 18% of GDP in the Czech Republic, 13% of GDP in the Slovak Republic and 8% of GDP in Hungary (Sherif 2003; see also Kawalec 1999; Caprio, Klingebiel 2003).

3. **Among the tools employed in the banking sector restructuring the biggest costs are related to the servicing of restructuring bonds** allocated by the State Treasury to problem banks (over 80%). Exemptions from the reserve requirement, promissory note credit, recapitalisation of PKO BP with shares and the purchase of bonds issued by these banks had a smaller share in the costs. The purchase of shares in banks by the NBP represented the smallest share in total costs among all analysed tools (Table 6).

The State Treasury assistance for restructuring banks in the years 1993-2006 included the costs of servicing restructuring bonds and the recapitalisation of PKO BP. These costs amounted to 15.9 billion zloty, i.e. 2.15% of the average annual GDP in the analysed period. The costs of NBP assistance totalled 2.7 billion zloty, i.e. 0.46% of the GDP. The share of State Treasury assistance represented 85.5%, while that of the NBP – 14.5%. In real terms these shares amounted to 83.7% and 16.3%, respectively.

Table 6. Restructuring costs breakdown according to the financing method

Restructuring cost borne by:	Percentage share in costs	
	in current prices	in 2006 prices
1. State Treasury:	85.5	83.7
Restructuring bonds	83.4	81.8
Recapitalisation of PKO BP with shares	2.1	1.9
2. National Bank of Poland:	14.5	16.3
Release from obligatory reserve	5.6	6.0
Promissory note credit	2.7	3.8
Purchase of bonds issued by banks	0.6	1.0
Purchase of banks' shares	0.7	1.1
Subordinated loan for BGŻ	0.5	0.5

Source: own calculations on the basis of NBP and Ministry of Finance data.

Table 7. *Restructuring costs breakdown according to beneficiaries and funding institutions*

Assistance for banks	Percentage share of assistance in total costs		Percentage share of state institutions in assistance for individual banks (in current prices)		Percentage share of state institutions in assistance for individual banks (in 2006 prices)	
	in current prices	in 2006 prices	State Treasury	NBP	State Treasury	NBP
1. State banks including:	90.3	88.2	94.7	5.3	94.9	5.1
BGŻ	48.6	47.4	99.0	1.0	98.9	1.1
PKO BP	18.5	17.8	76.5	23.5	77.7	22.3
2. Private and co-operative banks*	9.7*	11.8*	0.0	100.0	0.0	100.0

Note: *excluding assistance in the form of bonds given to BGŻ by State Treasury. BGŻ was to allocate some of the funds to the restructuring of co-operative banks.
Source: own calculations on the basis of NBP and Ministry of Finance data.

4. The small share of assistance for private and co-operative banks is a characteristic feature of the assistance provided by public bodies. The share of assistance for state-owned banks was 90.3% in current prices. In real terms (in 2006 prices), this share totalled 88.2%. The whole assistance of the State Treasury was earmarked for state-owned banks while 66.7% of NBP funds was allocated to bankruptcy-threatened private and co-operative banks and the remaining to PKO BP and BGŻ (Table 7).

5. Among all banks the most significant assistance was extended to BGŻ. In the years 1993, 1994, and 1996 the State Treasury granted restructuring bonds to BGŻ with the total value of 2.66 billion zloty, including 296.18 million zloty that was allocated to the restructuring of co-operative banks (Cf. Iwanicz-Drozdowska 2002). In 1996, the NBP provided BGŻ with a subordinated loan. The face value of assistance for BGŻ is estimated at 9.1 billion zloty (10.6 billion zloty in 2006 prices), which represents 1.21% of GDP.

The second most assisted bank was PKO BP, which received restructuring bonds with the total value of 573.4 million zloty in 1993 and in 2000 shares totalling some 390 million zloty from the State Treasury, as well as a significant assistance from the NBP that cost the central bank 810.16 million zloty in the years 2001–2002. The estimated total cost of assistance for PKO BP SA was 3.45 billion zloty (3.99 million zloty in 2006 prices), representing 0.46% of GDP.²²

The share of assistance costs for BGŻ SA and PKO BP SA in the total cost of assistance for the banking sector amounted to 48.6% and 18.5% in current prices respectively. In real terms the costs are slightly smaller: 47.4% and 17.8% respectively.

6. The costs of the banking sector restructuring in Poland were spread over the years 1993–2006, but some costs will continue to be incurred in the coming years. Although the most significant problems in commercial and co-operative banks emerged in the years 1993–1996, restructuring costs were the lowest in that period. In the years 1993–1996 the total costs amounted to 1.6 billion zloty (3.0 billion zloty in 2006 prices), representing 0.42% of the annual GDP²³. The costs continued to grow until 2001, when the flow of capital to banks reached 2.93 billion zloty mostly due to the assistance for PKO BP SA. In subsequent years the value of funds went down, and it grew again in 2005, reaching 3.95 billion zloty.²⁴ Moreover, as of the end of 2006, the State Treasury's debt related to bonds given to BGŻ SA was still 482.9 million zloty.

A question that remains open is how large would the social and economic cost and the cost of the financial sector in Poland have been, if public institutions had refrained from helping threatened banks. A potential loss of confidence in the banking sector could have been particularly dangerous in the initial stage of its development and would have certainly delayed the establishment of strong financial institutions in Poland. The measurement of social and macroeconomic costs of refraining from helping banks threatened with bankruptcy seems a very difficult task. On the contrary, some costs incurred by the Treasury to assist state-owned banks had probably a major impact on the stream of bank privatization revenues. Comparing the hypothetical scenarios and opportunity costs of crisis resolution methods is an important issue and future studies may address this problem.

²² In absence of detailed data on repayment of individual series of bonds, these figures are estimates of real costs.

²³ For international comparison the years 1993–1996 could be defined as the “crisis period” and the years following this period could be called the “post-crisis period”.

²⁴ Mainly due to redemption of restructuring bonds by the State Treasury before maturity.

References

- Baka W., Gadomski G., Jablkowska J., Obal T., Stępnia A., Szczepaniec K., Woźniak P., Zdanowicz B. (1997), *Transformacja bankowości polskiej w latach 1988-1995. Studium monograficzno-porównawcze*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Baka W. (2005), *Dziesięć lat działalności Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, „Bezpieczny Bank”, No. 1 (26), pp. 3–17.
- Balcerowicz E., Bratkowski A. (2001), *Restructuring and Development of the Banking Sector in Poland. Lessons to be Learnt by Less Advanced Transition Countries*, “CASE Reports”, No. 44, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Caprio G., Klingebiel D. (2003), *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises*, “The World Bank database”, The World Bank, Washington, D.C.
- CASE (2001), *Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia jedenastu lat*, „Zeszyty BRE Bank-CASE”, No. 52, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Grzegorzczak W. (2000), *Kłopoty z wyceną*, „Rzeczpospolita”, 2 December.
- Iwanicz-Drozdowska M. (2002), *Polska*, in: M. Iwanicz-Drozdowska (ed.), *Kryzysy bankowe – przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa.
- Kawalec S. (1999), *Banking Sector Systemic Risk in Selected Central European Countries*, “CASE Report”, No. 23, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Sherif K. (2003), *Fiscal Cost of State-owned Banks In Selected Economies of Central and Eastern Europe*, in: K. Liebscher, J. Christl, P. Mooslechner, D. Ritzberger-Gruenwald (eds.), *The Economic Potential of a Larger Europe*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.
- Szelągowska A. (2004), *Znaczenie funduszu prywatyzacji banków polskich w procesie restrukturyzacji sektora bankowego w Polsce*, „Bank i Kredyt”, No. 6, pp. 66–81.
- Tang H., Zoli E., Klitchnikova I. (2000), *Banking Crises in Transition Countries: Fiscal Costs and Related Issues*, “Policy Research Working Paper”, No. 2484, The World Bank, Washington, D.C.
- Tomaszkiewicz B. (2000), *Jednorazowe dokapitalizowanie nie uratuje PKO BP*, „Puls Biznesu”, 5 December, <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/jednorazowe;dokapitalizowanie;nie;uratuje;pko;bp;158,0,43166.html>.
- Wyczański P. (2007), *System bankowy w Polsce w latach 1989-1990*, „Bank i Kredyt”, No. 2, pp. 61–75.
- Wyczański P., Gołajewska M. (1996), *Polski System Bankowy 1990-1995*, Fundacja im. Friedricha Eberta, Warszawa.
- Zoli E. (2001), *Cost and Effectiveness of Banking Sector Restructuring in Transition Economies*, “Working Paper”, No. 01/157, IMF, Washington, D.C.

Wybrane zagadnienia dotyczące strat i modelowania ryzyka operacyjnego w ramach zaawansowanej metody pomiaru (AMA)*

AMA – Selected Issues in the Areas of Operational Risk Data and Operational Risk Modeling

*Grażyna Bancarewicz***

pierwsza wersja: 30 stycznia 2007 r., ostateczna wersja: 8 października 2007 r., akceptacja: 15 października 2007 r.

Streszczenie

Artykuł przedstawia istotne trudności i wyzwania, przed którymi może stanąć bank podczas gromadzenia informacji o stratach i modelowania ryzyka operacyjnego. Autorka opracowania opisuje zakres ryzyka operacyjnego, następnie skupia się na zagadnieniach związanych z gromadzeniem danych o stratach – wskazuje na konieczność precyzyjnego określenia straty z tytułu ryzyka operacyjnego, a także porusza zagadnienia związane ze stratami powiązаныmi ze sobą i stratami powstałymi na pograniczu różnych rodzajów ryzyka. Omawia kwestie dotyczące oczekiwanych i nieoczekiwanych strat. Podejmuje także temat podziału strat z tytułu ryzyka operacyjnego na klasy i obliczania wymogu kapitałowego w obrębie każdej z nich, jak również ostatecznej wartości wymogu kapitałowego dla banku. Na zakończenie porusza zagadnienie oceny funkcjonowania modelu i wskazuje kilka przydatnych do tego technik.

Słowa kluczowe: straty z tytułu ryzyka operacyjnego, oczekiwane i nieoczekiwane straty, modelowanie ryzyka operacyjnego

Abstract

The article shows relevant difficulties and challenges that bank may come across while collecting loss data and modeling operational risk. The author describes briefly the range of operational risk and later focuses on issues linked with data collection – precisely defining operational risk loss, multiply time/effect losses, operational risk losses related to credit and market risk. She details the matter of expected and unexpected losses. Afterwards she takes up the subjects of operational risk classes, calculating capital requirement within each of them and the final amount of capital requirement. At the end she broaches the matter of model performance techniques

Keywords: operational risk data, expected and unexpected losses, operational risk modeling

JEL: G21, G32, C81

* Tekst odzwierciedla prywatne poglądy autorki i nie powinien być inaczej interpretowany.

** Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Biuro Polityki Nadzorczej, e-mail: g_bancarewicz@o2.pl

1. Wstęp

W ostatnich latach coraz ważniejsze staje się zarządzanie ryzykiem operacyjnym. Duży wpływ na to wywarła Nowa Umowa Kapitałowa (NUK)¹, która wskazała na nie jako na odrębny i istotny, oprócz kredytowego i rynkowego, rodzaj ryzyka nieodłącznie towarzyszący działalności podmiotów tego sektora. Zgodnie z NUK banki powinny mierzyć ryzyko operacyjne i zarządzać nim oraz utrzymywać kapitał na pokrycie zaistniałych z jego tytułu strat. Rozwiązania przedstawione w Nowej Umowie Kapitałowej zostały przeniesione do dwóch dyrektyw Unii Europejskiej:

– Dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady,

– Dyrektywy 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady.

Powyższe przepisy zostały wprowadzone do polskiego prawa w drodze zmian w ustawie Prawo bankowe oraz uchwał² Komisji Nadzoru Bankowego. Nowe przepisy zaczęły obowiązywać od kwietnia 2007 r.

Znaczenie ryzyka operacyjnego w coraz bardziej złożonej gospodarce światowej wzrasta. Szacuje się, że około 25–30% łącznego ryzyka ponoszonego przez banki przypada na ryzyko operacyjne (65–70% to ryzyko kredytowe, a 10% to ryzyko rynkowe) (Lenczewski Martins, Niedziółka 2005, s. 28). Dla wielu instytucji nowym wyzwaniem staje się skuteczne zarządzanie ryzykiem operacyjnym, które pozwoli na zredukowanie strat, obniżenie kosztów związanych z naprawą błędów oraz zwiększy satysfakcję klientów i pracowników, a przez to pozytywnie wpłynie na wyniki finansowe i wartość akcji. Efektywne zarządzanie ryzykiem operacyjnym nie może odbywać się w oderwaniu od pomiaru tego ryzyka. Wymaga ono nie tylko identyfikowania ryzyka, ale także oszacowania stopnia zagrożenia nim, monitorowania oraz redukcji i zabezpieczania się przed ryzykiem. W praktyce trudno byłoby odróżniać rzeczywiste ryzyko od pozornego, jak również wyodrębnić większe ryzyko od tego, które jest jedynie drugorzędne, bez wcześniejszego ich zmierzenia. Niezbędna jest wiedza, któremu ryzyku należy poświęcić uwagę w pierwszej kolejności, a któ-

rym można zająć się później lub w mniejszym stopniu. Pomiar ryzyka operacyjnego stanowi zatem integralną część procesu zarządzania tym ryzykiem.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie istotnych trudności i wyzwań, przed którymi może stanąć bank podczas gromadzenia i podziału danych o stratach oraz wyliczania ostatecznego wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego. Pragnę także wskazać metody, które można wykorzystać do oceny funkcjonowania modelu służącego do pomiaru tego rodzaju ryzyka.

W poniższym opracowaniu opisuję zakres ryzyka operacyjnego, a następnie skupiam się na gromadzeniu danych o stratach. Wskazuję na konieczność precyzyjnego określenia straty z tytułu ryzyka operacyjnego oraz m.in. poruszam zagadnienia związane ze stratami powiązаныmi ze sobą i stratami powstałymi na pograniczu różnych rodzajów ryzyka. Następnie podnoszę kwestie dotyczące oczekiwanych i nieoczekiwanych strat.

Kolejnymi podjętymi przeze mnie tematami są: podział na klasy strat z tytułu ryzyka operacyjnego i obliczanie wymogu kapitałowego w obrębie każdej z nich, jak również ostateczna wartość wymogu kapitałowego dla banku.

Na zakończenie poruszam zagadnienie oceny funkcjonowania modelu. Wskazuję na kilka przydatnych do tego technik (porównanie, analizę wrażliwości, weryfikację historyczną), podkreślając jednocześnie, że nie ma jednej techniki oceniającej jego funkcjonowanie odpowiedniej dla każdego modelu ryzyka operacyjnego.

2. Zakres ryzyka operacyjnego

Właściwe zdefiniowanie ryzyka operacyjnego leży u podstaw zarządzania tym rodzajem ryzyka, które ma wymierny wpływ na instytucję. Uchwała nr 1/2007 KNB określa ryzyko operacyjne jako możliwość straty wynikającej z niedostosowania lub zawodności procesów wewnętrznych, ludzi i systemów lub ze zdarzeń zewnętrznych, obejmując również ryzyko prawne.

Przytoczona definicja kładzie wyraźny nacisk na cztery czynniki ryzyka:

- procesy wewnętrzne,
- ludzi,
- systemy,
- zdarzenia zewnętrzne.

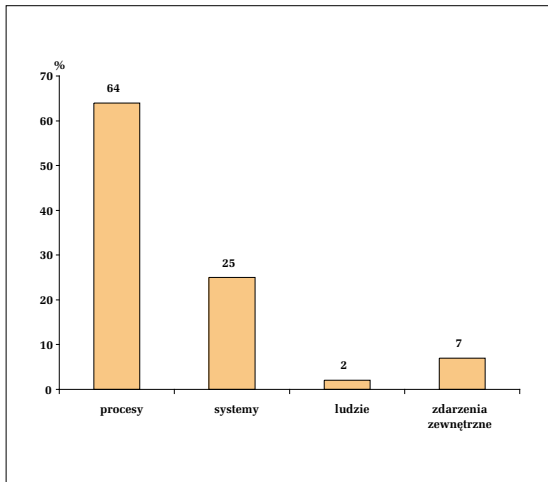
Zagrożenie wywoływane przez poszczególne czynniki w sektorze bankowym jest wyraźnie zróżnicowane (patrz wykres 1).

Przyjrzyjmy się im nieco bliżej. Pierwsza kategoria koncentruje się na procesach i dotyczy strat poniesionych w wyniku błędów w przyjętych procedurach, niedostatecznej liczby istniejących procedur lub ich braku. Straty z tej kategorii mogą być następstwem ludzkich błędów lub postępowania niezgodnego z obo-

¹ BIS (2004).

² Szczegółowe przepisy dotyczące wyliczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego znajdują się w jednej z nich - Uchwale nr 1/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, w tym zakresu i warunków stosowania metod statystycznych oraz zakresu informacji załączanych do wniosków o wydanie zgody na ich stosowanie, zasad i warunków uwzględniania umów przelewu wierzytelności, umów o subpartycypację, umów o kredytowy instrument pochodny oraz innych umów niż umowy przelewu wierzytelności i umowy o subpartycypację, na potrzeby wyznaczania wymogów kapitałowych, warunków, zakresu i sposobu korzystania z ocen, nadawanych przez zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej oraz agencji kredytów eksportowych, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania.

Wykres 1. *Udział poszczególnych czynników w ryzyku operacyjnym*



Źródło: Matkowski (2006, s. 25).

wiązującymi procedurami. Straty te nie wynikają z celowych działań.

Do kategorii „ludzie” zaliczane są straty spowodowane celowym przekroczeniem przepisów przez obecnych i byłych pracowników. W szczególnych przypadkach ryzyko to rozciąga się na osoby, które zamierzano zatrudnić, lecz ostatecznie nie zawarto z nimi umowy (Matkowski 2006, s. 27).

Kolejna kategoria ryzyka operacyjnego dotyczy pracy systemów. Zaliczane są do niej straty spowodowane awariami systemów lub techniki. Straty te nie są skutkiem celowych działań (Harmantzis 2004, s. 3).

Ostatnia kategoria ma charakter zewnętrzny. Składają się na nią straty spowodowane siłami natury (np. powodzią, huraganami) lub wytworzone przez człowieka, jak również będące bezpośrednim rezultatem działań osób trzecich (np. straty będące skutkiem zamieszek, demonstracji).

3. Gromadzenie danych o stratach z tytułu ryzyka operacyjnego i ich podział

W przeciwieństwie do ryzyka kredytowego i rynkowego problemami często napotykanymi w pomiarze ryzyka operacyjnego są: ograniczona ilość danych o stratach oraz ich niska jakość. Ponadto instytucje wykazują dużą ostrożność w dzieleniu się danymi z tego obszaru. W związku z tym niezwykle ważne staje się, by gromadzeniu i pozyskiwaniu danych o stratach towarzyszyła duża staranność.

Jednym z pierwszych kroków podejmowanych przez banki w budowaniu bazy danych o stratach operacyjnych jest dokładne zdefiniowanie, co będzie uważane za stratę z tytułu ryzyka operacyjnego. Dzięki temu zostaje zmniejszona liczba błędnych oraz pominiętych

wpisów do bazy, a poprzez to zwiększy się jakość jej zawartości. Oczywiście najlepiej byłoby, aby wszystkie banki korzystały z tej samej, przyjętej ogólnie (ale przemyślanej i rozsądnej) definicji. Posługiwanie się różnymi interpretacjami pojęcia straty operacyjnej może prowadzić do nadużyć, a z pewnością utrudni pozyskiwanie wartościowych danych od innych jednostek.

Bank powinien identyfikować przynajmniej te straty (i gromadzić informacje o nich), które powstały wskutek zarejestrowanych przez niego zdarzeń operacyjnych i mogą mieć wpływ na sprawozdanie finansowe banku. Oznacza to, że do bazy danych powinny trafiać nie tylko dane o stratach, które jasno można wyczytać z zaksięgowanych już pozycji (np. w formie rezerw lub wydatków nadzwyczajnych), oraz te, które mogą być dostrzeżone dopiero po dokładniejszym przeanalizowaniu pozycji księgowych lub osiągnięć menedżerów (np. wypłacone pracownikom premie mające bezpośredni związek ze zdarzeniem operacyjnym). Powinny się tam znaleźć także informacje o stratach, które nie zostały jeszcze poniesione, ale na pewno nastąpi to w przyszłości, gdyż zaszło zdarzenie operacyjne. Ostatni przypadek jest szczególnie istotny, gdy dotyczy dużych strat, które pojawiają się dopiero za kilka miesięcy, a nawet lat. W tego typu sytuacjach należałoby po prostu oszacować przewidywaną wielkość strat. Nierejestrowanie lub odwlekanie zarejestrowania strat może istotnie przyczynić się do niekompletności bazy danych, a poprzez to do nieprawidłowego oszacowania narażenia banku na ryzyko i obliczenia wartości wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego.

Interesującym zagadnieniem są tzw. *rapidly recovered losses*, czyli straty, które rzeczywiście zostały poniesione, ale w krótkim okresie udało się odzyskać utraconą wartość. Straty tego rodzaju mogą nie być wykorzystane do obliczania wymogu kapitałowego. Główną kwestią jest jednak ustalenie, jak długo powinno trwać odzyskanie utraconej wartości, by strata mogła być traktowana jako bezzwłocznie niwelowana. Z pewnością powinien to być krótki okres, na przykład kilku dni³. Jeżeli utracona wartość została odzyskana w tym czasie, wówczas nie jest brana do obliczeń wymogu kapitałowego. W celu lepszego zarządzania ryzykiem operacyjnym warto jednak rejestrować informacje o takich stratach, a zatem je traktować podobnie jak tzw. *near misses*, czyli straty, których ledwo udało się uniknąć. Jeżeli w przewidzianym czasie została odzyskana jedynie pewna część utraconej wartości, wówczas do wyliczeń wymogu kapitałowego brana jest wartość straty netto – różnica pomiędzy utraconą wartością a odzyskaną (w przewidzianym terminie) częścią.

Wielu nadzorców porusza kwestię strat powiązanych ze sobą. Uchwała nr 1/2007 KNB wymaga, aby poniesione przez bank straty były przyporządkowywane

³ Włoski nadzór bankowy ustalił tę wielkość ogólnie, jednakowo dla wszystkich banków. Jest to 5 dni.

do określonych linii biznesowych⁴ (BL) oraz rodzajów zdarzeń⁵ (ET) (por. poniższe zestawienie). Zadanie to staje się nieco bardziej skomplikowane, gdy instytucja napotyka pierwszy rodzaj strat powiązanych – strat wywołanych przez jedno zdarzenie operacyjne, lecz obejmujące swym zasięgiem różne linie biznesowe lub kilka rodzajów zdarzeń.

pograniczu ryzyka operacyjnego oraz kredytowego lub rynkowego. Uchwała nr 1/2007 KNB jasno określa postępowanie ze stratami z pogranicza ryzyka operacyjnego i rynkowego – są one ujmowane przy obliczaniu wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego. Więcej swobody pozostawiono w przypadku strat na pograniczu ryzyka operacyjnego i kredytowego. Bank ma możliwość

1. Linie biznesowe dla ryzyka operacyjnego	2. Rodzaje zdarzeń ryzyka operacyjnego
Bankowość inwestycyjna Działalność dealerska Detaliczna działalność brokerska Bankowość komercyjna Bankowość detaliczna Płatności i rozliczenia Usługi pośrednictwa (agencyjne) Zarządzanie aktywami	Oszustwa wewnętrzne Oszustwa zewnętrzne Zasady dotyczące zatrudnienia oraz bezpieczeństwo w miejscu pracy Klienci, produkty i praktyki operacyjne Szkody związane z aktywami rzeczowymi Zakłócenia działalności gospodarczej i awarie systemów Wykonanie transakcji, dostawa i zarządzanie procesami operacyjnymi

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, załącznik X, tablice 2 i 3.

Bank może także ponieść straty operacyjne, które nastąpiły w różnych okresach, ale wiążą się z tym samym wydarzeniem, jak również powstałe na skutek zdarzeń rozciągniętych w czasie, lecz powiązanych ze sobą. Jest to drugi rodzaj powiązanych strat. Kolejne możliwości mogą być kombinacją dwóch poprzednich. Nadzorczy podkreślają, że w przypadku powiązanych strat szczególnie ważne jest uchwycenie ich wystąpienia i zarejestrowanie wartości takich strat jako sumy wartości składowych.

Sposób, w jaki bank traktuje powiązane ze sobą straty operacyjne, oddziałuje na wielkość wymogu kapitałowego. Po pierwsze informacje o niektórych stratach należących do grupy strat powiązanych mogą nie zostać zarejestrowane w bazie danych, gdyż własna wartość tych strat będzie niższa niż próg minimalnej straty. Unika się powstającego w ten sposób zagrożenia uszczerpaniem kompletności bazy, sprawdzając, czy suma wartości strat powiązanych ze sobą przekracza próg. Po drugie traktowanie strat powiązanych jako pojedynczych wpłynie na pomiar ryzyka operacyjnego. Wyliczenia dokonane według wartości poszczególnych strat, zamiast zsumowanych miar, prowadzą do niedoszacowania ryzyka. Wartość tego niedoszacowania drastycznie wzrasta przy obliczeniach przeprowadzanych na wysokich poziomach ufności. Warto przy tym dodać, że to właśnie straty powiązane mają bardzo duży wpływ na wielkość wymogu kapitałowego.

Nie wszystkie straty można jednoznacznie zaklasyfikować jako straty operacyjne. Niektóre powstają na

wyboru, czy tego rodzaju straty chce uwzględnić przy obliczaniu wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego, czy z tytułu ryzyka kredytowego.

Przykładem sytuacji prowadzącej do strat z tytułu ryzyka kredytowego, powiązanej jednak z ryzykiem operacyjnym jest błąd w modelu scoringowym⁶, skutkujący udzielaniem zgody na finansowanie klientów, którzy w przeciwnym razie nie otrzymaliby kredytu. Za przykład strat z pogranicza ryzyka rynkowego i operacyjnego mogą natomiast posłużyć straty wynikłe z zajęcia pozycji rynkowych przekraczających ustalone limity, oczywiście bez uzyskania na to wcześniejszej zgody.

Skuteczne zarządzanie ryzykiem w banku wymaga rozpowszechnienia wśród pracowników informacji o istnieniu strat z pogranicza różnych rodzajów ryzyka, co ułatwi ich identyfikację i pomiar. Większa świadomość przyczynia się do trafniejszego rozpoznania i klasyfikacji tego rodzaju strat zgodnie z wewnętrzną polityką banku.

Brak jasnego rozdzielenia rodzajów strat prowadzi niestety do tworzenia się możliwości arbitrażu w zakresie kapitału regulacyjnego. Największe znaczenie ma tu sposób, w jaki bank klasyfikuje straty będące na pograniczu ryzyka operacyjnego i kredytowego. Bank stosujący metodę AMA w zakresie ryzyka operacyjnego i metodę FIRB⁷ odnośnie do ryzyka kredytowego ma możliwość przeprowadzenia arbitrażu poprzez przesunięcie danych o dużych stratach z ryzyka operacyjnego (gdzie

⁶ Model scoringowy pozwala uzyskać ocenę (w postaci liczby przybliżającej wartości z ustalonego zakresu) możliwości wystąpienia skutku na podstawie analizy potencjalnych przyczyn.

⁷ FIRB (ang. *foundation internal ratings based approach*) – prostsza z dwóch metod wewnętrznych ratingów.

⁴ ang. *business lines*

⁵ ang. *event types*

prowadziłyby do wzrostu wymogu kapitałowego) do ryzyka kredytowego (gdzie nie będą miały wpływu na wielkość kapitału regulacyjnego, gdyż LGD⁸ ustalają odrębne przepisy). Dzięki temu uniknie uwzględnienia informacji o dużych stratach z pogranicza ryzyka operacyjnego i kredytowego w obliczeniach wymogu kapitałowego.

W innym przypadku bank stosujący metodę TSA⁹ w zakresie ryzyka operacyjnego i metodę AIRB¹⁰ odnośnie do ryzyka kredytowego może dokonać arbitrażu przesuwając dane o dużych stratach z ryzyka kredytowego (gdzie wpływałyby na wielkość wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego, gdyż LGD jest szacowany przez bank) do ryzyka operacyjnego (gdzie nie będą miały wpływu na wymóg regulacyjny). Takie działanie również pozwoli na pominięcie przy obliczaniu wymogu kapitałowego informacji o dużych stratach, które są powiązane zarówno z ryzykiem operacyjnym, jak i kredytowym.

Z pewnością słusze będzie oczekiwanie, aby banki stosujące AMA wybierały także AIRB i odwrotnie. Jeżeli instytucja chce posługiwać się zaawansowanymi metodami pomiaru ryzyka, to powinna się starać wdrożyć je w stosunku do różnych rodzajów ryzyka, a nie stosować ją jedynie selektywnie. Inne postępowanie może wskazywać na próby dokonywania arbitrażu regulacyjnego pomiędzy poszczególnymi rodzajami ryzyka. Jednak bez względu na to, w jaki sposób dane o stratach są traktowane przy obliczaniu wymogu kapitałowego, ważne jest, aby dokonywać ich klasyfikacji, mając na uwadze jak najlepsze zarządzanie ryzykiem banku.

Straty mogą się tworzyć nie tylko na pograniczu ryzyka operacyjnego i kredytowego lub rynkowego, ale także powstawać na styku z innymi rodzajami ryzyka, np. strategicznym¹¹ lub utraty reputacji¹². Również w takich przypadkach bank jest zobowiązany do identyfikowania poniesionych strat i jednoznacznego klasyfikowania informacji o nich.

4. Prawidłowe rozumienie EL i UL

Dwoma wielkościami nieodłącznie związanymi z pomiarem ryzyka operacyjnego są oczekiwane straty (ang.

⁸ LGD (ang. *loss given default*) – współczynnik strat z tytułu niewykonania zobowiązania. Jest to jeden z istotnych parametrów używanych do wyliczania, metodą wewnętrznych ratingów, wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego.

⁹ TSA (ang. *the standardised approach*) – jedna z dwóch prostych metod obliczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego oparta na wyniku z tytułu odsetek i wyniku pozaodsetkowym.

¹⁰ AIRB (ang. *advanced internal ratings based approach*) – bardziej złożona z dwóch metod wewnętrznych ratingów.

¹¹ Ryzyko strategiczne wiąże się z niemożliwością osiągnięcia celów strategicznych przedsiębiorstwa, spowodowaną zmianami w otoczeniu firmy oraz niewłaściwą ewolucją jej sektorów działania (Smid 2000, s. 323).

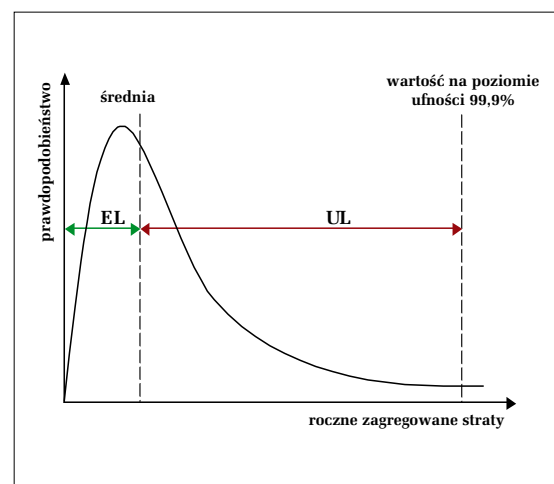
¹² Ryzyko utraty reputacji polega na tym, że fakt ujawnienia nieprawidłowości pociągnie za sobą utratę zaufania, lojalności klienta czy szacunku dla instytucji, jaką jest bank (Patterson 2002, s. 389).

expected losses – EL) oraz nieoczekiwane straty (ang. *unexpected losses* – UL). Właściwe interpretacje EL i UL w ciągu jednego roku dla danej instytucji wymagają określenia oczekiwanej straty jako wyrażonej w pieniądzu rocznej, średniej wartości strat oraz nieoczekiwanej straty jako wyrażonej w pieniądzu wartości strat powyżej tej średniej, którą instytucja może ponieść w bardzo niekorzystnym dla niej roku. Uchwała nr 1/2007 KNB nakłada na banki obowiązek dokonywania obliczeń na bardzo wysokim poziomie ufności, wynoszącym 99,9%.

Jako oczekiwaną stratę często przyjmuje się średnią arytmetyczną rozkładu łącznej straty¹³ w ciągu jednego roku. Mimo że to dominanta pokazuje najbardziej prawdopodobną (o najwyższym prawdopodobieństwie) wartość strat w ciągu roku, oczekiwane straty lepiej opisuje średnia, do której obliczeń brane są pod roczne możliwe wartości zagregowanych strat wraz z towarzyszącymi im prawdopodobieństwami (jest to szczególnie ważne ze względu na tzw. grube ogony w rozkładach strat ryzyka operacyjnego).

Nieoczekiwane straty mogą być obliczane przy użyciu metody VaR¹⁴ na poziomie ufności 99,9%. Najprostszym sposobem jest obliczenie na podstawie zgromadzonych danych rocznej zagregowanej wartości strat, a następnie pomniejszenie otrzymanej wielkości o oczekiwane straty. W ten sposób bank otrzymuje wartość nieoczekiwanych strat. Roczny VaR na poziomie ufności 99,9% jest wyrażony w pieniądzu poziomem straty, który może zostać przekroczony z prawdopodobieństwem zaledwie 0,1% w danym roku. Oznacza to, że z prawdopodobieństwem 99,9% wartość strat poniesionych w danym roku nie przekroczy obliczonej wartości VaR.

Wykres 2. Rozkład łącznej straty oraz oczekiwane i nieoczekiwane straty

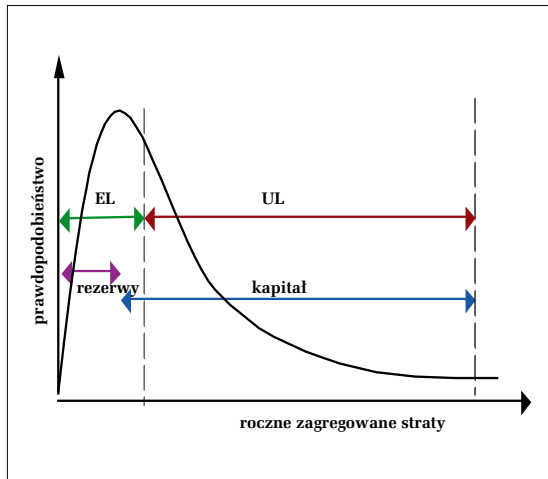


Źródło: na podstawie Brink (2002, s. 4).

¹³ ang. *total loss distribution*

¹⁴ ang. *value at risk*

Wykres 3. Wielkość rezerw i poziomu kapitału wobec wartości oczekiwanych i nieoczekiwanych strat – przypadek, gdy rezerwy są mniejsze od oczekiwanych strat



Źródło: opracowanie własne.

Uchwała nr 1/2007 KNB wymaga, aby przy obliczaniu wymogu kapitałowego na ryzyko operacyjne uwzględniano zarówno oczekiwane, jak i nieoczekiwane straty. Wyjątkiem od tego jest sytuacja, gdy bank ujmuje oczekiwane straty w wewnętrznych zasadach prowadzenia działalności. W takim wypadku wymóg kapitałowy powinien wystarczyć na pokrycie jedynie nieoczekiwanych strat.

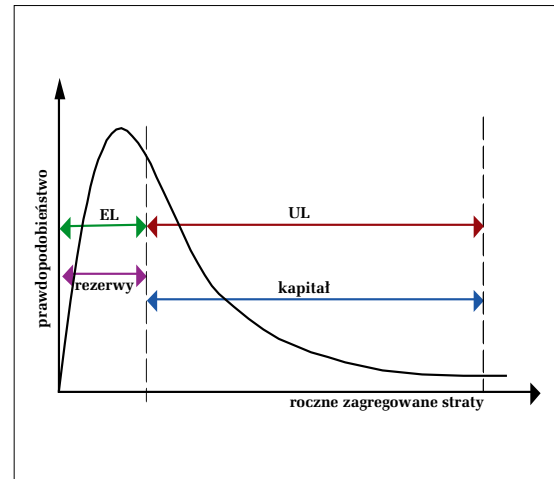
Najbardziej popularnym sposobem właściwego ujęcia EL w wewnętrznych zasadach prowadzenia działalności jest utworzenie rezerw na pokrycie strat z tytułu ryzyka operacyjnego. Dla tej części oczekiwanych strat, na które nie zostaną utworzone rezerwy, będzie musiał być utrzymywany wymóg kapitałowy. Aby lepiej zrozumieć, w jaki sposób bank może zabezpieczyć się przed stratami z tytułu ryzyka operacyjnego, rozpatrzmy trzy przypadki:

- 1) rezerwy na straty są mniejsze od oczekiwanych strat (wykres 3),
- 2) rezerwy są równe oczekiwany stratom (wykres 4),
- 3) rezerwy są większe od oczekiwanych strat (wykres 5).

W pierwszej sytuacji rezerwy na straty z tytułu ryzyka operacyjnego są mniejsze od oczekiwanych strat. Na pokrycie różnicy między tymi dwiema wielkościami będzie musiał być utrzymywany wymóg kapitałowy (oraz oczywiście na UL). W przeciwnym wypadku część prognozowanych strat pozostawałaby bez pokrycia, co jest niezgodne z ideą zapewnienia sprawnego i bezpiecznego funkcjonowania banku.

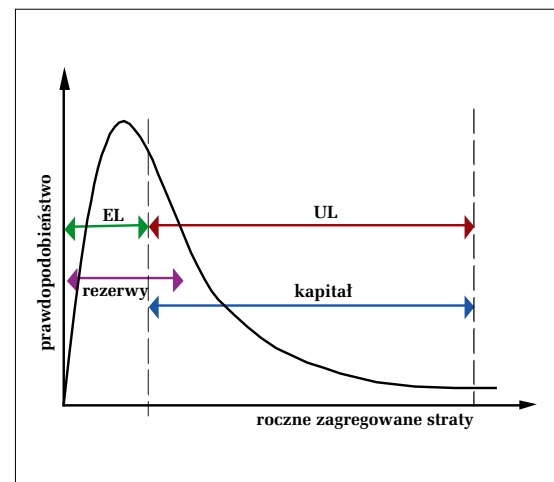
Drugi przypadek jest najbardziej oczywisty. Na oczekiwane straty są utworzone rezerwy, a wymóg kapitałowy chroni bank przed nieoczekiwanymi stratami. Taki scenariusz wydaje się najbardziej prawdopodobny.

Wykres 4. Wielkość rezerw i poziomu kapitału wobec wartości oczekiwanych i nieoczekiwanych strat – przypadek, gdy rezerwy są równe oczekiwany stratom



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 5. Wielkość rezerw i poziomu kapitału wobec wartości oczekiwanych i nieoczekiwanych strat – przypadek, gdy rezerwy są większe od oczekiwanych strat



Źródło: opracowanie własne.

Bank oblicza wartość oczekiwanych strat i tworzy na nie rezerwy. Na pokrycie nieoczekiwanych strat utrzymuje natomiast wymóg kapitałowy.

Ostatnia sytuacja jest najciekawsza. Rezerwy przewyższają oczekiwane straty. W tym przypadku bank będzie mógł uwzględnić rezerwy tylko do poziomu EL. Na całość UL musi być utrzymywany wymóg kapitałowy. Nie przewiduje się zatem sytuacji, w której część rezerwy na pokrycie oczekiwanych strat z tytułu ryzyka operacyjnego będzie mogła być przeznaczona także na straty nieoczekiwane. Na UL zawsze będzie musiał być tworzony wymóg kapitałowy.

5. Podział strat z tytułu ryzyka operacyjnego na klasy

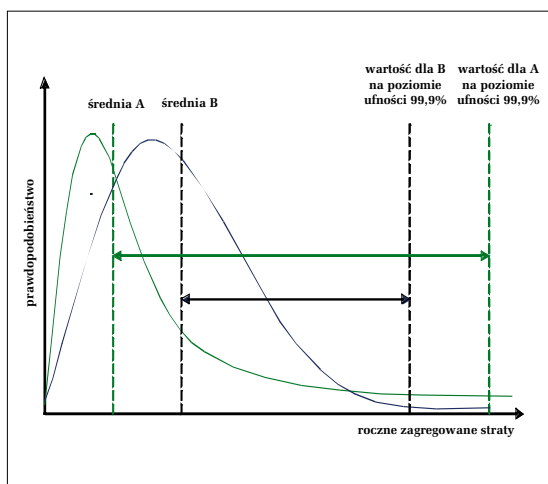
Gromadzone dane o stratach operacyjnych, na podstawie których będzie obliczany wymóg kapitałowy, wymagają podziału na klasy ryzyka. Każda klasa powinna reprezentować homogeniczną, w odniesieniu do ryzyka operacyjnego, kategorię pod względem natury, cech charakterystycznych i ujawniania się zdarzeń operacyjnych. Modelowanie ryzyka odbywa się oddzielnie w obrębie każdej klasy. Dobry podział na homogeniczne klasy ryzyka przyczynia się do lepszego dopasowania rozkładów częstości¹⁵ i dotkliwości¹⁶ strat w obrębie poszczególnych klas, a poprzez to do precyzyjniejszego oszacowania ekspozycji na ryzyko i obliczenia bardziej adekwatnej wielkości wymogu kapitałowego.

Poszczególne klasy ryzyka operacyjnego mogą znacznie różnić się między sobą i wymagać dopasowania odmiennych rozkładów (patrz wykres 6).

Szacowanie ekspozycji na ryzyko oparte na niehomogenicznych klasach może prowadzić do wyników obciążonych dużą niedokładnością, która gwałtownie wzrasta w przypadku obliczeń dokonywanych na coraz wyższych poziomach ufności.

Nadzorczy nie podają konkretnej liczby klas ryzyka, które powinny zostać wyodrębnione przez bank. Nie ma jednoznacznych wytycznych w tej kwestii. Ponieważ banki są zobowiązane do przypisywania ponoszonych strat do linii biznesowych i zdarzeń operacyjnych, punktem wyjścia do tworzenia klas staje się najczęściej liczba komórek wyznaczona przez macierz $BL \times ET$. Następnie niektóre klasy są łączone, jeżeli wa-

Wykres 6. Rozkład tęcznej straty w klasie ryzyka A oraz rozkład tęcznej straty w wyraźnie odmiennej klasie ryzyka B



Źródło: opracowanie własne.

runek homogeniczności zostaje zachowany, a korelacja odpowiednio ujęta. Możliwa jest także sytuacja, gdy któraś z klas wymaga rozbicia na dwie mniejsze klasy lub więcej.

Bank może się także zdecydować na przyjęcie całkowicie odmiennego podziału danych na homogeniczne klasy, jeżeli pozwoli mu to na lepsze modelowanie ryzyka.

Podział danych na klasy i modelowanie ryzyka w obrębie każdej z nich wymaga bogatej bazy danych o stratach operacyjnych. Wiele banków Unii Europejskiej, które zamierzają stosować metodę AMA, rozpoczęło zbieranie danych kilka lat temu i obecnie dysponuje nie małymi bazami. Ważnym uzupełnieniem wewnętrznie zgromadzonych informacji są zewnętrzne dane, a tam, gdzie nadal ich brakuje, pomocnym narzędziem okazuje się analiza scenariuszy.

Wykorzystanie jednocześnie danych zewnętrznych i wewnętrznych ma zarówno zalety, jak i wady. Do ujemnych stron należy zaliczyć trudności z pozyskaniem istotnych danych zewnętrznych o wysokiej jakości. Konieczne jest zapewnienie, aby do banku trafiały wszelkie niezbędne informacje pozwalające na wyselekcjonowanie przydatnych danych, które następnie zostaną włączone do systemu pomiaru ryzyka operacyjnego i zarządzania nim. Wśród tych informacji powinny się znaleźć m.in.: próg minimalnej straty, wartość straty, data wystąpienia, rodzaj zdarzenia operacyjnego, linia biznesowa, do której strata została przyporządkowana, rodzaj i skala działalności operacyjnej prowadzonej przez jednostkę, która dostarczyła danych o stracie, kraj prowadzenia działalności. Dostęp do bogatej i dokładnej bazy danych może być trudny i kosztowny. Niemniej jest to pożądane, szczególnie w początkowych latach stosowania przez bank wewnętrzny system AMA, gdy jego własna baza danych historycznych jest niewystarczająca do dobrego oszacowania zagrożenia ryzykiem operacyjnym. W takim wypadku zewnętrzne dane mogą zostać wykorzystane do uzupełnienia braków w klasach ryzyka operacyjnego, gdzie jest zbyt mało danych, oraz do zastąpienia wewnętrznych danych w klasach, w których nie zgromadzono żadnych obserwacji. Także później zewnętrzne bazy danych mogą okazać się cennym źródłem informacji do porównania z innymi bankami o podobnym profilu ryzyka, mającymi zbliżone mechanizmy kontroli ryzyka.

Zanim dla każdej klasy ryzyka zostaną znalezione rozkłady częstości i dotkliwości strat, należy przyrzeć się bliżej surowym danym, by lepiej zrozumieć ich strukturę i charakterystyczne cechy. Wstępna analiza ma na celu pozyskanie informacji o bieżącej strukturze dotkliwości strat w obrębie klasy. W szczególności, dążąc do poznania natury ryzyka operacyjnego i oceny ryzykowności klasy, należy skupić się na ocenie poziomu asymetrii i tych stratach, które będą decydować o grubości ogona rozkładu (Moscadelli 2005, s. 48).

¹⁵ ang. *frequency distribution*.

¹⁶ ang. *severity distribution*.

6. Rozkłady częstości i dotkliwości strat

W każdej z wyodrębnionych homogenicznych klas ryzyka operacyjnego bank dokonuje modelowania.

Do oszacowania ryzyka używane są rozkłady częstości i dotkliwości. Rozkład częstości ukazuje liczbę zdarzeń operacyjnych, mających miejsce w określonym przedziale czasu (np. jednym roku), wraz z odpowiadającymi im różnymi prawdopodobieństwami.

Rozkład dotkliwości nie odnosi się do konkretnego przedziału czasu, lecz do pojedynczego zdarzenia operacyjnego. Przedstawia cały zestaw możliwych wartości straty wraz z towarzyszącymi im prawdopodobieństwami, czyli kreśli zależność pomiędzy dotkliwością straty a prawdopodobieństwem.

Rozkłady częstości odpowiadają na pytanie, ilu zdarzeń operacyjnych powinien oczekiwać bank w przyszłym roku (jeżeli rozkład częstości jest opracowany dla jednego roku), a rozkłady dotkliwości – jaką wartość (w kategoriach pieniężnych) może osiągnąć strata, gdy dojdzie do zdarzenia skutkującego stratą operacyjną. Jednak przedmiotem zainteresowania banku tak naprawdę jest kwestia, ile może stracić w wyniku wszystkich zdarzeń operacyjnych w następnym roku. Do odpowiedzi na to pytanie służy rozkład łącznej straty. Powstaje on

poprzez matematyczne złożenie¹⁷, np. za pomocą symulacji Monte Carlo, rozkładów częstości i dotkliwości.

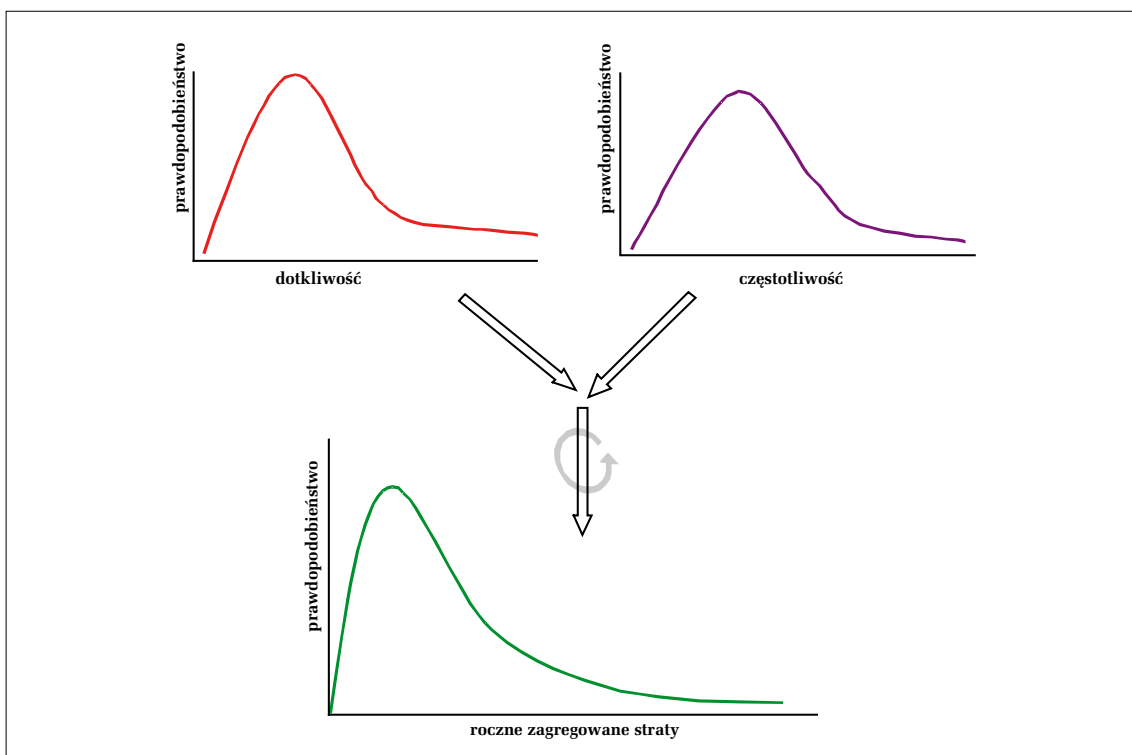
Rozkład łącznej straty obrazuje, ile bank może stracić (w ujęciu pieniężnym) w ciągu roku, oraz określa prawdopodobieństwa towarzyszące poszczególnym wartościom. Uchwała nr 1/2007 KNB wymaga, by obliczenia zostały dokonane na poziomie ufności 99,9%. Otrzymana w ten sposób wartość jest poziomem strat, który z prawdopodobieństwem 99,9% nie zostanie przekroczony w ciągu najbliższego roku. Oznacza to, że bank straci maksymalnie tę wartość lub mniej (z wysokim prawdopodobieństwem – 99,9%).

Obliczając wymóg kapitałowy z tytułu ryzyka operacyjnego, bank może uwzględnić mechanizmy transferu ryzyka. Pozwala mu to na utrzymywanie mniejszego wymogu niż pierwotnie obliczony. Warto, by osoby zarządzające ryzykiem porównywały rozkłady łącznej straty przed uwzględnieniem mechanizmów transferu ryzyka i po ich uwzględnieniu.

Podobnym, również cennym zestawieniem może być porównanie rozkładów łącznej straty przed uwzględnieniem wszystkich wartości odzyskanych (nie tylko dzięki zadziałaniu mechanizmów transferu ryzyka) i po ich uwzględnieniu.

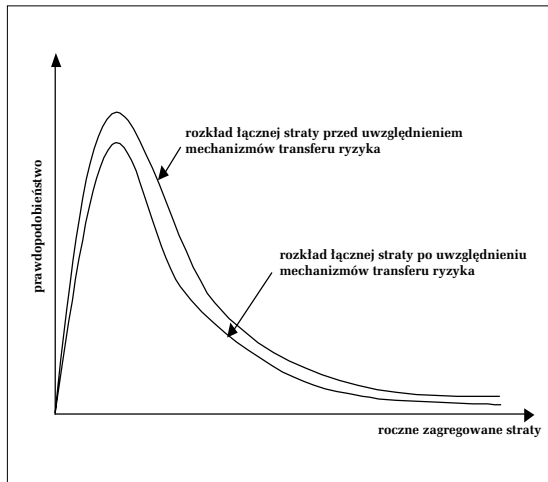
¹⁷ ang. convolution

Wykres 7. Rozkład łącznej straty powstały w wyniku złożenia rozkładów częstości i dotkliwości



Źródło: na podstawie Matkowski (2006, s. 148).

Wykres 8. Rozkład łącznej straty przed i po uwzględnieniu mechanizmów transferu ryzyka



Źródło: opracowanie własne.

7. Techniki oceny funkcjonowania modelu

Nadzorczy są zgodni, że nie istnieje jedna, słuszna i odpowiednia dla każdego modelu ryzyka operacyjnego technika oceny jego funkcjonowania. Można natomiast wskazać kilka sposobów, których zastosowanie powinno okazać się przydatne i owocne w niektórych przypadkach.

Wśród najbardziej znanych technik znajduje się porównanie¹⁸. Może się ono odbywać na kilka sposobów. Jednym z nich jest przyrównanie pozyskanych z modelu wyników do danych zewnętrznych. Inny polega na porównywaniu własnych wyników z wynikami otrzymanymi przez inne banki o podobnym profilu ryzyka operacyjnego, czyli w najprostszym wydaniu – z wynikami grupy rówieśniczej. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na fakt, że nie zawsze banki należące do tej samej grupy rówieśniczej będą otrzymywały podobne wyniki. Grupy rówieśnicze nie są tworzone według kryterium profilu ryzyka operacyjnego, mechanizmów kontroli i sposobów redukcji ryzyka.

Następnym pomocnym podejściem jest analiza wrażliwości. Polega ona na zmianie, o znaną wielkość, jednego lub kilku komponentów obliczenia i określeniu wpływu na wynik. W praktyce analiza wrażliwości zawiera ocenę:

- wpływu różnych założeń modelowania,
- wrażliwości otrzymywanych wyników na zmiany parametrów każdego komponentu modelu (np. częstości, dotkliwości, struktury zależności, ubezpieczenia),
- wrażliwości wyniku na różne miary ryzyka.

Kolejnym sposobem jest weryfikacja historyczna¹⁹. Może być przeprowadzana na podstawie danych, na których został zbudowany model. Jest to tzw. *backtesting in sample*. Wymogi dotyczące ilości danych są wówczas mniejsze niż przy drugim sposobie weryfikacji historycznej – tzw. *backtesting out of sample*. Ten ostatni opiera się na danych, które nie były wykorzystywane do budowy modelu. Oznacza to, że potrzebne są dane zarówno do budowy modelu, jak i do jego późniejszej weryfikacji. Sposób ten jest obecnie wciąż bardzo trudny do stosowania w praktyce ze względu na niedostatek danych.

Istnieją jeszcze inne techniki oceny funkcjonowania modelu, a kolejne już powstają i rozwijają się.

8. Ostateczna wartość wymogu kapitałowego

Obliczenie wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego wymaga wzięcia pod uwagę wartości oszacowanych dla wszystkich klas ryzyka operacyjnego. Należy jednak pamiętać, że ostateczna wielkość wymogu nie powstaje poprzez proste zsumowanie wymogów dla poszczególnych klas. Takie podejście byłoby konserwatywne, ale nie odzwierciedlałoby rzeczywistych relacji pomiędzy zdarzeniami ryzyka operacyjnego należącymi do różnych klas. Tymczasem zaawansowane metody pomiaru powinny dążyć do jak najbardziej adekwatnego ujmowania rzeczywistego narażenia na ryzyko operacyjne.

Agregacja wyników pochodzących z poszczególnych klas ryzyka wymaga uwzględnienia zależności między nimi. Jest to jedno z wyzwań stojących przed bankami, które zamierzają stosować zaawansowane metody pomiaru ryzyka operacyjnego.

9. Podsumowanie

Ryzyko operacyjne nieodłącznie towarzyszy działalności każdego banku, jest w nią wbudowane, a eliminacja jego źródeł okazuje się po prostu niemożliwa. W związku z tym świadomość jego istnienia oraz właściwe zarządzanie nim mogą przynieść wymierne korzyści dla instytucji. Należy jednak pamiętać, że ten proces nie może być oderwany od pomiaru samego ryzyka. Aby w pełni zrozumieć swoje ryzyko, instytucja musi dokonywać rygorystycznych analiz jakościowych. Najlepsze rezultaty uzyskuje się przy użyciu tylko wewnętrznych danych (Álvarez 2006, s. 111). Oszacowanie ekspozycji banku na ryzyko operacyjne jest niezbędnym elementem efektywnego zarządzania.

Bankom pozostawiono dużą swobodę wyboru metod szacowania i opracowania podejścia najlepiej od-

¹⁸ ang. *benchmarking*.

¹⁹ ang. *backtesting*.

zwierciadlającego jego rzeczywistą ekspozycję na ryzyko operacyjne. Jest to niełatwe zadanie i wiąże się z wieloma nowymi wyzwaniem. Każda możliwa technika modelowania ryzyka wymaga istotnego wsparcia w postaci dobrej bazy danych – kompletnej, zawierającej informacje o wysokiej jakości. Jasne i precyzyjne zdefiniowanie straty operacyjnej oraz określenie zakresu i dokładności gromadzonych danych jest tego podstawą. Na obecnym etapie rozwoju zaawansowanych metod pomiaru ryzyka operacyjnego, gdy ilość wewnętrznych danych jest wciąż niewystarczająca, bardzo przydatne są zewnętrzne bazy danych. Podział zgromadzonych informacji o stratach na homogeniczne klasy ryzyka powinien umożliwić lepsze oszacowanie rzeczywistego

narażenia banku na ryzyko operacyjne, a poprzez to obliczenie bardziej adekwatnego wymogu kapitałowego.

W dziedzinie pomiaru ryzyka operacyjnego nadal dokonuje się wielu odkryć. Wpływa na to złożoność zagadnienia, jak również jego relatywna nowość. Powstają kolejne koncepcje, a już istniejące są intensywnie rozwijane i udoskonalane. Próby praktycznego ich zastosowania dostarczają wielu pytań i kwestii wymagających rozstrzygnięcia. Znalezieniem odpowiedzi i rozwiązaniem problemów są zainteresowane nie tylko banki, ale także nadzorcy. Szczególne znaczenie mają wymiana doświadczeń i współpraca, gdyż wiele instytucji finansowych działa w skali międzynarodowej.

Bibliografia

- Álvarez G. (2006), *Operational Risk Economic Capital Measurement: Mathematical Models for Analysing Loss Data*, w: E. Davis (red.), *The Advanced Measurement Approach to Operational Risk*, Risk Books, London.
- BIS (2004), *Basle II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, June, Basle.
- Brink G. (2002), *Operational Risk. The New Challenge for Banks*, Palgrave, New York.
- Harmantzis F. C. (2004), *Operational Risk Management in Financial Services and the New Basel Accord*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=579321
- Lenczewski Martins C., Niedziółka P. (2005), *Kwantyfikacja ryzyka operacyjnego w banku oraz jego wpływ na wymóg kapitałowy*, „Bank i Kredyt” nr 5, s. 28–41.
- Matkowski P. (2006), *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Moscadelli M. (2005), *The modelling of operational risk: experience with the analysis of the data collected by the Basel Committee*, w: E. Davis (red.), *Operational Risk: Practical Approaches to Implementation*, Risk Books, London.
- Patterson R. (2002), *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Šmid W. (2000), *Leksykon menedżera*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.

Prawne ograniczenia w zaciąganiu kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego: stan obecny a perspektywy

Legal Restrictions on Borrowing by Local Government: The Present State and the Perspectives

*Marek Wiewióra**

pierwsza wersja: 14 sierpnia 2007 r., ostateczna wersja: 25 września 2007 r., akceptacja: 7 listopada 2007 r.

Streszczenie

Artykuł przedstawia rozwiązania prawne zawarte w obowiązującej oraz w projektowanej ustawie o finansach publicznych w zakresie zaciągania przez jednostki samorządu terytorialnego pożyczek i kredytów. Zdaniem autora rozwiązania te najsilniej rzutują na możliwości pozyskiwania przez jednostki samorządu terytorialnego środków finansowych na rynku kapitałowym. Celem artykułu są: porównanie regulacji obowiązujących z przewidywanymi, ich ocena, a także wyjaśnienie głównych ograniczeń w systemie pozyskiwania przez jednostki samorządu terytorialnego pożyczek i kredytów oraz wskazanie konkretnych rozwiązań likwidujących zdefiniowane problemy.

Słowa kluczowe: samorząd terytorialny, kredyt, regulacje prawne, rynek kapitałowy

Abstract

The article presents those regulations, (either in place or included in the draft public finance act), concerning borrowing by local government, which, in author's opinion, have the biggest influence on the possibility of borrowing by local government on the capital market. The aim of the article is the comparison of the present to planned regulations, their evaluation, and the explanation of the main restrictions in the local government borrowing system as well as the formulation of concrete proposals for solutions eliminating determined problems.

Keywords: local government, borrowing, legal regulations, capital market

JEL: H74, G18

* Szkoła Główna Handlowa, Niestacjonarne Studium Doktoranckie Kolegium Zarządzania i Finansów, e-mail: marek.wiewiora@autograf.pl

1. Wstęp

Stan finansów publicznych w naszym kraju, a przede wszystkim najważniejsze wyzwania stojące obecnie przed jednostkami samorządu terytorialnego (zwane dalej JST), wynikające z absorpcji środków unijnych oraz organizacji Mistrzostw Europy w piłce nożnej EURO 2012, skłaniają do dyskusji, wymiany stanowisk oraz opinii. Płaszczyzną dyskusji publicznej w tym zakresie powinny być przepisy ustawy o finansach publicznych. Ustawa ta, będąca swoistą konstytucją finansową naszego państwa, zawiera regulacje normujące granice korzystania przez JST z zewnętrznych źródeł finansowania, bez których sprostanie współczesnym wyzwaniom nie będzie możliwe.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rozwiązań prawnych zawartych w obowiązującej¹ i projektowanej ustawie o finansach publicznych² w zakresie zaciągania przez jednostki samorządu terytorialnego pożyczek i kredytów³. Zdaniem autora rozwiązania te najsilniej rzutują na możliwości pozyskiwania przez jednostki samorządu terytorialnego środków finansowych na rynku kapitałowym. Wprawdzie ze względu na rozwiązanie Sejmu V kadencji prace legislacyjne nad ww. projektem ustawy nie zostały podjęte przez parlament, ale nie jest wykluczone, że Sejm w nowej kadencji podejmie wysiłki związane z uchwaleniem projektowanej ustawy. Niewątpliwie jednak, abstrahując od całego kontekstu politycznego, warto przyrzeć się projektowi ustawy o finansach publicznych, bowiem jest to oficjalny dokument rządowy, będący urzędowym określeniem wizji finansów publicznych.

Autor nie tylko koncentruje się na porównaniu regulacji obowiązujących z przewidywanymi, lecz także empirycznie wyjaśnia główne ograniczenia systemu pozyskiwania przez JST pożyczek i kredytów, ocenia obecny i przewidywany zmiany prawa oraz wskazuje konkretne rozwiązania likwidujące zdefiniowane problemy. Proponowane rozwiązania w dużej mierze są próbą realizacji koncepcji teoretycznych wynikających z nauki finansów publicznych.

Zasadnicze rozwiązania zostały przedstawione w czterech rozdziałach w sposób uwzględniający systematykę ustawy o finansach publicznych. Najpierw zaprezentowano przepisy sanacyjne i ostrożnościowe w zakresie długu publicznego, które mają zapewnić bezpieczeństwo makroekonomiczne, a w dalszej kolejności przepisy zawierające ograniczenia jakościowe i ilościowe w zakresie zaciągania kredytów i pożyczek przez JST.

¹ Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 249, poz. 2104 ze zm.).

² Rządowy projekt ustawy o finansach publicznych (druk sejmowy nr 1912) opublikowany na stronie internetowej Sejmu RP – www.sejm.gov.pl

³ Część autorów traktuje kredyt bankowy jako jedną z form pożyczek publicznych. Zgodnie z tą ideą pożyczki można zaciągać w formie kredytu bankowego bądź emisji papierów wartościowych, takich jak weksle czy obligacje. Takie rozumienie pojęcia pożyczki i kredytu zostało uwzględnione w niniejszym artykule.

2. Procedury sanacyjne i ostrożnościowe dotyczące długu publicznego

Dług publiczny powstaje w rezultacie niedostosowania dochodów do wielkości wydatków publicznych. Jedną z najważniejszych przyczyn wzrostu zadłużenia w sektorze finansów publicznych jest skłonność do systematycznego zwiększania wydatków w sytuacji braku możliwości zwiększania dochodów. Ograniczenia zaciągania długu przez podmioty sektora finansów publicznych wprowadzono zarówno do przepisów ustawodawstwa krajowego, jak i do ratyfikowanych umów międzynarodowych.

W Polsce wprowadzenie procedur ostrożnościowych i sanacyjnych jest rezultatem obowiązywania kryteriów konwergencji nominalnej, ustalonych w Traktacie w Maastricht⁴, a także uwzględnienia postanowienia art. 216 ust. 5 Konstytucji RP zakazującego zaciągania pożyczek lub udzielania gwarancji i poręczeń finansowych, w następstwie których państwowy dług publiczny przekroczy 3/5 wartości rocznego produktu krajowego brutto⁵. Makroekonomiczne ograniczenie wielkości długu wiąże się z tym, że samorządy partycypują w ogólnym poziomie długu publicznego, który z kolei może negatywnie oddziaływać na inflację i inne istotne parametry gospodarki narodowej. Istnienie mechanizmów limitujących poziom zadłużenia publicznego ma zatem głębokie uzasadnienie ekonomiczne i zasługuje na pozytywną ocenę.

Obowiązujące i projektowane przepisy ustawy o finansach publicznych przewidują trzy odmienne sposoby reakcji na kształtowanie się relacji państwowego długu publicznego do produktu krajowego brutto. Każdy z nich odnosi się do innego poziomu relacji i jest w związku z tym odpowiednio bardziej lub mniej restrykcyjny. Porównanie ograniczeń wynikających z kształtowania się relacji państwowego długu publicznego (PDP) do PKB przedstawia tabela 1.

Porównując regulacje, należy zauważyć, że realizacja normy konstytucyjnej ograniczającej wysokość państwowego długu publicznego w stosunku do produktu krajowego brutto dokonuje się w projekcie ustawy nieco odmiennie niż w obowiązujących przepisach. Wprawdzie procedury ostrożnościowe i sanacyjne mają być nadal uruchamiane w zależności od kształtowania się relacji łącznej kwoty państwowego długu publicznego do PKB, jednak zmienia się zakres występujących w nich ograniczeń.

Z analizy przewidywanych procedur ostrożnościowych i sanacyjnych wynika, że projektowane ograniczenia dla jednostek samorządu terytorialnego dotyczą tylko skrajnego przypadku, gdy państwowy dług publiczny

⁴ Szerzej o kryteriach konwergencji nominalnej np. na stronie internetowej Europejskiego Banku Centralnego www.ecb.int/eca/orga/escb/html/convergencecriteria.pl.html

⁵ Patrz art. 216 Konstytucji RP z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. nr 78, poz. 483 ze zm.).

Tabela 1. *Procedury sanacyjne i ostrożnościowe dotyczące długu publicznego*

Relacja PDP/PKB	Ograniczenia	
	stan obecny (art. 79 ust. 1 ustawy o finansach publicznych)	projektowane rozwiązania (art. 57 ust. 1 projektu ustawy o finansach publicznych)
Większa od 50% i nie większa od 55%	<p>A. Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej, w którym relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa nie może być wyższa niż analogiczna relacja w roku bieżącym.</p> <p>B. Relacja, o której mowa w lit. a, stanowi górne ograniczenie relacji deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego do jej dochodów, jaka może zostać uchwalona w budżecie jednostki samorządu terytorialnego*.</p>	<p>Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej, w którym relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu państwa nie może być wyższa niż analogiczna relacja w roku bieżącym wynikająca z ustawy budżetowej.</p>
Większa od 55% i nie większa od 60%	<p>A. Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej, przyjmując jako górne ograniczenie deficytu jego poziom zapewniający, że relacja długu Skarbu Państwa do produktu krajowego brutto przewidywana na koniec roku budżetowego, którego dotyczy projekt ustawy, będzie niższa od analogicznej relacji z roku poprzedniego.</p> <p>B. Górne ograniczenie relacji deficytu każdej jednostki samorządu terytorialnego do jej dochodów, jaka może zostać uchwalona w budżecie jednostki samorządu terytorialnego, określone dla progu powyżej 55%, zostaje zmniejszone przez pomnożenie przez współczynnik R, wyliczany w następujący sposób: $R = (0,6 - PDP/PKB) : 0,05$, gdzie: PKB – wartość produktu krajowego brutto, PDP – kwota państwowego długu publicznego, ogłoszone za poprzedni rok budżetowy.</p> <p>C. Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu obniżenie relacji PDP/PKB.</p>	<p>A. Rada Ministrów uchwała projekt ustawy budżetowej, w którym:</p> <ul style="list-style-type: none"> – nie przewiduje się wzrostu wynagrodzeń pracowników państwowej sfery budżetowej, – nie przewiduje się dokonywania wydatków na nowe inwestycje, – waloryzacja rent i emerytur nie może przekroczyć poziomu odpowiadającego wzrostowi cen towarów i usług konsumpcyjnych ogłoszonego przez Główny Urząd Statystyczny za poprzedni rok budżetowy, – wprowadza się zakaz udzielania pożyczek i kredytów z budżetu państwa z wyjątkiem rat kredytów i pożyczek udzielonych w poprzednich latach, – nie przewiduje się wzrostu wydatków Kancelarii Sejmu, Kancelarii Senatu, Kancelarii Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej, Naczelnego Sądu Administracyjnego, Sądu Najwyższego, Trybunału Konstytucyjnego, Najwyższej Izby Kontroli, – przyjmuje się, że różnica między dochodami a wydatkami budżetu państwa będzie na poziomie zapewniającym, iż relacja długu Skarbu Państwa do PKB przewidywana na koniec roku budżetowego, którego dotyczy projekt ustawy, będzie niższa od relacji długu Skarbu Państwa do PKB za poprzedni rok. <p>B. Obowiązuje zakaz przekraczania relacji niewymagalnych zobowiązań z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez Skarb Państwa w roku budżetowym następującym po roku, w którym ta relacja została ogłoszona.</p> <p>C. Dokonuje się przeglądu wydatków budżetu państwa finansowanych środkami pochodzącymi z kredytów zagranicznych.</p> <p>D. Rada Ministrów dokonuje przeglądu programów wieloletnich.</p> <p>E. Rada Ministrów przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu obniżenie relacji PDP/PKB.</p>
Równa lub większa od 60%	<p>A. Poczynając od siódmego dnia po dniu ogłoszenia relacji PDP/PKB, jednostki sektora finansów publicznych nie mogą udzielać nowych poręczeń i gwarancji.</p> <p>B. Rada Ministrów najpóźniej w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia relacji, o której mowa w art. 15 ust. 1 pkt 1 lit. a, przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie tej relacji do poziomu poniżej 60 %.</p> <p>C. W kolejnym roku budżetowym obowiązuje zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez jednostki sektora finansów publicznych.</p> <p>D. W projekcie ustawy budżetowej na kolejny rok budżetowy oraz w uchwalonych budżetach jednostek samorządu terytorialnego kwota wydatków jest równa kwocie dochodów lub niższa od niej.</p>	<p>A. Stosuje się odpowiednio ograniczenia określone dla przypadku, gdy relacja PDP/PKB jest większa od 55% i nie większa od 60% (z wyłączeniem pkt E), a Minister Finansów, wskazuje okres obowiązywania zakazu, o którym mowa w pkt B.</p> <p>B. Rada Ministrów najpóźniej w terminie miesiąca od dnia ogłoszenia relacji PDP/PKB przedstawia Sejmowi program sanacyjny mający na celu ograniczenie tej relacji do poziomu poniżej 60 %.</p> <p>C. Budżety jednostek samorządu terytorialnego muszą być zrównoważone.</p> <p>D. Obowiązuje zakaz udzielania nowych poręczeń i gwarancji przez jednostki sektora finansów publicznych.</p>

* Pogrubioną czcionką oznaczono ograniczenia dotyczące jednostek samorządu terytorialnego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 79 ust. 1 ustawy o finansach publicznych oraz art. 57 ust. 1 projektu ustawy o finansach publicznych.

przekroczy konstytucyjny limit. Kształt procedur sanacyjnych jest zatem z punktu widzenia samorządu terytorialnego korzystniejszy niż obecne rozwiązania prawne zawarte w ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, które nakładają na jednostki samorządu terytorialnego restrykcyjne obowiązki na każdym poziomie relacji PDP/ PKB przekraczającym 50%.

Projektowane procedury ostrożnościowe i sanacyjne całkowicie nie likwidują jednak negatywnego wpływu nadmiernego długu Skarbu Państwa na elastyczność prowadzenia obecnej i przyszłej gospodarki finansowej przez jednostki samorządu terytorialnego. Porównując poziom zadłużenia samorządu terytorialnego i poziom zadłużenia spowodowany przez budżet państwa⁶, nie można bowiem wykluczyć, że budżet ten „wykorzysta” prawie cały dopuszczalny limit długu publicznego, natomiast konsekwencje tego w postaci obowiązku zrównoważenia budżetu i zakazu udzielania nowych poręczeń i gwarancji poniesie samorząd terytorialny. Opisywany problem nabiera znaczenia zwłaszcza po uwzględnieniu faktu, że w projekcie ustawy zrezygnowano z wyjątku wykluczającego ograniczenia procedur ostrożnościowych i sanacyjnych w przypadku finansowania deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego nadwyżką budżetową z lat poprzednich, a także emisją papierów wartościowych oraz zaciągniętymi kredytami i pożyczkami w związku z umową zawartą z podmiotem dysponującym środkami unijnymi i środkami krajów EFTA⁷.

Oznacza to, że w sytuacji przekroczenia PDP o ponad 60% PKB jednostki samorządu terytorialnego nie będą mogły korzystać z możliwości zaciągania kredytów i pożyczek na realizację zadań inwestycyjnych, w tym także zadań realizowanych dzięki środkom pochodzącym z budżetu UE. W celu uniknięcia sytuacji, w której jednostki samorządu terytorialnego faktycznie odpowiadałyby za dług Skarbu Państwa, należałoby moim zdaniem rozważyć kwestię wyodrębnienia „samorządowej części w limicie zadłużenia”⁸, która pozwoliłaby na stosowanie przez samorząd procedur ostrożnościowych i sanacyjnych jedynie wtedy, gdy dług samorządowy jest wysoki, np. w relacji do długu publicznego ogółem czy PKB. Należy zaznaczyć, że z punktu widzenia samorządu terytorialnego jako wyodrębnionego podsektora finansów publicznych wydzielenie części samorządowej zadłużenia byłoby wyrazem rzeczywistej samodzielności finansowej i podkreślałoby „autonomię” samorządu terytorialnego.

Wątpliwości może budzić fakt, że przewidywane przepisy zobowiązują do zrównoważenia budżetów wyłącznie jednostki samorządowe, podczas gdy nie wprowadza się analogicznego obowiązku dla państwa, a prze-

cież zapewnienie równowagi budżetu państwa jest niezwykle istotne dla sanacji finansów publicznych. Należy zauważyć, że projektowane w ustawie o finansach publicznych ograniczenie dotyczące zapewnienia równowagi budżetów jednostek samorządu terytorialnego odnosi się jedynie do zrównoważenia wydatków majątkowych. Regulacje wprowadzone do projektu ustawy w dziale Budżet oraz uchwała budżetowa jednostki samorządu terytorialnego obligują bowiem samorządy do zrównoważenia budżetów w zakresie wydatków bieżących⁹. Gdyby relacja PDP/PKB była równa lub większa od 60%, warto byłoby wprowadzić do procedur sanacyjnych możliwość zamknięcia się budżetów samorządowych nadwyżką budżetową. Ustalenie warunku zrównoważenia budżetu może być interpretowane ściśle jako zbilansowanie wydatków budżetowych gromadzonymi dochodami budżetowymi (na poziomie zerowym), bez możliwości zaplanowania nadwyżki dochodów nad wydatkami; z punktu widzenia poprawy stanu finansów publicznych taka możliwość nie byłaby przecież złym rozwiązaniem.

3. Ograniczenia jakościowe w zakresie zaciągania kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego

Przepisy prawne zezwalają JST na zaciąganie kredytów i pożyczek, jednoznacznie określając cele, na które można zaciągać zobowiązania z tego tytułu. Tabela 2 wskazuje, że obecnie obowiązujące przepisy w tym zakresie są identyczne z regulacjami zawartymi w projekcie ustawy o finansach publicznych¹⁰.

Taka konstrukcja celów zaciągania kredytów i pożyczek przez JST, a przede wszystkim zapis mówiący, że kredyty i pożyczki mogą być zaciągane na finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego, są w mojej ocenie nieprawidłowe, gdyż wywołują niekorzystne skutki dla gospodarki finansowej JST, a w szczególności jej efektywnego prowadzenia¹¹. Przepisy utrudniają, wręcz uniemożliwiają zaciąganie kredytów i pożyczek na finansowanie inwestycji wieloletnich, które są niezbędne do rozwoju gospodarczego naszego kraju. Aby zilustrować to twierdzenie, można posłużyć się poniższymi przykładami.

Nie można wykluczyć, że w sytuacjach opisanych powyżej niektóre JST, chcąc korzystać z kredytów i po-

⁶ W 2005 r. dług samorządowy stanowił tylko około 4,3% długu publicznego ogółem; dane Ministerstwa Finansów, www.mofnet.gov.pl, 10 maja 2007 r.

⁷ Patrz art. 79 ust. 2 ustawy o finansach publicznych z dnia 30 czerwca 2005 r.

⁸ Postulat taki zgłaszał m.in. P. Swianiewicz (2004b).

⁹ Oznacza to, że bieżące wydatki budżetu JST nie mogą być wyższe niż dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych i wolne środki. Por. art. 171 projektu ustawy o finansach publicznych.

¹⁰ Rządowy projekt ustawy o finansach publicznych (druk sejmowy nr 1912) opublikowany na stronie internetowej Sejmu RP

¹¹ W tym miejscu należy przypomnieć, że wcześniej obowiązująca ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 15, poz. 148 ze zm.) określała te cele – odpowiednio – jako pokrycie występującego w ciągu roku niedoboru budżetowego, finansowanie wydatków nieznajdujących pokrycia w planowanych dochodach, a także spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.

życzek, będą manipulować zapisami w budżecie poprzez zaniżanie planowanych dochodów lub zawyżanie wydatków, by powstał „potrzebny” deficyt, warunkujący zaciągnięcie kredytu lub pożyczki¹².

Ograniczenie wielkości zaciąganych kredytów i pożyczek tylko do wysokości deficytu budżetu danego roku wywołuje zatem wiele zagrożeń związanych z nieefektywnością realizacji inwestycji wieloletnich oraz kreatywnością planowania dochodów budżetowych JST.

Rozważania teoretyczne z zakresu finansów publicznych, w tym przede wszystkim „złota reguła” zrównoważonego budżetu, zezwalają, a w niektórych sformułowaniach nawet zachęcają do rozważnego zadłużania się w ramach programów inwestycyjnych, jednocześnie

¹² Na powyższe wskazywali m.in. E. Ruśkowski i J.M. Salachna (2006).

wskazując, że JST nie powinny zaciągać kredytów i pożyczek na cele bieżące (Swianiewicz 2004a).

W literaturze przedmiotu (Swianiewicz 2004a; Gonet 2006) można znaleźć wiele argumentów za korzystaniem przez JST z kredytów i pożyczek wyłącznie na cele inwestycyjne. Najistotniejszymi argumentami są, moim zdaniem (por. np. King 1984):

1. Potencjalne korzyści z inwestycji przekraczające koszty obsługi zadłużenia.

Do wyjaśnienia tej kwestii posłużmy się następującym przykładem. Załóżmy, że gmina jest właścicielem atrakcyjnie zlokalizowanej nieruchomości. Ze względu na bardzo zły stan nieruchomości gmina nie wykorzystuje jej do realizacji zadań publicznych i nie osiąga żadnych innych korzyści z tej nieruchomości.

Tabela 2. Cele zaciągania kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego

Stan obecny (art. 82 ustawy o finansach publicznych)	Projektowane rozwiązania (art. 60 projektu ustawy o finansach publicznych)
<p>1. Jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:</p> <p>1) pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,</p> <p>2) finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,</p> <p>3) spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.</p> <p>2. Zaciągane kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe, z przeznaczeniem na cel wskazany w ust. 1 pkt 1, podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane.</p>	<p>1. Jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:</p> <p>1) pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,</p> <p>2) finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,</p> <p>3) spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.</p> <p>2. Zaciągane kredyty i pożyczki oraz wyemitowane papiery wartościowe, z przeznaczeniem na cel wskazany w ust. 1 pkt 1, podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 82 ustawy o finansach publicznych oraz art. 60 projektu ustawy o finansach publicznych.

Przykład 1

Założmy, że dana JST ma następujące planowane wielkości budżetowe (w mln zł):

Dochody	8,0
Wydatki	8,5
Deficyt	0,5

W sytuacji zaplanowania deficytu JST może zaciągnąć kredyty i pożyczki na finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego do wysokości deficytu (0,5 mln zł.)

JST zamierzała w danym roku budżetowym rozpocząć wieloletnią inwestycję infrastrukturalną (*wpółfinansowaną ze środków pochodzących z budżetu UE*). Na jej finansowanie przewidywała zaciągnięcie kredytu w wysokości 3 mln zł.

W świetle obowiązującego i projektowanego stanu prawnego JST nie może zaciągnąć kredytu na kwotę 3 mln zł, bo wykracza on poza kwotę planowanego deficytu. Do planowanych wydatków budżetowych JST zaliczyła jedynie wydatki inwestycyjne, które miały być poniesione w danym roku budżetowym. W tej sytuacji JST może corocznie w kolejnych latach trwania inwestycji pozyskiwać jedynie środki zwrotne na kwoty mieszczące się w wysokości deficytu planowanego w każdym roku budżetowym. Coroczne pozyskiwanie kredytów może być jednak nieracjonalne ekonomicznie.

Przykład 2

Załóżmy, że dana JST ma następujące planowane wielkości budżetowe (w mln zł):

Dochody	11,0
Wydatki	10,0
Nadwyżka	1,0
Przychody (z innych tytułów niż kredyt i pożyczka)	0,5
Rozchody (spłata pożyczek i kredytów zaciągniętych w ubiegłych latach)	2,0

W sytuacji zaplanowania nadwyżki JST nie może zaciągnąć kredytów i pożyczek na finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego.

JST planuje jednocześnie w danym roku budżetowym rozchody z tytułu spłaty kredytów w wysokości 2 mln zł. Zgodnie z podjętymi w uchwałami spłata zaciągniętych kredytów następuje z dochodów JST (*wymóg taki sformułowano m.in. w art. 58 ustawy o samorządzie gminnym; zgodnie z nim uchwały organów gminy dotyczące zobowiązań finansowych wskazują źródła dochodów, z których zobowiązania te zostaną pokryte*).

Oznacza to, że na sfinansowanie wydatków budżetowych (w wysokości 10 mln zł) JST dysponuje dochodami budżetowymi w wysokości 9 mln zł [9 mln zł = planowane dochody ogółem minus dochody na spłatę rozchodów, tj. 11 mln – 2 mln zł].

Wniosek: mimo formalnej nadwyżki JST wykazuje faktycznie deficyt środków w wysokości 1 mln zł na pokrycie planowanych wydatków. W świetle obowiązującego i projektowanego prawa JST nie może jednak zaciągnąć kredytów i pożyczek.

Gmina ma do wyboru trzy możliwości:

- systematycznie odkładać środki z dochodów bieżących na stopniową modernizację nieruchomości w ciągu określonego czasu i wtedy sprzedać inwestorom atrakcyjnie położoną nieruchomość,
- starać się znaleźć inwestora już teraz, godząc się na niższą cenę,
- zaciągnąć kredyt, szybko zmodernizować nieruchomość i wtedy podjąć negocjacje z inwestorami.

Często okazuje się, że korzyści z ostatniego rozwiązania (wyższa cena sprzedaży nieruchomości wskutek zwiększenia kręgu zainteresowanych inwestorów; wpływ z podatków uzyskanych od inwestora; obniżenie kosztów inwestycji na skutek skrócenia czasu realizacji inwestycji) będą zdecydowanie większe niż koszty obsługi zadłużenia z tytułu zaciągniętego kredytu. Stopniowe odkładanie środków z dochodów bieżących powoduje zazwyczaj wydłużanie realizacji inwestycji i w rezultacie ponoszenie pewnych kosztów stałych, zwiększających łączną wysokość potrzebnych nakładów (Swianiewicz 2004a).

2. Równość geograficzna i międzypokoleniowa (Swianiewicz 2004a)

Nakłady inwestycyjne są ponoszone w trakcie realizacji inwestycji, a korzyści uzyskuje się po jej ukończeniu. Korzyści te są zazwyczaj rozłożone na wiele lat. W przypadku finansowania inwestycji z dochodów bieżących może się okazać, że kto inny sfinansował inwe-

stycję (płacąc podatki), a kto inny będzie z niej korzystał (bo przeprowadził się do danej JST po ukończeniu i sfinansowaniu inwestycji lub w czasie jej budowy był małym dzieckiem). Finansowanie za pomocą kredytu sprawia, że ci, którzy z niej korzystają, płacą również za jej powstanie (płacąc podatki, których część przeznaczana jest na spłatę rat zadłużenia).

3. Bliskość między tymi, którzy płacą, a tymi, którzy korzystają z inwestycji, sprzyjająca efektywnej alokacji środków.

Zasadne jest zatem takie ukształtowanie przepisów ustawy o finansach publicznych, by zezwalały jednostkom samorządu terytorialnego na zaciąganie kredytów i pożyczek na finansowanie wydatków inwestycyjnych, w tym przede wszystkim wydatków związanych z wieloletnimi programami inwestycyjnymi określanymi w załącznikach do uchwał budżetowych jednostek samorządu terytorialnego¹³.

4. Ograniczenia ilościowe w zakresie zaciągania kredytów i pożyczek przez jednostki samorządu terytorialnego

Art. 169 ustawy o finansach publicznych ustala maksymalną wielkość kwot przypadających do spłaty w da-

¹³ Patrz art. 166 ustawy o finansach publicznych z dnia 30 czerwca 2005 r. i art. 150 projektu ustawy o finansach publicznych.

nym roku budżetowym z tytułu kredytów i pożyczek zaciągniętych na sfinansowanie planowanego deficytu budżetowego oraz na spłatę wcześniej zaciągniętych pożyczek i kredytów wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek. Kwota ta nie może przekroczyć 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych na dany rok budżetowy. Maksymalną kwotę spłaty kredytów i pożyczek w danym roku budżetowym według obowiązujących przepisów obrazuje wzór¹⁴:

$$\frac{R_{plan\ def} + R_{rolowanie} + O_{plan}}{D_{plan}} \leq 15\%$$

gdzie:

$R_{plan\ def}$ – planowana kwota spłaty rat kredytów i pożyczek zaciągniętych na finansowanie planowego deficytu,

$R_{rolowani}$ – planowana kwota spłaty rat kredytów i pożyczek zaciągniętych na spłatę wcześniej zaciągniętych kredytów i pożyczek, tj. na rolowanie,

O_{plan} – planowana spłata odsetek od kredytów i pożyczek,

D_{plan} – planowane dochody budżetu JST.

Wysokość nieprzekraczalnej kwoty przypadających do spłaty zobowiązań z tytułu długu JST może być mniejsza niż 15% i wynosić nie więcej niż 12%, gdy relacja łącznej kwoty państwowego długu publicznego do produktu krajowego brutto przekroczy 55%. Wprowadzenie tego wyjątku wynika, jak się wydaje, z powiązań finansowych między budżetem państwa a budżetami jednostek samorządu terytorialnego (Kosikowski, Szpringer 2007). Trudniejsza sytuacja finansowa budżetu państwa, związana z niekorzystnym kształtowaniem się relacji między wysokością państwowego długu publicznego w stosunku do produktu krajowego brutto, wpływa na sytuację finansową budżetów JST, które otrzymują z budżetu państwa dotacje i subwencje.

Drugie obowiązujące obecnie ograniczenie ilościowe w zakresie zaciągania kredytów i pożyczek polega na tym, że łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% wykonanych dochodów ogółem tej jednostki w tym roku budżetowym. W trakcie roku budżetowego łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec kwartału nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki planowanych w danym roku budżetowym¹⁵. W mojej ocenie największą wadą ww. przepisu ograniczającego wielkość długu jednostki samorządu terytorialnego jest to, że nie uwzględnia on horyzontu czasowego zaciąganych zobowiązań.

¹⁴ Wzór na użytek niniejszego artykułu został uproszczony. Nie uwzględnia on przede wszystkim spłaty poręczeń i gwarancji, które w przypadku ewentualnego udzielenia ich przez JST powinny zostać doliczone do kwoty spłaty przedstawianej w liczniku nierówności.

¹⁵ Patrz art. 170 ustawy o finansach publicznych z dnia 30 czerwca 2005 r.

Oznacza to, że przykładowo zaciągnięcie kredytu o terminie spłaty przypadającym w następnym roku, stanowiącego 59% dochodów JST, w świetle przepisu jest dozwolone, natomiast kredyt stanowiący 61% dochodów jest niezgodny z prawem, mimo że spłata tego kredytu jest rozłożona w czasie odpowiednio do możliwości finansowych danej JST.

Analizując przewidywane rozwiązania, należy podkreślić, że projekt ustawy o finansach publicznych prezentuje nowe podejście do kwestii zarządzania długiem jednostek samorządu terytorialnego. W projekcie zrezygnowano ze wskaźnika ograniczającego dług do 60% dochodów ogółem i jednocześnie nie wprowadzono żadnego innego limitu dotyczącego zadłużenia JST. Z kolei limit 15% spłaty zobowiązań w stosunku do dochodów zastąpiono nową formułą, którą oparto w praktyce na nieco zmodyfikowanej tzw. nadwyżce operacyjnej¹⁶.

Nowe przepisy przewidują, że w skali roku łączna kwota spłat rat kredytów i pożyczek zaciągniętych na sfinansowanie planowanego deficytu budżetowego wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek (wszystkich kredytów i pożyczek, tj. zaciągniętych także na finansowanie przejściowego deficytu oraz na spłatę wcześniej zaciągniętych pożyczek i kredytów)¹⁷ nie może przekroczyć wskaźnika opartego na średniej arytmetycznej wyprowadzanej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących¹⁸ powiększonych o wpływy uzyskane ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące¹⁹ po wyłączeniu odsetek, do dochodów ogółem. Wskaźnik ten jest liczony na podstawie danych budżetowych z trzech lat, przy czym trzyletni okres obejmuje dwa ostatnie lata (dane wykonane) i uzupełniają go do planowanej wielkości, wykazane w sprawozdaniu za trzy kwartały roku poprzedzającego rok budżetowy, którego dotyczy podejmowana uchwała budżetowa. Wzór na maksymalną kwotę spłaty kredytów i pożyczek wg projektu ustawy można zapisać następująco:

¹⁶ Ministerstwo Finansów rozróżnia dwie kategorie nadwyżki operacyjnej: „nadwyżka operacyjna brutto” i „nadwyżka operacyjna netto” (zob. np. Ministerstwo Finansów 2006).

¹⁷ Przepis art. 172 projektu ustawy uwzględnia w kwocie spłaty także poręczenia i gwarancje. Konsekwentnie obowiązuje jednak przyjęte na użytek niniejszego artykułu zawężenie rozważań do kredytów i pożyczek.

¹⁸ Za dochody bieżące uznaje się wszystkie dochody, które gromadzone są w sposób systematyczny i stały (nie jednorazowo czy incydentalnie). Definicja ustawowa dochodów bieżących określa, że przez dochody bieżące budżetu jednostki samorządu terytorialnego rozumie się dochody budżetowe niebędące dochodami majątkowymi. Bieżącymi dochodami budżetowymi nie są zatem dotacje i środki otrzymane na inwestycje, dochody ze sprzedaży majątku oraz dochody z tytułu przekształcenia prawa użytkowania wieczystego w prawo własności. Pozostałe dochody to właśnie dochody bieżące.

¹⁹ Przez wydatki bieżące budżetu jednostki samorządu terytorialnego rozumie się wydatki budżetowe niebędące wydatkami majątkowymi, do których należą z kolei: inwestycje i zakupy inwestycyjne, w tym na programy i projekty realizowane ze środków zagranicznych w części związanej z realizacją zadań jednostki samorządu terytorialnego, zakup i objęcie akcji oraz wniesienie wkładów do spółek prawa handlowego.

$$\frac{R_{plan\ def} + O_{plan}}{D_{plan}} \leq \sum \frac{(D_{bi} + S_{Mi} - W_{bi} - O_i)}{D_i}$$

gdzie:

$R_{plan\ def}$ – planowana kwota spłaty rat kredytów i pożyczek zaciągniętych na finansowanie planowego deficytu,

O_{plan} – planowana spłata odsetek od kredytów i pożyczek,

D_{plan} – planowane dochody budżetu JST,

D_{bi} – dochody bieżące budżetu JST w roku i ,
 $i = 1, 2, 3$,

S_{Mi} – dochody ze sprzedaży majątku w roku i ,

W_{bi} – wydatki bieżące w roku i ,

O_i – spłata odsetek od kredytów i pożyczek w roku i .

Do planowanych dochodów budżetu jednostki samorządu terytorialnego zalicza się otrzymane dotacje rozwojowe wyłącznie związane z realizacją zadań własnych JST. Wprowadzenie takiego zastrzeżenia zasługuje na pozytywną ocenę. Jego brak w odniesieniu do jednostek samorządu wojewódzkiego, które jako instytucje zarządzające przekazują beneficjentom pomocy unijnej (m.in. gminom i powiatom) dotacje przeznaczone na realizację regionalnych programów operacyjnych, powodowałby w praktyce sztuczne zwiększenie możliwości spłaty zobowiązań na szczeblu wojewódzkim.

W celu utrzymania zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego na bezpiecznym poziomie postuluje się, by w limicie spłaty zobowiązań tych jednostek uwzględnić również kwotę przypadających w danym roku budżetowym spłat i wykupów zobowiązań związku współtworzonego przez daną jednostkę samorządu terytorialnego:

– w wysokości proporcjonalnej do jej udziału we wspólnej inwestycji współfinansowanej kredytem, pożyczką lub emisją obligacji spłacanych bądź wykupywanych w danym roku budżetowym,

– w pozostałych przypadkach – w wysokości proporcjonalnej do jej udziału we wpłatach wnoszonych na rzecz związku, którego jest członkiem.

Z ekonomicznego punktu widzenia uwzględnienie udziału jednostki samorządu terytorialnego w zobowiązaniach tworzonych przez nią związków samorządowych jest uzasadnione²⁰. Biorąc jednak pod uwagę obowiązujące regulacje prawne, należy zaznaczyć, że związki samorządowe są podmiotami samodzielnymi, mającymi osobowość prawną, a zatem zobowiązania zaciągają we własnym imieniu i same dokonują ich spłaty. Spłata zobowiązań związku przez jednostki samorządu terytorialnego może zatem nastąpić jedynie w przypadku likwidacji związku.

Jednocześnie w celu zwiększenia zdolności do absorpcji środków unijnych oraz środków z pomocy udzie-

lonej przez państwa Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu w projekcie ustawy utrzymuje się wyłączenie wymienionych środków z ograniczeń spłaty zobowiązań. Określa się przy tym, że po zakończeniu realizacji programu i otrzymaniu refundacji dokonanych wydatków ograniczenia będą stosowane.

Należy zaznaczyć, że nowy limit spłaty zobowiązań jest korzystny w szczególności dla tych jednostek samorządowych, które mając wysoki poziom środków pieniężnych będą chciały zrestrukturyzować swoje zadłużenie poprzez jego spłatę i ewentualne zaciągnięcie nowego zadłużenia. W odróżnieniu od obowiązujących dotychczas regulacji w projektowanych rozwiązaniach restrukturyzacja zadłużenia nie prowadzi do przekroczenia limitu spłaty zobowiązań²¹.

Zgodnie z uzasadnieniem do projektu omawianej ustawy taka konstrukcja wskaźnika granicznego znosi ograniczenia wiążące dziś jednostki samorządu o znacznym potencjale rozwojowym, dla których zaciąganie nawet znacznych zobowiązań finansowych może być instrumentem bezpiecznej polityki rozwojowej. Dyscyplinuje jednak jednostki, w przypadku których wysokie obciążenie dochodów spłatami zobowiązań uzasadnia zachowanie dużej ostrożności przy zaciąganiu nowych kredytów i pożyczek²². Potwierdzają to poniższe przykłady.

W mojej ocenie, wyznaczenie nowego limitu jest działaniem w dobrym kierunku, które powinno przynieść pozytywną zmianę jakościową procesu zarządzania zadłużeniem jednostek samorządu terytorialnego. Nowe regulacje będą również wymagały od jednostek samorządu terytorialnego długofalowej strategii zarządzania długiem, w której istotną rolę mogą odegrać kredyty i pożyczki mające okres karencji.

Niezależnie od powyższego należy rozważyć zróżnicowanie limitu w zakresie zadłużenia w zależności od szczebla samorządu terytorialnego. Zarówno obecne, jak i przewidywane regulacje ustawy są bowiem kierowane do wszystkich jednostek samorządu terytorialnego. Tymczasem uwarunkowania lokalne oraz struktura dochodów i charakter zadań realizowanych przez poszczególne szczeble samorządu terytorialnego sprawiają, że mają one odmienną zdolność do zaciągania długu, a tym samym różne są warunki utrzymania płynności finansowej.

5. Podsumowanie

Ocena obowiązujących i przewidywanych rozwiązań ustawy o finansach publicznych dotyczących ograniczeń w zakresie zaciągania kredytów i pożyczek przez

²¹ Istnieje jednak zagrożenie nadmiernym korzystaniem przez JST z tzw. kredytów na rolowanie długu.

²² Uzasadnienie do projektu ustawy o finansach publicznych (druk sejmowy nr 1912) opublikowanego na stronie internetowej Sejmu RP – www.sejm.gov.pl, s. 12.

²⁰ Należy zaznaczyć, że zobowiązania związków samorządowych są potencjalnym zagrożeniem dla sytuacji finansowej jednostki samorządu terytorialnego (tzw. ryzyko budżetu).

Przykład 3. Obliczenie maksymalnej kwoty obsługi zadłużenia na 2008 r. dla gminy X, osiągającej nadwyżkę operacyjną, oraz gminy Y, wykazującej deficyt operacyjny (w %)

[(Dochody bieżące + Sprzedaż majątku – Wydatki bieżące (bez odsetek))/ Dochody ogółem]	Gmina X	Gmina Y
2005 r.	64,48	8,24
2006 r.	60,14	0,12
2007 r.	56,15	8,80
Średnia arytmetyczna z lat 2005–2007	60,26	5,72

Wniosek:

Gmina X mogłaby przeznaczyć na obsługę zadłużenia w 2008 r. nie więcej niż 60,26% planowanych na ten rok dochodów ogółem.

Gmina Y mogłaby przeznaczyć na obsługę zadłużenia w 2008 r. nie więcej niż 5,72% planowanych na ten rok dochodów ogółem.

Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 172 projektu ustawy o finansach publicznych.

Przykład 4. Obliczenie maksymalnej kwoty obsługi zadłużenia na 2008 r. dla gminy X, osiągającej nadwyżkę operacyjną, oraz gminy Y, wykazującej deficyt operacyjny

	Gmina X	Gmina Y
Planowane dochody ogółem na 2008 r. (wg uchwał budżetowych)	135 274 tys. zł	5 600 tys. zł
Średnia arytmetyczna z lat 2005–2007	60,26%	5,72%
Kwota maksymalnej obsługi zadłużenia na 2008 r. wg projektu ustawy o finansach publicznych. (średnia arytmetyczna x planowane dochody ogółem na 2008 r.)	81 516 tys. zł	320 tys. zł
Kwota maksymalnej obsługi zadłużenia na 2008 r. wg obowiązującej ustawy o finansach publicznych (limit zadłużenia – 15% dochodów ogółem)	20 291 tys. zł	840 tys. zł

Wniosek:

Nowe limity zadłużenia zwiększają możliwości zaciągania zobowiązań na cele inwestycyjne przez jednostki w dobrej sytuacji finansowej, natomiast ograniczają możliwości zaciągania zobowiązań jednostek o złej kondycji finansowej.

Według projektu ustawy o finansach publicznych gmina X mogłaby przeznaczyć ponad 3-krotnie większe środki na obsługę zadłużenia w 2008 r. niż według obowiązującego limitu, natomiast gmina Y ponad 2-krotnie mniejsze.

Źródło: opracowanie własne na podstawie art. 172 projektu ustawy o finansach publicznych oraz art. 169 ustawy o finansach publicznych.

jednostki samorządu terytorialnego skłania do sformułowania kilku uwag. Po pierwsze, przewidywane procedury sanacyjne i ostrożnościowe są korzystniejsze dla samorządu terytorialnego niż obecne rozwiązania prawne zawarte w ustawie z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, choć nadal nie likwidują negatywnego wpływu nadmiernego długu Skarbu Państwa na elastyczność prowadzenia gospodarki finansowej przez jednostki samorządu terytorialnego. Po drugie, z rozwiązań nie usunięto istotnego błędu w zakresie jako-

ściowych ograniczeń zaciągania kredytów i pożyczek przez JST, utrudniającego zaciąganie kredytów i pożyczek na finansowanie inwestycji wieloletnich. Po trzecie, pozytywnie trzeba się odnieść do projektowanej zmiany ograniczeń ilościowych dotyczących zaciągania kredytów i pożyczek przez JST. Zmiany te powinny przyczynić się do zniesienia barier w zakresie korzystania ze środków zwrotnych i dzięki temu powinny spełnić oczekiwania jednostek samorządu terytorialnego i rynków kapitałowych.

Bibliografia

- Gonet W. (2006), *Kredyty, pożyczki, obligacje w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, „Monografie i Opracowania”, nr 543, SGH, Warszawa.
- King D.S. (1984), *Fiscal Tiers: the Economics of Multi-Level Government*, Allen&Unwin, London.
- Kosikowski C., Szpringer Z. (2007), *Finanse publiczne: Komentarz do ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych*, LexisNexis, Warszawa.
- Ministerstwo Finansów (2006), *Nadwyżka operacyjna w jednostkach samorządu terytorialnego w latach 2003–2005*, http://bip.mofnet.gov.pl/_files/_finanse_samorzadow/sprawozdania_budzetowe/2006/nadwyżka_operacyjna.doc
- Ruśkowski E., Salachna J.M. (2006), *Zmiany zasad ogólnych ustawy o finansach publicznych a gospodarka finansowa jednostek samorządu terytorialnego*, „Finanse Komunalne”, nr 6, <http://finanse-publiczne.pl/arttykul.php?view=236>
- Swianiewicz P. (2004a), *Finanse lokalne – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Municipium, Warszawa.
- Swianiewicz P. (2004b), *Przyszłoroczny deficyt musi być ograniczony*, „Gazeta Samorządu i Administracji”, 27 września (nr 20).

Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz (red.), *Finanse, bankowość i rynki finansowe*

Review of the book edited by Edmund Pietrzak, Magdalena Markiewicz *Finance, Banking and Financial Markets*

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006

*Stanisław Owsiak**

1. Uwagi ogólne

Książka jest podręcznikiem akademickim napisanym przez trzynastu autorów wywodzących się z gdańskiego ośrodka nauki finansów. Odpowiedzialność naukową za całe duże przedsięwzięcie przyjął Edmund Pietrzak. Ponadto autorami poszczególnych części są: Krzysztof Dobrowolski, Sławomir Antkiewicz, Honorata Balicka, Iwona Sobol, Barbara Szlabowska, Magdalena Markiewicz, Marcin Okuniewski, Urszula Katarzyna Opacka, Krzysztof Piernicki, Aleksandra Ruchniewicz, Paweł Pietrzak, Monika Szmelter. W podręczniku zamieszczona jest informacja o autorstwie poszczególnych fragmentów pracy.

Zakres tematyczny określono w tytule, chociaż nie wszystkie elementy nauki o finansach, bankowości, a także praktyki finansowej Autorzy potraktowali jednakowo. Przykładowo zabrakło systematyki nauki o finansach, co nie pozwoliło wskazać na najnowsze tendencje w tej nauce – m.in. finanse behawioralne, inżynierię finansową. Nie oznacza to jednak, że dorobek tych subdyscyplin nauki o finansach nie jest uwzględniany w rozważaniach na temat szczegółowych za-

gadnień, jak np. inwestowanie, zarządzanie aktywami i pasywami, kształtowanie portfela. Stosunkowo słabo zaprezentowane zostały zagadnienia z tradycyjnych subdyscyplin, takich jak: finanse publiczne, finanse przedsiębiorstw, ubezpieczenia gospodarcze. Uwaga ta nie jest zarzutem w stosunku do Autorów, którzy tak, a nie inaczej zakreślili obszary rozważań. Jej celem jest podkreślenie, że gdyby czytelnik oczekiwał całościowego spojrzenia na naukę o finansach, to w podręczniku dobrze rozwinięte są tylko wybrane subdyscypliny, inne w mniejszym stopniu, a jeszcze inne są jedynie zasygnalizowane w kontekście rozważań na temat systemu finansowego czy rynku finansowego.

Notabene: jestem zwolennikiem jednolitego podejścia do nauki o finansach, które obejmuje zarówno bankowość, jak i rynki finansowe. Trudno przecież wyobrazić sobie zjawiska finansowe bez pieniądza tworzonego przez banki. Nie można też rozważać zagadnienia rynków finansowych bez pieniądza. Krótko mówiąc: bankowość jest dla mnie subdyscypliną nauki o finansach; podobnie jest z rynkami finansowymi. Pisząc to, zdaję sobie sprawę, że podejście do pieniądza i zjawisk pieniężnych jest zróżnicowane zarówno na świecie, jak

* Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Finansów.

i w Polsce. Propozycję systematyzacji nauk o finansach przedstawił ostatnio S. Flejterski (2006). Sądzę, że warto było też uwzględnić pracę Z. Fedorowicza (1992). Próbę uporządkowania subdyscyplin nauki o finansach można również znaleźć w moim podręczniku (Owsiak 2002), a także w pracy Korenik, Korenik (2004).

Podejście do nauki o finansach jest więc różne, czego przykładem może być praca takich autorów jak: A.A. Gropelli i E. Nikbakht (1999). Nie bez znaczenia są też względy marketingowe. Autorzy uznali, że taki tytuł jest adekwatny do treści i lepiej służy celom marketingowym. Podzielałam taki pogląd, jednak z pewnymi zastrzeżeniami, dotyczącymi skromnego ujęcia niektórych wymienionych subdyscyplin.

Rozważania zawarte w pracy zostały ujęte w siedemnaście rozdziałów. Ze względu na stosunkowo dużą objętość dzieła i znaczną liczbę rozdziałów można było pokusić się o podział pracy na trzy części, które są wyraźnie zarysowane w treści podręcznika, a więc: a) system finansowy, b) bankowość, c) rynki finansowe. Taka konstrukcja pracy nadałaby jej większą przejrzystość.

Książka oparta jest na bogatej literaturze, głównie polskojęzycznej. Charakteryzując polski system finansowy oraz instrumenty finansowe, podano akty prawne. W książce sformułowano wiele zadań, dołączając ich rozwiązania. Ponadto każdy rozdział kończy seria pytań weryfikujących znajomość przestudiowanych zagadnień. Lepszemu zrozumieniu omawianych kwestii służą tzw. ramki oraz zwrócenie uwagi czytelnika na rozważane treści za pomocą notek na marginesie tekstu głównego. Wątpliwe jest natomiast wyróżnianie dużych fragmentów tekstu pogrubioną czcionką (np. na s. 436–438), gdyż uwaga czytelnika jest wtedy mniej skoncentrowana. Ogólnie rzecz biorąc, pod względem warsztatowym podręcznik jawi się jednak jako dzieło napisane nowocześnie, aktywizujące czytelnika, ułatwiające zrozumienie istoty zjawisk i procesów finansowych, zwracające uwagę czytelnika na główne pojęcia. Daje też szansę kontroli poziomu zaawansowania studiów prezentowanych zagadnień.

2. Charakterystyka metody

Autor przystępujący do pisania podręcznika, staje przed wieloma dylematami. Jeden z nich sprowadza się do tego, czy i jak duża powinna być część teoretyczna (problemowa), prezentująca dorobek badawczy w danej dyscyplinie naukowej, oraz czy i w jakim stopniu prezentować część empiryczną. Jeżeli chodzi o część empiryczną, to w przypadku nauki o finansach sprawa dotyczy opisu istniejącego systemu finansowego, a więc instytucji działających w konkretnym systemie, instrumentów finansowych, podstaw prawnych i organizacyjnych działalności podmiotów posługujących się pieniądzem. Jednak nie wyczerpuje to empirii, gdyż składają się na nią

przede wszystkim zjawiska i procesy pieniężne występujące obiektywnie zarówno w danej gospodarce (kraju), jak też w wymiarze międzynarodowym. Z tym ostatnim wymiarem wiąże się następny dylemat. Chodzi w nim o zachowanie proporcji pomiędzy opisem oraz analizą systemu i zjawisk w danym kraju – z jednej strony – a opisem oraz analizą systemu i zjawisk w innych krajach – z drugiej strony. W nauce o finansach jest jeszcze jeden aspekt międzynarodowy, związany właśnie z instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi o charakterze regionalnym i globalnym.

Kolejny dylemat, który należy rozstrzygnąć przy pisaniu podręcznika, dotyczy możliwości dwojakiego podejścia do badanych (rozważanych) rozwiązań systemowych. Chodzi tutaj o podejście pozytywne (opisowe) i podejście normatywne. Podejście normatywne jest raczej niemożliwe bez problemowego ujęcia opisywanej rzeczywistości.

Jeżeli jest to dzieło, którego misją jest edukacja, to warto rozważyć, czy dla lepszego zrozumienia zjawisk finansowych nie należałoby zamieścić przykładów – na liczbach dowolnych lub zaczerpniętych z empirii.

Przygotowanie dobrego podręcznika jest – moim zdaniem – jednym z najtrudniejszych przedsięwzięć pisarskich. Nieprzypadkowo podręczniki są opracowywane przez autorów o rozwiniętym warsztacie pisarskim, osoby, które mają znaczny dorobek badawczy i publikacyjny, a także – co ważne – doświadczenie dydaktyczne.

Zwracam uwagę na to dlatego, że recenzowany podręcznik tylko w pewnym stopniu odpowiada tym kryteriom. Nie licząc głównego redaktora naukowego książki – profesora Edmunda Pietrzaka, który jest autorem stosunkowo niewielkiej części podręcznika – tylko kilka osób z zespołu autorskiego legitymuje się dużym doświadczeniem dydaktycznym, jak też znacznym dorobkiem naukowym. Inni współautorzy podręcznika mają z kolei doświadczenie z pracy w różnych instytucjach finansowych. Ten profesjonalny, intelektualny kapitał został – używając języka finansów – zdyskontowany w charakterystyce wybranych instytucji finansowych, w analizie instrumentów finansowych. Najlepszym tego przykładem jest zaprezentowanie szczególnej instytucji finansowej, jaką jest *dealing room*.

Odnosząc się do wymienionych wcześniej dylematów, których lista zapewne jest niepełna, można scharakteryzować oceniany podręcznik jako dzieło, w którym zdecydowanie przeważa pozytywne (opisowe) podejście, z pominięciem ujęcia normatywnego. Wyjątkiem w tym zakresie jest fragment poświęcony integracji walutowej Polski z Unią Gospodarczą i Walutową.

Podręcznik omawia rozwiązania systemowe krajowe, jak też wybrane zagraniczne, w tym o charakterze globalnym. Podobnie prezentuje warstwę empiryczną, a więc dane o zjawiskach i procesach finansowych, które występują w Polsce i za granicą. Można zatem stwier-

dzic, że Autorzy dotrzymali deklaracji zawartej we „Wstępie”, iż będą starali się zachować względną równowagę pomiędzy problematyką krajową a zagraniczną.

Dostrzegając wiele zalet opisowego podejścia do rozwiązań systemowych, nie można też nie dostrzec słabszych stron takiego ujęcia rozważanych zagadnień. W niektórych fragmentach podręcznika takiego teoretycznego (problemowego) podejścia wyraźnie brakuje. Przykładem tego jest brak chociażby skromnej części teoretycznej poświęconej finansom jako dyscyplinie nauk ekonomicznych, a zwłaszcza teoretycznych podstaw współczesnego pieniądza. Gdyby taki fragment był w podręczniku, a ściślej gdyby stanowił on wstęp do studiów, to zapewne w tym kontekście możliwe byłoby wyeksponowanie związku zjawisk pieniężnych ze zjawiskami realnymi. Inaczej powstaje – prawdopodobnie w sposób niezamierzony – wrażenie, że pieniądz, zjawiska finansowe należą do wyalienowanego świata finansów, oderwanego od zjawisk realnych. Wrażenie to potęguje potrzebna i wartościowa skądinąd prezentacja wyrafinowanych instrumentów pieniężnych. Jednakże pieniądz i kategorie pieniężne są dla mnie przede wszystkim kategoriami społecznymi. Zwracam na to uwagę, gdyż niekiedy obserwuję nazbyt instrumentalne, narzędziowe podejście do pieniądza i finansów, co sprzyja uleganiu iluzji pieniądza, jakkolwiek pojęcie to jest interpretowane.

W podręczniku główny akcent w opisie finansów, bankowości oraz rynków finansowych położony jest na rynki finansowe. Przedmiot rozważań Autorzy określili wyraźnie we „Wstępie”: „... nasz podręcznik jest zorientowany na rynki finansowe i rynek walutowy (...) Uznaliśmy bowiem, że dla czytelnika najważniejsza w poznawaniu świata finansów i banków jest zdolność do umiejętnego poruszania się właśnie na tych rynkach” (s. 9). W respektowaniu tego credo Autorzy są konsekwentni.

Inną cechą przyjętej metody jest unikanie problemowego podejścia do rozważanych zagadnień. Autorzy tłumaczą to tym, że problemowe podejście zarezerwowane jest dla zajęć dydaktycznych. Nie negując takiego podejścia do rozważanych zagadnień, sądzę, że argumentacja taka nie jest przekonująca. Wydaje się, że ważne byłoby na wstępie oznajmienie, że podręcznik jest przeznaczony dla czytelnika z pewnym przygotowaniem w zakresie mikro- i makroekonomii.

Pieniądz i finanse mają wymiar mikroekonomiczny i makroekonomiczny. Studiując podręcznik, zauważa się wyraźne dysproporcje na rzecz perspektywy mikroekonomicznej. Elementy makroekonomii są skromne. Brakuje tutaj podejścia, które istnieje w literaturze z zakresu ekonomii finansów. Zwracam uwagę Autorów na interesującą pod tym względem pozycję, która ukazała się ostatnio na polskim rynku, pt. *Mikroekonomia bankowa* (Xavier, Rochet 2007). Może być przydatna przy opracowaniu kolejnego wydania podręcznika.

3. Ocena szczegółowa

Punktem wyjścia do rozważań jest *system finansowy i walutowy* (rozdział pierwszy). Nasuwa się wątpliwość, czy tworzenie takiej zbitki pojęciowej jest słuszne. Według mnie system walutowy jest podrzędny w stosunku do systemu finansowego, ale jest to znowu kwestia umowna. Jeżeli Autorzy podręcznika zrezygnowali z teoretycznego (problemowego) podejścia do nauki o finansach, to sądzę, że pewne minimalne teoretyczne podstawy finansów powinny być zawarte właśnie w pierwszym rozdziale, poświęconym systemowi finansowemu. Pozytywnym – jak sądzę – przykładem takiego podejścia jest praca W. Dębskiego (2005).

Dobrym punktem wyjścia do rozważań i refleksji teoretycznej mogłyby być funkcje systemu finansowego. Autorka tego fragmentu podręcznika zwraca uwagę na różnice w definiowaniu systemu finansowego, ale nie określa wprost, która definicja jest jej bliższa. Nie sądzę jednak, aby można było przyjąć, że podejście specjalistów do koncepcji systemu finansowego różni się tylko ich stosunkiem do systemu walutowego. Sama Autorka stwierdza przy tym, powołując się na E. Pietrzaka, że instytucje finansowe i instytucje walutowe są często tymi samymi instytucjami (s. 14). Wydaje się też, że Autorka zbyt łatwo przeszła od systemu finansowego do systemu walutowego, koncentrując swoje rozważania na tym ostatnim. Widać także, że zbyt silnie przywiązała się do jednej pozycji traktującej o systemie finansowym, a ściślej do fragmentu książki pt. *System finansowy w Polsce* (Pietrzak et al. 2003), napisanego przez Z. Polańskiego. Dotyczy to rozważań na temat instytucji finansowych, instrumentów finansowych i rynków finansowych. Podejście takie jest dopuszczalne w podręczniku, ale sądzę, że wymaga to pewnej pracy twórczej, polegającej chociażby na przedstawieniu różnych ujęć systemu finansowego w literaturze krajowej i zagranicznej. Wymienię trzy przykładowe podręczniki z literatury w języku angielskim: Bain (1992); Buckle, Thompson (2004); Hubbard (2007), z polskich zaś najnowszą pozycję M. Górskiego (2007).

Porównanie różnych koncepcji systemu finansowego byłoby znakomitą okazją do pewnych odniesień teoretycznych, problemowych, właśnie w tym miejscu podręcznika, czyli na początku rozważań.

Od przyjętej opisowej konwencji podręcznika odchodzi fragment poświęcony wejściu Polski do strefy euro. Z innych publikacji Autora wynika, że prof. E. Pietrzak nie jest zwolennikiem szybkiego wejścia naszego kraju do Unii Gospodarczej i Walutowej. W kwestii tej również wyrażam pogląd, że warunkiem przyjęcia euro powinna być realna, a nie nominalna konwergencja gospodarki polskiej z gospodarkami krajów należących już do UGW. Skoro Autor złamał konwencje podręcznika, co zresztą oznajmił we „Wstępie”, to należało – moim zdaniem – szerzej omówić główne nurty debaty, która jest

prowadzona wśród ekonomistów w Polsce. W debacie tej przedstawione są szersze argumenty za rychłym przystąpieniem Polski do UGW i przeciw temu.

Zaprezentowane przez Autora poglądy trudno jest kwestionować, ale w tej sprawie konieczne byłoby szersze wskazanie także zalet wcześniejszego wprowadzenia euro. Autor przytacza wprawdzie te korzyści (s. 68), ale zgłasza – i słusznie – wątpliwości co do ich skali. E. Pietrzak krytycznie odnosi się do stanowiska NBP jako zdecydowanego zwolennika szybkiego wejścia do strefy euro. Według mojej wiedzy Narodowy Bank Polski nie wykazywał aż tak silnej determinacji do szybkiego przystąpienia Polski do jednolitego obszaru walutowego. Wręcz przeciwnie, w NBP dostrzegano różnorakie ryzyko z tym związane, czego wyrazem jest wiele publikacji na ten temat (por. np. NBP 2004), chociaż istotnie oficjalne dokumenty Rady Polityki Pieniężnej zawierają uniwersalną (kanoniczną) formułę o konieczności przystąpienia Polski do strefy euro w możliwe najkrótszym czasie. W okresie, o którym pisze prof. E. Pietrzak, a więc w IV kadencji Sejmu, istotnie dało się zauważyć deklaracje o konieczności wejścia do ERM2 zgłaszane przez rząd, a w szczególności przez kolejnych ministrów finansów. Nie bardzo też można się zgodzić z tezą, że zwolennicy szybszego wejścia Polski do strefy euro „...najczęściej nie definiują celu zastąpienia złoto przez euro, zakładając automatycznie, że jest nim po prostu przyjęcie waluty europejskiej, które samo w sobie ma być rozwiązaniem lepszym od jakiegokolwiek innego, np. późniejszego przyjęcia euro” (s. 60). Sądzę, że jest to krytyka zbyt daleko posunięta, a podobny zarzut można przecież sformułować wobec zwolenników późniejszego przyjęcia euro czy w ogóle odwołania tej decyzji w nieskończoność. Profesor E. Pietrzak zwraca uwagę na fakt niedoceniaenia silnych kontrargumentów, eksponuje m.in. utratę autonomii w zakresie polityki pieniężnej i kursowej. Trzeba jednak pamiętać, że wraz z podpisaniem traktatu akcesyjnego Polska zrzekła się autonomii w wielu sferach gospodarki. Nie ma przecież pewności, że wszystkie rozwiązania (dyrektywy), dotyczące podatków, kwestii fiskalnych, pomocy publicznej, rolnictwa, rynku pracy itd. są i zawsze będą korzystne dla gospodarki. Stąd też odwołanie przyjęcia euro tworzy sytuację, w której Polska i tak utraciła istotną część autonomii w sferze ekonomicznej, co może prowadzić do wysokich kosztów gospodarczych i społecznych (nasuwa się tutaj przykład narzuconych Polsce kontyngentów płodów rolnych), a jednocześnie nie ma korzyści z konwergencji walutowej. Są to wszystkie kwestie dyskusyjne, a głos prof. E. Pietrzaka był i jest doniosły, także w niniejszym podręczniku, co należy odnotować z uwagą.

Studiowanie pierwszego rozdziału utwierdza mnie w przekonaniu, że jego konstrukcja powinna być inna. W obecnym kształcie takie zagadnienia, jak: *Droga złota do pełnej wymienialności, Europejska Unia Go-*

spordacza i Walutowa, Polska droga do euro, powinny być ujęte w odrębny rozdział.

Rozdział drugi poświęcony jest finansom publicznym oraz polityce fiskalnej. Zawiera elementarną wiedzę, bardzo wybiórczo potraktowaną. Brak tutaj refleksji teoretycznej na temat roli państwa w gospodarce rynkowej, do czego zobowiązywałby element tytułu tego rozdziału: polityka fiskalna. Sądzę, że w następnych wydaniach książki można by politykę fiskalną zaprezentować w konwencji, którą przyjąłem, pisząc podręcznik do nauki o finansach publicznych (Owsiak 2005).

Proporcje tego rozdziału są wyraźnie naruszone na rzecz opisowego podejścia, nawiązującego raczej do aktów prawnych będących podstawą systemu finansów publicznych niż do polityki fiskalnej. Wobec stosunkowo skromnej objętości tego rozdziału pewnym zaskoczeniem jest fragment poświęcony, z detalami, zamówieniom publicznym.

Odnoszę też wrażenie, że w obecnym kształcie rozdział ten jest trochę sztucznie zamieszczony w całej konstrukcji pracy, aby – jak sądzą – spełnić wymóg całościowej prezentacji nauki o finansach, co zresztą i tak się nie udało i na co zwracałem już uwagę. Sądzę, że lepszym rozwiązaniem byłoby pogłębione przedstawienie instytucji państwa jako podmiotu systemu ekonomicznego i finansowego, który przecież konstytuuje system gospodarczy, tworzy organizacyjne i prawne podstawy funkcjonowania rynku w ogóle, w tym rynku pieniężnego, walutowego, kapitałowego itd. W rozdziale tym zwraca również uwagę niekonsekwencja metody prezentacji poszczególnych zagadnień. Gdy chodzi o całą pracę, zauważa się względną równowagę pomiędzy częścią systemową a częścią empiryczną. W przypadku tego rozdziału zupełnie brakuje danych empirycznych, dotyczących chociażby wielkości oraz struktury dochodów i wydatków publicznych, nierównowagi budżetowej, długu publicznego. Ze względu na rozważania o kryteriach zbieżności bardziej pożyteczne, niż np. enumeratywne wymienianie rodzajów dochodów gmin, byłoby przedstawienie zagadnienia bilansu skonsolidowanego sektora finansów publicznych, sposobu liczenia salda tego bilansu oraz jego kształtowania się w ostatnich latach i perspektywy obniżenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB. Jest o tyle ważne, że potocznie saldo budżetu państwa jest mylone z saldem sektora finansów publicznych. Konceptje tego rozdziału również warto byłoby przemyśleć w następnym wydaniu książki.

W rozdziale trzecim pt. *System bankowy* zostały przedstawione podstawowe wiadomości z zakresu bankowości. Powinien po nim następować, jak sądzą, rozdział o bankowości centralnej jako takiej, a także o pozycji Narodowego Banku Polskiego w systemie bankowym naszego kraju (w obecnym układzie podręcznika jest to treść rozdziału piątego). Rozwiązanie takie sprzyjałoby spójności rozważań. Obecny rozdział czwarty

pt. *Budowa rynkowego systemu bankowego w Polsce* powinien być natomiast usytuowany po rozdziałach traktujących o bankowości tradycyjnej, inwestycyjnej, hipotecznej, elektronicznej.

Rozdział czwarty pt. *Budowa rynkowego systemu bankowego w Polsce* zaprezentowano w konwencji opisowej. Zawiera on wiele informacji o charakterze już historycznym. Sądzę, że czytelnik oczekiwałby pewnych ocen zmian, które zachodziły w polskim sektorze bankowym, takich jak prywatyzacja, udział kapitału zagranicznego w sektorze bankowym, procesy konsolidacyjne. Do pewnego stopnia funkcję taką spełnia ostatni fragment tego rozdziału pt. *Tendencje rozwoju systemu bankowego w Polsce na tle bankowości europejskiej*, ale w stopniu niewystarczającym. Brakuje mi, w tym rozdziale odniesienia do kryzysu bankowego, który wystąpił w Polsce w trakcie budowy sektora banków komercyjnych (lata 1993–1994), interwencji państwa (zarówno NBP, jak i ministra finansów) i opanowania kryzysu. Warto byłoby też wspomnieć o problemach z nadpłynnością sektora bankowego w Polsce, którą obserwujemy od wielu lat. Nasuwa się jedna uwaga terminologiczna. Autorka rozdziału czwartego użyła określenia „odpośredniczenie” funkcji banku komercyjnego przez inne instytucje finansowe. Dostrzegam trudność ze znalezieniem właściwego słowa w języku polskim, ale użyte przez Autorkę określenie jest dla mnie rażące i przynajmniej powinno być ujęte w cudzysłów. Należałoby się zastanowić, czy nie lepiej pozostać przy wywodzącym się z języka angielskiego określeniu *dezintermediacja*.

Rozdziały szósty, siódmy i ósmy zostały poświęcone kolejno: bankowości inwestycyjnej, bankowości hipotecznej i bankowości elektronicznej. Na tym tle rodzi się refleksja, czy w kolejnym wydaniu książki nie powinny być poprzedzone rozdziałem o bankowości tradycyjnej. W obecnym układzie podręcznika zagadnienia te są ujęte w rozdziale trzecim pt. „System bankowy”.

Rozdział dziewiąty pt. *Nadzór nad systemem bankowym oraz gwarantowanie depozytów* opisuje system istniejący w Polsce. Nie licząc skąpej treści, zawartej na s. 218–219, poświęconej istocie i rodzajom nadzoru bankowego, Autorka ograniczyła się do opisu polskiego nadzoru bankowego. Brakuje natomiast wskazania zalet i wad określonego modelu nadzoru bankowego. Jest to zagadnienie ważne ze względu na toczącą się dyskusję na temat zmian w nadzorze bankowym oraz przyjęte w Polsce rozwiązania, które nadal są przedmiotem krytyki, a także podjęte działania mające na celu zatrzymanie nadzoru bankowego w strukturach NBP (próba nowelizacji ustawy o nadzorze nad rynkami finansowymi z 7 lipca 2006 r.).

Tematem rozdziału dziesiątego są rynek walutowy i ryzyko kursowe. Rozdział ten różni się od poprzednich tym, że wiedza na temat rynku walutowego oraz kursu walutowego jest weryfikowana licznymi przykładami

i symulowane obliczenia, które pozwalają lepiej zrozumieć istotę transakcji walutowych, wskazać nie tylko rodzaje ryzyka walutowego, ale także jego skutki i możliwości jego ograniczania za pomocą różnych instrumentów. Specjalne miejsce w tym rozdziale, a właściwie w całym podręczniku, zajmuje opis funkcjonowania *dealing room*. Ten fragment podręcznika jest jednym z jego licznych walorów.

Zagadnienia rynku kapitałowego stanowią treść rozdziału dwunastego. Jest to jeden z najlepszych rozdziałów podręcznika. Zawiera podstawy ekonomiczne i prawne rynku kapitałowego w Polsce, opis instytucji tworzących rynek kapitałowy, przegląd instrumentów stosowanych w Polsce oraz metody ich wyceny, charakterystykę rynku kapitałowego w Polsce w ujęciu historycznym, ocenę rozwoju rynku kapitałowego w Polsce na tle światowego rynku, prezentację międzynarodowego rynku kapitałowego, a także wybranych instrumentów międzynarodowego rynku kapitałowego.

Wiedzę z zakresu rynku kapitałowego wzbogaca omówienie ważnych zagadnień związanych z nadzorem nad tym rynkiem. Omówione zostały modelowe rozwiązania nadzoru występujące w różnych krajach, a na tym tle regulacje polskie w zakresie *corporate governance*. Za wartościowy fragment tego rozdziału należy uznać zaprezentowanie roli Unii Europejskiej w promowaniu dobrych praktyk w zakresie nadzoru nad spółkami. Sądzę, że przedstawione rozważania mogłyby być wzbogacone wyraźniejszym (*explicite*) omówieniem kwestii *moral hazard*.

Następnemu etapowi studiowania problematyki rynku kapitałowego służy rozdział czternasty pt. *Fundusze inwestycyjne*. Ma on stosunkowo skromną objętość, zarówno w stosunku do innych rozdziałów, jak też rangi problematyki. Sądzę więc, że w następnym wydaniu podręcznika warto byłoby rozbudować ten rozdział, lepiej prezentując rozwój funduszy inwestycyjnych w Polsce. Dobrze byłoby pokazać rozwój funduszy inwestycyjnych na tle innych instytucji finansowych. Wartościowe byłoby przedstawienie czytelnikowi porównania dynamicznego rozwoju tych instytucji finansowych przy zastosowaniu różnych mierników, np. agregatów (aktywa) i wskaźników (rentowność). Należy żałować, że Autor nie przedstawił stanu i rozwoju funduszy inwestycyjnych za granicą, chociażby w wybranych krajach (np. USA, Japonii, Wielkiej Brytanii). Warto się zastanowić, czy nie należałoby więcej napisać na temat strategii inwestowania towarzystw funduszy inwestycyjnych. Wydaje się też godne zastanowienia, czy w ramach rozdziału podręcznika poświęconego funduszom inwestycyjnym nie należałoby krótko opisać tzw. fundusze alternatywne, fundusze hedgingowe, które wprawdzie jeszcze nie działają w Polsce, ale odgrywają istotną rolę na światowych rynkach finansowych (por. np. EBC 2006). Podejście takie byłoby tym łatwiejsze, że sygnalizowałoby rozwinięcie kategorii hedgingu przy

okazji charakterystyki tych instrumentów w dalszej części podręcznika (s. 416). Nasuwa się uwaga natury piarskiej: funduszom nadano cechy podmiotu (fundusze zarządzają), podczas gdy chodzi o towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządzają rodziną funduszy (*family funds*). Zwraca uwagę brak nowszej literatury zalecanej czytelnikowi. Tymczasem od ukazania się wskazanej przez Autora publikacji na temat funduszy inwestycyjnych wydano wiele książek i jeszcze więcej prac rozproszonych. Podaję przykłady książek, które ukazały się ostatnio: Szela (2003); Bojańczyk (2005); Gabryelczyk (2006).

Rozdział piętnasty został poświęcony rynkowi kredytowemu. Treść tego rozdziału nie jest jednak adekwatna do tytułu. Niewiele mamy tutaj o rynku kredytowym, a rozważania poświęcone są istocie kredytu bankowego, rodzajom kredytów, zasadom udzielania kredytów bankowych, zabezpieczeniem kredytów itd. Brakuje natomiast szerszego omówienia zagadnień związanych z koncepcją zdolności kredytowej. W następnym wydaniu podręcznika warto byłoby też rozważyć, czy rozdział ten nie powinien być znacznie wcześniejszy. Mógłby być podstawową częścią brakującego rozdziału – o czym już wspominałem – poświęconego bankowości tradycyjnej. Stworzenie takiego rozdziału byłoby też dobrą okazją do szerszego niż w obecnym ujęciu przedstawienia zagadnień związanych z depozytami bankowymi. Zagadnienie depozytów bankowych jest w ogóle potraktowane – moim zdaniem – marginesowo, co nie powinno mieć miejsca w podręczniku poświęconym finansom oraz bankowości.

Utrzymanie nazwy rozdziału *Rynek kredytowy* wymagałoby empirycznej egzemplifikacji konkretnego (np. polskiego) rynku kredytowego, oferty kredytowej banków w różnych przekrojach, zmian zachodzących na takim rynku itd.

Dwa ostatnie rozdziały podręcznika dotyczą stosunkowo nowych zjawisk na rynkach finansowych. Pierwsze zagadnienie omówiono w rozdziale pt. *Sekurytyzacja* (rozdział szesnasty). Zawiera on udaną prezentację koncepcji sekurytyzacji, jej genezy, rodzajów, znaczenia dla zarządzania aktywami banku komercyjnego, a także przedsiębiorstwa. Sekurytyzacja jest jeszcze mało zna-

na, ale możliwości jej zastosowania rosną wraz rozwojem stosunków finansowych w Polsce, nie tylko zresztą w sektorze gospodarki (por. np. Chmielewski 2002). Z tego względu przedstawione w podręczniku rozważania na ten temat mają duży walor poznawczy i praktyczny. Sądzę, że warto byłoby zaproponować czytelnikowi polską literaturę o charakterze monograficznym. Podaję dwie przykładowe pozycje: Półtorak (2005); Raczkowska (2000).

W ostatnim rozdziale pt. *Rynek pochodnych instrumentów finansowych* (rozdział siedemnasty) zaprezentowane zostały instrumenty pochodne, ich rola na rynku finansowym, zarówno giełdowym, jak i pozagiełdowym, na świecie oraz w Polsce. Przedstawiono krótką historię instrumentów pochodnych, a także perspektywy rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Rozdział ten należy również do najciekawszych.

* * *

Przedstawione powyżej krytyczne uwagi dotyczące struktury podręcznika, ujęcia poszczególnych zagadnień mają – rzecz jasna – charakter dyskusyjny. Ich celem nie jest pomniejszanie dużych walorów poznawczych i dydaktycznych tego dzieła, lecz założenie, że zespół pod kierunkiem prof. Edmunda Pietrzaka podejmie wysiłek drugiego wydania podręcznika. Jest to zrozumiałe wobec dynamicznych zmian ilościowych i jakościowych zachodzących w sektorze finansowym, zarówno w wymiarze globalnym, jak i krajowym. Uwagi te były podjęte także tym, że przedmiotem recenzji jest dzieło zbiorowe, wykonane przez trzynastu Autorów. Jest więc szansa, że przy następnym wydaniu zyska większą spójność.

Podręcznik pt. *Finanse, bankowość i rynki finansowe* pod redakcją naukową Edmunda Pietrzaka i Magdaleny Markiewicz wzbogaca ofertę literatury dla studentów ekonomii, finansów oraz innych specjalności. Jest też cennym źródłem wiedzy o budowie i funkcjonowaniu systemu finansowego, podsystemu bankowego, rynków finansowych w Polsce. Rozważania i analizy prowadzone są na tle rozwiązań międzynarodowych, uwzględniają najnowsze tendencje w sektorze finansowym, zarówno w ujęciu krajowym, jak i zagranicznym.

Bibliografia

- Bain A.D. (1992), *The Economics of the Financial System*, Blackwell Publishing, Oxford.
- Bojańczyk M. (2005), *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Buckle M., Thompson J.L. (2004), *The U.K. Financial System: Theory and Practice*, Manchester University Press, Manchester.
- Chmielewski D. (2002), *Sekurytyzacja – lekarstwo na szpitalne długi?*, „Służba Zdrowia”, nr 19–22 (3115–3118), <http://www.sanitas.com.pl/html/more3115d.php>.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- EBC (2006), *Fundusze hedgingowe: rozwój i implikacje prawne*, „Biuletyn Miesięczny”, styczeń, s. 14–29.
- Fedorowicz Z. (1992), *Podstawy teorii finansów*, Poltext, Warszawa.
- Flejterski S. (2006), *Podstawy metodologii finansów. Elementy komparatystryki*, Wydawnictwo Economicus, Szczecin.
- Gabryelczyk K. (2006), *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Górski M. (2007), *Rynkowy system finansowy*, PWE, Warszawa.
- Gropelli A.A., Nibakht E. (1999), *Wstęp do finansów*, WIG-Press, Warszawa.
- Hubbard, R.G. (2007), *Money, the Financial System, and the Economy*, Addison Wesley Longman, Boston.
- Korenik D., Korenik S. (2004), *Podstawy finansów*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- NBP (2004), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, Warszawa.
- Owsiak S. (2002), *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.) (2003), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Półtorak B. (2005), *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego. Na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu, Warszawa.
- Raczkowska I.A. (2000), *Sekurytyzacja należności bankowych*, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kraszewski, Warszawa.
- Szeląg T. (2003), *Hedging w teorii i praktyce*, Wydawnictwo Przecinek, Wrocław.
- Xavier F., Rochet J.C. (2007), *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu, Warszawa.

Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller, *International Economics. Theory, Application, and Policy*

Review of the book by Charles van Marrewijk, Daniel Ottens, Stephan Schueller, *International Economics. Theory, Application, and Policy*

Oxford University, Oxford, New York i in. 2007

Elżbieta Czarny*

Wydanie w Stanach Zjednoczonych książki europejskiego autora zdarza się dość rzadko. Uzyskanie przez nią międzynarodowego rozgłosu jest unikalne. Powszeczenie bowiem wiadomo, że w uczelniach i instytutach badawczych USA skupia się najwięcej laureatów Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. Tamtejsze studia doktoranckie są najlepszą przepustką do pracy w renomowanych ośrodkach naukowych (wiele z nich w ogóle nie interesuje się kandydatami doktoryzowanymi poza USA). W Stanach Zjednoczonych powstają więc najpopularniejsze podręczniki, które piszą – wychowani tam w duchu głównego nurtu ekonomii – najzdolniejsi adepci. Charles van Marrewijk z Uniwersytetu Erazma w Rotterdamie przelamuje ten stereotyp, a jego *International Economics* (z podtytułem *Theory, Application, and Policy*) zdobywa uznanie także w USA (książka powstała we współpracy z Daniëlem Ottensem i Stephanem Schellerem, którzy przygotowywali zadania zamieszczane na końcu każdego rozdziału). Żeby jednak peany na cześć van Marrewijka nie przywodziły na myśl bajki o Kopciuszku, dodam, że choć studia autor odbył w Europie i w Europie pracuje naukowo, to jednak doktorat przygotował i obronił w Stanach Zjednoczonych...

Trudno się dziwić błyskotliwej karierze książki *International Economics* van Marrewijka (wydanej przez Oxford University Press), gdyż odbiega ona od standardowego podejścia, jakie od dziesięcioleci powielają podręczniki ekonomii międzynarodowej, i ustanawia nowe wzorce. Studiując ogólny plan książki, nie ma się

wrażenia odmienności – podział na części dotyczące handlu i pieniądza międzynarodowego (czyli w uproszczeniu na mikro- i makroekonomiczną część ekonomii międzynarodowej) jest standardem (u van Marrewijka te części poprzedza wprowadzenie złożone z dwóch rozdziałów, z których pierwszy traktuje o gospodarce światowej, drugi zaś o bilansie płatniczym). Taką strukturę ma np. Caves et al. (1998), a spośród najnowszych prac wydanych w USA np. Husted, Melvin (2007). Uważna lektura ujawnia jednak duże różnice.

Van Marrewijk dużo więcej uwagi niż inni autorzy podobnych publikacji poświęca zarówno nowym nurtom ekonomii międzynarodowej (m.in. nowa geografia ekonomiczna, niedoskonałości rynków międzynarodowych i ich skutki), jak i praktycznym zastosowaniom teorii (mistrzowska analiza debaty nad związkiem twierdzenia Stopera–Samuelsona z niedostatecznie szybkim wzrostem płac pracowników niewykwalifikowanych w USA i rosnącym bezrobociem we Francji w rozdziale 5.). Ponadto w podstawowych podręcznikach ekonomii międzynarodowej brakowało dotąd analizy sposobów wprowadzania na rynek nowych dóbr i łączenia tego faktu z problemami wzrostu gospodarczego (u van Marrewijka ta problematyka znajduje się w rozdziale 16.). Oczywiście, autor nie pomija dominujących przez dziesięciolecia analiz przewag komparatywnych (zob. rozdz. 3–7), jednak bardzo szczegółowo (i przejrzyście) omawia przewagi konkurencyjne wynikające z niedoskonałości konkurencji na rynkach

* Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Gospodarki Światowej, Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych.

międzynarodowych (rozdziały 9–10 oraz 12–13), a także związki handlu z innymi formami współczesnej współpracy gospodarczej (rozdziały 14–17).

Interesującym pomysłem jest wbudowanie problematyki polityki handlowej w analizę poszczególnych modeli handlu. Omawiając protekcjonizm w warunkach doskonałej konkurencji, autor kontynuuje rozważania o tradycyjnych modelach handlu. Po wspomnianej analizie przewag komparatywnych w rozdziałach 3–7 w rozdziale 8. omawia politykę handlu i jej skutki dla międzynarodowych rynków doskonale konkurencyjnych. Z kolei po rozdziale 10., traktującym o handlu wewnątrzgałęziowym, pisze o strategicznej polityce handlu – rozdział 11. Rozdział 11. w ogóle jest wart szczególnej uwagi, gdyż poza bardzo przejrzystym opisem wspomnianej wcześniej strategicznej polityki handlowej zawiera znakomicie napisaną analizę sposobów zaostrożenia konkurencji na rynkach narodowych dzięki otwarciu gospodarki oraz interesujące rozważania o odmiennych skutkach stosowania różnych instrumentów protekcji w warunkach doskonałej i niedoskonałej konkurencji.

Część mikroekonomiczną van Marrewijk uzupełnia analizą działalności firm wielonarodowych (wraz z przedstawieniem modelu równowagi ogólnej uwzględniającego ich istnienie – zob. rozdział 15.), wspomnianą prezentacją wprowadzania nowych produktów (rozdział 16.) oraz omówieniem problemów związanych z zastosowaniem teorii do modelowania polityki gospodarczej (w tym zwłaszcza polityki handlu, rozdział 17.).

Część dotyczącą pieniądza międzynarodowego uważam za nieco mniej błyskotliwą, choć niewątpliwie także ona odbiega od standardu. Składa się na nią 14 rozdziałów podzielonych na trzy części traktujące o pieniądzu (rozdziały 18–22), kursach walutowych (rozdziały 23–26) oraz polityce kursów walutowych i jej wiarygodności (rozdziały 27–31). Pierwszy w tej części rozdział 18. do złudzenia przypomina rozdział podręcznika z podstaw makroekonomii traktujący o pieniądzu i jego funkcjach. Jest to jedyny fragment, który mnie rozczarował. On w ogóle nie pasuje do tej książki! Wyraźnie odbiega bowiem stopniem zaawansowania od całej reszty: jest po prostu zbyt łatwy. Poza tym funkcje pieniądza są wystarczająco szeroko omawiane na podstawowym kursie makroekonomii, by przyjąć jako pewnik, że każdy studiujący bardziej złożone aspekty ekonomii już się z nimi zaznajomił. Umieszczenie w podręczniku takiego elementarza, stwarza wrażenie, że Autor spodziewa się, że po jego książkę sięgną Czytelnicy niemający pojęcia o podstawach ekonomii. A skoro tak, to wszystkie poprzednie i następne rozdziały są dla nich zbyt trudne!

W kolejnych rozdziałach (19–20) van Marrewijk pisze o międzynarodowych rynkach walutowych i stosowanych na nich instrumentach. Jest dla mnie zaskoczeniem, że autor najpierw pisze, czym jest parytet

siły nabywczej (PPP; rozdział 20.), a czym kursy spot i opcje oraz jakie są parytety stóp procentowych (rozdział 21.), a dopiero później zapoznaje Czytelników z kursami stałymi i płynnymi (choć oczywiście jest to pewna konwencja: najpierw przedstawia rzeczywiste rynki i stosowane na nich instrumenty, a dopiero później analizuje mechanizmy ekonomiczne). W polskiej tradycji (choć – sądząc z lektury choćby cytowanego podręcznika Cavesa, Frankela i Jonesa – nie jest to jedynie lokalny zwyczaj) ekonomia międzynarodowa w ogóle koncentruje uwagę właśnie na mechanizmach ekonomicznych oraz skutkach różnych stanów rzeczy z punktu widzenia polityki gospodarczej (krajowej lub międzynarodowej). Problemy analizowane w rozdziałach 18–21 są natomiast raczej domeną finansów międzynarodowych lub teorii makroekonomii. To przeplecenie tematyczne pokazuje zresztą, po pierwsze, jak bardzo umowne są podziały na poszczególne działy ekonomii i, po drugie, jak trudno jest uniknąć powtórzeń podczas studiów złożonych z wielu wyspecjalizowanych przedmiotów, nie zaś z rozbudowanych bloków tematycznych.

W rozdziale 22. mowa jest, jak wcześniej wspomniałam, o rodzajach kursów walutowych, lecz także o instytucjach międzynarodowego systemu walutowego. Autor przedstawia tu również historię tego systemu. Dalszy ciąg rozważań o kursach walutowych i polityce kursowej zawierają rozdziały 23–28. Jest w nich mowa o krótko- i długookresowej polityce kursowej oraz o różnicach w polityce kursowej prowadzonej w małych i dużych krajach. Autor analizuje także związki polityki kursowej i międzynarodowej mobilności kapitału.

Kolejne dwa rozdziały są ściśle związane z istniejącym międzynarodowym systemem walutowym. Rozdział 29. poświęcony jest bowiem kryzysom walutowym, rozdział 30. zaś – europejskiej unii walutowej. Następnie w rozdziale 31. autor przedstawia nową makroekonomię gospodarki otwartej z zaskakującą w tym miejscu analizą *terms of trade* i interesującą funkcją podaży pracy wyprowadzoną z mikroekonomicznej analizy decyzji o ilości czasu poświęcanego na pracę i wypoczynek (to kolejny „bardzo mikroekonomiczny” wątek tej książki). Zaskoczeniem jest też ostatni rozdział (32.). Pomimo tytułu „Wnioski”, zawiera on krótki przegląd treści poszczególnych rozdziałów. To kolejne (moim zdaniem, w tym przypadku nowe nie oznacza lepsze) odstępstwo od zwyczaju, zgodnie z którym streszczenia umieszczane są we wstępie, nie zaś w zakończeniu (Czytelnik już książkę zna...). Co więcej na początku autor króciutko omawia strukturę książki, co czyni umieszczenie rozszerzonego omówienia na jej końcu jeszcze mniej zasadnym.

W całej książce, a zwłaszcza w jej części poświęconej handlowi i polityce handlu, autor szczegółowo analizuje instrumenty wykorzystywane w przedstawianych rozważaniach. Czytelnik dostaje do ręki nie tylko interesujące analizy mechanizmów działających

na rynkach międzynarodowych, lecz także formalne ujęcia opisywanej problematyki. Analizy mikroekonomiczne są zresztą tak przejrzyste i dokładne, że mogłyby z powodzeniem konkurować z tymi, które pochodzą z uznanych podręczników do mikroekonomii. Najbardziej techniczne autor przenosi z głównego tekstu do suplementów (Technical Notes), poprzedzających pytania sprawdzające umieszczone na końcu każdego rozdziału.

W opisywanej książce van Marrewijka wyraźnie widać, że teoria mikro- i makroekonomiczna dotyczy nie tylko gospodarek narodowych (jak można by myśleć, słuchając standardowych wykładów z teorii ekonomii), lecz także (w dzisiejszym świecie może przede wszystkim?) rynków międzynarodowych, a nawet gospodarki światowej. Ten pogląd dociera także do autorów podręczników do mikro- i makroekonomii, którzy coraz częściej zamieszczają w nich analizy gospodarki otwartej (w makroekonomii tak jest od dość dawna, natomiast w podręcznikach do mikroekonomii problematyka międzynarodowa – z handlem, polityką handlową i przepływami czynników produkcji – zagościła dopiero ostatnio).

Na początku wszystkich rozdziałów autor umieszcza ramki z biografiami znanych ekonomistów (badających problematykę analizowaną w danym rozdziale). Opisuje w nich nie tylko badawcze, lecz także życiowe zainteresowania wielkich ekonomistów zajmujących się problematyką międzynarodową. To bardzo ciekawa i pouczająca lektura. Szkoda, że autor nie znalazł ani jednej kobiety wartej takiego wyróżnienia, choć przecież z modelu Barbary J. Spencer (i Jamesa Brandera) obficie korzystał, a dorobek Anne O. Krueger stawia ją na równi przynajmniej z niektórymi spośród uhonorowanych ekonomistów.

We wszystkich rozdziałach znajdują się też ramki mające charakter dygresji. Także one zasługują na baczność uwagi. Są to bowiem nie tylko ilustracje różnych wydarzeń, lecz także krótkie analizy problemów znajdujących się na marginesie głównego nurtu rozważań. Na przykład w rozdziale 20. jest świetny opis empirycznego testowania teorii ekonomicznych uzupełniony krótkim kursem interpretacji wyników badań ekonometrycznych. Nawet ekonomista o zacięciu humanistycznym nauczy się zeń czytania tabel, którymi epatują ekonometrycy...

Książka van Marrewijka nie jest ideałem, choć wobec mnóstwa zalet wady są nieznaczące. Wspominam o nich tylko z kronikarskiego obowiązku. O niepotrzebnym rozdziale 18. już pisałem. Nie podoba mi się, że autor tak mało uwagi poświęca związkom między różnymi formami współpracy międzynarodowej, w tym zwłaszcza handlem a mobilnością kapitału. W tym kontekście razi zwłaszcza zredukowanie problematyki handlu wewnątrz firm wielonarodowych do problemu cen transferowych. Trafiają się, niestety, również błędy. Na przykład na rysunku 6.7 (s. 120) przesunięcia krzywych są niepoprawne (można łatwo udowodnić, że żadne z nich nie powinno być równoległe, podczas gdy na rysunku wszystkie są równoległe). Z kolei we wzorze 10.4 na s. 208 pomieszczone są indeksy cen i ceny poszczególnych dóbr.

International Economics van Marrewijka z pewnością zasługuje na zainteresowanie studiujących ekonomię międzynarodową. Warto, by sięgnęli po nią także wykładowcy coraz częstszych w Polsce magisterskich studiów ekonomicznych prowadzonych w języku angielskim. W ogóle sędzę, że ta książka warta jest uwagi ekonomistów bez względu na miejsce i rodzaj ich zatrudnienia.

Bibliografia

- Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W. (1998), *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
Husted S., Melvin M. (2007), *International Economics*, wyd. 7, Pearson Addison Wesley, Boston i in.

Wiesława Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*

Review of the book edited by Wiesława Przybylska-Kapuścińska, *Securities Market in the Euro Area*

Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007

*Dariusz Zarzecki**

Jednym z przejawów postępującej globalizacji jest dynamiczny rozwój światowego rynku kapitałowego. Powstawanie międzypaństwowych i regionalnych giełd oraz dalsza liberalizacja przepływu kapitału są odpowiedzią na systematyczny i trwały wzrost zainteresowania przedsiębiorstw pozyskiwaniem kapitału w drodze nowych emisji.

Ważną częścią globalnego rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych strefy euro. Mimo bardzo dużego znaczenia oraz bliskości geograficznej rynek ten jest w naszym kraju stosunkowo słabo poznany, opisany i wykorzystywany, co objawia się m.in. śladową reprezentacją polskich firm i niewielkim zaangażowaniem polskich inwestorów. Z tym większym uznaniem należy odnotować pojawienie się bardzo wartościowej publikacji napisanej przez pracowników Katedry Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu pod redakcją Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej.

Rynek papierów wartościowych strefy euro jest jednym z najmłodszych, a równocześnie bardzo ważnych obszarów globalnego rynku finansowego. Jego powstanie stało się możliwe dzięki wprowadzeniu swobody przepływu kapitału wynikającej z Traktatu w Maastricht oraz powołaniu w 1999 r. Unii Gospodarczej i Walutowej.

Głównym celem dzieła jest syntetyczne przedstawienie – w ujęciu przedmiotowym i podmiotowym – rynku papierów wartościowych strefy euro z punktu widzenia rozwiązań instytucjonalnych, prawnych i organizacyjnych.

Opiniowana praca stanowi bardzo interesujące, kompetentne i użyteczne opracowanie na temat rynków kapitałowych strefy euro. Problematyka podejmowana przez Autorów jest bardzo ważna, aktualna, a w dużej mierze nowatorska. Wiele elementów rynku papierów wartościowych strefy euro pojawiło się bowiem w ostatnim czasie lub jest w trakcie istotnych przemian instytucjonalnych. Praca ma wysokie walory zarówno w dziedzinie teorii, jak i praktyki gospodarczej. Z pewnością spotka się więc z pozytywnym odbiorem na rynku.

Autorzy w sześciu rozdziałach omawiają najważniejsze zagadnienia dotyczące rynku papierów wartościowych strefy euro. Układ pracy jest dobrze przemyślany i stanowi spójną i logiczną koncepcję. Autorzy rozpoczynają dzieło od przedstawienia rynku finansowego państw strefy euro (rozdział I). Następnie omawiają monetarne instytucje finansowe na rynku papierów wartościowych Eurolandu (rozdział II). Rozdział III poświęcono ważnej kwestii niemonetarnych instytucji finansowych funkcjonujących na rynku papierów wartościowych strefy euro. W najbardziej obszernym IV rozdziale książki scharakteryzowano rynek dłużnych papierów wartościowych w strefie euro. Kolejny rozdział został poświęcony rynkowi udziałowych papierów wartościowych (rozdział V), natomiast w rozdziale VI oceniono proces integracji rynku papierów wartościowych w Unii Europejskiej, analizując czynniki sprzyjające integracji w poszczególnych segmentach rynku papierów

* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Zakład Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw

wartościowych. W zakończeniu pracy dokonano reasumpcji treści i rozważań zawartych w poszczególnych rozdziałach.

Niewątpliwą zaletą pracy jest dobrze dobrana i umiejętnie wykorzystana literatura przedmiotu, w tym opracowania statystyczne na temat rynku papierów wartościowych funkcjonujących w Eurosystemie. Autorzy uwzględnili obowiązujące regulacje prawne i jednolitą metodologię stosowaną w odniesieniu do instytucji europejskich działających w ramach Unii Europejskiej i krajów strefy wspólnej waluty. Styl i język są bardzo dobre, książkę czyta się lekko i z przyjemnością. Nie ma zbędnych fragmentów czy powtórzeń. Nie zauważyłem również błędów i uchybień. Podstawowe zalety recenzowanej pracy to: kompetentne i kompleksowe ujęcie tematu, spójny i przejrzysty układ, trafnie dobrane statystyki i przykłady, staranny dobór i umiejętne wykorzystanie bardzo bogatej literatury przedmiotu.

Książka stanowi compendium wiedzy o głównych instytucjach rynku papierów wartościowych strefy euro i występujących na tym rynku instrumentów. Czytelnik uzyska wyczerpujące informacje o instytucjach funkcjonujących na rynku papierów wartościowych strefy euro. Dowie się o roli odgrywanej na tym rynku przez Europejski Bank Centralny i Europejski System Banków Centralnych. Zapozna się ze sposobem funkcjonowania instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych. Dowie się również, jakie rodzaje papierów wartościowych są emitowane przez instytucje finansowe strefy euro oraz które giełdy papierów wartościowych organizują obrót tymi walorami. Ponadto zapozna się z przebiegiem procesu integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej.

W pracy szczegółowo i kompetentnie omówiono dłużne papiery wartościowe emitowane przez poszczególne rządy Eurolandu, jednostki samorządowe, instytucje kredytowe i przedsiębiorstwa, wyjaśniając powody ich emisji oraz zasady organizacyjne emisji i obrotu. Scharakteryzowano rynek papierów udziałowych, czyli akcji, zarówno od strony uwarunkowań prawnych funkcjonowania tego rynku, organizacji nadzoru, rozliczeń i rozrachunków transakcji, jak też organizacji i funkcjonowania samych giełd, będących głównym miejscem obrotu akcjami w strefie euro.

Autorzy słusznie stwierdzają, że najważniejszym bodźcem do rozwoju rynku papierów wartościowych strefy euro i całego rynku finansowego w Unii Gospodarczej i Walutowej było wprowadzenie wspólnej waluty – euro. Doprowadziło to w pierwszej kolejności do wyeliminowania ryzyka kursowego i kosztów transakcyjnych.

Rozwojowi rynku papierów wartościowych strefy euro sprzyja wzrost potrzeb finansowych instytucji rządowych i samorządowych oraz przedsiębiorstw. Czynnikiem wzmacniającym integrację rynku kapitałowego

w strefie euro jest niewątpliwie konieczność dalszej harmonizacji rozwiązań instytucjonalno-prawnych, które nadal wykazują – w zależności od kraju i segmentu rynku – większe lub mniejsze różnice.

Istotną rolę w tym zakresie odegra zapewne wprowadzenie Nowej Umowy Kapitałowej oraz Zielonej Księgi kredytów hipotecznych. Nowa Umowa Kapitałowa powinna zwiększyć konwergencję w ramach europejskiego rynku hipotecznych listów zastawnych, ułatwiając instytucjom kredytowym udzielanie kredytów hipotecznych w innych krajach strefy euro i ich refinansowanie na tym samym rynku. Zwiększy to dywersyfikację portfeli kredytów, umożliwiając łatwiejszy obrót zabezpieczonymi hipotecznie aktywami bez konieczności rozbudowy infrastruktury instytucji kredytowych w innych krajach. Pozwoli także szybciej osiągnąć takie wartości portfeli kredytów hipotecznych, które zapewnią opłacalność emitowania hipotecznych listów zastawnych. W tym celu rozważa się także ujednoczenie zapisów hipotecznych oraz wprowadzenie eurohipoteki.

Obecna pozycja rynku papierów wartościowych strefy euro nie w pełni odpowiada potencjałowi ekonomicznemu państw tworzących Euroland. Mimo spektakularnego sukcesu, którym jest nadspodziewanie dobry start (w 2000 r.) i dotychczasowy rozwój pierwszej paneuropejskiej giełdy papierów wartościowych Euronext, oczekiwania poszczególnych rządów, przedsiębiorstw i inwestorów są znacznie większe. Giełdy akcji strefy euro stanowią niewiele więcej niż dwukrotność pojedynczej giełdy londyńskiej. Stosunkowo słabo rozwinięty jest również rynek obligacji przedsiębiorstw – szczególnie w porównaniu z rynkiem kredytowym czy rynkiem akcji, zwłaszcza na tle Stanów Zjednoczonych. Utrzymanie obecnej dynamiki rozwoju zarówno rynku akcji, jak i papierów dłużnych pozwoli wzmocnić pozycję Eurolandu i całej Unii Europejskiej w globalnej gospodarce. Jest oczywiste, że organiczny rozwój rynku papierów wartościowych strefy euro będzie dodatkowo stymulowało rosnące zaangażowanie w operacje dokonywane na tym rynku ze strony innych członków (zarówno rządów, samorządów, jak i firm) Unii Europejskiej, w tym nowych krajów Unii, a w dalszej perspektywie również wchodzenie kolejnych krajów do strefy euro.

Recenzowana praca pod red. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej powinna być ważnym podręcznikiem (podstawowym lub uzupełniającym) do studiowania takich przedmiotów, jak finanse, zarządzanie finansami, finanse międzynarodowe, rynki kapitałowe, a także różnych przedmiotów specjalistycznych i do wyboru (np. inwestycje, wycena przedsiębiorstw, ocena efektywności inwestycji, bankowość, ubezpieczenia, zarządzanie ryzykiem). Jest to bardzo inspirujące, bogate źródło wiedzy dla wykładowców i studentów uczelni ekonomicznych, uniwersytetów i szkół biznesu na takich kierunkach, jak: ekonomia, finanse i rachunkowość, zarządzanie, europeistyka. Książka może być także cennym podręcznikiem

na różnych typach studiów podyplomowych, w tym Master of Business Administration (MBA). Jest to praca reprezentująca bardzo wysoki poziom merytoryczny, oparta na starannie i trafnie dobranych statystykach, bardzo dobrze opracowana pod względem dydaktycznym. Dzieło zasługuje na polecenie zarówno osobom zwi-

zanym z omawianą problematyką z racji obowiązków zawodowych czy dydaktycznych, jak i tym wszystkim, dla których bycie Europejczykiem oznacza również potrzebę lepszego poznania wspólnych europejskich korzeni, instytucji, celów i wyzwań.