

## Andrzej Topiński



Mija 10 lat działania Związku Banków Polskich jako samorządowej organizacji sektora bankowego. Celem działania Związku jest reprezentowanie banków na forum Sejmu, Rządu i NBP, zwłaszcza poprzez uczestnictwo w pracach legislacyjnych dotyczących sektora bankowego. Drugim celem jest organizowanie współdziałania banków na obszarach, gdzie współpraca dominuje nad konkurencyjnością, zwłaszcza w dziedzinie systemu płatniczego, wymiany informacji służącej ograniczaniu ryzyka, w szkoleniach, telekomunikacji.

Obecnie warto podkreślić trzy zagadnienia, które wydają się głównymi wątkami działalności Związku.

Jako pierwsze trzeba wymienić **ochronę tajemnicy bankowej**. W ciągu 10 lat działalności Związku - wbrew naszym staraniom - stale rozrastała się lista instytucji mających dostęp do danych objętych tajemnicą bankową. Szczególnie niepokoi nas ustawa o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego środków pochodzących z nielegalnych bądź nieujawnionych źródeł, wprowadzająca nowe instytucje, których dostęp do danych nie jest objęty jakąkolwiek kontrolą. Przedmiotem dyskusji jest także sposób ochrony danych objętych tajemnicą bankową, gdy czynności bankowe (bądź ich część) zlecane są przez banki innym podmiotom (outsourcing). Żywo dyskutowana jest kwestia dostępu inwestorów strategicznych do danych.

Drugim głównym tematem jest uruchamianie właśnie **Biuro Informacji Kredytowej**. Działalność Biura, polegająca na wymianie między bankami informacji o kredytobiorcach, powinna służyć jednocześnie bankom i klientom. Bankom, gdyż dzięki Biuru będą mogły lepiej kontrolować ryzyko kredytowe. Klientom, gdyż działalność Biura sprawi, że wiarygodni klienci przestaną być dla banków postaciami anonimowymi, dzięki czemu szybciej i taniej będą mogli uzyskać kredyt.

Trzecim zagadnieniem absorbującym Związek jest **ustawodawstwo konsumenckie**, którego wprowadzenie jest m.in. wywołane koniecznością dostosowania się do norm unijnych, lecz nie tylko. Banki - jeśli chcą być traktowane jako instytucje zaufania publicznego - muszą prowadzić dialog z ruchem konsumenckim i eliminować ze swego działania formy naruszające interes konsumentów. W pierwszej kolejności powinny zapewnić przejrzystość swojej oferty oraz stworzyć (i stale aktualizować) listę praktyk zakazanych.

Andrzej Topiński  
Prezes Związku Banków Polskich



Wiktor Zajkowski GAD

# BANK I KREDYT

marzec  
2001

**4 Michał Brzoza-Brzezina, Jacek Kottowski Analiza związku między cenami i pieniądzem w gospodarce polskiej na podstawie modelu  $\Pi$ \***

**17 Anna Górska Aspekty prawne wprowadzenia i funkcjonowania euro**

**28 Ryszard Wierzba System gwarantowania depozytów bankowych we Francji**

**39 Małgorzata Zaleska Zasady tworzenia rezerw na ryzyko bankowe w świetle postanowień Komisji Nadzoru Bankowego**

**51 Krzysztof Jackowicz Pochodne instrumenty kredytowe (część I)**

**64 Mirosław Dusza Problemy polskiego rynku kapitałowego**

**70 Elżbieta Czarny, Agnieszka Rusinowska Handel wewnątrzgałęziowy a oligopol Cournota**

**79 Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej Francja**

**89 Amir Fazlagić Kapitał niematerialny**

**99 Recenzje: Włodzimierz Wąsowski: Odsetki w banku rec. Adam Szafarczyk**

**100 Emisja znaków pieniężnych**

**106 Summaries**

## ABC bankowe

**Tadeusz Otdakowski System rozliczeń międzybankowych -  
- Krajowa Izba Rozliczeniowa SA**

### Wydawca

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

telefony  
653 20 77 (redaktor naczelny),  
653 23 35  
(zastępca redaktora naczelnego),  
653 25 71 (sekretarz redakcji),  
fax 653 13 21  
<http://www.nbp.pl>

### Kolegium Redakcyjne

Piotr Boguszewski,  
Elżbieta Czarny  
Ryszard Czerniawski,  
Dariusz Daniluk,  
Ryszard Kokoszczyński,  
Karol Lutkowski  
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),  
Bogusław Pietrzak (redaktor naczelny)  
Danuta Stasiak - Lipowska  
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

### Projekt i skład

DOCTORAD

### Druk

Drukarnia NBP

### Prenumerata

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

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

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

### konto:

Centralna NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy nr konta NBP DOR 10100000-13-209-90

I półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł  
II półr. 2001 r. - 72,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł  
Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania i opracowywania redakcyjnego tekstów. Artykułów nie zamówionych nie zwracamy.



# Analiza związku między cenami i pieniądzem w gospodarce polskiej na podstawie modelu $\Pi^*$

Michał Brzoza-Brzezina, Jacek Kottowski\*

*W ramach przekształconej do postaci przyrostowej wersji modelu „P-star”, autorzy zbadali, czy w Polsce w latach 1993-2000 poziom cen i podaż pieniądza znajdowały się w stanie zrównoważonego wzrostu. Na podstawie analizy kointegracji wybrane zostały kombinacje różnych agregatów monetarnych i miar inflacji, w najlepszy sposób opisujące związek między pieniądzem i cenami w Polsce. Wyestymowane za pomocą procedury Johansena równania kointegrujące pozwalają na budowę modeli korekty błędem i na oszacowanie wpływu powstałej luki cenowej na procesy inflacyjne. Otrzymane wyniki wskazują na dość silną zależność między agregatem M1 a różnymi miarami inflacji. Zaskakujący natomiast jest stosunkowo słaby związek między stopą inflacji a wykorzystywaną w latach 90. w roli podпоры polityki pieniężnej NBP podażą pieniądza ogółem (M2).*

## Wstęp

Związek między ogólnym poziomem cen a podażą pieniądza od dawna intrygował ekonomistów. Pierwsze przemyslenia na ten temat pochodzą już z XVI w. i spowodowane zostały gwałtownym wybuchem inflacji w Europie, związanym z napływem znaczących ilości, pełniącego wówczas funkcję płatniczą, srebra z kopalni świeżo podbitej Ameryki. Szacunki procesów inflacyjnych w wielu krajach wskazują na występowanie silnej zależności między podażą pieniądza a poziomem cen. Jednak szczegółowa, wieloletnia analiza danych pokazuje, że prawidłowość ta obowiązuje jedynie w długim okresie. Wpływ stóp procentowych, podatków, kursu walutowego, zewnętrznych szoków podażyowych czy krajowej presji płacowej powoduje, że w krótkim i średnim okresie poziom cen może odbiegać od swojej wartości równowagi, wyznaczonej na podstawie analizy sytuacji monetarnej. Należy jednak zauważyć, że jeśli - pomimo wahań - poziom cen w długim horyzoncie czasowym ściśle wiąże się z podażą pieniądza, może to stanowić znaczące ułatwienie dla banku centralnego w prowadzeniu polityki pieniężnej. Oznacza to bowiem, że zmiany podaży pieniądza są istotnym wskaźnikiem rzeczywistego stopnia restrykcyjności polityki monetarnej i tym samym ułatwiają prognozowanie rozwoju procesów inflacyjnych.

Banki centralne wykorzystują wiedzę o zależności pomiędzy poziomem cen a podażą pieniądza dla skuteczniejszej kontroli stopy inflacji. Jednak coraz szyb-

szy rozwój produktów bankowych w latach 80. zaczął powodować na tyle istotne i nieprzewidywalne wahania popytu na pieniądź<sup>1</sup>, że w ostatniej dekadzie stulecia wiele banków centralnych formalnie zrezygnowało z wykorzystywania agregatów monetarnych w polityce pieniężnej i przeszło na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego<sup>2</sup>. Nowa polityka oparta jest na wykorzystaniu różnorodnych wskaźników, mogących pomóc w prognozowaniu inflacji, na stabilizowaniu oczekiwań inflacyjnych poprzez jasne określenie celu prowadzonej polityki oraz na wiarygodnych ekonometrycznych szacunkach związku między stopą inflacji a krótkoterminowymi stopami procentowymi rynku pieniężnego, którymi steruje bank centralny.

Jak wiadomo, również Narodowy Bank Polski zdecydował się przejść na strategię bezpośredniego celu inflacyjnego<sup>3</sup> i od 1999 r. wyznacza stopy wzrostu agregatu monetarnego M2 wyłącznie jako wielkości referencyjne.

Celem niniejszej pracy jest sprawdzenie, czy rzeczywiście w latach 90. związek między podażą pieniądza

\* Pragniemy podziękować osobom, których pomoc przyczyniła się do powstania artykułu: B. Bezzubik, G. Mierzejewskiej, K. Strzale, E. M. Syczewskiej, J. Borowskiemu, M. Garbiczowi, R. Kokoszczyńskiemu, Z. Polańskiemu, R. Savińskiemu oraz P. Wysockiemu. Jednocześnie oczekujemy krytycznych uwag, które prosimy przekazywać pocztą elektroniczną na adres: Michał.Brzoza-Brzezina@nbp.x400.net.pl lub jkotto@sgh.waw.pl.

<sup>1</sup> Mowa o popycie na pieniądź mierzonym w niedoskonały sposób za pomocą standardowych agregatów monetarnych. Uwaga niekoniecznie jednak dotyczy pieniądza, rozumianego jako wiązka usług.

<sup>2</sup> Szerzej o koncepcji bezpośredniego sterowania inflacyjnego piszą B. Bernanke i in. (1999)

<sup>3</sup> Por. RPP (1998).

dza a cenami był w Polsce na tyle stabilny i przewidywalny, że umożliwił wykorzystanie agregatów pieniężnych dla wsparcia polityki pieniężnej. Interesująca wydaje się również odpowiedź na pytanie, który z podstawowych agregatów pieniężnych w największym stopniu nadaje się do budowy monetarnego modelu inflacji. W ramach zmodyfikowanego na użytek niniejszej pracy modelu  $P^*$  autorzy zbadali, czy w badanym okresie poziom cen i podaż pieniądza pozostawały w stanie zrównoważonego wzrostu.

## Modele teoretyczne

W ramach analizy teoretycznej zaprezentowane zostaną dwa modele. Punktem wyjścia będzie znany z literatury model „ $P$ -star”. Następnie model zostanie przekształcony do bardziej odpowiadającej specyfice polskich danych postaci przyrostów. Tę wersję modelu autorzy zdecydowali się nazwać „ $\Pi$ -star”.

### Model $P^*$

Istota modelu zbudowanego pod koniec lat 80. przez pracowników amerykańskiej Rezerwy Federalnej<sup>4</sup> polega na oszacowaniu teoretycznego, związanego z podażą pieniądza poziomu cen ( $P^*$ ) i zbadaniu, czy pozostaje on w długookresowej relacji z poziomem cen, który rzeczywiście występował w gospodarce. Punktem wyjścia w modelu jest równanie ilościowej teorii pieniądza, zapisane przez I. Fishera (1911):

$$M \cdot V \equiv P \cdot T, \quad (1)$$

gdzie:

$M$  - podaż pieniądza,

$V$  - szybkość obiegu pieniądza,

$P$  - ogólny poziom cen,

$T$  - wolumen wszystkich transakcji dokonanych w danym okresie w gospodarce.

Ponieważ trzy spośród wymienionych wielkości są bezpośrednio mierzalne ( $T$  zostało z czasem zastąpione przez  $Y$ , oznaczający dochód narodowy), formalnie tożsamość może zostać wykorzystana wyłącznie do obliczenia pozostałej wielkości, czyli szybkości obiegu pieniądza.

Szersze wykorzystanie równania (1) możliwe jest dzięki poczynieniu pewnego założenia. Przyjmując, że szybkość obiegu pieniądza jest w długim okresie stała lub że jest funkcją innych zmiennych, takich jak PKB czy stopy procentowe, można otrzymać bezpośredni związek między podażą pieniądza a ogólnym poziomem cen<sup>5</sup>. W ten sposób można obliczyć poziom cen,

który powinien obowiązywać w danym momencie, gdyby nie wspomniane już wcześniej krótkookresowe zakłócenia. Tak jak w pracy Hallmana, Portera i Smalla (1991), poziom ten został oznaczony przez  $P^*$  i zdefiniowany następująco:

$$P^* \equiv \frac{M \cdot V^*}{Y^*} \quad (2)$$

gdzie  $V^*$  oznacza długookresowy poziom równowagi szybkości obiegu pieniądza,  $Y^*$  zaś potencjalny poziom produkcji. Z konstrukcji równań (1) oraz (2) widać, że krótkookresowe zakłócenia równowagi w modelu będą się objawiały odchyleniem albo poziomu produkcji od potencjału gospodarczego, albo szybkości obiegu od jej wartości długookresowej, co odpowiada przejściowym zakłóceniom popytu na pieniądź<sup>6</sup>. Opisane zależności widać najwyraźniej po podstawieniu za  $M$  z równania (1) do (2), zastąpieniu  $T$  przez  $Y$  i uporządkowaniu:

$$p - p^* \equiv (y^* - y) + (v - v^*) \quad (3)$$

W całym artykule małymi literami oznaczane będą naturalne logarytmy zmiennych.

Jeżeli poziom cen  $p$  przekracza poziom równowagi  $p^*$  związany z rozwojem agregatu pieniężnego, oznacza to albo spychanie produkcji poniżej poziomu potencjalnego, albo doprowadzenie szybkości obiegu  $v$  do poziomu przekraczającego poziom długookresowy  $v^*$ . W pierwszym przypadku powrót do poziomu równowagi nastąpi poprzez dostosowania na rynku pracy, co związane będzie ze spadkiem dynamiki płac i w rezultacie spadkiem stopy inflacji<sup>7</sup>. W drugim przypadku do dostosowań dojdzie na rynku pieniądza, gdzie nastąpi wzrost popytu na pieniądź (czyli spadek  $v$ ) i - co za tym idzie - spadek inflacji<sup>8</sup>.

Opisane właściwości sprawiają, że różnica  $p^* - p$  może być traktowana jako wskaźnik potencjału inflacyjnego gospodarki. Jeżeli bowiem rzeczywisty poziom cen  $p$  oraz obliczony poziom teoretyczny  $p^*$  pozostają ze sobą w długookresowej relacji, to luka między tymi zmiennymi będzie miała własności prognostyczne. Jeżeli np. w danym momencie teoretyczny poziom cen będzie przekraczał poziom rejestrowany rzeczywistości, to będziemy oczekiwali powrotu układu do położenia równowagi, co musi się dokonać poprzez przyspieszenie inflacji. W przeciwnym przypadku, utrzymywanie się cen na poziomie przewyższającym równowagę monetarną oznaczać będzie spadek stopy inflacji, tak aby mogło nastąpić domknięcie luki cenowej.

<sup>6</sup> Związek szybkości obiegu pieniądza i realnego popytu na pieniądź można otrzymać na podstawie równań (8) i (9):

<sup>7</sup> Pełen opis modelu AD-AS można znaleźć m.in. w podręczniku J. Sachs, F. Laraine (1993).

<sup>8</sup> Model rynku pieniądza rozwija R. Barro (1997).

<sup>4</sup> J. Hallman, R. Porter, D. Small (1991) oraz Deutsche Bundesbank (1992).

<sup>5</sup> Szerzej o ilościowej teorii pieniądza piszą m.in. D. Duwendag i in. (1995).

**Model  $\Pi^*$** 

Bezpośrednia estymacja  $P^*$  na podstawie równania (2) jest jednak problematyczna<sup>9</sup>. Podstawową trudność stanowi silna sezonowość, ujawniająca się w większości szeregów. Ponieważ usuwanie sezonowości za pomocą popularnych narzędzi typu ARIMA X-11 zawsze obciążone jest pewną uznaniowością, autorzy zdecydowali się na przekształcenie modelu, nie zmieniające zasadniczo jego charakteru, za to pozwalające uniknąć wspomnianego wyżej problemu. Zastosowane przekształcenie polega na doprowadzeniu modelu do postaci przyrostowej. Oznaczając stopę inflacji przez  $\Pi$ , można nazwać model „ $\Pi$ -star”. Taka postać modelu ma również tę zaletę, że w większym stopniu odpowiada sposobowi prowadzenia polityki pieniężnej przez władze monetarne. Banki centralne wyznaczają bowiem cele polityki pieniężnej jako stopę inflacji, a nie jako poziom cen w gospodarce.

Równanie wymiany (1) można zapisać w postaci logarytmicznej:

$$p - m = v - y, \quad (4)$$

by następnie, działając obustronnie operatorem przyrostów, otrzymać:

$$\Delta_4 p - \Delta_4 m = \Delta_4 v - \Delta_4 y, \quad (5)$$

przy czym  $\Delta_4 x$  oznacza czwarty przyrost zmiennej  $x$ , co w przypadku zmiennych zlogarytmowanych odpowiada stopie wzrostu zmiennej  $X$ . Dla danych kwartalnych równanie (5) zawiera więc roczne stopy wzrostu zmiennych  $P$ ,  $M$ ,  $V$  oraz  $Y$ . W szczególności przyrost zmiennej  $p$  będzie równy rocznej stopie inflacji. Oznaczając gwiazdką długookresowe wartości równowagi, można zdefiniować  $\Pi^*$  analogicznie do równania (2):

$$\Pi^* \equiv \Delta_4 p^* - \Delta_4 m = \Delta_4 v^* - \Delta_4 y^* \quad (6)$$

i otrzymać po podstawieniu za  $\Delta_4 m$  z równania (5) do (6) i po uporządkowaniu:

$$\Pi - \Pi^* \equiv (\Delta_4 v - \Delta_4 v^*) + (\Delta_4 y^* - \Delta_4 y). \quad (7)$$

Równanie (7), podobnie jak równanie (3), pozwala określić przyczyny presji inflacyjnej (bądź deflacyjnej) w gospodarce. Jeżeli np. stopa inflacji znajduje się powyżej swojego, wyznaczonego czynnikami monetarnymi, poziomu, to stoi za tym jeden z dwóch czynników. Albo stopa wzrostu faktycznej szybkości obiegu pienią-

dza przewyższa swą teoretyczną wartość równowagi (a zatem stopa wzrostu popytu na pieniądz znajduje się poniżej poziomu równowagi), albo stopa wzrostu PKB spychana jest poniżej potencjału podażowego gospodarki. Powrót inflacji do stanu równowagi monetarnej następuje, tak jak poprzednio, poprzez zmianę popytu na pieniądz lub przez dostosowania na rynku pracy.

Do obliczenia  $\Pi^*$  niezbędne będą czwarte przyrosty potencjału produkcyjnego oraz szybkości obiegu. Estymacja potencjału produkcyjnego zostanie opisana w empirycznej części opracowania, w tym miejscu natomiast autorzy wyprowadzili wzór na długookresową szybkość obiegu pieniądza. W tym celu zapisana została funkcja długookresowego, realnego popytu na pieniądz względem realnego dochodu:

$$\frac{M^D}{P^*} = \alpha \cdot Y^{*\beta} \cdot \exp(\psi \cdot t), \quad (8)$$

przy czym  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\psi$  oznaczają stałe, a  $t$  - trend czasowy. Autorzy zdecydowali się, na podobieństwo funkcji produkcji Cobb-Douglasa, wprowadzić do równania popytu na pieniądz dodatkowy czynnik  $\exp(\psi \cdot t)$ , obrazujący w tym przypadku rozwój innowacji finansowych, które w ostatnich latach znacząco wpływały na zmiany popytu na pieniądz. Szybki rozwój instrumentów rynku finansowego zacierał bowiem różnice między aktywami, zwiększając łatwość zamiany instrumentów wchodzących w skład podaży pieniądza (np. depozytów na żądanie) na instrumenty „niemonetarne”, takie jak bony skarbowe, i destabilizując tradycyjne równania popytu na pieniądz. Po podstawieniu do równania (2) i uporządkowaniu otrzymujemy:

$$V^* = \frac{1}{\alpha} \cdot (Y^*)^{1-\beta} \cdot \exp(-\psi \cdot t) \quad (9)$$

Po zlogarytmowaniu, obliczeniu czwartych przyrostów i podstawieniu do równania (6) otrzymamy:

$$\Pi^* = v_0 + \Delta_4 m - \beta \Delta_4 y^*, \quad (10)$$

gdzie:  $v_0 \equiv -4\psi$

Na podstawie tego równania można obliczyć poziom równowagi dla stopy inflacji. Jeżeli hipoteza o stabilnym związku  $\Pi$  i  $\Pi^*$  jest słuszna, zmienne te powinny być skointegrowane, co oznacza, że składnik losowy  $\eta_t$  równania  $\Pi^*_t = \Pi_t + \eta_t$  powinien być stacjonarny.

W sensie ekonomicznym kointegracja  $\Pi$  i  $\Pi^*$  będzie świadczyła o ścisłym związku obu zmiennych, co oznacza, że  $P$  i  $P^*$  będą znajdowały się w stanie zrównoważonego wzrostu<sup>10</sup>. Jeżeli w danym okresie długo-

<sup>9</sup> Analizę kointegracji, zbliżoną do koncepcji  $P^*$ , przeprowadzili B. Kłos i M. Stamirowski (1999). Zob. również RPP (2000), s. 161-165.

<sup>10</sup> Dokonane przez autorów przekształcenie modelu do postaci przyrostowej sprawia, że nie można już mówić o relacji długookresowej równowagi między zmiennymi, a jedynie o ich pozostawaniu w stanie zrównoważonego wzrostu.

okresowy poziom równowagi  $\Pi^*$  przekroczy rzeczywistą stopę inflacji, będzie można oczekiwać nasilenia procesów inflacyjnych w najbliższym czasie, tak aby luka inflacyjna mogła zostać domknięta. Dzięki własności kointegracji  $\Pi^* - \Pi$  można będzie traktować jako miernik potencjału inflacyjnego gospodarki, a tym samym jako wyprzedzający wskaźnik samej inflacji.

Szczegółowa analiza kointegracji wyestymowanych miar  $\Pi^*$  z rzeczywistym poziomem inflacji oraz próba zbudowania odpowiednich równań korekty błędem zostaną przedstawione w dalszej części pracy.

## Wyniki empiryczne<sup>11</sup>

W części empirycznej autorzy wykorzystali wiele narzędzi ekonometrycznych z zakresu analizy szeregów czasowych, których teoretyczne podstawy zostały przedstawione w Aneksie 1 do niniejszej pracy.

Przedmiotem analizy jest poszukiwanie stabilnej zależności między rzeczywistą stopą wzrostu cen a stopą wzrostu cen wynikającą z modelu „Pi-star” w gospodarce polskiej lat 90. Stopę wzrostu cen, zdefiniowaną zgodnie z koncepcją „Pi-star”, można zapisać w postaci równania (10), a jej odchylenie od rzeczywistej stopy wzrostu cen jako:

$$\eta_t = \Delta_4 p - v_0 - \Delta_4 m + \beta \Delta_4 y^* \quad (11)$$

Ze względu na istnienie różnych definicji podaży pieniądza autorzy zdecydowali się skonstruować modele wykorzystujące różne agregaty pieniężne:  $M1$ ,  $M2$  oraz  $MD$ <sup>12</sup>. Również pojęcie przeciętnego poziomu cen w gospodarce nie jest zdefiniowane jednoznacznie. Wskaźnikami odzwierciedlającymi zmiany średniego poziomu cen w gospodarce mogą być: deflator PKB (zmienna DEF), wskaźnik cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI), wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) oraz wskaźnik tzw. inflacji bazowej, rozważanej tu jako wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych z wyłączeniem cen regulowanych (zmienna CORE).

Do analizy empirycznej wykorzystane zostały dane kwartalne za okres I kwartał 1993 r. - II kwartał 2000 r. PKB w cenach stałych obliczono na podstawie danych GUS (lata 1994-2000) oraz szacunków Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (1993 r.). PKB w cenach bieżących oraz indeks cen konsumpcyjnych i indeks cen

produkcji sprzedanej przemysłu pochodzą z GUS, zaś miara inflacji bazowej oraz agregaty pieniężne  $M1$ ,  $M2$  i  $MD$  z Narodowego Banku Polskiego.

Wobec braku statystyk, obrazujących wielkość potencjału produkcyjnego gospodarki, autorzy zdecydowali się dokonać pewnego uproszczenia i za stopę wzrostu potencjału produkcyjnego gospodarki przyjęli wygładzoną wykładniczo stopę wzrostu realnego PKB (zmienna  $Y^*$ ).

Autorzy zdecydowali się zatem zbadać 12 różnych kombinacji zmiennych, uwzględniając wspomniane wyżej 3 różne definicje podaży pieniądza i 4 różne definicje zmian średniego poziomu cen.

### Metoda Engle'a - Grangera

W pierwszej kolejności autorzy zbadali stopień zintegrowania zmiennych wykorzystanych w modelu. Wyniki rozszerzonego testu Dickeya - Fullera (ADF) oraz testu Phillipa - Perrona (PP)<sup>13</sup> wskazują, że przy poziomie istotności równym 5%, wszystkie 12 zmiennych można uznać za zintegrowane w stopniu pierwszym.

Znając stopień zintegrowania zmiennych, autorzy mogli przystąpić do testowania kointegracji za pomocą metody zaproponowanej przez Engle'a i Grangera. W pierwszym etapie dwustopniowej procedury Engle'a - Grangera dla każdego zbioru zmiennych wyestymowano za pomocą KMNK równanie o postaci:

$$\Delta_4 p_t = v_0 + \Delta_4 m_t - \beta \Delta_4 y_t^* + \eta_t \quad (12)$$

uzyskując oszacowania parametrów  $v_0$  oraz  $\beta$ . Na podstawie reszt obliczonych dla oszacowanych modeli, autorzy wyznaczyli również kointegracyjne statystyki Durbina - Watsona (CIDW), będące wskazówką na temat obecności relacji kointegrującej między zmiennymi. Szczegółowe wyniki estymacji zostały zebrane w tabeli 1.

Porównanie wartości CIDW ze współczynnikami determinacji  $R^2$  wyznaczonymi dla oszacowanych regresji (12) pozwala wnioskować, że hipoteza o obecności kointegracji może być fałszywa w przypadku modeli ze zmiennymi  $\Delta_4 m2$  i  $\Delta_4 cpi$ ,  $\Delta_4 m2$  i  $\Delta_4 ppi$ ,  $\Delta_4 m2$  i  $\Delta_4 core$ . Warto zwrócić uwagę, że wszystkie te modele zawierają agregat  $M2$ . W przypadku pozostałych modeli kointegracja może występować.

W drugim etapie procedury Engle'a - Grangera autorzy za pomocą testów Dickeya - Fullera i Phillipa - Perrona weryfikowali hipotezę o stacjonarności reszt uzyskanych z modelu (12)<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Ze względu na konieczność ograniczenia objętości niniejszego opracowania autorzy przedstawili jedynie najbardziej istotne rezultaty. Szczegółowe wyniki obliczeń autorzy są gotowi udostępnić na życzenie Czytelnika.

<sup>12</sup>  $M1$  obejmuje gotówkę w obiegu i depozyty na żądanie,  $M2$  (podaż pieniądza krajowego) składa się z gotówki w obiegu oraz depozytów złotych osób prywatnych i podmiotów gospodarczych. Por. „Biuletyn Informacyjny NBP”.

<sup>13</sup> Wartości krytyczne testów ADF i PP zaczerpnięte zostały z: R. Davidson, J. MacKinnon: *Estimation and Inference in Econometrics*. Oxford 1993 Oxford University Press, Tab. 20.2.

<sup>14</sup> Wartości krytyczne testów kointegracji ADF i PP zaczerpnięte z: W. Charzenza, D. Deadman: *Nowa Ekonometria*. Warszawa 1997 PWE, Tab. 2.

Tabela 1 Wyniki test-w kointegracji dla metody Engle'a - Grangera

Zmienne	CIDW	R2	Maksymalne opóźnienie w teście ADF	Statystyka ADF	Wartość krytyczna testu ADF (5%)	Statystyka PP	Wartość krytyczna testu PP (5%)
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m1$ , $\Delta_4 def$	1,21	0,54	0	-3,09	-3,30	-3,15	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m1$ , $\Delta_4 cpi$	0,67	0,66	4	-1,27	-3,30	-2,15	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m1$ , $\Delta_4 ppi$	0,53	0,44	1	-1,62	-3,30	-1,92	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m1$ , $\Delta_4 core$	0,70	0,69	4	-1,66	-3,30	-2,22	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m2$ , $\Delta_4 def$	1,07	0,68	4	-2,10	-3,30	-3,05	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m2$ , $\Delta_4 cpi$	0,40	0,65	4	-2,30	-3,30	-2,01	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m2$ , $\Delta_4 ppi$	0,42	0,63	2	-2,52	-3,30	-1,74	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 m2$ , $\Delta_4 core$	0,35	0,64	2	-2,45	-3,30	-1,84	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 md$ , $\Delta_4 def$	0,50	0,06	4	-3,16	-3,30	-2,54	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 md$ , $\Delta_4 cpi$	0,31	0,03	3	-3,37*	-3,30	-2,35	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 md$ , $\Delta_4 ppi$	0,32	-0,05	3	-3,58*	-3,30	-2,08	-3,30
$\Delta_4 y^*$ , $\Delta_4 md$ , $\Delta_4 core$	0,29	0,12	4	-3,62*	-3,30	-2,28	-3,30

\* oznacza odrzucenie  $H_0$  przy poziomie istotności 5%.

Wyniki uzyskane przy zastosowaniu metody Engle'a - Grangera pozwalają wnioskować, że zależność kointegrująca występuje jedynie w przypadku agregatu MD i cen reprezentowanych przez zmienne CPI, PPI i CORE (według wskazań testu ADF). Warto zauważyć, że w przypadku kombinacji zmiennych, dla których kointegracja nie została potwierdzona, wartości statystyk ADF i PP są w wielu przypadkach niewiele większe od odpowiednich wartości krytycznych. Ten fakt oraz niejednoznaczne wskazania procedury Engle'a - Grangera sprawiły, że niezbędne stało się zastosowanie nieco bardziej zaawansowanego narzędzia do analizy kointegracji, jakim jest metoda Johansena.

#### Metoda Johansena

Podstawą wnioskowania w metodzie Johansena jest model wektorowej autoregresji z trzema zmiennymi endogenicznymi, którymi w tym przypadku są: stopa wzrostu cen ( $\Delta_4 p$ ), stopa wzrostu podaży pieniądza ( $\Delta_4 m$ ) oraz stopa wzrostu potencjału produkcyjnego gospodarki ( $\Delta_4 y^*$ ). Z uwagi na niewielką liczbę obserwacji (26 kwartalnych obserwacji) przyjęto założenie, że maksymalne opóźnienie w modelach nie może być większe niż 2. Jeżeli nawet prawdziwa wartość maksymalnego opóźnienia jest większa od 2, to szacowanie modelu z tak dużą liczbą opóźnień doprowadziłoby do utraty znacznej liczby stopni swobody, spadku mocy testów kointegracji i niewielkiej dokładności oszacowania parametrów. Dlatego na podstawie wskazań tzw. kryteriów informacyjnych oraz wyników testu sekwencyjnego (Lütkepohl, 1993), dla każdego z 12 modeli autorzy dokonywali wyboru między wielkością opóźnienia równą 1 i 2.

Ponieważ nie dla wszystkich modeli wskazania testu sekwencyjnego i kryteriów informacyjnych były

jednakowe, autorzy arbitralnie przyjęli maksymalne opóźnienie równe 2 dla wszystkich 12 wariantów modelu. Dodatkowo autorzy postanowili przetestować modele z opóźnieniem równym jeden dla kombinacji zmiennych M2 i CORE oraz MD i CORE (w przypadku tych dwóch wariantów większość kryteriów oraz wyniki testu sekwencyjnego wskazały opóźnienie równe 1). Przyjęcie opóźnienia równego 2 jest zgodne z oczekiwaniami autorów, którzy przypuszczają, że wpływ na kształtowanie się zmian stopy wzrostu cen ma nie tylko odchylenie od poziomu równowagi, ale również zmiana stopy wzrostu z poprzedniego okresu. Maksymalne opóźnienie równe 2 pozwala zatem włączyć do modelu pierwsze przyrosty stóp wzrostu z poprzedniego okresu.

Po transformacji modelu VAR do postaci wektorowego modelu korekty błędem (VECM), dla każdego z 14 modeli (12 modeli z opóźnieniem równym 2 i dwa modele z opóźnieniem równym 1) autorzy przeprowadzili testy Johansena śladu macierzy i maksymalnej wartości własnej<sup>15</sup>. Szczegółowe wyniki testów zawiera tabela 2.

W przypadku kiedy podaż pieniądza reprezentowana była przez agregat M1, dla zmiennej CORE jako średniego poziomu cen w gospodarce obydwa testy potwierdziły obecność relacji kointegrującej przy poziomie istotności 5%. Dla zmiennej PPI wyniki testu maksymalnej wartości własnej wskazały na istnienie relacji kointegrującej, natomiast w przypadku testu śladu macierzy nie było podstaw do odrzucenia hipotezy mówiącej o braku takiej relacji między zmiennymi. Odwrotna była sytuacja w modelu ze zmienną CPI, kiedy wyniki testu śladu macierzy potwierdziły obecność

<sup>15</sup> Wartości krytyczne obydwu testów zaczerpnięte zostały z: M. Osterwald-Lenum: A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics. „Oxford Bulletin of Economics and Statistics” nr 54, 3 (1992).



Tabela 2 Wartości statystyk test-w Johansena ładu macierzy i maksymalnej wartości własnej

Zmienne	Hipotezy		Wartość statystyki ładu macierzy ( $\lambda TR$ )	Wartości krytyczne		Wartość statystyki maks. wartości własnej ( $\lambda_{max}$ )	Wartości krytyczne	
	$H_0$	$H_1$		5%	1%		5%	1%
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	23,71	29,68	35,65	17,62	20,97	25,52
$\Delta_4 def$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	6,09	15,41	20,04	5,49	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,60	3,76	6,65	0,60	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	32,33*	29,68	35,65	20,44	20,97	25,52
$\Delta_4 cpi$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	11,89	15,41	20,04	10,11	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,79	3,76	6,65	1,79	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	27,26	29,68	35,65	21,56*	20,97	25,52
$\Delta_4 ppi$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	5,70	15,41	20,04	4,93	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,77	3,76	6,65	0,77	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	31,14*	29,68	35,65	22,72*	20,97	25,52
$\Delta_4 core$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	8,42	15,41	20,04	6,79	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,63	3,76	6,65	1,63	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	25,88	29,68	35,65	17,07	20,97	25,52
$\Delta_4 def$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	8,81	15,41	20,04	8,43	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,38	3,76	6,65	0,38	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	28,58	29,68	35,65	18,00	20,97	25,52
$\Delta_4 cpi$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	10,58	15,41	20,04	9,67	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,91	3,76	6,65	0,91	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	26,29	29,68	35,65	18,05	20,97	25,52
$\Delta_4 ppi$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	8,23	15,41	20,04	7,18	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,06	3,76	6,65	1,06	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	27,30	29,68	35,65	16,61	20,97	25,52
$\Delta_4 core$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	10,69	15,41	20,04	9,89	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,80	3,76	6,65	0,80	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	24,66	29,68	35,65	13,71	20,97	25,52
$\Delta_4 core$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	10,94	15,41	20,04	10,30	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	0,64	3,76	6,65	0,64	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	30,79*	29,68	35,65	17,42	20,97	25,52
$\Delta_4 def$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	13,36	15,41	20,04	11,42	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,95	3,76	6,65	1,95	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	37,59**	29,68	35,65	26,03**	20,97	25,52
$\Delta_4 cpi$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	11,56	15,41	20,04	9,86	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,70	3,76	6,65	1,70	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	46,34**	29,68	35,65	30,76**	20,97	25,52
$\Delta_4 ppi$	$r = 2$	$r = 2 (r \geq 2)$	15,57*	15,41	20,04	10,44	14,07	18,63
	$r = 3$		5,14*	3,76	6,65	5,14*	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md,$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	37,61**	29,68	35,65	23,70*	20,97	25,52
$\Delta_4 core$	$r = 1$	$r = 2 (r \geq 2)$	13,91	15,41	20,04	12,13	14,07	18,63
	$r = 2$	$r = 3$	1,78	3,76	6,65	1,78	3,76	6,65
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md$	$r = 0$	$r = 1 (r \geq 1)$	36,87**	29,68	35,65	22,49*	20,97	25,52
$\Delta_4 core$	$r = 2$	$r = 2 (r \geq 2)$	14,38	15,41	20,04	12,76	14,07	18,63
$VAR(1)$	$r = 3$		1,62	3,76	6,65	1,62	3,76	6,65

\* oznacza odrzucenie  $H_0$  przy poziomie istotności 5%.\*\* oznacza odrzucenie  $H_0$  przy poziomie istotności 1%.

wektora kointegrującego, za to wyniki testu maksymalnej wartości własnej nie pozwoliły odrzucić hipotezy zerowej, zakładającej brak wektorów kointegrujących. Ponieważ jednak statystyki testu śladu macierzy w przypadku zmiennej *PPI* i maksymalnej wartości własnej dla zmiennej *CPI* były bliskie wartości krytycznych, autorzy przyjęli, że również w przypadku, gdy średni poziom cen odzwierciedlany jest przez zmienne *PPI* i *CPI*, istnieje relacja kointegrująca. Dla deflatora PKB (zmienna *DEF*) żaden z testów nie potwierdził istnienia wektora kointegrującego.

Wśród kombinacji zmiennych, w których rolę podaży pieniądza pełnił agregat *MD*, obydwie testy wskazały na obecność relacji kointegrującej dla zmiennych *CPI* oraz *PPI* przy poziomie istotności 1%. Dla zmiennej *CORE* jako średniego poziomu cen w gospodarce wyniki testu śladu macierzy potwierdziły skointegrowanie zmiennych przy poziomie istotności 1%, natomiast wyniki testu maksymalnej wartości własnej dały identyczny rezultat przy poziomie istotności 5%. Wskazania obydwu testów były jednakowe zarówno dla modelu z maksymalnym opóźnieniem równym 2, jak i dla modelu z maksymalnym opóźnieniem równym 1. W przypadku zmiennej *DEF*, obecność relacji kointegrującej potwierdziły jedynie wyniki testu śladu macierzy przy poziomie istotności 5%.

W żadnym z modeli, w których autorzy przyjęli agregat *M2* za miarę podaży pieniądza, przy poziomie istotności 5%, wyniki testów Johansena nie potwierdziły obecności relacji kointegrującej między zmiennymi.

Oszacowany wektorowy model korekty błędem (*VECM*) z maksymalnym wyjściowym opóźnieniem równym 2, przy założeniu istnienia jednego wektora kointegrującego znormalizowanego względem pierwszej zmiennej, można zapisać w ogólnej postaci:

$$\begin{aligned} \Delta_4 \hat{p}_t &= \hat{c}_1 + \hat{\alpha}_{11} \left( \hat{A}_{11} \hat{p}_{t-1} + \hat{\beta}_{21} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\beta}_{31} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} + \hat{\beta}_{41} \right) + \hat{\gamma}_{11} \Delta_4 \hat{p}_{t-1} + \hat{\gamma}_{12} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\gamma}_{13} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} \\ \Delta_4 \hat{m}_t &= \hat{c}_2 + \hat{\alpha}_{21} \left( \hat{A}_{21} \hat{p}_{t-1} + \hat{\beta}_{21} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\beta}_{31} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} + \hat{\beta}_{41} \right) + \hat{\gamma}_{21} \Delta_4 \hat{p}_{t-1} + \hat{\gamma}_{22} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\gamma}_{23} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} \\ \Delta_4 \hat{y}_t &= \hat{c}_3 + \hat{\alpha}_{31} \left( \hat{A}_{31} \hat{p}_{t-1} + \hat{\beta}_{21} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\beta}_{31} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} + \hat{\beta}_{41} \right) + \hat{\gamma}_{31} \Delta_4 \hat{p}_{t-1} + \hat{\gamma}_{32} \Delta_4 \hat{m}_{t-1} + \hat{\gamma}_{33} \Delta_4 \hat{y}_{t-1} \end{aligned}$$

gdzie  $\Delta_4$  oznacza pierwszy przyrost stopy wzrostu.

Równanie kointegrujące w zapisanym powyżej modelu odbiega nieco od równań (10) i (11), opisujących koncepcję „ $\Pi$ -star”. Ponieważ w estymacji wektorowego modelu korekty błędem za pomocą metody Johansena na elementy wektora kointegrującego nie zostały nałożone żadne ograniczenia, oszacowanie składowej wektora kointegrującego dla zmiennej  $\Delta_4 m$  może przyjmować dowolne wartości. W równaniu (11) parametr stojący przy zmiennej  $\Delta_4 m$  jest natomiast równy -1. Jeżeli zatem oszacowany powyżej model ma być zgodny z koncepcją „ $\Pi$ -star”, należy zweryfikować hipotezę, że parametr  $\hat{\beta}_{21}$  w znormalizowanym względem zmiennej  $\Delta_4 p$  równaniu kointegrującym jest równy -1.

Testem umożliwiającym weryfikację tej hipotezy może być zaproponowany przez Johansena test oparty na statystyce ilorazu wiarygodności, którego konstrukcja została szczegółowo omówiona w Aneksie 1. Macierz *H* w tym teście, zawierająca restrykcje nałożone na elementy wektora kointegrującego, przyjęła teraz postać:

$$H = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 \\ -1 & 0 & 0 \\ 0 & 1 & 0 \\ 0 & 0 & 1 \end{bmatrix}$$

Statystyka, będąca podstawą wniosku w tym teście, ma rozkład  $\chi^2$  z jednym stopniem swobody. Szczegółowe wyniki testu dla wszystkich 14 modeli zostały zebrane w tabeli 3.

Wyniki testu wskazują, że we wszystkich czterech modelach, w których wielkość podaży pieniądza reprezentowana była przez agregat pieniężny *M1*, przy poziomie istotności równym 5%, nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej, zakładającej, że parametr relacji kointegrującej przy zmiennej  $\Delta_4 m1$  jest równy -1.

Wśród kombinacji z udziałem agregatu pieniężnego *MD*, przy poziomie istotności równym 5%, nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej w sytuacji, gdy średni poziom cen opisują zmienne *DEF*, *CPI* i *PPI*. W modelu z maksymalnym opóźnieniem równym 1, w którym występuje zmienna *CORE*, również nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej przy 5% poziomie istotności, natomiast w modelu ze zmienną *CORE* i maksymalnym opóźnieniem równym 2 hipotezę zerową należy odrzucić.

W przypadku modeli, w których jako wielkość podaży pieniądza pojawiła się zmienna *M2*, wyniki testów nie pozwalały odrzucić hipotezy zerowej: przy poziomie istotności równym 5% dla zmiennych *PPI* i *CPI* w modelach z maksymalnym opóźnieniem równym 2 oraz zmiennej *CORE* przy maksymalnym opóźnieniu równym 1, natomiast przy poziomie istotności równym 1% dla zmiennej *DEF* i zmiennej *CORE* (w modelu z maksymalnym opóźnieniem równym 2).

Powyższe wyniki oznaczają, że koncepcja „ $\Pi$ -star” lepiej sprawdza się dla wielkości podaży pieniądza zdefiniowanej jako agregaty *M1* i *MD* aniżeli dla szerszej definicji pieniądza w postaci agregatu *M2*.

Szczegółowe wyniki estymacji trzech modeli z udziałem agregatu *M1*, dla których przynajmniej jeden z testów Johansena (śladu macierzy lub maksymalnej wartości własnej) potwierdził obecność wektora kointegrującego oraz dla których nie było podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej zakładającej, że element wektora kointegrującego przy zmiennej  $\Delta_4 m$  jest równy -1, zebrane zostały w Aneksie 2. W modelach tych parametr informujący o sile składnika korekty błędem w równaniu opisującym zmiany stopy wzrostu cen,

Tabela 3 Wyniki testu Johansena weryfikującego zasadność restrykcyjnej na skądow^ wektora kointegrującego przy zmiennej  $\Delta_4 m$ 

Zmienne	Wartość statystyki ilorazu wiarygodności ( $\lambda_{LR}$ )	p-value	Współczynnik $\hat{\beta}_{31}$
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1, \Delta_4 def$	0,631	0,427	3,85
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1, \Delta_4 cpi$	0,273	0,602	4,38
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1, \Delta_4 ppi$	0,449	0,503	3,52
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m1, \Delta_4 core$	1,791	0,181	7,13
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2, \Delta_4 def$	4,397	0,036	4,37
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2, \Delta_4 cpi$	3,242	0,072	0,91
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2, \Delta_4 ppi$	1,539	0,215	4,47
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2, \Delta_4 core$	4,151	0,042	7,09
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 m2, \Delta_4 core - VAR(1)$	2,673	0,102	175,27
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md, \Delta_4 def$	3,459	0,063	2,61
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md, \Delta_4 cpi$	0,732	0,392	1,00
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md, \Delta_4 ppi$	3,053	0,081	1,42
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md, \Delta_4 core$	12,014	0,001	334,68
$\Delta_4 y^*, \Delta_4 md, \Delta_4 core - VAR(1)$	0,001	0,98	1,04

Wartość „p-value” oznacza minimalny poziom istotności, przy którym można odrzucić  $H_0$ . Współczynnik  $\hat{\beta}_{31}$  oznacza oszacowanie składowej wektora kointegrującego przy zmiennej  $\Delta_4 y^*$ .

przyjmował wartości z przedziału od -0,145 do -0,128. Oznacza to, że inflacja, pomimo krótkookresowych zakłóceń, będzie wykazywała tendencje do powrotu na trajektorię, wyznaczoną przez postać wektora kointegrującego, zależną od stopy wzrostu podaży pieniądza i stopy wzrostu potencjału produkcyjnego gospodarki.

W przypadku modeli, w których podaż pieniądza ujęta została w postaci agregatu MD, mechanizm korekty błędem jest albo bardzo słaby (model ze zmienną CPI), albo w ogóle nie występuje (model ze zmienną PPI).

Kolejnym etapem analizy empirycznej była ocena jakości oszacowanych powyżej modeli VECM pod kątem prawdziwości założenia o braku autokorelacji składnika losowego. Ze względu na to, że moc testu portfelowego (ang. *portmanteau test*), pozwalającego stwierdzić obecność autokorelacji w modelu, może być wrażliwa na ewentualną niestacjonarność składnika losowego (Lütkepohl 1993), autorzy przeprowadzili weryfikację dopiero dla modeli zapisanych w postaci wektorowych modeli korekty błędem. Na podstawie wyników testu można stwierdzić, że dla żadnego z 14 oszacowanych modeli, przy poziomie istotności równym 5%, nie można odrzucić hipotezy mówiącej o braku autokorelacji składnika losowego do 8 okresów wstecz.

#### Analiza graficzna

Ostatnim etapem analizy modeli  $\Pi^*$  była graficzna weryfikacja hipotezy o wpływie luki cenowej na przyszłą stopę inflacji. Wykresy 1 - 3 przedstawiają miary inflacji teoretycznej  $\Pi^*$ , które spełniły wszystkie opisane powyżej kryteria poprawności modelu. Dodatkowo na wykresach uwzględniono odpowiednie, rzeczywiste

stopy inflacji, co pozwala na przeprowadzenie graficznej analizy wpływu luki cenowej na procesy inflacyjne. Jak widać, wszystkie stosowane miary inflacji mają w badanym okresie zbliżony przebieg i dlatego możliwe jest wspólne omówienie wykresów.

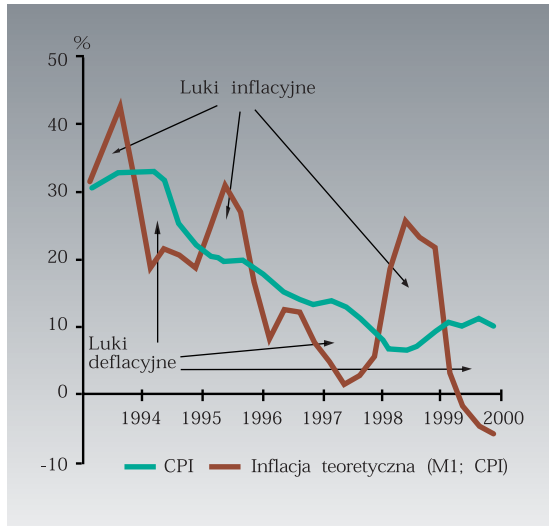
Przebieg krzywych we wszystkich trzech przypadkach potwierdza przypuszczenia autorów co do prognostycznej roli różnicy  $\Pi^* - \Pi$  względem stopy inflacji. Kiedy  $\Pi^*$  przekraczało rzeczywistą stopę wzrostu poziomu cen, powstawała luka inflacyjna, która w następnych kwartałach „ciągnęła” inflację w górę. Tak działo się między innymi w latach 1994 i 1996. Szczególnie wyraźna luka powstała w roku 1999, prowadząc (choć nie można nie doceniać roli czynników kosztowych) do znacznego wzrostu stopy inflacji o około 6 pkt. proc. Z drugiej strony, luki deflacyjne, które w badanym okresie występowały m.in. w latach 1995 i 1997-1998, sprawiały, że inflacja powracała do trendu spadkowego. W 2000 r. nastąpiło wyraźne otwarcie luki deflacyjnej, co powinno w najbliższych kwartałach skutkować zdecydowanym obniżeniem stopy inflacji.

#### Podsumowanie

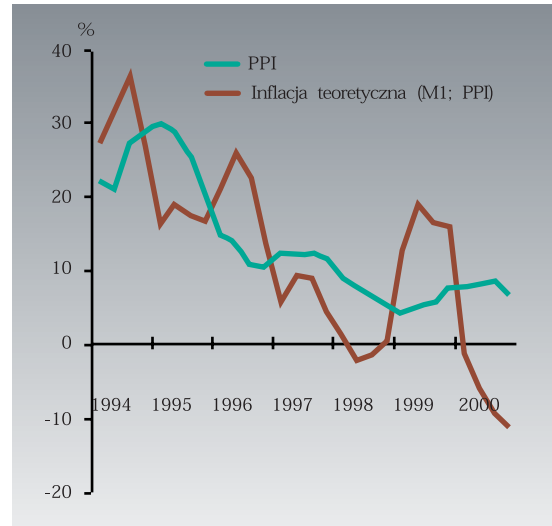
Budowa modelu  $\Pi^*$ , opartego na zależności między inflacją a stopą wzrostu podaży pieniądza, zawartej *implicit* w równaniu ilościowej teorii pieniądza, pozwoliła ocenić rozmiar monetarnych podstaw procesów inflacyjnych w Polsce okresu transformacji.

Testowanie kointegracji rzeczywistej stopy inflacji i jej teoretycznego, determinowanego czynnikami realnymi i monetarnymi, poziomu  $\Pi^*$ , dla różnych miar inflacji i różnych agregatów monetarnych, pozwoliło

**Wykres 1** Indeks cen konsumpcyjnych i  $\Pi^*$  oparte na agregacie M1 (zmiana w procentach względem tego samego okresu poprzedniego roku)



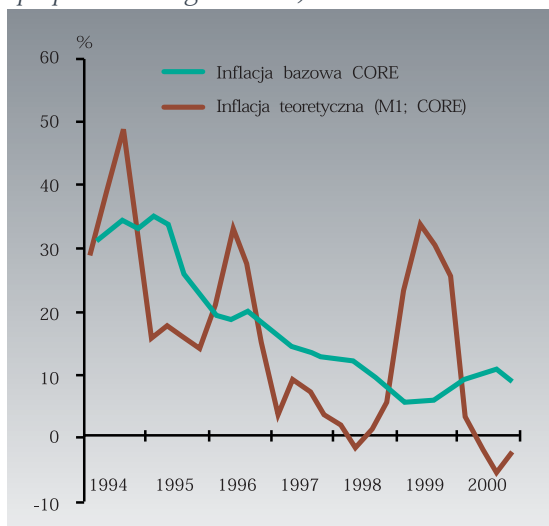
**Wykres 2** Indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu i  $\Pi^*$  oparte na agregacie M1 (zmiana w procentach względem tego samego okresu poprzedniego roku)



stwierdzić, że niemal wszystkie indeksy cen (*CPI*, *PPI*, inflacja bazowa) i agregat pieniężny *M1* pozostają w stanie zrównoważonego wzrostu. W tych trzech przypadkach relacja kointegrująca spełniała dodatkowo nałożone na model ograniczenia, dotyczące wielkości parametru przy stopie wzrostu podaży pieniądza i znaku parametru przy składniku korekty błędem.

Zależność taka sprawia, że różnica między teoretyczną i rzeczywistą stopą inflacji  $\Pi^*$  -  $\Pi$  może być traktowana jako wskaźnik wyprzedzający rozwoju procesów inflacyjnych. Luka inflacyjna mierzy bowiem

**Wykres 3** Inflacja bazowa i  $\Pi^*$  oparte na agregacie M1 (zmiana w procentach względem tego samego okresu poprzedniego roku)



potencjał popytowy gospodarki i pozwala przewidzieć rozwój sytuacji w ciągu najbliższych kilku kwartałów. W badanym okresie, otwarcie się luki inflacyjnej skutkuje jeśli nie wzrostem stopy inflacji, to przynajmniej spowolnieniem procesu dezinflacyjnego. Odpowiednio, otwarcie się luki deflacyjnej powoduje powrót do trendu dezinflacyjnego. W tym zakresie wyniki zbliżone są do rezultatów otrzymanych przez pracowników Rezerwy Federalnej i Bundesbanku, na których pracach wzorowany był tekst.

Interesujący jest również fakt, że związek agregatu pieniężnego *M2* z różnymi miarami inflacji okazał się stosunkowo słaby. Jest to tym bardziej zaskakujące, że przez niemal całe lata 90. właśnie podaż pieniądza ogółem stanowiła cel pośredni Narodowego Banku Polskiego, od czasu wprowadzenia strategii bezpośredniego celu inflacyjnego stała się zaś oficjalnie publikowaną wartością referencyjną władz monetarnych. Również podaż pieniądza krajowego nie została zakwalifikowana jako podstawa do budowy wiarygodnego modelu  $\Pi^*$ . W tym przypadku decydujące okazały się znaki oszacowań przy składniku korekty błędem.

Jeśli chodzi o wnioski przydatne dla władz monetarnych, to można stwierdzić, że istnieje możliwość wykorzystywania agregatów monetarnych dla wsparcia polityki pieniężnej (pomimo stosowania strategii bezpośredniego celu inflacyjnego). Należałoby się jednak zastanowić nad zmianą wykorzystywanego dotychczas w tym celu agregatu pieniężnego. Badania empiryczne wskazują bowiem, że stosunkowo najlepiej do stanowienia wartości referencyjnej nadaje się podaż pieniądza *M1*.



## Bibliografia

1. R.J. Barro (1997): *Makroekonomia*. Warszawa PWE.
2. B.S. Bernanke i in. (1999): *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton University Press.
3. W.W. Charemza, D.F. Deadman (1997): *Nowa ekonometria*. Warszawa PWE.
4. Deutsche Bundesbank 1992. *Monatsbericht*. Januar, s. 20-29.
5. D. Duwendag i in. (1995): *Teoria pieniądza i polityka pieniężna*. Warszawa Poltext.
6. R.F. Engle, C.W. Granger (1987): *Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing*. „Econometrica” nr 55, s. 251-276.
7. I. Fisher (1911): *The Purchasing Power of Money*. New York, Macmillan.
8. J. Hallman, R. Porter, D. Small (1991): *Is the Price Level Tied to the M2 Monetary Aggregate in the Long Run?* „American Economic Review” s. 841-858.
9. J.D. Hamilton (1994): *Time Series Analysis*. Princeton, Princeton University Press.
10. S. Johansen (1991): *Estimation and Hypothesis Testing of Cointegrating Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models*. „Econometrica” nr 59, s.1551-1580.
11. B. Kłos, M. Stamirowski (1999): *Monetarny model inflacji*. Maszynopis powielony, Departament Analiz i Badań NBP.
12. H. Lütkepohl (1995): *Introduction to Multiple Time Series Analysis*. Berlin Springer-Verlag.
13. T.C. Mills (1993): *The econometric modelling of financial time series*. Cambridge, Cambridge University Press.
14. M. Osterwald-Lenum (1992): *A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics*. „Oxford Bulletin of Economics and Statistics” nr 54, 3.
15. R.S. Pindyck, D.L. Rubinfeld (1981): *Econometric Models and Economic Forecasts*. New York McGraw-Hill.
16. RPP (1998): *Średniokresowa strategia polityki pieniężnej: 1999-2003*. Warszawa Narodowy Bank Polski.
17. RPP (2000): *Raport o inflacji 1999*. Warszawa Narodowy Bank Polski.
18. J. Sachs, F. Laraine (1993): *Macroeconomics in the Global Economy*. Prentice Hall.
19. E. Syczewska (1999): *Analiza relacji długookresowych: Estymacja i weryfikacja*. Monografie i Opracowania. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
20. A. Welfe (1998): *Ekonometria*. Warszawa PWE.

## Aneks 1: Metoda badawcza

Do wnioskowania na temat obecności związków długookresowych między bieżącą stopą inflacji a poziomem inflacji wynikającym z koncepcji „PI-star” autorzy wykorzystali analizę kointegracji. Istotą tej metody jest badanie, czy między niestacjonarnymi zmiennymi ekonomicznymi istnieją zależności długookresowe, odpowiadające stanowi równowagi stabilnej. Dla zbioru zmiennych  $y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{Kt}$ , stan ten zapisać można jako:

$$c_1 y_{1t} + c_2 y_{2t} + \dots + c_K y_{Kt} = 0 \quad (13)$$

gdzie parametry  $c_1, c_2, \dots, c_K$  są współczynnikami długookresowej równowagi.

Oczywiście, dla żadnego okresu  $t$  zapisany powyżej warunek, określający równowagę układu, nie jest spełniony w sposób deterministyczny, co wynika z działania czynników zewnętrznych, wytrącających

układ ze stanu równowagi. Jeżeli jednak odchylenia od stanu równowagi nie mają wyraźnej tendencji rosnącej bądź spadkowej i szereg czasowy, będący różnicą między rzeczywistymi obserwacjami a postulowaną równowagą, jest stacjonarny (co oznacza, że zmienne pomimo odchyłeń wracają na swoją długookresową ścieżkę wzrostu lub spadku), to można wnioskować o istnieniu długookresowej równowagi między zmiennymi. Oznaczając zmienną losową reprezentującą odchylenia od stanu równowagi jako  $\eta_t$ , obecność relacji długookresowej równowagi między zmiennymi  $y_1, y_2, \dots, y_K$  można wyrazić jako:

$$c_1 y_{1t} + c_2 y_{2t} + \dots + c_K y_{Kt} = \eta_t \sim I(0). \quad (14)$$

O zmiennych tych mówi się wtedy, że są skointegrowane. Formalną definicję kointegracji można znaleźć między innymi w pracy Engle'a i Grangera z 1987 r. (Engle, Granger, 1987). Zgodnie z twierdzeniem

Grangera o reprezentacji, jeżeli zmienne są skointegrowane, to relację między nimi można zapisać za pomocą modelu z mechanizmem korekty błędem (ECM - ang. *Error Correction Model*).

W niniejszym opracowaniu zastosowano dwie komplementarne wobec siebie metody analizy kointegracji: Metodę Engle'a - Grangera, stosowaną do wnioskowania na temat modeli jednorównaniowych, oraz wielowymiarową metodę Johansena.

W metodzie Engle'a - Grangera do weryfikacji skointegrowania zmiennych służy test, polegający na badaniu stopnia zintegrowania szeregu, będącego odchyleniami rzeczywistych wartości zmiennych od poziomu postulowanej równowagi. Przykładowo, dla dwóch zmiennych  $x_t$  oraz  $y_t$  zintegrowanych w stopniu pierwszym i powiązanych długookresową zależnością o postaci:

$$y_t = \beta x_t + u_t, \quad (15)$$

należy zbadać, czy zmienna  $u_t$ , zdefiniowana jako  $u_t = y_t - \beta x_t$ , reprezentująca odchylenia układu od postulowanego stanu równowagi, jest stacjonarna, tj.  $I(0)$ . W sytuacji, gdy rzeczywista wartość wektora kointegrującego  $[1, -\beta]$  nie jest znana, powyższe równanie należy oszacować za pomocą metody najmniejszych kwadratów i badać stacjonarność reszt  $\hat{u}_t$  wyznaczonych jako różnice między wartościami rzeczywistymi i teoretycznymi zmiennej  $y_t$ :

$$\hat{u}_t = \hat{y}_t - \hat{\beta} x_t. \quad (16)$$

Stopień zintegrowania reszt (lub wartości odchyleń, jeżeli znana jest wartość wektora kointegrującego) można badać za pomocą np. rozszerzonego testu Dickeya - Fullera lub testu Phillipisa - Perrona, analogicznie jak w przypadku badania stopnia zintegrowania zmiennych. Inne są jedynie wartości krytyczne tych testów.

Niestety, metoda ta obarczona jest pewnymi wadami. W układzie zawierającym więcej niż dwie zmienne może istnieć więcej wektorów kointegrujących. Powyższa procedura pozwala natomiast znaleźć tylko jeden taki wektor. Poza tym elementy tego wektora otrzymano na podstawie regresji zmiennych niestacjonarnych, więc mogą być obciążone i różnić się od prawdziwych wartości wektora kointegrującego (Welfe, 1998).

Dodatkową wskazówkę o możliwości skointegrowania zmiennych  $x_t$  i  $y_t$  można uzyskać na podstawie wartości tzw. kointegracyjnej statystyki Durбина-Watsona (CIDW) o postaci:

$$CIDW = \frac{\sum (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1})^2}{\sum (\hat{u}_t - \bar{\hat{u}})^2},$$

gdzie:  $\bar{\hat{u}}_t$  oznacza średnią arytmetyczną reszt  $\hat{u}_t$ . Jeżeli wartość statystyki CIDW wyznaczona dla oszacowane-

go za pomocą MNK równania kointegrującego jest mniejsza od współczynnika determinacji  $R^2$  dla tego równania, to hipoteza zakładająca skointegrowanie zmiennych  $x_t$  i  $y_t$  jest prawdopodobnie fałszywa. W przeciwnym wypadku ( $CIDW > R^2$ ) kointegracja może występować (Charemza, Deadman, 1997).

Metoda zaproponowana przez S. Johansena pozwala zbadać istnienie więcej niż jednego wektora kointegrującego. Polega ona na analizie modelu wektorowej autoregresji (VAR), zapisanego w postaci wektorowego modelu korekty błędem (VECM - ang. *Vector Error Correction Model*). Model VAR( $p$ ) przedstawić można jako:

$$y_t = v + A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + u_t \quad (17)$$

gdzie:

$p$  - maksymalne opóźnienie zmiennych objaśnianych w modelu,

$y_t = [y_{1t}, \dots, y_{Kt}]'$  - wektor  $K$  zmiennych występujących w modelu,

$A_j$  - stałe macierze parametrów wymiaru  $K \times K$ ,

$v_t = [v_{1t}, \dots, v_{Kt}]'$  - wektor wyrazów wolnych (stała, trend deterministyczny, zmienne sezonowe),

$u_t = [u_{1t}, \dots, u_{Kt}]'$  - wektor składników losowych.

Zakłada się tu sferyczną postać składnika losowego, czyli:

$$E(u_t) = 0, E(u_t u_t') = \Sigma_u \text{ oraz } E(u_t u_s') = 0 \text{ dla } s \neq t.$$

Oznacza to, że składniki losowe poszczególnych równań mogą być skorelowane między sobą w tym samym okresie.

Model VAR można przekształcić do następującej postaci:

$$\Delta y_t = v + \Pi y_{t-1} + F_1 (\Delta y_{t-1} + \dots + F_{p-1} \Delta y_{t-p+1} + u_t, \quad (18)$$

nazywanej wektorowym modelem korekty błędem (VECM), gdzie:

$$\Pi = -(I_K - A_1 - \dots - A_p),$$

$$F_i = -(A_{i+1} + \dots + A_p) \quad \text{dla } i = 1, \dots, p-1.$$

Przekształcenie to nazywa się transformacją kointegrującą.

Zgodnie z tzw. twierdzeniem Grangera o reprezentacji (ang. *Granger Representation Theorem*; Engle, Granger, 1987), dla  $y_t \sim I(1)$ :

1) jeżeli rząd macierzy  $\Pi$  jest równy dokładnie  $K$ , czyli liczbie zmiennych wchodzących w skład wektora  $y_t$ , to proces  $y_t$  jest procesem stacjonarnym, co oznacza, że wszystkie zmienne w modelu są zintegrowane w stopniu zero ( $y_t \sim I(0)$ );

2) jeżeli rząd macierzy  $\Pi$  jest równy zero, oznacza to, że wszystkie elementy tej macierzy są tożsamościo-

wo równe zero; wynika z tego brak jakichkolwiek zależności długookresowych pomiędzy zmiennymi wchodzącymi w skład modelu;

3) jeżeli rząd macierzy  $\Pi$  jest równy  $0 < r < K$ , to macierz  $\Pi$  można zapisać w postaci iloczynu dwóch macierzy:

$$\Pi = \alpha \cdot \beta',$$

gdzie  $\alpha$  i  $\beta$  są niezerowymi macierzami o wymiarze  $K \times r$ .

Macierz  $\beta$  nazywana jest macierzą kointegrującą i jeżeli  $y_t \sim I(1)$ , to  $\beta'y_t \sim I(0)$ . Zmienne będące składnikami wektora  $y_t$  są zatem skointegrowane, przy czym rząd macierzy  $\Pi$  jest równy liczbie wektorów kointegrujących w modelu. Wektory kointegrujące są kolejnymi kolumnami macierzy kointegrującej  $\beta$ . Macierz  $\alpha$  nazywana jest macierzą dostosowań (ang. *adjustment matrix*) lub macierzą sprzężenia zwrotnego (ang. *feedback matrix*). Poszczególne elementy tej macierzy mierzą wpływ wektora kointegrującego na krótkookresowe wahania zmiennych wchodzących w skład wektora  $y_t$ .

Najpowszechniej stosowaną obecnie metodą estymacji wektorowego modelu korekty błędem, przy założeniu, że macierz  $\Pi$  zawiera  $r$  liniowo niezależnych kolumn, jest metoda należąca do klasy metod o największej wiarygodności, zaproponowana przez S. Johansena (1991) i nazywana metodą Johansena.

Do estymacji modelu *VECM* za pomocą metody Johansena niezbędna jest znajomość rzędu macierzy  $\Pi$ . W praktyce rzadko się zdarza, aby liczba wektorów kointegrujących między zmiennymi wchodzącymi w skład modelu była znana. Johansen proponuje w takiej sytuacji dwa testy oparte na statystyce ilorazu wiarygodności, weryfikujące liczbę wektorów kointegrujących w modelu.

Pierwszy z tych testów, zwany testem Johansena śladu macierzy, weryfikuje prawdziwość hipotezy zerowej, mówiącej, że liczba wektorów kointegrujących wynosi  $r_0$ :

$$H_0 : r = r_0,$$

wobec hipotezy alternatywnej, zakładającej, że liczba wektorów kointegrujących (czyli rząd macierzy  $\Pi$ ) jest większa od  $r_0$  i oczywiście nie większa od  $K$ :

$$H_1 : r_0 < r \leq K$$

Odpowiednią statystyką, weryfikującą prawdziwość  $H_0$ , jest statystyka ilorazu wiarygodności, zwana statystyką testu Johansena śladu macierzy (ang. *trace statistic*), zdefiniowana jako:

$$\begin{aligned} \lambda_{TR} &= 2 \left[ \ln l(K) - \ln l(r_0) \right] = \\ &= T \left[ - \sum_{i=1}^K \ln \left( 1 - \hat{\mu}_i \right) + \sum_{i=1}^{r_0} \ln \left( 1 - \hat{\mu}_i \right) \right] = -T \sum_{i=r_0+1}^K \ln \left( 1 - \hat{\mu}_i \right) \end{aligned} \quad (19)$$

gdzie  $l(r_0)$  oznacza maksimum funkcji wiarygodności przy założeniu istnienia  $r_0$  wektorów kointegrujących,  $\hat{\mu}_i$  są to kolejne wartości własne uzyskane z metody Johansena i uporządkowane w kolejności od największej do najmniejszej. Niestety, statystyka ta nie ma rozkładu  $\chi^2$  i odpowiadające jej wartości krytyczne (zależne od różnicy  $K - r$ ) należy odczytać z tablic skonstruowanych za pomocą metod symulacyjnych. Jeżeli wartość statystyki  $\lambda_{TR}$  jest większa od odpowiedniej wartości krytycznej przy wybranym poziomie istotności  $\alpha$ , to należy odrzucić hipotezę zerową na korzyść hipotezy alternatywnej. Jeżeli jest mniejsza, nie ma podstaw do odrzucenia  $H_0$ .

Drugim testem jest test Johansena maksymalnej wartości własnej, weryfikujący hipotezę zerową, zakładającą istnienie  $r_0$  wektorów kointegrujących:

$$H_0 : r = r_0,$$

wobec hipotezy alternatywnej, mówiącej, że istnieje  $r = r_0 + 1$  wektorów kointegrujących:

$$H_1 : r = r_0 + 1.$$

Statystyką służącą do weryfikacji  $H_0$ , jest statystyka ilorazu wiarygodności, zwana statystyką testu Johansena maksymalnej wartości własnej (ang. *Maximum eigenvalue statistic*), o postaci:

$$\lambda_{max} = -T \ln \left( 1 - \hat{\mu}_i \right) \quad \text{dla } i = r_0 + 1.$$

Statystyka ta również nie ma żadnego ze znanych rozkładów i odpowiadające jej wartości krytyczne odczytuje się z tablic wyznaczonych za pomocą metod symulacyjnych (Osterwald-Lenum, 1992).

Oba testy uzupełniają się, przy czym Johansen (1991) wskazuje na większą moc testu maksymalnej wartości własnej.

Sekwencja obu testów jest jednakowa. Testowanie rozpoczyna się od  $H_0 : r = 0$  i jeżeli wartość statystyki jest większa od wartości krytycznej, należy odrzucić  $H_0$  na korzyść  $H_1$ , po czym w dalszej kolejności testować kolejne hipotezy:

$$H_0 : r = 1 \text{ wobec } H_1 : r > 1 \text{ (lub } H_1 : r = 2)$$

$$H_0 : r = 2 \text{ wobec } H_1 : r > 2 \text{ (lub } H_1 : r = 3)$$

...

$$H_0 : r = K - 1 \text{ wobec } H_1 : r = K.$$

Jeżeli wartość odpowiedniej statystyki wskazuje, że nie ma podstaw do odrzucenia  $H_0$ , sekwencję testowania należy przerwać. W przypadku, gdy hipotezę zerową  $H_0 : r = r_0 - 1$  należy odrzucić, natomiast nie można odrzucić kolejnej  $H_0 : r = r_0$ , przyjmuje się, że liczba wektorów kointegrujących wynosi  $r_0$ .

W modelu *VECM*, oszacowanym za pomocą metody Johansena, przedmiotem zainteresowania może być weryfikacja hipotez ekonomicznych na temat wartości parametrów relacji długookresowych między zmiennymi (czyli elementów wektorów kointegrujących). W celu weryfikacji tego rodzaju hipotez należy oszacować model z restrykcjami nałożonymi na parametry przy odpowiednich zmiennych w macierzy kointegrującej  $\beta$  i porównać, czy maksymalna wartość funkcji wiarygodności istotnie odbiega od maksymalnej wartości funkcji wiarygodności dla modelu bez ograniczeń.

Weryfikacji podlega hipoteza zerowa, nakładająca odpowiednie restrykcje na elementy macierzy  $\beta$ :

$$H_0 : \beta = \mathbf{H}\phi,$$

wobec:

$$H_1 : \beta \neq \mathbf{H}\phi,$$

gdzie macierz  $\mathbf{H}$  jest macierzą o wymiarze  $K \times (K - h)$  zawierającą restrykcje. Macierz  $\phi$  ma wymiary  $(K - h) \times r_0$ ,

gdzie  $r_0$  jest liczbą wektorów kointegrujących w modelu ( $\text{rz}(\Pi) = r_0$ ), a  $h$  liczbą restrykcji nałożonych na elementy wektora kointegrującego.

Przy prawdziwości hipotezy zerowej statystyka ilorazu wiarygodności, zdefiniowana jako:

$$\lambda_{LR} = T \sum_{i=1}^m \ln \left[ \frac{(1 - \hat{\mu}_{H,i})}{(1 - \hat{\mu}_i)} \right], \quad (20)$$

ma rozkład  $\chi^2$  z  $(r \cdot h)$  stopniami swobody, a  $\hat{\mu}_{H,i}$  oraz są  $\hat{\mu}_i$  kolejnymi największymi wartościami własnymi, uzyskanymi w wyniku oszacowania modeli z restrykcjami i bez restrykcji za pomocą metody Johansena. Jeżeli zatem wartość statystyki  $\lambda_{LR}$  jest większa od wartości krytycznej, odczytanej z tablic dla pewnego poziomu istotności  $\alpha$ , to należy odrzucić hipotezę zerową, nakładającą ograniczenia na elementy wektora kointegrującego.

## Aneks 2: Modele VECM

### 1. Model ze zmiennymi M1 i CPI

$$\begin{aligned} \Delta\Delta_4 \hat{cpi}_t &= -0,009 - 0,133(\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,164 - \Delta_4 m1_{t-1} + 4,383\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,265\Delta\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,158\Delta\Delta_4 m1_{t-1} - 0,116\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,003) \quad (0,035) \quad (1,265) \quad (0,159) \quad (0,075) \quad (0,256) \\ \Delta\Delta_4 \hat{m1}_t &= -0,024 + 0,045(\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,164 - \Delta_4 m1_{t-1} + 4,383\Delta_4 y^*_{t-1}) - 0,877\Delta\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,219\Delta\Delta_4 m1_{t-1} - 1,440\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,010) \quad (0,116) \quad (1,265) \quad (0,524) \quad (0,245) \quad (0,843) \\ \Delta\Delta_4 \hat{y}_t^* &= 0,001 - 0,053(\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,164 - \Delta_4 m1_{t-1} + 4,383\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,110\Delta\Delta_4 \hat{cpi}_{t-1} - 0,045\Delta\Delta_4 m1_{t-1} + 0,448\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,002) \quad (0,027) \quad (1,265) \quad (0,121) \quad (0,057) \quad (0,194) \end{aligned}$$

### 2. Model ze zmiennymi M1 i PPI

$$\begin{aligned} \Delta\Delta_4 \hat{ppi}_t &= -0,004 - 0,145(\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,075 - \Delta_4 m1_{t-1} + 3,520\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,433\Delta\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,098\Delta\Delta_4 m1_{t-1} + 0,038\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,004) \quad (0,056) \quad (1,224) \quad (0,172) \quad (0,113) \quad (0,436) \\ \Delta\Delta_4 \hat{m1}_t &= -0,016 + 1,169(\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,075 - \Delta_4 m1_{t-1} + 3,520\Delta_4 y^*_{t-1}) - 0,131\Delta\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,067\Delta\Delta_4 m1_{t-1} - 1,831\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,009) \quad (0,114) \quad (1,224) \quad (0,351) \quad (0,231) \quad (0,892) \\ \Delta\Delta_4 \hat{y}_t^* &= 0,001 - 0,045(\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,075 - \Delta_4 m1_{t-1} + 3,520\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,199\Delta\Delta_4 \hat{ppi}_{t-1} - 0,033\Delta\Delta_4 m1_{t-1} + 0,398\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,002) \quad (0,022) \quad (1,224) \quad (0,068) \quad (0,045) \quad (0,173) \end{aligned}$$

### 3. Model ze zmiennymi M1 i CORE

$$\begin{aligned} \Delta\Delta_4 \hat{core}_t &= -0,012 - 0,128(\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,314 - \Delta_4 m1_{t-1} + 7,127\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,020\Delta\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,243\Delta\Delta_4 m1_{t-1} + 0,199\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,004) \quad (0,035) \quad (1,754) \quad (0,180) \quad (0,109) \quad (0,393) \\ \Delta\Delta_4 \hat{m1}_t &= -0,018 + 0,074(\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,314 - \Delta_4 m1_{t-1} + 7,127\Delta_4 y^*_{t-1}) - 0,223\Delta\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,137\Delta\Delta_4 m1_{t-1} - 1,686\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,010) \quad (0,079) \quad (1,754) \quad (0,409) \quad (0,246) \quad (0,890) \\ \Delta\Delta_4 \hat{y}_t^* &= 0,001 - 0,040(\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,314 - \Delta_4 m1_{t-1} + 7,127\Delta_4 y^*_{t-1}) + 0,063\Delta\Delta_4 \hat{core}_{t-1} - 0,038\Delta\Delta_4 m1_{t-1} + 0,479\Delta\Delta_4 y^*_{t-1} \\ &\quad (0,002) \quad (0,017) \quad (1,754) \quad (0,089) \quad (0,053) \quad (0,193) \end{aligned}$$



# Aspekty prawne wprowadzenia i funkcjonowania euro

Anna Górska

## Wprowadzenie

Większość opracowań na temat jednolitej waluty - euro odnosi się w głównej mierze do aspektów ekonomicznych jej wprowadzenia i funkcjonowania. Autorzy skupiają się w nich przede wszystkim na konsekwencjach dla rynków finansowych państw członkowskich Unii Gospodarczej i Walutowej (European Monetary Union-EMU) oraz państw spoza strefy euro<sup>1</sup>. Takie podejście jest zrozumiałe, gdyż nie podlega dyskusji fakt, iż wprowadzeniu na rynek unijny wspólnej waluty, która byłaby nie tylko miernikiem wartości na nim, ale także środkiem alokacji poza nim, przyświecały względy ekonomiczne. Zakładano bowiem, że wspólna waluta stworzy dodatkowy bodziec rozwoju gospodarczego całej Wspólnoty i jej poszczególnych członków, a także iż przejmie ona częściowo rolę dolara amerykańskiego jako waluty rezerwowej. W ten sposób rynek unijny chroniony byłby przed negatywnymi skutkami wahań kursu dolara amerykańskiego i załamaniem koniunktury na międzynarodowych rynkach finansowych<sup>2</sup>.

Wprowadzenie wspólnej waluty i zapewnienie jej prawidłowego funkcjonowania wymagało oczywiście przygotowania odpowiednich regulacji prawnych, i to zarówno mających odzwierciedlenie w pierwotnych, jak i pochodnych (wtórnych) źródłach prawa Wspólnot Europejskich. Proces ten był prekursorski, ponieważ euro jest nową walutą na rynku EMU oraz dla państw trzecich, ale jest także jedynym zjawiskiem w historii rynków finansowych, jako że jej wprowadzenie związane jest z jednoczesnym wycofaniem walut krajowych państw członkowskich. Według założeń, wspólna waluta euro z jednej strony miała zastąpić ECU w jego

funkcjach jednostki rozliczeniowej w obrocie bezgotówkowym i na międzynarodowych rynkach finansowych (np. na międzynarodowym rynku obligacji), z drugiej zaś strony miała stać się rzeczywistą, niezależną walutą będącą prawnym środkiem płatniczym. Z tego względu przepisy regulujące funkcjonowanie euro musiały odbiegać od regulacji prawnych odnoszących się do ECU. Dla nowej waluty euro należało zatem stworzyć od podstaw odpowiednią infrastrukturę prawną, która regulowałaby wszelkie zagadnienia związane z jej wprowadzeniem i funkcjonowaniem (choćby istniejące przepisy zasadniczo regulują funkcjonowanie euro w tzw. okresie przejściowym: od dnia jego wprowadzenia 1 stycznia 1999 r. od 31 grudnia 2001 r. i w tzw. okresie końcowym, tzn. do dnia ostatecznego wycofania walut narodowych z obiegu, tj. do 30 czerwca 2002 r.).

W niniejszym opracowaniu analizie poddano przede wszystkim analizę wspólnotowe przepisy prawne dotyczące euro, ze wskazaniem obszarów, które podlegały regulacjom, oraz regulacje prawne na szczeblu krajowym, na przykładzie ustawodawstwa niemieckiego. Wskazano także na uwarunkowania i prace dostosowawcze w polskim systemie prawnym, które związane będą z naszym przyszłym uczestnictwem w EMU.

## Podstawy prawne wprowadzenia i funkcjonowania euro

### Regulacje prawne w pierwotnych źródłach prawa Wspólnot Europejskich

Plan stworzenia unii walutowej był przedmiotem wspólnych dyskusji w ramach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej (EWG) już w latach 60. i 70. Jednakże do-

<sup>1</sup> Patrz: „Bank i Kredyt” nr 12/1998.

<sup>2</sup> Szerzej: K. Borzym: *Wspólna waluta - euro jako stymulator dalszego rozwoju regionu*. Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia”, zeszyt nr 78.

piero pod koniec lat 80. zaczął nabierać konkretniejszych kształtów. Ponieważ w Traktacie Rzymskim, powołującym do życia EWG, nie było podstaw prawnych stworzenia unii walutowej, należało dokonać zmian legislacyjnych w pierwotnych źródłach prawa wspólnotowego<sup>3</sup>. W tym celu Rada Europejska podjęła decyzję o zwołaniu w grudniu 1990 r. konferencji międzyrządowej, mającej na celu przygotowanie konkretnych zmian traktatowych, niezbędnych pod względem formalnym do stworzenia unii walutowej.

**Traktat o Unii Europejskiej** (zwany popularnie **Traktatem z Maastricht**), który został uchwalony 7 lutego 1992 r. i wszedł w życie 1 listopada 1993 r. Jest on pierwszym aktem prawnym traktującym o unii walutowej, będącym zarazem podstawą funkcjonowania EMU i euro. Na jego mocy wprowadzono m.in. poprawki i uzupełnienia do Traktatu Rzymskiego o EWG, dotyczące już konkretnie Unii Gospodarczej i Walutowej. Przepisy Traktatu o UE z Maastricht regulują w sposób ogólny kwestie dotyczące euro, określając harmonogram, zasady i procedury związane jego wprowadzeniem, zakres działań organów upoważnionych do prac przy wprowadzaniu wspólnej waluty. Dają one również podstawę prawną uchwalenia przepisów szczegółowych (aktów wykonawczych) w tym zakresie.

Jednym z istotniejszych zapisów Traktatu jest art. 2 (ex. 2)<sup>4</sup>, który określa podstawowe zadanie Wspólnoty, tj. ustanowienie wspólnego rynku i unii gospodarczo-walutowej. W celu jego realizacji, zgodnie z art. 4 (ex. 3a), ma nastąpić ścisła koordynacja polityk gospodarczych państw członkowskich na rynku wewnętrznym, na którym obowiązywać będzie wspólna waluta.

W art. 4 ust. 2 (ex. 3a ust. 2) określone zostały procedury działania związane z wprowadzeniem euro, takie jak ustalenie nieodwołalnych kursów wymiany walut czy zdefiniowanie jednolitej polityki walutowej i polityki kursów wymiany walut. W celu przygotowania tzw. trzeciego etapu EMU, czyli wprowadzenia wspólnej waluty euro, upoważniono Europejski Instytut Walutowy (EMI) oraz Europejski Bank Centralny (ECB) do określonych działań w tym kierunku. Do katalogu zadań wymienionych w art. 117 (109f) Traktatu wpisano m.in. „określenie ram prawnych, organizacyjnych i logistycznych koniecznych do wykonania zadań przez ESBC w trzecim etapie”.

Traktat z Maastricht stworzył zatem w pierwotnych źródłach niezbędne podstawy prawne do wprowadzenia i funkcjonowania EMU oraz euro. Następnym krokiem było uchwalenie konkretnych aktów prawnych (pochodnych praw Wspólnot Europejskich) związanych z postanowieniami traktatowymi.

Duże znaczenie miały także postanowienia, które zapadły na sesji **Rady Europejskiej w Madrycie**, w dniach **15 i 16 grudnia 1995 r.** W tzw. scenariuszu madryckim, oprócz potwierdzenia, iż trzeci etap EMU - zgodnie z postanowieniem art. 120.4 (ex. 109j) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską - rozpocznie się 1 stycznia 1999 r., określono również ramy prawne funkcjonowania euro. Postanowiono, że Rada uchwali stosowne rozporządzenia niezbędne do jego wprowadzenia i funkcjonowania. Zaznaczono, iż stworzenie odpowiednich regulacji prawnych jest tak samo ważne dla zapewnienia wiarygodności wspólnej waluty, jak zapewnienie jej odpowiednich podstaw makroekonomicznych. Założono przy tym, że przepisy te będą z jednej strony szczegółowo regulować wprowadzenie euro do obiegu, z drugiej zaś strony będą zawierać pewne generalne zasady dotyczące stosunków umownych, gwarantujące przede wszystkim ich ciągłość. Ponadto, w Madrycie ustalono nazwę przyszłej wspólnej waluty: „euro”, oraz jej nominały w banknotach (5, 10, 20, 50, 100, 200, 500 euro) i monetach (osiem monet od 2 euro do 1/100 euro<sup>5</sup>).

Istotne były również dwa spotkania organów Wspólnoty w **Dublinie** w 1996 r. Na pierwszym z nich (**20-21 września 1996 r.**) **Rada ECOFIN** postanowiła, iż zostaną uchwalone dwa rozporządzenia w sprawie euro: pierwsze regulujące ciągłość stosunków prawnych i tzw. zasady zaokrągleń, drugie regulujące pozostałe, w pewnym sensie drugoplanowe, sprawy. **14 grudnia 1996 r. Rada Europejska** przyjęła ramowe założenia dotyczące procedury wprowadzenia euro - ważne z punktu widzenia pewności i przejrzystości operacji na rynkach finansowych. W założeniach tych ustalono kalendarium wprowadzania euro, a także szczegółowe tabele statystyczne relacji ECU/euro oraz pieniędzy narodowych, stawek procentowych, walutowych transakcji terminowych, jak również procedury zbieżności oraz mechanizm wymiany pieniędzy dla krajów, które nie wejść w pierwszym etapie do Unii Gospodarczej i Walutowej.

Warto zaznaczyć, iż przed uchwaleniem obu rozporządzeń Komisja UE opracowała w grudniu 1997 r. wytyczne do ich założeń. Zostały one opublikowane w Euro-Papers Nr 10 (*Ramy prawne zastosowania euro, pytania i odpowiedzi do eurorozporządzeń*).

#### Regulacje prawne w pochodnych źródłach prawa Wspólnot Europejskich

Uchwalone przez Radę UE wtórne akty prawne dotyczące euro miały na celu wdrożenie postanowień Traktatu z Maastricht. Jak ustalono podczas spotkania Rady ECOFIN w 1996 r. w Dublinie, ustawodawca został zobowiązany do uchwalenia dwóch podstawowych rozporządzeń. Są to:

<sup>3</sup> Artykuły 105-109 Traktatu Rzymskiego dotyczyły wyłącznie ogólnych zasad współpracy walutowej w ramach EWG.

<sup>4</sup> Numeracja przepisów obecnie obowiązująca według wersji Traktatu Amsterdamskiego; w nawiasach podana jest numeracja poprzednio obowiązująca - w wersji Traktatu z Maastricht.

<sup>5</sup> Nazwa „cent” została uchwalona po szczycie madryckim.

**1. Rozporządzenie Rady nr 1103/97 z dnia 17.06.1997 r. dotyczące niektórych postanowień dotyczących wprowadzenia euro** (zwane dalej „Eurorozporządzeniem I”), które weszło w życie z dniem 20.06.1997 r., opublikowane w Dz. Urz. L 162 z 19.06.1997 r.<sup>6</sup>;

**2. Rozporządzenie Rady nr 974/98/WE z dnia 3 maja 1998 r. dotyczące wprowadzenia euro** (zwane dalej „Eurorozporządzeniem II”), które weszło w życie z dniem 01.01.1999 r., opublikowane w Dz. Urz. L 139 z 11.05.1998 r.<sup>7</sup>

W doktrynie przyjmuje się za podstawę prawną uchwalenia Eurorozporządzenia I art. 308 (ex. 235) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską<sup>8</sup>. Z treści art. 308 wynika, iż jest on podstawą prawną o charakterze uniwersalnym, kiedy ze względu na nagłą potrzebę należy podjąć odpowiednie środki niezbędne do realizacji celów Wspólnoty. Dla Eurorozporządzenia II podstawą prawną jest art. 123 (ex. 109). Ust. 4, zdanie trzecie<sup>9</sup>.

Problemy prawne związane z wprowadzeniem wspólnej waluty dotyczą przede wszystkim okresu przejściowego, w którym euro i waluty krajowe istnieją wspólnie jako prawne środki płatnicze. Wyżej wymienione regulacje odnoszą się właśnie przede wszystkim do tej sytuacji prawnej i uważane są za fundamentalne ze względu na zapewnienie ustawowej pewności w stosunkach handlowych. Zawierają one bowiem podstawowe zasady, jakie winny obowiązywać, szczególnie w okresie przejściowym, w związku z wprowadzeniem od 1 stycznia 1999 r. euro jako pełnoprawnej waluty. Eurorozporządzenie I zawiera przede wszystkim zasadę ciągłości stosunków prawnych (*continuity of contracts*), poprzez automatyczne zastąpienie ECU przez euro, oraz zasadę swobody umów. Eurorozporządzenie II zawiera natomiast istotne uregulowania prawne funkcjonowania walut krajowych i euro w okresie przejściowym.

Przytoczone rozporządzenia uważa się za fundamentalne przede wszystkim z punktu widzenia uczestników rynku. W prawie wtórnym istnieją także inne regulacje, odnoszące się do euro. Uchwalone zostały ponadto:

**1. Rozporządzenie Rady nr 975/98/WE z dnia 3 maja 1998 r. dotyczące nominalów i danych technicznych monet euro przeznaczonych do obiegu**, które we-

szło w życie z dniem 1.01.1999 r., opublikowane w Dz. Urz. L 139 z 11.05.1998 r.<sup>10</sup>;

**2. Rozporządzenie Rady nr 2866/98 z dnia 31 grudnia 1998 r. w sprawie kursów wymiany między euro a walutami narodowymi państw członkowskich przyjmujących euro**, które weszło w życie z dniem 1.01.1999 r., opublikowane w Dz. Urz. L 359 z 31.12.1998 r.<sup>11</sup>;

**3. Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 23 kwietnia 1998 r., dotyczące opłat bankowych za konwersję na euro**, które weszło w życie z dniem 01.05.1998 r., opublikowane w Dz. Urz. L 130 z 1.05.1998 r.<sup>12</sup>;

**4. Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 23 kwietnia 1998 r. dotyczące podwójnego podawania cen i innych sum pieniężnych**, które weszło w życie z dniem 1.05.1998 r., opublikowane w Dz. Urz. L 130 z 1.05.1998 r.<sup>13</sup>;

**5. Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 23 kwietnia 1998 r. w sprawie dialogu, monitoringu i informacji w celu ułatwienia przejścia na euro**, które weszło w życie z dniem 1.05.1998 r., opublikowane w Dz. Urz. L 130 z 1.05.1998 r.<sup>14</sup>

Ze względu na nadrzędność prawa wspólnotowego nad prawem krajowym ustawodawca europejski, regulując powyższe problemy prawne na poziomie wspólnotowym, wyeliminował obowiązek uchwalania stosownych regulacji przez ustawodawców poszczególnych państw członkowskich. W tej sytuacji wszelkie regulacje dotyczące euro na poziomie prawa krajowego są fakultatywne. Trzeba jednak zaznaczyć, iż aby bezpośrednie działanie zarządzeń wspólnotowych nie doznało uszczerbku, prawo narodowe musiało zostać w określonym terminie (najpóźniej do dnia rozpoczęcia trzeciego etapu EMU) dostosowywane do nich, tak aby zagwarantowana była przejrzystość prawa.

## Obszary regulacji prawnych

### Przygotowania do III etapu EMU

Zagadnienia dotyczące prawnych regulacji w zakresie procedur przygotowujących do wprowadzenia euro zostały szczegółowo uregulowane przez przepisy prawa pierwotnego. Stosowne postanowienia zawarte są w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską

<sup>6</sup> Council Regulation No 1103/97 of 17 June 1997 on certain provisions relating to the introduction of the euro.

<sup>7</sup> Council Regulation No 974/98 of 3 May 1998 on the introduction of the euro.

<sup>8</sup> Art. 308: Jeżeli w działaniu wspólnego rynku do realizacji jednego z celów Wspólnoty niezbędne okaże się podjęcie pewnej akcji przez Wspólnotę, a uprawnienia potrzebne do jej podjęcia nie będą przewidziane w niniejszym Traktacie, Rada, działając jednomyślnie na wniosek Komisji i po zasięgnięciu opinii Parlamentu Europejskiego, podejmie odpowiednie środki.

<sup>9</sup> Art.123 ust. 4 - ... Rada, działając zgodnie z tą samą procedurą, podejmuje także inne kroki konieczne do szybkiego wprowadzenia ECU jako wspólnej waluty w tych państwach członkowskich.

<sup>10</sup> Council Regulation (EC) No 975/98 of 3 May 1998 on denominations and technical specifications of coins intended for circulation.

<sup>11</sup> Council Regulation No 2866/98 of 31 December 1998 on the conversion rates between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro.

<sup>12</sup> Commission Recommendation 98/286/EC of 23 April 1998 concerning banking charges for conversion to the euro.

<sup>13</sup> Commission Recommendation 98/287/EC of 23 April 1998 concerning dual display of prices and other monetary amounts.

<sup>14</sup> Commission Recommendation 98/288/EC of 23 April 1998 on dialogue, monitoring and information to facilitate the transition to the euro.

w tytule VII „Polityka gospodarcza i walutowa”, w rozdziale 2. „Polityka walutowa”.

Zgodnie z zapisem art. 121 (ex. 109j), w celu przygotowania trzeciego etapu Komisja Europejska (zwana dalej Komisją) i Europejski Instytut Walutowy zobowiązane zostały do składania sprawozdań Radzie na temat postępu w wypełnianiu przez państwa członkowskie „zobowiązań wynikających z dążenia do osiągnięcia unii gospodarczej i walutowej”. Sprawozdania te zawierały przede wszystkim ocenę postępu w spełnianiu przez państwa członkowskie zobowiązań - wynikających z art. 109 (ex. 108) - osiągnięcia zbieżności ustawodawstw krajowych, łącznie ze statutami narodowych banków centralnych państw członkowskich, z prawodawstwem wspólnotowym.

W sprawozdaniach tych analizowano również, w jakim stopniu poszczególne państwa członkowskie spełniły kryteria, o których mowa w ww. artykule, tj.:

- osiągnięcie wysokiego stopnia stabilności cen, stwierdzonego na podstawie stopnia inflacji zbliżonego do istniejącego w trzech państwach członkowskich o największej stabilności cen,
- stabilność finansów, stwierdzona na podstawie braku nadmiernego deficytu budżetowego, określonego zgodnie z art. 104 ust. 6;
- przestrzeganie granic wahań kursów określonych poprzez mechanizm kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego przez co najmniej dwa lata, przy braku dewaluacji w stosunku do waluty jakiegokolwiek innego państwa członkowskiego;
- trwałość zbieżności osiągniętej przez Państwo Członkowskie i jego uczestnictwo w mechanizmie kursów walut Europejskiego Systemu Walutowego, odzwierciedlona w poziomach długoterminowych stóp procentowych.

Na Europejski Instytut Walutowy nałożono zadania związane z przygotowaniem do wprowadzenia euro, m.in. przygotowania dokumentów i procedur koniecznych do prowadzenia jednolitej polityki walutowej podczas trzeciego etapu EMU, określenia ram prawnych, organizacyjnych i logistycznych koniecznych do wykonania zadań przez ESBC - art. 117 (ex. 109f). Ponadto, upoważniono Radę do podjęcia wszelkich koniecznych kroków w celu szybkiego wprowadzenia euro jako wspólnej waluty państw członkowskich. Do jednych z ważniejszych jej zadań należało m.in. przyjęcie, z dniem rozpoczęcia trzeciego etapu, nieodwołalnych kursów przeliczeniowych, zgodnie z zapisem art. 123 (109l). Ponadto, art. 111 ust. 4 (ex.109) udziela Radzie dodatkowych kompetencji decyzyjnych „na poziomie międzynarodowym w kwestiach szczególnie istotnych dla unii gospodarczo-walutowej”.

Innymi organami, którym powierzono zadania związane z przygotowaniem do trzeciego etapu, były -

poza Europejskim Instytutem Walutowym, Komisją i Radą - także Komitet Ekonomiczny i Finansowy oraz Europejski Bank Centralny, który przejął niektóre z zadań Europejskiego Instytutu Walutowego. Do podstawowych zadań Komitetu w tym zakresie należało prowadzenie prac analityczno-badawczych, dotyczących sytuacji gospodarczej i finansowej w strefie euro oraz relacji z krajami trzecimi (art. 114, ex. 109c). EBC upoważniony został na mocy art. 105 ust. 2 (ex. 105) do określania i realizowania polityki walutowej Wspólnoty; powierzono mu także funkcję emisyjną - art. 106 (ex. 105 a)<sup>15</sup>.

#### Równość prawna między euro a walutami krajowymi

W celu sprawnego przejścia z walut krajowych na euro, ustalono trzyletni okres przejściowy (*transitional period*), obowiązujący od 1 stycznia 1999 r. do 31 grudnia 2001 r., w czasie którego obowiązuje równość prawna między euro a walutami krajowymi. W preambule do Eurorozporządzenia II oraz w art. 3 zapisano, iż: „euro zostanie wprowadzone na miejsce waluty każdego z uczestniczących państw członkowskich według kursu przeliczeniowego”. Niejako automatyczne zastąpienie walut krajowych nową walutą euro przejawia się również w tym, iż zawarcie w instrumencie prawnym wzmianki o jednostce waluty krajowej jest „tak samo ważne, jak gdyby dotyczyła ona jednostki euro według kursu przeliczeniowego” - art. 6 ust. 2.

Wprawdzie w trzyletnim okresie przejściowym funkcjonują równolegle euro i waluty krajowe, jednakże te ostatnie nie są traktowane jako waluty samoistne, a jedynie - na skutek powiązania nieodwołalnymi kursami wymiany - jako „podjednostki euro”. Z tego względu wprowadzenie euro jest traktowane niekiedy jako „przestawienie walutowe” związane z przeliczeniem wszelkich wartości pieniężnych po określonym kursie przeliczeniowym. Wszystkie aktywa i pasywa, wszystkie roszczenia i zobowiązania przeliczono po tym samym kursie; wszystkie stosunki wartościowe pozostały niezmienione - zgodnie z zasadą: liczby się zmieniają, wartość pozostanie<sup>16</sup>. Również z dniem 1 stycznia 2002 r. nastąpi automatyczne prawne przejście na jednostki walutowe euro, które nieodwracalnie zastąpi narodowe jednostki walutowe. We wszystkich aktach prawnych waluty narodowe albo wartości pieniężne będą bezpośrednio przełożone na euro. Powyższe podejście może jednak spotkać się z zarzutem zbytniego uproszczenia, gdyż w istocie wprowadzenie euro, jako wspólnej waluty państw członkowskich, związane jest również chociażby ze zmianami, które zaszły

<sup>15</sup> Zadania te zostały uregulowane w sposób jednakowo brzmiący, odpowiednio w art. 2 i 16 Statutu ESBC.

<sup>16</sup> „Die technische Ausgestaltung des neuen europäischen Wechselkursmechanismus”. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, nr 10 October 1998.



w bankowości centralnej na skutek powołania Europejskiego Banku Centralnego i Europejskiego Systemu Banków Centralnych.

Regulując powyższe problemy prawne na poziomie wspólnotowym, wyeliminowano obowiązek uchwalania stosownych regulacji przez ustawodawców poszczególnych krajów członkowskich. Jednakże - jak już zaznaczono wyżej - prawo narodowe nie może być sprzeczne z *aquis communautaire* i powinno być w określonym czasie do niego dostosowane, tak aby zagwarantowana była przejrzystość prawa. Np. księgi gruntów i inne oficjalne rejestry powinny być skorygowane z urzędu, natomiast w stosunku do umów prywatnych nie ma obowiązku „przewalutowywania”<sup>17</sup>.

#### Ciągłość przepisów prawa i umów

Wprowadzenie euro i zastąpienie nim walut krajowych oraz ECU wymagało uchwalenia przepisów prawnych, które gwarantowałyby ciągłość umów zawartych między kontrahentami oraz określiłyby zasady zamiany walut krajowych na walutę euro. W sytuacji braku stosownych regulacji, z punktu widzenia prawa (szczególnie w państwach, w których zasady cywilnoprawne przewidują zasadę stosowania *ius monetae*, czyli świadczenia zobowiązań w walucie przewidzianej umową) wykonalność kontraktów opiewających na ECU lub waluty krajowe państw członkowskich UGW nie byłaby jednoznaczna. Mogłyby one być wykonane jedynie w tej walucie lub wymagałyby każdorazowo zmian do umów poczynionych przez strony kontraktu, bądź uznane byłyby za niemożliwe do wykonania i w rezultacie prawnie nieważne. Problem ten był przedmiotem rozważań w doktrynie i dla uniknięcia komplikacji i sytuacji prawnej niepewności przyjęto regulację na poziomie prawa wspólnotowego<sup>18</sup>. Z tego względu zasada ciągłości stosunków prawnych (zwana też zasadą trwałości umów i innych instrumentów prawnych) uważana jest za jedną z podstawowych zasad dotyczących wprowadzenia euro. Ustanowieniu jej przyświecał cel wzmocnienia przede wszystkim pewności i jasności. Zasada ta gwarantuje bowiem, iż wraz z wprowadzeniem euro z dniem 1 stycznia 1999 r. wszystkie instrumenty prawne zachowują zasadniczo swoją moc, w szczególności zaś ustawy narodowe i rozporządzenia prawne, które nawiązują do wartości pieniężnych w narodowej walucie - co zostało wyraźnie podkreślone w preambule Eurorozporządzenia I.

Zasada ciągłości stosunków prawnych zawarta została, jak wspomniano, przede wszystkim w Eurorozporządzeniu I (oraz potwierdzona w Eurorozporządzeniu II) w sposób następujący:

- wszelkie odesłania do ECU w instrumentach prawnych, z chwilą rozpoczęcia III etapu, zastępuje się odesłaniami do euro według kursu 1 euro do 1 ECU; ponadto domniemywa się każdorazowo, z wyjątkiem sytuacji, w których intencje strony były inne, że odesłanie do ECU, to odesłanie do ECU, o którym mowa w art. 118 (ex. 109g) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską<sup>19</sup> i zdefiniowanego w Rozporządzeniu nr 3320/94/WE<sup>20</sup> - art. 2;

- z zastrzeżeniem szczególnych uzgodnień stron wprowadzenie euro nie powoduje zmian instrumentów prawnych, w szczególności nie uzasadnia powoływania się na utratę podstaw transakcyjnych skutkujących zwolnieniem z wykonania zobowiązania lub usprawiedliwiających niewykonanie danego instrumentu prawnego; nie daje ponadto podstaw do jednostronnej zmiany bądź rozwiązania instrumentu prawnego - art. 3.

Należy zaznaczyć, iż zgodnie z treścią art. 1, przez „instrumenty prawne” ustawodawca rozumie przepisy prawa, decyzje administracyjne i sądowe, umowy, jednostronne czynności prawne, środki płatnicze (z wyjątkiem banknotów i monet), np. чеки, weksle, oraz pozostałe instrumenty o działaniu prawnym - art.1.

Zasada ciągłości stosunków prawnych, która powstała w związku z wprowadzeniem euro i uchwaleniem odpowiednich przepisów wspólnotowych, dotyczy nie tylko państw członkowskich UGW, ale także została przyjęta przez niektóre państwa trzecie<sup>21</sup>.

#### Zasady określania wartości świadczeń i ich wykonywania w stosunkach handlowych

Obowiązywanie w okresie przejściowym, na równoprawnych zasadach, nowej waluty euro i walut krajowych może powodować pewne komplikacje „techniczne” w stosunkach handlowych i tym samym nieporozumienia. Z tego względu w Eurorozporządzeniu II określono zasady „codziennych operacji dokonywanych przez całą ludność uczestniczących państw członkowskich”.

Artykuł 7 gwarantuje w tym względzie, iż wprowadzenie euro „nie wywoła efektu zmiany denominacji

<sup>17</sup> Die Einführung des Euro in Gesetzgebung und öffentlicher Verwaltung - Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion; nr 7 Juni 1997; Deutsche Bundesbank.

<sup>18</sup> Written Question No. 4066/96 by Miguel ARIAS CATETE to the Commission. Nationality of the official responsible for the proposal on the legal status of the euro; G. Yeowart: Legal Repercussion of a Single European Currency. „International Financial Law Review”, Vol. 14, No. 12 1995.

<sup>19</sup> „Skład koszyka walutowego ECU nie ulega zmianie. Z chwilą rozpoczęcia trzeciego etapu wartość ECU jest nieodwołalnie ustalona zgodnie z artykułem 123 ustęp 4”.

<sup>20</sup> Council Regulation (EC) No 3320/94 of 22 December 1994 on the consolidation of existing Community legislation on the definition of the ecu following the entry into force of the Treaty on European Union, O.J. L 350.

<sup>21</sup> Przykładową regulację prawną w tym zakresie - uchwałę stanu Nowy Jork z dnia 29 lipca 1997 r., odnoszącą się w tytule 16 do euro, podaje Norbert Jeziolowicz w artykule *Ramy prawne dla funkcjonowania euro*, zamieszczonym w „Bankowym Biuletynie Europejskim” nr 1/1998, Związku Banków Polskich i Fundacja Edukacji i Badań Bankowych.

instrumentów prawnych istniejących w dniu zamiany”. Konsekwencją tego zapisu są zasady zawarte w art. 8, które dotyczą reguł związanych z ustalaniem i przeliczaniem wartości świadczeń („instrumentów prawnych”) oraz ich wykonywaniem. Zgodnie z klasyfikacją, którą zaproponował Artur Nowak-Far<sup>22</sup>, są to następujące zasady:

- *reguła ochrony praw nabytych* (art. 8.1), która przewiduje wykonanie świadczenia w walucie krajowej w sytuacji, gdy została ona ustalona w umowie, przy jednoczesnym braku innych ustaleń między stronami;

- *reguła swobody umów* (art. 8.2), gwarantująca każdorazowo pierwszeństwo dla ustaleń stron po wprowadzeniu waluty euro przed ustaleniami wynikającymi z umowy;

- *reguła dowolności wyboru waluty świadczenia przez dłużnika* (art. 8.3) w sytuacji spłaty kredytu na rachunek kredytodawcy, z zastrzeżeniem zastosowania kursu przeliczeniowego w wypadku konwersji.

Powyższe zasady nie stoją bynajmniej w sprzeczności z zasadą ciągłości stosunków prawnych, a są gwarancją pewności prawnej i dodatkowym potwierdzeniem obowiązującej zasady cywilnoprawnej *pacta sunt servanda*.

Jeśli chodzi natomiast o określenie i wykonanie świadczeń wynikających z instrumentów prawnych, których stroną jest rząd państwa członkowskiego (np. długu wyemitowanego przez rząd, obligacje i poręczenia rządowe), to swoboda przemianowania na jednostkę euro jest ograniczona poprzez zachowanie zasad określonych w art. 8.4.

#### Umowy międzynarodowe

Konsekwencje wprowadzenia euro mają, oczywiście, znaczenie również dla umów międzynarodowych i to zarówno w aspekcie prawa międzynarodowego publicznego, jak i prywatnego. Dotyczy to zwłaszcza umów w handlu zagranicznym, zawartych przed 1 stycznia 1999 r., które opiewają na waluty krajowe państw uczestniczących w EMU. Również w tych przypadkach w pierwszej kolejności stosuje się ogólnie uznaną zasadę ciągłości umów, tak więc przy zmianie waluty umowy międzynarodowe pozostają w mocy. Zasada ciągłości umów respektowana jest nie tylko we wspólnotowym porządku prawnym, ale także wprowadzona została w państwach trzecich, o czym mówi pkt 8 preambuły Eurozarządzenia I: „wyraźne potwierdzenie zasady trwałości powinno skutkować uznaniem trwałości umów i innych instrumentów prawnych w jurysdykcjach państw trzecich”<sup>23</sup>.

Jeśli natomiast chodzi o ustawodawstwo unijne, to właściwe przedstawienie na wartości wyrażone w euro wynika z Eurozarządzenia I i zawartej w nim zasady *ius monetae*, która mówi, iż w przypadku powiązań z krajami trzecimi w każdej umowie o świadczenia pieniężne ma zastosowanie prawo monetarne tego kraju, którego waluta jest użyta w umowie. Wobec priorytetu takich zasad zbyteczne było uchwalanie do unijnego porządku prawnego jakichkolwiek klauzul o powszechnym stosowaniu euro, których wprowadzenia domagano się w mediach, a które mogłyby pozostawiać wątpliwości i brak pewności obrotu prawnego<sup>24</sup>.

Jeszcze przed wprowadzeniem euro na rynek przewidywano, iż spowoduje to nie tylko perturbacje w umowach w handlu zagranicznym, ale także w sferze ubezpieczeń kredytów eksportowych i w umowach o konwersję długu. Powołany przez Radę Unii Europejskiej, specjalnie do zbadania tych kwestii, Zespół Roboczy Kredytów Eksportowych stwierdził m.in., iż każdorazowe wprowadzanie obowiązkowej klauzuli o ciągłości - zarówno w umowach eksportowych, jak i w umowach pożyczki czy w umowach o konwersję długów - jest niepożądane. Zgodnie z sugestiami tego Zespołu, kwestia ta powinna zostać uregulowana w sposób generalny i jednorazowy, dając swobodę wyboru waluty stronom umowy. W sposób wyłącznie nieformalny Rada mogłaby natomiast wskazać na zasadę kontynuacji umów przy jednoczesnym przejściu na walutę euro<sup>25</sup>.

#### Reguły przeliczeń i zaokrąglenia przy przejściu na euro

Reguły przeliczania między euro a jednostkami walut narodowych oraz reguły zaokrąglania ujęte są w artykułach 4 i 5 Eurozarządzenia I i - co podkreśla zapis art. 6 - obowiązują w każdym kraju członkowskim. Zasady te będą także stosowane przy końcowym przejściu z narodowych jednostek walutowych na euro.

Zgodnie z art. 4 ustalono, że kursy wymiany zostały przyjęte jako 1 euro wyrażone w walutach krajowych każdego państwa członkowskiego i podane z dokładnością sześciu cyfr, bez „zaokrąglania” i „obcinania” w trakcie wymiany. Kursy te przyjęte zostały przez Radę UE 31 grudnia 1998 r., tzw. pierwszego dnia obowiązywania trzeciego etapu, na podstawie jedomyślnego postanowienia krajów członkowskich oraz na podstawie propozycji Komisji i po zasięgnięciu opinii Europejskiego Banku Centralnego.

Ponadto, art. 4 określa techniczne reguły wymiany między walutami krajowymi. Wartości pieniężne przeliczane z waluty narodowej jednego kraju na walutę na-

<sup>22</sup> Patrz A. Nowak-Far: *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa: główne elementy infrastruktury prawnej i organizacyjnej*, „Bank i Kredyt” nr 6/1999.

<sup>23</sup> Kwestie dotyczące ustawodawstwa polskiego w tym zakresie omówione zostaną w oddzielnym rozdziale.

<sup>24</sup> „Euro paper 26: Les implications de l'introduction de l'euro pour les payers tiers”.

<sup>25</sup> *Die Einführung des Euro in Gesetzgebung und öffentlicher Verwaltung*. Deutsche Bundesbank, nr 12, April 1998.

rodową innego kraju muszą być każdorazowo przeliczane - tzw. metodą trójkąta, bądź konwersji trójkątnej (*triangulation*) - najpierw na wartość euro. Przeliczanie to odbywa się zatem w dwóch etapach: waluta narodowa - euro - waluta narodowa, a wartość pośrednia musi być zaokrąglana do trzech miejsc dziesiętnych. Bezpośrednie przeliczanie między walutami narodowymi, czyli tzw. konwersja bezpośrednia, jest zabronione. Inne metody przeliczeń mogą być stosowane tylko wtedy, gdy prowadzą do tego samego wyniku, jak w opisanej wcześniej metodzie. Niedopuszczalne jest zatem stosowanie dwustronnych kursów przeliczeniowych (między dwiema walutami krajowymi), mających ułatwić przeliczenia między dwiema jednostkami walutowymi, gdyby prowadziło to do innych wyników niż przy zastosowaniu metody trójkąta.

Określone przepisami art. 4 i 5 reguły są podstawą przeliczeń i zaokrągleń i należy je stosować do wszystkich płatności i księgowani wartości pieniężnych, dla których w okresie przejściowym konieczne będą przeliczenia między euro a walutą narodową. Jednakże nie są to jedyne regulacje w tym zakresie. Komisja Europejska opracowała np. specjalny dokument „*The introduction of the euro and the rounding of currency amounts*” w związku z wątpliwościami dotyczącymi reguł przeliczeń i zaokrągleń. Szczegółowe zasady i uregulowania, odnoszące się do konkretnych przypadków przeliczeń i zaokrągleń, zostały również wprowadzone w ustawodawstwach krajowych. Np. niemiecka *Ustawa w sprawie wprowadzenia euro* z dnia 9 czerwca 1998 r. reguluje m.in. zasady przeliczania wartości akcji spółek między marką niemiecką a euro, umożliwiające podawanie nowej wartości nominalnej akcji w „pełnych” euro - §3 i §4<sup>26</sup>.

#### Wprowadzenie euro w obrocie gotówkowym

Zasady dotyczące wprowadzenia euro do obiegu określone zostały w Eurorozporządzeniu II. Otwarta pozostaje natomiast kwestia momentu zakończenia okresu przejściowego, czyli funkcjonowania w obiegu dwóch walut. Zgodnie z zaproponowanym przez Komisję kalendarium wprowadzenia monet i banknotów euro, które 17 listopada 1997 r. zostało przyjęte przez Radę, z dniem 1 stycznia 2002 r. wprowadzone będą do obiegu banknoty i monety euro. Potwierdzono to również w art. 10 ww. rozporządzenia, który z tym dniem nadaje euro status „pełnoprawnego środka płatniczego” państw członkowskich, z zastrzeżeniem zasad przewidzianych w art. 15. Według art. 15 Eurorozporządzenia II, w okresie od 1 stycznia 2002 r. do 30 czerwca 2002 r. („w ciągu sześciu miesięcy po zakończeniu okresu przejściowego”) funkcjonują w obiegu dwa ustawowe

środki płatnicze. Ustawodawcy krajowemu pozostawia się przy tym możliwość skrócenia tego okresu, zakładając teoretycznie, iż może on nawet skrócić ten czas do zera. W związku z wprowadzeniem do obiegu euro i wycofaniem walut krajowych, na emitentów banknotów i monet krajowych środków płatniczych nałożono - na mocy art. 16 - obowiązek przyjmowania ich do wymiany na walutę euro, zgodnie z kursem przeliczeniowym.

Wprowadzenie na przyzwyczajanie konsumentów do cen w euro przewiduje się trzyletni okres przejściowy, jednak wprowadzenie euro do obiegu i równoległe istnienie dwóch środków płatniczych w obrocie gotówkowym może być obciążeniem dla handlu, instytucji kredytujących, a także obywateli. Na przykład Niemcy, aby uniknąć obciążeń, a także irytacji w związku z równoległym istnieniem dwóch środków płatniczych, planują utrzymanie banknotów i monet nominowanych w markach jedynie do chwili wprowadzenia obrotu gotówkowego w euro (tzw. prawny *Bing Bang*). Nie oznacza to jednak *de facto*, że banknoty i monety w markach zostaną wycofane z obrotu w nocy z 31.12.2001 r. na 01.01.2002 r. Wprowadzone będą uregulowania przejściowe, które umożliwią „*ograniczone czasowo posługiwanie się banknotami i monetami wyrażonymi w markach*”. Niemniej uważa się, że zwłaszcza obrót monetami powinien być zachowany przez dłuższy czas, w celu umożliwienia przystosowania automatów wrzutowych do nowych monet euro. Przewiduje się także, iż automaty, które w czasie technicznego procesu zmian nie będą jeszcze przestawione na euro, w dalszym ciągu będą przyjmować banknoty i monety w markach i w markach będą wydawać reszty<sup>27</sup>.

#### Cechy techniczne banknotów i monet euro

Przepisy prawa wtórnego uregulowały również kwestie techniczne związane z emisją euro. W art. 106 (ex. art. 105a) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, który upoważnia EBC w sprawach związanych z emisją banknotów i monet euro (m.in. do ustalenia wielkości emisji monet), udzielono Radzie legitymacji prawnej dla „*podjęcia działań harmonizujących nominały i dane techniczne wszystkich monet dopuszczonych do obiegu*”. Na podstawie tej delegacji wydano **rozporządzenie Rady nr 975/98/WE z dnia 3 maja 1998 r. dotyczące nominałów i danych technicznych monet euro przeznaczonych do obiegu**. Określa ono cechy ośmiu monet pierwszej serii (od 1 centa do 2 euro), tj. średnicę, grubość, wagę, kształt, kolor, skład chemiczny, rodzaj krawędzi. Określenie danych technicznych doty-

<sup>26</sup> Federalny Dziennik Ustaw 1998, cz. I nr 34, Bonn 15.06.1998 r.

<sup>27</sup> *Die technische Ausgestaltung des neuen europäischen Wechselkursmechanismus*. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, nr 10 October 1998.

czących monet euro poprzedzone zostało badaniami przeprowadzonymi w mennicach państw członkowskich. Zostały one opublikowane w raportach z listopada 1996 r. i lutego 1997 r. Przeprowadzono również konsultacje, m.in. ze stowarzyszeniami konsumenckimi, Europejskim Związkiem Niewidomych, przedstawicielami przemysłu produkującego automaty wrzutowe na monety. W sprawie specyfikacji banknotów euro wypowiedział się Europejski Instytut Walutowy, ustalając m.in. nominały w przedziale od 5 do 500 euro, oraz Europejski Bank Centralny.

#### Postulaty *de lege ferenda*

Omówione powyżej przepisy prawne dotyczące euro nie regulują wszystkich zagadnień związanych z wprowadzeniem i funkcjonowaniem nowej, wspólnej waluty. Poza regulacjami wspólnotowymi znalazła się np. - ważna przede wszystkim dla konsumentów - sprawa podwójnych oznaczeń cenowych w okresie „dwuwalutowości”. Charakterystyczne jest to, że w tym wypadku Komisja nie poleciła wprowadzenia specjalnych uregulowań ani wspólnotowych, ani krajowych. Ograniczyła się jedynie do zalecenia krajom członkowskim odpowiedniego sposobu postępowania, który z jednej strony chroniłby interesy konsumentów, z drugiej jednak strony uwzględniałby aspekt kosztów wprowadzenia podwójnego oznakowania cen<sup>28</sup>. W tej sytuacji podmioty gospodarcze, w trakcie trzyletniej fazy przejściowej, mogą podawać dwie ceny: w walucie narodowej i euro. Brak tego obowiązku może działać na niekorzyść konsumentów, szczególnie małych placówek handlowych, gdzie rzadko podawane są dwie ceny.

Inna kwestia wymagająca doprecyzowania wiąże się z międzynarodowymi aspektami funkcjonowania euro. Regulacje wspólnotowe dotyczące euro obowiązują, oczywiście, jedynie wewnątrz Unii i nie mają mocy prawnej w stosunku do krajów spoza UE, co jest szczególnie istotne w przypadku kontraktów z partnerami z państw trzecich. Zasada ciągłości umów została wprawdzie zapisana w Aneksie 4: *International Swaps and Derivatives Association (ISDA) EMU Protocol* w definicji ECU, jednak dotyczy jedynie kontraktów opartych na dokumentacjach opracowanych przez ISDA. Obowiązuje ona również te państwa, które poczyniły odpowiednie zmiany w swoim ustawodawstwie krajowym, nie ma jednak zasięgu *erga omnes*. Powyższa sytuacja prawna nie sprzyja zatem pewności obrotu prawnego i finansowego na rynku międzynarodowym.

Ponadto, do tej pory nie uregulowano należycie kwestii przestępstwa przeciwko walucie euro, aczkolwiek trwają już prace nad projektami odpowiednich regulacji prawnych. W maju 2000 r. Rada UE uchwaliła

decyzję ramową, w której zaostrzyła kary za fałszowanie pieniędzy do ośmiu lat pozbawienia wolności. Warto zaznaczyć, iż w maju 1998 r. Komisja przedstawiła informację na temat metod walki z fałszowaniem pieniędzy. Jej rezultatem było powołanie przez Europejski Urząd do Spraw Zwalczenia Nadużyć Finansowych grupy ekspertów EBC, Europolu, Interpolu oraz policji narodowych. Jej zadaniem jest monitorowanie ryzyka związanego z fałszowaniem nowych banknotów i monet, a także badanie nowych technik ich zabezpieczenia. Określono m.in. procedurę postępowania z fałszywymi pieniędzmi, które poddawane będą badaniom i klasyfikacji przez Europejskie Centrum Analiz Technicznych i Naukowych (ETSC), mające siedzibę we Francji.

#### Regulacje dotyczące euro w ustawodawstwie krajowym na przykładzie porządku prawnego Niemiec

Zasadnicze zagadnienia dotyczące wprowadzenia i funkcjonowania euro znalazły się w regulacjach wspólnotowych. Mają one charakter *ius cogens*, a ich bezpośrednia moc obowiązywania we wszystkich państwach członkowskich - pomimo zasady nadrzędności prawa wspólnotowego nad prawem krajowym - często jest zapisana wprost w konkretnych aktach prawnych (patrz Eurorozporządzenie I i II, rozporządzenie Rady nr 975/98/WE).

Niemniej część państw członkowskich wdrożyła wspólnotowe przepisy dotyczące euro do wewnętrznych systemów prawnych.

W niemieckim porządku prawnym, który często podawany jest za wzór do naśladowania i który pod wieloma względami jest podobny do polskiego systemu prawnego, podstawową regulacją prawną w tym zakresie jest *Ustawa w sprawie wprowadzenia euro* z dnia 9 czerwca 1998 r. oraz regulacja Ministra Finansów z 28 kwietnia 1997 r. *Wprowadzenie euro do ustawodawstwa i administracji publicznej*<sup>29</sup>.

Ustawa w sprawie wprowadzenia euro, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 1999 r., określa dziedziny prawa i konkretne akty prawne wymagające zmian bądź uchwalenia stosownych aktów prawnych w związku z wprowadzeniem euro. W niemieckim systemie prawnym zmiany dotyczyły przede wszystkim wielu przepisów w zakresie postępowania sądowego, prawa społecznego (dotyczącego spółek akcyjnych, spółek z ograniczoną odpowiedzialnością), prawa bilansowego (w tym ustawy w sprawie bilansowania w markach niemieckich) i rozporządzeń w sprawie

<sup>28</sup> Patrz: Commission Recommendation 98/287/EC of 23 April 1998 concerning dual display of prices and other monetary amounts. OJ.L 130, 01.05.1998.

<sup>29</sup> Na potrzeby niniejszego opracowania zostaną one jedynie pokrótce scharakteryzowane, z zasygnalizowaniem niektórych rozwiązań prawnych w nich zawartych.



sprawozdawczości rachunkowej, prawa handlowego (m.in. rozporządzenia w sprawie rejestru handlowego), prawa podatkowego, prawa giełdowego, ustawy o odszkodowaniach, ustawy o podawaniu cen. Jako nowe akty prawne uchwalono m.in.: ustawę przejściową w sprawie stopy dyskontowej oraz ustawę w sprawie przestawienia listów dłużnych na euro.

#### Stopy dyskontowe

Cały artykuł 1 *Ustawy w sprawie wprowadzenia euro* jest *de facto* Ustawą przejściową w sprawie stopy dyskontowej. Zawiera ona przejściowe regulacje prawne (do dnia 31 grudnia 2001 r.) dotyczące stóp dyskontowych oraz regulacje dla licznych przepisów prawa i umów, nawiązujących do stóp procentowych, które po wprowadzeniu euro nie są już wyznaczane wyłącznie przez Deutsche Bundesbank. Jak wiadomo, wraz z wprowadzeniem euro i Europejskiego Systemu Banków Centralnych właściwym organem do wyznaczania polityki pieniężnej (w tym stóp procentowych) stał się Europejski Bank Centralny. Bazową stawką oprocentowania została stopa dyskontowa Deutsche Bundesbanku. Obowiązuje ona na dzień 31 grudnia 1998 r. i zmienia się co cztery miesiące (1 stycznia, 1 maja i 1 września każdego roku) w zależności od kształtowania się jednej ze stóp procentowych wyznaczonych przez Europejski Bank Centralny. Bazowa stopa procentowa jest każdorazowo określana w drodze rozporządzenia i podawana w Monitorze Federalnym.

Ustawa przejściowa w sprawie stopy dyskontowej reguluje także ciągłość umów, które ze względu na zmianę stóp procentowych, spowodowaną wprowadzeniem euro, nie mogą być przedterminowo wypowiedziane czy też jednostronnie rozwiązane lub zmienione. Ponadto, ustawa upoważniła rząd niemiecki do zastąpienia w drodze rozporządzenia stóp lombardowych Bundesbanku przez powoływanie się na odpowiednią stopę procentową Europejskiego Banku Centralnego oraz stóp procentowych pożyczek na rynku międzybankowym FIBOR (Frankfurt Interbank Offered Rate).

#### Sądowe postępowanie upominawcze

Artykuł 2 *Ustawy w sprawie wprowadzenia euro* umożliwił sądowe dochodzenie upominawcze także w walucie euro. W celu dochodzenia żądań w euro w postępowaniu upominawczym wprowadzone zostały specjalne druki. We wskazówkach do tych druków podano: urzędowy kurs wymiany, wartości graniczne żądań dla zakresu kompetencji sądów urzędowych i związkowych, a także koszty postępowania sądowego w euro. W ten sposób możliwe jest proste oszacowanie kosztów ponoszonych przy wniesieniu sprawy do sądu, który ma prowadzić postępowanie.

#### Prawo spółek

Istotne regulacje dotyczące prawa handlowego (spółek prawa handlowego) uregulowane zostały w artykule 3 ww. ustawy. Zgodnie z jego zapisem, z początkiem okresu przejściowego kapitały spółek powinny być wnoszone w walucie euro, a kapitał i udziały już istniejących spółek powinny być „przestawione” na euro. To samo tyczy się stowarzyszeń i spółdzielni. W tym celu wszelkie postanowienia prawne dotyczące spółek, przewidujące używanie marki niemieckiej, zostały „przestawione” już 1 stycznia 1999 r. na euro. Owe „przestawienia” nie ograniczają się zawsze tylko do przerachowań. W niektórych przypadkach użyte zostały do stworzenia nowych uregulowań o znaczeniu podstawowym. Np. minimalna wartość akcji w §8 *prawa o akcjach* została zmniejszona z 5 DEM na 1 euro. Ustalono ponadto, iż kapitały akcyjne nie podlegają płatnościom lub księgowaniom i w tych przypadkach zaokrąglany jest całkowity kapitał zakładowy.

#### Prawo bilansowe

Postanowienia artykułu 4 *Ustawy w sprawie wprowadzenia euro*, dotyczące zmian prawa bilansowego, dają przedsiębiorstwom stosunkowo dużą swobodę wyboru waluty. Przykładowo zestawienia roczne, które dotychczas musiały być podawane w markach, mogą być w okresie przejściowym sporządzane - zarówno do celów handlowych, jak i podatkowych - do wyboru: w markach albo w euro. Według obecnych przepisów podatkowych, nie jest konieczne, aby księgowość, będąca podstawą bilansów, była prowadzona w euro. Najwyższe władze finansowe państwa i krajów związkowych zajęły zgodne stanowisko, że prowadzenie ksiąg dopuszczalne jest także w innej walucie niż w „ustawowych środkach płatniczych” (czyli w marce niemieckiej), np. w funtach brytyjskich, frankach francuskich. Tym samym od 1 stycznia 1999 r. można je automatycznie prowadzić także w walucie euro. Warunkiem prawidłowego prowadzenia ksiąg jest tylko to, aby dawało ono, także biegłej osobie trzeciej, pogląd na zajęcia gospodarcze i stan przedsiębiorstwa. Z wymagań dotyczących audytu wynika jednak, że w ciągu roku rozrachunkowego można księgować jedynie w jednej określonej jednostce walutowej. Jednak aby zapewnić porównywalność i możliwość sprawdzania bilansów oraz dla oszczędności nakładów związanych z zarządzaniem, prowadzenie księgowości w euro musi występować także w latach następnych.

Jeśli chodzi o koszty „przestawienia się z marki na euro”, przyznano przedsiębiorstwom ulgę finansową w postaci możliwości bezpośredniego odliczania nakładów związanych z kosztami zmiany waluty „w wytworzonych przez przedsiębiorstwo niematerialnych



dobrach w majątku przedsiębiorstw”, co stanowi wyjątek od obowiązującej zasady, zakazującej dokonywania tego rodzaju odliczeń.

#### Zamiana istniejących długów na euro

Rada Europejska na posiedzeniu w Madrycie postanowiła, że wraz z początkiem Unii Gospodarczej i Walutowej nowe długi, podlegające obrotowi handlowemu, będą nominowane w euro. Wobec takich założeń ustalonych na szczeblu wspólnotowym niektóre kraje członkowskie postanowiły wprowadzić szczególne uregulowania w prawie krajowym, które od 1 stycznia 1999 r. dawałyby dłużnikom możliwość spłacania w euro zobowiązań również ze starych umów, zawartych w walucie narodowej. W Niemczech przepisami Ustawy w sprawie wprowadzenia euro ustanowiono, że wraz z dniem 1 stycznia 1999 r. także istniejące już państwowe pożyczki, obligacje i bony skarbowe zostaną przemianowane na euro w celu jak najszybszego stworzenia jednorodnego, europejskiego rynku kapitałowego dla nowych i starych walorów. Jednocześnie postanowiono stworzyć dogodne warunki, by również inne obligacje prywatne i publiczne mogły być przemianowane na euro.

Ponadto, rząd Republiki Federalnej Niemiec postanowił w swoich dwustronnych umowach o konwersję długu, iż od 1 stycznia 1999 r. wszystkie płatności od krajów - dłużników będą każdorazowo mogły być akceptowane także w euro, a nowe umowy od 1 stycznia 1999 r. będą zawierane wyłącznie w euro.

Powyższe założenia mają na celu nie tylko szybkie przejście na euro; wzięto także pod uwagę, że w okresie dwuwalutowości dłużnicy mogą mieć trudności w pozyskaniu marek niemieckich na rynkach kapitałowych. Postanowiono ponadto, iż umowy o konwersję długu zawierane w okresie przejściowym będą z dniem 1 stycznia 2002 r. automatycznie, bez dalszych formalności przestawione na euro, przy czym może to wymagać ewentualnie dodatkowych wyjaśnień w stosunku do krajów - dłużników spoza UGW.

#### Zobowiązania i płatności w okresie przejściowym

W celu jak najsprawniejszego przebiegu procesu ostatecznego przechodzenia z waluty krajowej na euro w 2002 r., już dzisiaj - w okresie przejściowym - stwarzane są zachęty do posługiwania się euro. Niemieckie związki instytucji kredytowych i Deutsche Bundesbank zawarły już w 1996 r. ramowe porozumienie o wewnątrz krajowym przepływie płatności przy wprowadzaniu euro. Zgodnie z nim, płatności bezgotówkowe od 1 stycznia 1999 mogą być wyrażane w markach i w euro. Rozwiązanie to umożliwi generalnie płacenie w euro z konta prowadzonego w markach niemiec-

kich oraz opłacenie w markach z konta prowadzonego w euro. Dotyczy to zarówno płatności prywatnych, jak i wobec sektora publicznego. Ustalono ponadto, iż podwójne prowadzenie kont jest zbędne. W celu uniknięcia różnic w zaokrągleniach płatności powinny być dokonywane, jeżeli jest to technicznie możliwe, w walucie, w której następuje fakturowanie.

Szczególnie duże znaczenie dla porządku prawnego mają regulacje dotyczące zobowiązań. Ustawa przewiduje, iż nowe umowy, od 1 stycznia 1999 r. powinny być zawierane w zasadzie w euro. Jest to podyktowane również ewentualnymi trudnościami w pozyskaniu marek w okresie przejściowym, ponieważ rynek dewizowy będzie przechodził na euro. Niemniej w ustawodawstwie niemieckim zagwarantowano, iż umowy w markach niemieckich lub prawne nawiązania do tej waluty zachowują swoją ważność do 31 grudnia 2001 r. W razie zawierania kontraktu w okresie przejściowym w walucie krajowej dodatkowo powinny być zawarte umowy o konwersję długu. Z dniem 1 stycznia 2002 r. umowy te będą bez dalszych formalności automatycznie przestawione na euro. W tym celu rząd niemiecki przygotowuje projekt ustawy, według której od 1 stycznia 2002 r. jedynym oficjalnym środkiem płatniczym w Niemczech będzie euro. Marka niemiecka będzie oczywiście wymieniana po określonym kursie na euro przez Deutsche Bank. Jednak już dziś przewiduje się, iż proces przechodzenia na euro może spowodować wiele komplikacji w codziennym życiu, które należałoby uwzględnić w regulacjach prawnych. Konkretnie rozwiązania w tym względzie, które zostaną zapisane w ww. ustawie, uzależnione są m.in. od tego, w jakim stopniu handel detaliczny i przemysł automatów wrzutowych zadeklarują gotowość akceptowania znajdujących się jeszcze w obiegu banknotów i monet w markach. Ponadto, aby usprawnić proces ostatecznego wycofywania marek z obiegu wszystkie banki regionalne (instytucje kredytowe obsługujące klientów) zostaną zobowiązane do przyjmowania banknotów i monet nominowanych w markach w okresie ich wymiany na euro, a także do przyjęcia możliwie elastycznego stanowiska w tej sprawie w późniejszym terminie.

#### Skutki wprowadzenia i funkcjonowania euro dla polskiego systemu prawnego

Regulacje wspólnotowe dotyczące euro obowiązują, oczywiście, jedynie wewnątrz Unii i nie mają mocy prawnej w stosunku do krajów spoza UE (również w zakresie dotyczącym ciągłości kontraktów z partnerami z państw trzecich). Z dniem 1 stycznia 1999 r. wprowadzenie wspólnej waluty na terenie Unii Gospodarczej i Walutowej zrodziło niejako obowiązek dostosowania systemów prawnych państw trzecich, zwłaszcza doty-

czących międzynarodowego obrotu handlowego oraz funkcjonowania banków.

W Polsce nie została uchwalona jedna ustawa, która dokonałaby wszelkich zmian niezbędnych w systemie prawnym w związku z wprowadzeniem nowej waluty euro i która zawierałaby zasady o charakterze ogólnym, takie jak np. *lex monetae*, *zasada swobody wyboru*, *zasada ciągłości przepisów prawa i umów*. Jedynie ta ostatnia zasada została częściowo wyrażona w art. 30 ustawy z dnia 18 grudnia 1998 r. Prawo dewizowe (Dz.U. nr 160, poz. 1063), która weszła w życie 12 stycznia 1999 r., a więc już w momencie funkcjonowania euro. Zapis art. 30 zastępuje automatycznie, z dniem 1 stycznia 1999 r., we wszystkich aktach prawnych jednostkę rachunkową ECU nową walutą euro<sup>30</sup>. Częściowe uregulowanie zasady ciągłości przepisów prawa i umów w ww. artykule polega na tym, że odnosi się on jedynie do „aktów prawnych” i pomija umowy oraz jednostronne czynności prawne, które są elementem definicji „instrumentów prawnych” w rozumieniu art. 1 Eurorozporządzenia I.

Oprócz Ustawy Prawo dewizowe drugim aktem prawnym, który został uchwalony w związku z wprowadzeniem euro, jest *zarządzenie nr 21/98 Prezesa NBP z dnia 31 grudnia 1998 r. w sprawie wykazu walut obcych będących walutami wymiennymi*<sup>31</sup>. Również ono traktuje odmiennie niż regulacje wspólnotowe status dewizowy euro i walut narodowych państw członkowskich UGW, uznając je za różne waluty obce, nie zaś za jednostki tej samej waluty. Inaczej też uregulowano zagadnienia związane z kursem euro, bowiem nie wprowadzono *zasady sześciu miejsc dziesiętnych* przy ustalaniu kursu dla euro oraz zasad przeliczeń między euro a walutami krajowymi państw EMU. Niezgodność w tym zakresie naszych przepisów z prawem wspólnotowym nie wywołuje na razie komplikacji natury prawnej, jednak w przyszłości - w związku z przystąpieniem do UE i ESBC - konieczne będzie dostosowanie ich do standardów unijnych.

Przy braku systemowego uregulowania kontynuacji umów powstał problem dotyczący m.in. umów kredytowych. W zasadzie powinny być zmieniane każdorazowo w porozumieniu z kredytobiorcą, chyba że podpisał on wcześniej aneks do umowy bądź zawiera ona klauzulę konwersyjną<sup>32</sup>.

## Podsumowania

Omówione w niniejszym artykule dwa eurorozporządzenia są podstawowymi aktami prawnymi dotyczącymi euro. Warto również zaszyfrować, iż wkład w tworzenie infrastruktury prawnej w tym zakresie ma także Europejski Bank Centralny, którego najważniejsze regulacje prawne dotyczące euro to:

1. Decision of the European Central Bank of 7 July 1998 on the denominations, specifications, reproduction, exchange and withdrawal of euro banknotes (ECB/1998/6)<sup>33</sup> - dotycząca danych technicznych banknotów euro, tj. wielkości, szaty graficznej, koloru poszczególnych siedmiu banknotów; uregulowała ona także zagadnienia związane z prawami autorskimi przy ich reprodukcji: fotografowaniu, malowaniu, rysowaniu itp.;

2. Recommendation of the European Central Bank of 7 July 1998 regarding the adoption of certain measures to enhance legal protection of euro banknotes and coins (ECB/1998/7)<sup>34</sup> - zalecające państwom członkowskim i instytucjom wspólnotowym podjęcie przed 2002 r. stosownych kroków w celu prawnej ochrony banknotów i monet euro;

3. Opinion of the European Central Bank at the request of the Council of the European Union under Article 109 l(4) of the Treaty establishing the European Community on a proposal for a Council Regulation (EC) on the conversion rate between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro<sup>35</sup> - dotyczące ustalenia kursów wymiany nieodwołalnie obowiązujących w stosunku do walut państw członkowskich i nieodwołalnego kursu, po jakim ECU zastępuje te waluty; zgodnie bowiem z art. 123(ex. 109 l.) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską, w kwestii tej Rada powinna porozumieć się z EBC;

4. Opinion of the European Central Bank at the request of the Council of the European Union under Article 105a (2) of the Treaty establishing the European Community on a proposal for a Council Regulation (EC) amending Council Regulation (EC) No 975/98 on denominations and technical specifications of euro coins intended for circulation<sup>36</sup>.

Ponadto duże znaczenie dla funkcjonowania waluty euro - w celu zagwarantowania jej silnej pozycji na rynku - ma wypełnienie przez państwa uczestniczące zobowiązań określonych w tzw. kryteriach konwergencji. Uregulowania prawne w tym zakresie wydane zostały przez Radę w formie trzech niżej wymienionych

<sup>30</sup> Art. 30 ustawy Prawo dewizowe: „W przepisach ustawy, w przepisach obowiązujących, w przepisach ogłoszonych do dnia wejścia w życie ustawy i w przepisach przyjętych do dnia wejścia w życie ustawy, a ogłoszonych po tym dniu wyraz ECU zastępuje się wyrazem EURO”.

<sup>31</sup> MP nr 2, poz. 11 z późn. zm.

<sup>32</sup> Szerzej: K. Szeląg, R. Żak, S. Jakubiec, M. Glibowska: *Analiza wpływu wprowadzenia euro na polski system bankowy*. Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, zeszyt nr 107.

<sup>33</sup> Publikacja Dz.Urz. z 1999 L.008.

<sup>34</sup> Publikacja Dz.Urz. z 1999 C.011.

<sup>35</sup> Publikacja Dz.Urz. z 1998 C.412.

<sup>36</sup> Publikacja Dz.Urz. z 1999 C.077.

aktów prawnych, określanych mianem Paktu Stabilności i Wzrostu<sup>37</sup>:

1. Uchwała Rady z dnia 17 czerwca 1997 r. w sprawie Paktu Stabilności i Wzrostu (Dziennik Urzędowy C 236/01),

<sup>37</sup> Szerzej A. Nowak-Far: *Europejska Unia Gospodarcza i Walutowa: główne elementy infrastruktury prawnej i organizacyjnej*. „Bank i Kredyt” nr 6/1999.

2. Rozporządzenie Rady nr 1466/97/EC z 7 lipca 1997 r. w sprawie wzmocnienia rozpoznawania sytuacji budżetowych oraz rozpoznawania i koordynacji polityk gospodarczych (Dziennik Urzędowy L. 209/1),

3. Rozporządzenie Rady nr 1467/97/EC z dnia 7 lipca 1997 r. w sprawie przyspieszenia i wyjaśnienia stosowania procedury nadmiernego deficytu (Dziennik Urzędowy L. 209/6).

## System gwarantowania depozytów bankowych we Francji\*

*Ryszard Wierzba*

### Przesłanki gwarantowania depozytów

Dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki każdego kraju niezbędny jest zdrowy i sprawny system bankowy, w którym każda instytucja kredytowa<sup>1</sup> jest instytucją zaufania publicznego. Stąd też upadłość nawet jednego banku, w sytuacji wzajemnych powiązań między tymi instytucjami, może spowodować, na zasadzie efektu domina, upadłość innych banków, a w konsekwencji nawet kryzys gospodarczy. Doświadczenia Wielkiego Kryzysu (1929-1933) uświadomiły rządowi wielu państw istnienie ryzyka systemowego i zmobilizowały je do podjęcia działań, które miały zapewnić większą

stabilność sektora bankowego oraz większą ochronę interesów klientów banków. Za jeden z czynników stabilizujących system bankowy uznano utworzenie instytucji gwarantującej depozyty zgromadzone w bankach.

System gwarantowania depozytów jest swoistym uzupełnieniem norm adekwatności kapitałowej banków względem ryzyka, na które są one narażone. Jeśli bowiem fundusze własne banku są wystarczająco duże, aby zneutralizować szoki, zarówno o charakterze cyklicznym, jak i o charakterze nadzwyczajnym, oraz pozwalają zachować stabilność portfela bankowego, to system gwarantowania depozytów ma znaczenie drugorzędne. Znaczne ograniczenie ryzyka w działalności banków, którego całkowita eliminacja jest w zasadzie niemożliwa, wymagałoby posiadania przez instytucje kredytowe relatywnie dużych funduszy własnych. Zwiększyłyby to jednak koszt udzielanych kredytów i ograniczyłyby ich rozmiary, co byłoby szkodliwe z punktu widzenia finansowania gospodarki.

\* Autor artykułu pragnie gorąco podziękować Pani Françoise Palle-Guillabert z Banku Francji oraz Panom: Gilles Morisson i Bruno Longet z Komisji Bankowej w Paryżu, za wyjaśnienia i materiały dotyczące systemu gwarantowania depozytów we Francji, wykorzystane w niniejszym opracowaniu.

<sup>1</sup> W ustawodawstwie Unii Europejskiej zamiast określenia banki używa się nieco szerszego pojęcia: instytucje kredytowe. W niniejszym opracowaniu oba te pojęcia są stosowane zamiennie.

Normy adekwatności kapitałowej banków powinny zatem być z jednej strony, być na tyle wysokie, aby dyscyplinować działania banków powodujące wzrost ryzyka, ale z drugiej strony na tyle niskie, by nie ograniczały możliwości finansowania gospodarki i stwarzać warunki do rozwoju konkurencji między bankami. Trzeba jednocześnie pamiętać, iż w praktyce normy adekwatności kapitałowej nie zawsze są przez banki ściśle przestrzegane. Banki bowiem, jako podmioty gospodarcze nastawione na maksymalizację wartości firmy dla akcjonariuszy, będą podejmowały różne działania - również nierozsądne - mające na celu zwiększenie tej wartości<sup>2</sup>. Nadzór bankowy nie zawsze jest w stanie odpowiednio wcześniej dostrzec zjawiska nieprzestrzegania przez banki norm adekwatności kapitałowej, co spowodowane jest przede wszystkim asymetrią informacji między bankami a nadzorem. Stąd też powszechny jest pogląd, iż działalność banków winna być zabezpieczona nie tylko przez normy adekwatności kapitałowej funduszy własnych i sprawny system nadzoru ale także przez system gwarantowania depozytów. Stanowi on swego rodzaju siatkę bezpieczeństwa, pozwalającą łagodzić niedoskonałości norm adekwatności kapitałowej środków własnych i systemu nadzoru ich przestrzegania.

Teoretycznie rzecz biorąc, system gwarantowania depozytów może funkcjonować w ramach trzech modeli.

W pierwszym modelu określa się jednolite normy adekwatności kapitałowej dla wszystkich banków oraz oblicza się składkę na fundusz gwarantowania depozytów dla każdego z banków, uwzględniając jego indywidualny poziom ryzyka.

W drugim modelu określa się jednolite ryczałtowe składki na fundusz gwarancyjny depozytów oraz różnicuje się normy adekwatności kapitałowej dla poszczególnych banków w zależności od ryzyka przypisywanego każdemu z nich.

Trzeci model stanowi połączenie elementów dwóch poprzednich.

W istocie dylemat funkcjonowania systemu gwarantowania depozytów sprowadza się do wyboru modelu wykorzystującego składkę ryczałtową lub modelu wykorzystującego składkę uzależnioną od ryzyka danego banku.

Zaletą rozwiązania, w którym stosuje się składkę ryczałtową, jest jego prostota i stosunkowo niski koszt funkcjonowania. Rozwiązanie to ma jednak dwie słabości, bowiem dyscyplina rynkowa może być zakłócona zarówno przez deponentów, jak i przez banki. W przypadku systemu, w którym obowiązują składki ryczałtowe, ich wysokość obliczana jest proporcjonalnie do wielkości depozytów (np. 0,5% depozytów) bez

uwzględnienia realnego ryzyka dopuszczanego przez banki. Jeśli jednak ryzyko przyjmowane przez banki nie jest *de facto* mierzone, to zasoby funduszu gwarancyjnego mogą okazać się niewystarczające do pokrycia skutków upadłości banku, szczególnie jeśli będzie to duży bank. W takiej sytuacji utrzymaniu wiarygodności systemu gwarantowania depozytów towarzyszy przekonanie deponentów, iż banki w razie kryzysu będą wspierane przez bank centralny, nadzór bankowy czy państwo. Przekonanie to odnosi się jednak przede wszystkim do dużych banków, ze względu na ryzyko systemowe: „zbyt duży, aby upaść” (*„too big to fail”*). W dłuższym okresie, wskutek uprzywilejowania dużych banków zakłócone zostaną reguły równej konkurencji na rynku. To bowiem duże banki, kosztem mniejszych, będą miały łatwiejszy dostęp do depozytów przy relatywnie niższym koszcie ich pozyskania.

Omawiany model stwarza także dla banków zachętę do zwiększania ryzyka w ich działalności (*moral hazard*). Przeciwdziałać temu może system norm adekwatności kapitałowej, które są różnicowane w zależności od skali ryzyka podejmowanego przez poszczególne banki.

Jednocześnie możliwe są działania poprawiające dyscyplinę deponentów. Polegają one przede wszystkim na określeniu górnej granicy wypłaty odszkodowania za utracone, w wyniku upadłości banku, depozyty. Przyczynia się to do większej ostrożności w deponowaniu lokat i do ich dywersyfikacji na rynku bankowym, sprzyjającej rozwojowi konkurencji na tym rynku.

Górna granica wypłaty tych odszkodowań, aby była skuteczna, nie powinna być jednak ustalona zbyt wysoko. Nie może być jednak zbyt niska, gdyż wówczas jej funkcja ochrony deponentów byłaby znacznie osłabiona.

Najczęściej przyjmuje się, iż górna granica odszkodowania za utracone depozyty powinna mieścić się w przedziale wyznaczonym przez jednokrotność i dwukrotność wartości produktu krajowego brutto na jednego mieszkańca. W tym kontekście można stwierdzić, iż obecnie obowiązująca w Unii Europejskiej norma odszkodowania, w wysokości co najmniej 20.000 EUR, odpowiada dolnej granicy tego przedziału. Maksymalna wysokość odszkodowania obowiązująca we Francji - 70.000 EUR - nieco przekracza górną granicę tak określonego przedziału.

Słabości systemu gwarantowania depozytów, opartego na składce ryczałtowej, nie występują w systemie, w którym wysokość składki zależy od wielkości ryzyka w banku płaćącym składkę. Jednak system gwarantowania depozytów, w którym składka jest zróżnicowana w zależności od skali ryzyka w danym banku, jest trudny do wprowadzenia z dwu powodów.

Po pierwsze, system taki będzie funkcjonował prawidłowo tylko w przypadku rynku doskonale konkurencyjnego. W przeciwnym bowiem razie wzrost skład-

<sup>2</sup> Por. M. Iwanicz-Drozdowska: *Determinanty bezpieczeństwa banków w świetle analizy wybranych kryzysów bankowych*. Warszawa SGH 2000. Monografie i opracowania nr 479. s. 186.

ki, wynikający ze zwiększenia ryzyka w banku, może być mechanicznie przerzucony na klientów banku, powodując efekty wypychania w gospodarce.

Po drugie, system taki wymaga uzyskiwania i przetwarzania wielu szczegółowych informacji z banków, co jest i trudne, i kosztowne.

### Zróżnicowanie systemów gwarantowania depozytów w praktyce

Porównując funkcjonujące w praktyce systemy gwarantowania depozytów bankowych, dostrzega się ich znaczne zróżnicowanie<sup>3</sup>. Jest ono wynikiem różnych czynników. Do najważniejszych z nich można zaliczyć: odmienne doświadczenia historyczne w rozwoju gospodarczym poszczególnych krajów, różnorodne koncepcje stanowiące podstawę sterowania procesami ekonomicznymi oraz poziom zamożności państwa.

Państwa, w których funkcjonują systemy gwarantowania depozytów bankowych, można podzielić na pięć grup.

Do pierwszej z nich zalicza się kraje, w których stosuje się system oparty na zasadzie wzajemnej pomocy, a składki ustalane są ryczałtowo. Gromadzenie funduszy na odszkodowania następuje po upadłości banku - suma wypłaconych odszkodowań dzielona jest między pozostałe banki.

Drugą grupę stanowią kraje, w których system gwarantowania depozytów ma charakter ryczałtowo-ubezpieczeniowy. W systemach takich składka ma charakter ryczałtowy i jest pobierana *ex ante*, tj. przed ewentualną upadłością banków.

Trzecia grupa obejmuje kraje, w których składka na rzecz systemu gwarantowania depozytów jest pobierana *ex ante*, a jej wysokość jest zróżnicowana w zależności od wielkości ryzyka w danym banku.

Do czwartej grupy zalicza się kraje, w których system obliczania składek na fundusz gwarantowania depozytów ma charakter mieszany. Składka o charakterze ryczałtowym łączy się, w pewnych warunkach, ze składką obliczaną z uwzględnieniem ryzyka banku.

Piątą grupę stanowią kraje, w których system gwarantowania depozytów bankowych zawiera, w różnej konfiguracji elementy wymienionych wyżej rozwiązań.

Wśród funkcjonujących systemów gwarantowania depozytów dominują systemy proste w konstrukcji, w których stosowane są składki ryczałtowe. Z drugiej jednak strony coraz bardziej wzrasta liczba państw, które w swych systemach gwarantowania depozytów sto-

sują sposoby obliczania składek nawiązujące do wielkości ryzyka danego banku. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, iż wprawdzie liczba tych państw nie jest zbyt duża, jednak dominują one z punktu widzenia rozmiarów gwarantowanych depozytów. Należą bowiem do nich m.in. Stany Zjednoczone<sup>4</sup>, Włochy<sup>5</sup>, Kanada i Francja.

Analizując systemy gwarantowania depozytów, dostrzega się także, iż stosunkowo rzadko przewidują one prowadzenie działań prewencyjnych, szczególnie w formie finansowania takich działań. Stosowane działania prewencyjne („Prompt Corrective Actions”) ograniczają się z reguły do wzmoczonej kontroli wewnętrznej czy poprawy zarządzania. Spośród dużych krajów uprzemysłowionych jedynie we Francji i w Japonii przewiduje się finansowanie działań prewencyjnych przy wykorzystaniu środków finansowych funduszy gwarantowania depozytów.

Porównanie systemów gwarantowania depozytów pozwala także dostrzec różnorodność rozwiązań w zakresie: podmiotów uprawnionych do uzyskania odszkodowania za utracone depozyty, górnej granicy wypłaty odszkodowania, struktury i liczby systemów gwarantowania depozytów, stosowania zasady koasekuracji, wielkości planowanych zasobów funduszu gwarancyjnego, formalnych relacji między instytucją gwarancyjną a otoczeniem oraz dodatkowych źródeł zasilania funduszy gwarancyjnych<sup>6</sup>.

### System gwarantowania depozytów we Francji do 1999 r.

Francja należy do najbardziej ubankowionych krajów na świecie. W 1999 r. na jej terytorium funkcjonowały 1.143 instytucje kredytowe, posiadające łącznie 25.501 placówek, w których pracowało 414.661 osób.

Należy jednak podkreślić, iż instytucje kredytowe we Francji są bardzo zróżnicowane pod względem formy prawnej. W szeroko rozumianym francuskim systemie bankowym wyodrębnia się dziewięć grup instytucji kredytowych, które bądź tworzą stowarzyszenia banków, bądź podlegają organom centralnym, stanowiąc swoistą sieć banków. Są to:

- banki w ścisłym tego słowa znaczeniu, należące do Związku Banków Francuskich (AFB),
- towarzystwa finansowe należące do Francuskiego Stowarzyszenia Towarzystw Finansowych (AFSF),
- kasy kredytu rolnego, których organem centralnym jest Narodowa Kasa Kredytu Rolnego (CNCA),

<sup>3</sup> Por. B. Zdanowicz: *Europejskie systemy gwarantowania depozytów - porównanie*. „Bezpieczny Bank” 1998, nr 4(5) oraz B. Zdanowicz: *Pozaeuropejskie systemy gwarantowania depozytów - porównanie*. „Bezpieczny Bank” 1999, nr 1/2 (6/7).

<sup>4</sup> Szerzej patrz: T. Obal: *System gwarancji depozytów w USA*. „Bezpieczny Bank” 1998, nr 1(2).

<sup>5</sup> Szerzej patrz: T. Obal: *Włoski system gwarantowania depozytów*. „Bezpieczny Bank” 1998, nr 2/3 (3/4).

<sup>6</sup> Szerzej patrz: H. Polijaniuk: *Zagraniczne systemy gwarantowania depozytów - rozwiązania zalecane i praktykowane*. „Bezpieczny Bank” 2000, nr 1 (8).



- banki ludowe, których organem centralnym jest Izba Związkowa Banków Ludowych (CSBP),

- kasy wzajemnego kredytu, których organem centralnym jest Narodowa Konfederacja Wzajemnego Kredytu (CNCM),

- instytucje kredytu spółdzielczego, których organem centralnym jest Centralna Kasa Kredytu Spółdzielczego (CCCC),

- kasy oszczędnościowo-przezornościowe, których organem centralnym jest Narodowe Centrum Kas Oszczędnościowo-Przezornościowych (CNCEP),

- kasy kredytu miejskiego, których organem centralnym jest Stała Konferencja Kas Kredytu Miejskiego (CPCCM),

- instytucje finansowe o charakterze specjalistycznym, których organem centralnym jest Zgrupowanie Specjalistycznych Instytucji Finansowych (GIFS).

Depozyty złożone we wszystkich instytucjach kredytowych we Francji objęte są gwarancją, zgodnie z postanowieniami dyrektywy Unii Europejskiej z 30 maja 1994 r. dotyczącej systemów gwarantowania depozytów. Należy jednak podkreślić, iż do 1999 r. funkcjonowało dziewięć odrębnych systemów gwarantowania depozytów. Każdy z wymienionych wyżej segmentów banków miał swój własny, odmienny od innych system gwarancyjny. Jednak kwota gwarancji na jednego depozenta we wszystkich systemach była jednolita i wynosiła 400.000 FRF, co odpowiada około 67.000 EUR.

Szczególnie duże różnice występowały pomiędzy systemem gwarancyjnym banków komercyjnych zrzeszonych w Związku Banków Francuskich i systemami gwarancyjnymi banków spółdzielczych.

System gwarantowania depozytów banków zrzeszonych w Związku Banków Francuskich oparty był na zasadzie solidarności społeczności bankowej. Fundusze na wypłatę odszkodowań gromadzone były dopiero po upadłości banku, a nie *ex ante*.

Z chwilą uzyskania informacji o upadłości banku Związek wyznaczał inny bank, który udzielał pożyczki pieniężnej niezbędnej do wypłaty odszkodowań klientom upadłego banku z tytułu utraconych depozytów. Wypłata odszkodowań odbywała się w ciągu dwu miesięcy od chwili upadłości banku. Po upływie dwumiesięcznego terminu Związek, wspólnie z bankiem, który wypłacał odszkodowania, ustalał wysokość szkody i wzywał swych członków do jej pokrycia w formie wpłaty składki. Ustalając składkę, brano pod uwagę wielkość szkody oraz kwoty depozytów w banku wpłacającym składkę. Przy obliczaniu składki korzystano z podziału depozytów na kilka przedziałów, różnicujących jej wysokość w zależności od przedziału depozytów. W praktyce udział składki w depozytach malał wraz ze wzrostem ich wielkości<sup>7</sup>. Przyjęto jednocześnie,

iż system bankowy będzie interweniował w przypadku szkód, których łączna wysokość nie przekroczy 100 mln FRF rocznie. Kwota ta podlegała następnie podziałowi między poszczególne banki. W razie potrzeby Związek Banków Francuskich mógł jednak zwrócić się do swych członków o wpłacenie składek za dwa ubiegłe lata oraz za dwa następne lata. W skrajnym przypadku pozwoliłoby to zmobilizować w 1995 r. kwotę 500 mln FRF<sup>8</sup>.

Przykładem systemu gwarantowania depozytów w sektorze spółdzielczości bankowej może być obowiązujący do 1999 r. system w grupie banków ludowych (Banques Populaires), których organem centralnym jest, jak już wspomniano, Izba Związkowa Banków Ludowych (CSBP). System gwarancyjny w tej grupie oparty był na zasadzie solidarności. Każdy bank spółdzielczy czerpie bowiem siłę z przynależności do grupy, gdyż poza nią nie byłby w stanie zaspokoić wszystkich swoich potrzeb. Stąd też nie waha się wpłacić na pomoc dla bratniego banku, którego nie postrzega jako swego konkurenta. Stąd też banki spółdzielcze część zysków (10% rocznie) przekazywały do systemu gwarancyjnego. W razie potrzeby możliwe było pobranie dodatkowej składki. Deponenci chronieni byli zatem przez całą sieć banków ludowych, a granicą funkcjonowania tego solidarnego systemu mogła być jedynie upadłość całej grupy. O użyciu środków funduszu decydowała Rada Nadzorcza organu centralnego, składająca się z przedstawicieli banków<sup>9</sup>.

Istnienie we Francji do 1999 r. dziewięciu odrębnych systemów gwarantowania depozytów nie było sprzeczne z dyrektywą Unii Europejskiej dotyczącą gwarantowania depozytów. Jednak ogół tych systemów był mało przejrzysty, a świadczenia banków na ich rzecz nie zawsze wydawały się sprawiedliwe, jeśli chodzi o ich wielkość. Zdarzały się także pewne kłopoty z mobilizacją środków na wypłatę odszkodowań. Wszystko to stanowiło przesłankę modyfikacji systemu gwarantowania depozytów.

## Nowy system gwarantowania depozytów we Francji

W 1999 r. we Francji wprowadzono reformę systemu gwarantowania oszczędności. Ustawa dotycząca oszczędności i bezpieczeństwa finansowego, z dnia 25 czerwca 1999 r., stworzyła ramy prawne trzech systemów stabilizujących rynek finansowy:

- gwarantowania depozytów,
- gwarantowania kaucji składanych w bankach,
- gwarantowania zdeponowanych papierów wartościowych.

<sup>7</sup> Szczegółowe zasady obliczania składek przedstawione zostały w opracowaniu: *Nota syntetyczna dotycząca międzybankowego mechanizmu solidarności Związku Banków Francuskich (AFB)*. Narodowy Bank Polski, GINB. Warszawa 1995 (materiał powielony).

<sup>8</sup> Por. tamże.

<sup>9</sup> B. Zdanowicz: *Gwarancje depozytów na tle systemu bankowego Francji*. „Bezpieczny Bank” 1999, nr 1/2 (6/7).

Systemy te są ze sobą powiązane, jednak dalsze rozważania poświęcone będą tylko problematyce gwarantowania depozytów<sup>10</sup>.

Centralną instytucją systemu gwarantowania depozytów jest jednolity Fundusz Gwarantowania Depozytów, zwany w skrócie FGD. Fundusz ten zastąpił dziewięć funkcjonujących w przeszłości mechanizmów gwarancyjnych. Jest to wyrazem polityki państwa zmierzającej do uniwersalizacji systemu bankowego, deklarowanej we francuskiej ustawie Prawo bankowe z 1984 r.

#### Uczestnicy systemu gwarantowania depozytów

Przynależność do Funduszu Gwarantowania Depozytów, będącego osobą prawną prawa prywatnego, jest obligatoryjna dla wszystkich instytucji kredytowych działających we Francji. Oznacza to, iż nowym, jednolitym systemem gwarantowania depozytów objęte zostały wszystkie rodzaje prawne instytucji kredytowych: banki zrzeszone w Związku Banków Francuskich (AFB), banki spółdzielcze oraz działające na zasadach wzajemności kasy kredytu miejskiego, a także specjalistyczne instytucje finansowe. System ten jest zatem wyrazem solidarności wszystkich instytucji kredytowych, dla których stabilny rynek finansowy jest podstawowym warunkiem funkcjonowania i rozwoju.

Przepisy stanowią, iż uczestnikami systemu gwarantowania depozytów są wszystkie instytucje kredytowe mające siedzibę swych władz we Francji, w Monako i we francuskich departamentach zamorskich oraz działające we Francji oddziały instytucji kredytowych mających siedzibę władz poza Europejskim Obszarem Gospodarczym. Z obowiązku wnoszenia składek na rzecz FGD zwolnione są jedynie oddziały instytucji kredytowych, których siedziba władz, poza Francją, znajduje się w Europejskim Obszarze Gospodarczym lub też poza Obszarem, jeśli dany kraj podpisał z Francją odpowiednią konwencję.

#### Zadania FGD

Głównym celem działalności FGD jest, jak już podkreślano, przyczynianie się do stabilizacji sektora bankowego. Ten główny cel powinien być osiągnięty poprzez realizację dwóch podstawowych zadań, które prawo nakłada na Fundusz. Jest to wypłacanie klientom upadłych banków odszkodowań z tytułu utraczonych depozytów oraz prowadzenie działań o charakterze prewencyjnym, których celem jest uniknięcie upadłości banku.

Gwarancją FGD objęte są, zgodnie z postanowieniami dyrektywy Unii Europejskiej z 30 maja 1994 r. odnoszącej się do systemów gwarantowania depozytów (94/12/CE), nie tylko depozyty a vista i depozyty terminowe, ale także inne wierzytelności klientów banków, takie jak bony kasowe i środki płatnicze emitowane przez instytucje kredytowe. Gwarancją objęte są jednak wyłącznie szeroko rozumiane depozyty podmiotów niefinansowych. Oznacza to, iż gwarancja nie obejmuje depozytów: instytucji kredytowych, przedsiębiorstw inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy wspólnego inwestowania, funduszy emerytalnych, innych państw oraz administracji centralnych. Z gwarancji wyłączone są także depozyty: na okaziciela, pochodzące z operacji „prania brudnych pieniędzy”, przyjęte na warunkach, które spowodowały poważne pogorszenie sytuacji finansowej banku.

Odszkodowanie za utracone depozyty, wyrażone w euro, jest ograniczone do kwoty 70.000 EUR i odnosi się do całości depozytów danego klienta w upadłym banku, bez względu na liczbę depozytów, ich umiejscowienie w ramach Europejskiego Obszaru Gospodarczego i rodzaj pieniądza.

Procedurę wypłaty odszkodowań z tytułu utraczonych przez klientów banku depozytów otwiera odpowiednia decyzja sądu lub Komisji Bankowej, będącej instytucją nadzoru bankowego. W przypadku upadłości banku decyzja taka powoduje skreślenie banku z listy instytucji kredytowych, co oznacza utratę licencji bankowej i rozwiązanie przedsiębiorstwa bankowego.

Regulacje prawa dotyczące wypłaty odszkodowań zostały tak określone, aby sprzyjały szybkiej wypłacie odszkodowań. Musi ona rozpocząć się po piętnastu dniach od chwili listownego poinformowania przez Fundusz deponentów o utracie ich depozytów i powinna być zakończona w ciągu dwu miesięcy od wystąpienia Komisji Bankowej z wnioskiem do Funduszu o wypłatę odszkodowań. W niektórych przypadkach okres ten może być dwukrotnie przedłużony.

Jednocześnie warto zwrócić uwagę na przepis prawny, zgodnie z którym Fundusz Gwarantowania Depozytów ma możliwość dochodzenia od członków kierownictwa banku, odpowiedzialnych za jego upadłość, zwrotu środków wydatkowanych na wypłatę odszkodowań. Rozwiązanie to ma znaczenie głównie moralne.

Działalność prewencyjna, do której został prawnie zobowiązany Fundusz Gwarantowania Depozytów, jest we Francji zadaniem nowym. Jest ona wzorowana na doświadczeniach innych, przodujących w tym zakresie krajów, szczególnie Stanów Zjednoczonych. Podjęcie przez FGD działań prewencyjnych wobec banków, którym grozi utrata płynności, odbywa się na wniosek Komisji Bankowej. Działania te mogą mieć różny charakter. Między innymi mogą one polegać na udzielaniu

<sup>10</sup> Zasady gwarantowania kaucji i papierów wartościowych przedstawione zostały m.in. w: *Rapport Annuel 1999*. Comité de la Réglementation Bancaire et Financière Banque de France. Paris 2000, s. 67-74.

kredytów bankom zagrożonym utratą płynności oraz na nabywaniu wierzytelności od banków, w których powstało niebezpieczeństwo niewypłacalności, w celu odsprzedaży tych wierzytelności w przyszłości.

Należy jednocześnie podkreślić, iż działalność prewencyjna FGD nie ma na celu podtrzymywania istnienia banków niezdolnych do zdrowego funkcjonowania. Prowadziłyby to bowiem do zniekształcenia mechanizmów konkurencji rynkowej. Chodzi raczej o takie działania, które dzięki współpracy władz nadzorczych i środowiska bankowego skupionego w FGD, nie dopuszczą do poważniejszych strat spowodowanych upadłością banku. Dla banków uczestniczących w FGD koszt takiej upadłości mógłby być bowiem większy niż środki wydatkowane na sfinansowanie działań prewencyjnych.

#### Władze FGD

Fundusz Gwarantowania Depozytów, będący osobą prawną prawa prywatnego, zarządzany jest przez reprezentantów środowiska bankowego. Władze Funduszu ściśle współpracują z Komisją Bankową. Trzeba jednak podkreślić, iż Komisja Bankowa nie pełni wobec Funduszu żadnych funkcji nadzorczych czy opiekuńczych, a kompetencje obu tych instytucji zostały wyraźnie rozdzielone. Do podstawowych zadań Funduszu należy:

- gromadzenie składek należnych od instytucji kredytowych,
- weryfikacja wierzytelności deponentów w odniesieniu do depozytów nierozporządzalnych,
- informowanie deponentów o zaistniałym stanie nierozporządzalności ich depozytów,
- wypłata, w ustalonym terminie, odszkodowań z tytułu utraconych depozytów.

Do obowiązków Komisji Bankowej, w zakresie współpracy z FGD, należy przede wszystkim:

- obliczanie wysokości składek, płaconych dwa razy w roku, i informowanie o tym instytucji kredytowych,
- stwierdzanie faktu niemożności rozporządzenia depozytami w danej instytucji kredytowej, a w konsekwencji wnioskowanie do Funduszu o wypłatę odszkodowań oraz powiadamianie instytucji kredytowej o skreśleniu jej z listy banków.

Organami wykonawczymi Funduszu są: Rada Nadzorcza i Zarząd. W swej pracy organa te są wspierane przez Komitet Zarządzający Środkami Płynnymi FGD.

Rada Nadzorcza składa się z dwunastu członków wybieranych na czteroletnią kadencję. Czterech członków Rady desygnowanych jest przez cztery najważniejsze, z punktu widzenia wielkości płaconych składek, instytucje kredytowe. Wchodzą oni w skład Rady z urzędu. Pozostali członkowie Rady wybierani są przez dwa odrębne kolegia wyborcze. Pierwsze kole-

gium, tworzone przez sieć banków mających organ centralny, wybiera dwu członków Rady. Drugie kolegium, w skład którego wchodzi pozostałe instytucje kredytowe, wybiera sześciu członków Rady. System wyboru członków Rady Nadzorczej ma na celu zapewnienie przedstawicielstwa różnym rodzajom instytucji. Stąd też przewiduje on wybory stopniowe, w których członkowie Funduszu posiadający już w nim przedstawicieleli nie mają prawa uczestniczyć w dalszych wyborach. Należy podkreślić, iż każdy członek Rady Nadzorczej dysponuje nie tylko głosami instytucji kredytowej, która go desygnowała do Rady lub - w przypadku gdy został wybrany - głosami instytucji, z której pochodzi, ale także głosami tych instytucji, które już po wyborach uznały go za swego reprezentanta. Zasady te sprawiają, iż każda instytucja kredytowa może być reprezentowana przez jednego członka Rady Nadzorczej. Decyzje Rady podejmowane są zwykłą większością głosów przy udziale co najmniej 2/3 reprezentowanych głosów.

Rada Nadzorcza powołuje i odwołuje ze swego grona przewodniczącego, do którego obowiązków należy między innymi zwoływanie posiedzeń Rady, ustalanie porządku jej obrad oraz przewodniczenie obradom.

Do bieżącego zarządzania Funduszem Gwarantowania Depozytów Rada Nadzorcza powołuje trzyosobowy Zarząd. Prezes Zarządu jest mianowany, za zgodą Ministra Gospodarki, przez Przewodniczącego Rady.

Z kolei Zarząd Funduszu mianuje pięciu członków Komitetu Zarządzania Środkami Płynnymi FGD. Są oni wybierani spośród osób zarządzających środkami płynnymi instytucji kredytowych będących członkami FGD.

Rada Nadzorcza, będąca kolegialnym organem stanowiącym, zbiera się cztery razy w roku. W celu ułatwienia swej pracy powołuje specjalistyczne komitety do badania spraw należących do jej kompetencji.

Do podstawowych zadań Rady należy:

- zatwierdzanie, na wniosek Zarządu, zasad księgowania operacji związanych z funkcjonowaniem FGD;
- rozpatrywanie i ewentualne zatwierdzanie wniosków Komisji Bankowej, dotyczących podjęcia określonych akcji prewencyjnych; wnioski te są wcześniej rozpatrzone i zaopiniowane przez Zarząd FGD;
- zatwierdzanie zaopiniowanego przez Zarząd rocznego budżetu Funduszu;
- dokonywanie, na wniosek Zarządu, autoryzacji: emisji certyfikatów członkowskich, zaciągania pożyczek oraz zastawów i gwarancji uzyskiwanych lub udzielanych przez Zarząd;
- wyznaczanie biegłych rewidentów księgowych uprawnionych do badania rocznych sprawozdań finansowych;
- zatwierdzanie sprawozdań Zarządu z działalności Funduszu, zawierających m.in. informacje dotyczą-

ce odszkodowań wypłaconych deponentom oraz działań prewencyjnych;

- zatwierdzanie rocznych sprawozdań finansowych Funduszu; egzemplarz zatwierdzonego przez Radę Nadzorczą rocznego sprawozdania finansowego Funduszu Prezes Zarządu przesyła Ministrowi Gospodarki.

Zarząd Funduszu jest wspierany w swej pracy przez Komitet Zarządzania Środkami Płynnymi Funduszu. Formułuje on opinie i wnioski, które są przekazywane Zarządowi, a za jego pośrednictwem Radzie Nadzorczej. W posiedzeniach Komitetu uczestniczą członkowie Zarządu Funduszu.

#### Zasoby finansowe FGD

Środki gromadzone przez FGD pochodzą z wpłat instytucji kredytowych, wnoszonych w formie certyfikatów członkowskich i składek rocznych. Wysokość tych wpłat starano się tak określić, aby nie powodowały zakłóceń w funkcjonowaniu systemu bankowego we Francji. Przyjęto zatem, iż łączne wpłaty w poszczególnych latach wyniosą:

- w 1999 r. 400 mln EUR, z czego 500 mln EUR w formie subskrypcji certyfikatów członkowskich,
- w 2000 r. 200 mln EUR,
- w 2001 r. 250 mln EUR,
- w 2002 r. 100 mln EUR.

Łączne wpłaty na FGD mają zatem wynieść do 2002 r. 1 450 mln EUR, co - według szacunków - stanowiłoby od 0,1% do 0,15% wartości depozytów. Wielkość wpłat na rzecz FGD, wnoszonych przez poszczególne instytucje kredytowe, określa się metodą repartycji. Dotyczy to zarówno wpłat wnoszonych w formie certyfikatów członkowskich, jak i wpłat w formie składek rocznych.

Ważną cechą francuskiego systemu gwarantowania depozytów jest uzależnienie wysokości wpłat na FGD od dwu czynników: wielkości depozytów oraz wielkości ryzyka przypisywanego danej instytucji kredytowej.

Rozmiary tego ryzyka mierzy się przede wszystkim kwotą ryzyka brutto oraz syntetycznym wskaźnikiem ryzyka. Pierwszy z wymienionych mierników ma charakter ilościowy, a jego wielkość odpowiada 1/3 wartości portfela kredytowego danej instytucji kredytowej. Drugi miernik uwzględnia czynniki jakościowe wyrażone poprzez: współczynnik wypłacalności, wskaźnik rentowności działalności operacyjnej, współczynnik podziału ryzyka oraz miernik transformacji aktywów i pasywów długoterminowych. Poziomy wymienionych wyżej mierników podlegają ocenie za pomocą not ryzyka, w skali od 1 do 3. Noty te rosną wraz ze wzrostem ryzyka.

W wyniku stosowania takiej procedury podstawa naliczania obciążenia na rzecz FGD podlega, w przy-

padkach poszczególnych instytucji kredytowych, korekcie w granicach  $\pm 5\%$ . (Szczegółowe zasady obliczania obciążeń na rzecz FGD przedstawiono w dalszej części opracowania).

Pierwszym źródłem zasilania środkami pieniężnymi FGD są, jak już stwierdzono, certyfikaty członkowskie (*certificats d'association*). Ich subskrypcja przez instytucje kredytowe, z chwilą przystąpienia do FGD, odbywała się przede wszystkim w 1999 r., kiedy to utworzono Fundusz. Certyfikaty członkowskie są imiennymi i niezbywalnymi papierami wartościowymi, które stanowią swoiste potwierdzenie przynależności danej instytucji kredytowej do społeczności bankowej we Francji. Podział kwoty 500 mln EUR między instytucje kredytowe biorące udział w subskrypcji certyfikatów odbył się według zasad stosowanych w obliczaniu rocznych składek członkowskich. Minimalną wartość certyfikatu ustalono w wysokości 4.000 EUR. Należność odpowiadająca połowie wartości subskrybowanych certyfikatów instytucje kredytowe wpłaciły w 1999 r., a drugą połowę w 2000 r. W przyszłości liczba i wartość certyfikatów członkowskich będą się zmieniały. Będzie się to wiązać z przystępowaniem do Funduszu nowych członków oraz z wycofywaniem się z działalności bankowej niektórych instytucji kredytowych, co pociągnie za sobą zwrot wartości certyfikatu członkowskiego. W razie skreślenia z rejestru instytucji kredytowej w przypadku jej upadłości nie jest konieczny zwrot wartości certyfikatu. Nie można także wykluczyć, iż część środków Funduszu, pochodzących z wpłat z tytułu certyfikatów, zostanie zużyta, po wyczerpaniu innych zasobów Funduszu, na sfinansowanie wypłat odszkodowań w związku z utraconymi depozytami.

Przyjęto także, iż certyfikaty członkowskie będą podlegały oprocentowaniu w wysokości oprocentowania 10-letnich papierów dłużnych Skarbu Państwa.

Drugim źródłem zasilania FGD są, jak już wspomniano, składki roczne. Są one płatne w dwóch półrocznych ratach. Ich wysokość ustalana jest na podstawie danych: według stanu na 31 grudnia - do 21 maja następnego roku - oraz według stanu na 30 czerwca - do 21 listopada. Zobowiązania instytucji kredytowych wobec Funduszu powinny być uregulowane w ciągu 15 dni, tj. odpowiednio do 5 czerwca i do 6 grudnia.

Składki wpłacane dwa razy w roku składają się z dwu części. Połowa składki jest realnie przekazywana do FGD. Od wpłaty tej instytucja kredytowa uzyskuje kredyt podatkowy, który może odliczyć od należnego państwu podatku obciążającego instytucje kredytowe. Druga połowa składki może zostać zastąpiona swoistym depozytem gwarancyjnym (*dépôt de garantie*), którym instytucja kredytowa może dysponować przez 5 lat. FGD może jednak, w razie potrzeby, zażądać przekazania do Funduszu tej drugiej połowy składki. Jeśli

Tabela 1

Wielkość współczynnika wypłacalności	Noty przyznawane za współczynnik wypłacalności
$\geq 9\%$ lub $\geq 112,5$	1
$\geq 6\%$ lub $\geq 75$	
$< 9\%$ lub $< 112,5$	2
$< 6\%$ lub $< 75$	3

jednak ów depozyt gwarancyjny nie zostanie wykorzystany przez FGD w ciągu pięciu lat, to zobowiązanie instytucji kredytowej wobec Funduszu zostaje anulowane.

Podział składki na dwie połowy z jednej strony wynika z dążenia do szybkiego zapewnienia Funduszuwi niezbędnych środków do jego działalności, a z drugiej strony z zamiaru pozostawienia w instytucjach kredytowych tej części składki, która nie jest w danym czasie dla FGD niezbędna. Należy także podkreślić, iż instytucje kredytowe przystępujące do FGD w trakcie jego funkcjonowania będą musiały płacić przez 5 lat składki semestralne zwiększone o 10%. Przesłanką tego rozwiązania jest chęć uwzględnienia faktu, iż przystępują one do Funduszu posiadającego już środki z wpłat dokonanych przez inne instytucje.

Szczególne rozwiązanie dotyczące obliczania wysokości składek rocznych na FGD zastosowano dla instytucji kredytowych stanowiących szczególną grupę i afiliowanych przy organie centralnym. Taką grupę tworzą m.in. banki spółdzielcze. Biorąc pod uwagę zapisaną w art. 21 francuskiego prawa bankowego zasadę solidarności takiej struktury, postanowiono obliczać jedną składkę dla całej sieci (grupy) instytucji kredytowych - tak jakby to był jeden członek FGD. Następnie ta łączna składka jest dzielona między afiliowane przy organie centralnym instytucje kredytowe.

### Sposób obliczania składki na FGD

Sposób obliczenia składki instytucji kredytowej na rzecz FGD odbywa się w praktyce według dość złożonej procedury.

Punktem wyjścia w tych obliczeniach jest ustalenie tzw. *podstawy netto (PN)*. Na podstawę tę składa się *suma kwot depozytów (KD)* oraz *kwoty ryzyka brutto (KRB)*. Przez depozyty rozumie się w tym przypadku całość de-

pozytów i innych funduszy zwrotnych w euro wymagalnych we Francji i jej departamentach zamorskich. Kwota ryzyka brutto odpowiada natomiast 1/3 portfela kredytowego danej instytucji kredytowej. Nie może ona jednak być większa od ogółu zgromadzonych depozytów. Zatem:

$$PN = KD + KRB$$

Kolejnym elementem w procedurze obliczania wysokości składki na FGD jest *syntetyczny wskaźnik ryzyka (SWR)*. SWR jest średnią arytmetyczną czterech mierników, zwanych też kryteriami. Są to mierniki: współczynnik wypłacalności, wskaźnik rentowności, współczynnik podziału ryzyka i miernik transformacji. Każdemu z przyjętych mierników przypisano pewne noty (oceny) ryzyka w skali od 1 do 3. Noty te rosną wraz ze wzrostem skali ryzyka: 1 - ryzyko słabe, 2 - ryzyko średnie, 3 - ryzyko wysokie.

- *Współczynnik wypłacalności*, określanej jako *tier 1* (kapitał pierwszej kategorii), jest relacją funduszy własnych podstawowych do aktywów ważonych ryzykiem albo relacją funduszy własnych podstawowych do wymaganego poziomu funduszy własnych. Noty, które mogą być przyznane za ten współczynnik, przedstawiono w tabeli 1.

- *Wskaźnik rentowności działalności operacyjnej* wyrażany jest przez globalny współczynnik netto działalności operacyjnej (GWNDO). Współczynnik ten oblicza się jako relację sumy: kosztów ogólnych, odpisów amortyzacyjnych i odpisów netto na rezerwy celowe, do wyniku ogólnego z działalności operacyjnej, który odpowiada marży brutto osiągniętej przez instytucję kredytową z jej bieżącej działalności operacyjnej. Notę, która może być przyznana za rentowność działalności operacyjnej, przedstawiono w tabeli 2.

- *Współczynnik podziału ryzyka* stanowi relację sumy dziesięciu największych aktywów finansowych

Tabela 2

Poziom GWNDO	Noty przyznawane za rentowność działalności operacyjnej
$< 65\%$	1
$65\% \leq \text{GWNDO} < 70\%$	1,5
$70\% \leq \text{GWNDO} < 75\%$	2
$75\% \leq \text{GWNDO} < 85\%$	2,5
$85\% \leq \text{GWNDO}$ lub $< 0\%$	3



Tabela 3

Suma dziesięciu największych aktywów finansowych obciążonych ryzykiem nie podlegających refinansowaniu przez ESBC	Noty przyznawane za współczynnik ryzyka
< 30% funduszy własnych podstawowych	1
≥ 30% oraz < 60% funduszy własnych podstawowych	2
≥ 60% funduszy własnych podstawowych	3

Tabela 4

Poziom współczynnika transformacji	Noty przyznawane za poziom współczynnika transformacji
< 100%	1
100% ≤ oraz < 200 %	2
≥ 200%	3

obciążonych ryzykiem, nie podlegających refinansowaniu przez instytucje Europejskiego Systemu Banków Centralnych<sup>11</sup> do funduszy własnych podstawowych instytucji kredytowych.

W tabeli 3 przedstawiono warunki uzyskania jednej z trzech not.

<sup>11</sup> Niektóre aktywa finansowe obciążone ryzykiem mogą być refinansowane przez Europejski Bank Centralny lub przez narodowe banki centralne krajów wchodzących w skład strefy euro. We Francji takimi aktywami są bony skarbowe emitowane w tym kraju lub w pozostałych krajach obszaru euro, oraz inne prywatne papiery wartościowe, którym Bank Francji przyznał, w ramach swojego systemu oceny, najwyższą notę - 3 (doskonały).

• *Miernik transformacji* wyrażany jest współczynnikiem transformacji, który stanowi relację różnicy aktywów i pasywów długoterminowych (powyżej 1 roku) do funduszy własnych. Oblicza się go jako średnią z trzech kolejnych okresów. Warunki przyznawania odpowiednich not zawarto w tabeli 4.

Miernik ten ma znaczenie jedynie wówczas, gdy długoterminowe aktywa i pasywa stanowią ponad 20% całkowitej działalności danej instytucji (przez całkowitą działalność rozumie się sumę aktywów i pasywów skorygowaną o rozliczenia międzyokresowe oraz o inne należności i zobowiązania).

## Schemat

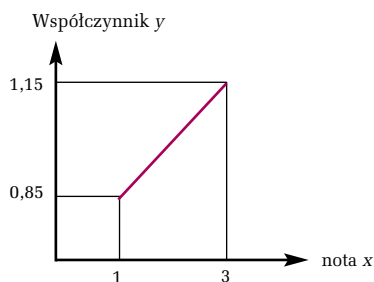
### Wyprowadzenie wzoru na współczynnik ryzyka

Syntetycznemu wskaźnikowi ryzyka poziomu 1 odpowiada współczynnik ryzyka 85%

Syntetycznemu wskaźnikowi ryzyka poziomu 2 odpowiada współczynnik ryzyka 100%

Syntetycznemu wskaźnikowi ryzyka poziomu 3 odpowiada współczynnik ryzyka 115%

Aby ustalić zależność współczynnika ryzyka ( $y$ ) od noty SWR ( $x$ ), należy wyznaczyć równanie prostej, określającej relację między tymi wielkościami



$$\text{Jeśli } x = 1 \rightarrow y = 0,85$$

$$\text{Jeśli } x = 3 \rightarrow y = 1,15$$

$$\text{Mamy więc } 0,85 = a \times 1 + b \quad (1)$$

$$1,15 = a \times 3 + b \quad (2)$$

$$(2) - (1) \quad 1,15 - 0,85 = 2a \rightarrow a = 0,15$$

$$\text{A zatem } b = 0,85 - a \quad (\text{według } (1))$$

$$\rightarrow b = 0,7$$

Otrzymane równanie jest więc następujące:  $y = 1,15x + 0,7$

Obliczywszy na podstawie przedstawionych wyżej mierników syntetyczny wskaźnik ryzyka (*SWR*) wyznacza się współczynnik ryzyka (*WR*) według wzoru:

$$WR = 0,15 \times SWR + 0,7$$

Sposób wyprowadzenia tego wzoru przedstawiono na schemacie.

Kolejnym etapem w procesie obliczania składki na FGD jest określanie wielkości netto ryzyka i udziału netto w ryzyku.

- *Wielkość netto ryzyka (WNR)* stanowi iloczyn podstawy netto (*PN*) i współczynnika ryzyka (*WR*). Można to ująć w formie wzoru

$$WNR = PN \times WR$$

- *Udział netto w ryzyku (UNR)* stanowi iloczyn wielkości netto ryzyka danej instytucji kredytowej oraz sumy wielkości netto ryzyka wszystkich instytucji kredytowych. Można zatem stwierdzić, iż wysokość składki, którą dana instytucja kredytowa zobowiązana jest wpłacić na rzecz FGD, jest określane przez iloczyn udziału netto w ryzyku i ogólnej kwoty składek do podziału pomiędzy instytucje kredytowe, czyli:

$$\text{składka} = UNR \times \text{kwota składek do podziału}$$

Jeśli jakaś instytucja kredytowa nie może dostarczyć danych do wyliczeń, którym dokonuje Komisja Bankowa, wówczas płaci ona składkę w minimalnej

wysokości. Ta minimalna składka zmniejsza ogólną kwotę składek do podziału między pozostałe instytucje kredytowe.

Nowi członkowie FGD zobowiązani są, jak już wspomniano, wpłacać także *składkę dodatkową (SD)*. Jej wysokość ustala się zgodnie ze wzorem:

$$SD = UNR \times 10\% \text{ całkowitej kwoty składek wpłacanej przez pozostałych członków Funduszu}$$

Z kolei wyliczenie składek banków spółdzielczych tworzących sieć odbywa się na dwu płaszczyznach:

- na płaszczyźnie ogólnej - poprzez wyliczenie składki dla całej sieci,

- na płaszczyźnie indywidualnej - poprzez podział składki dla całej sieci między poszczególne banki spółdzielcze według ryzyka każdego z nich.

### Przykład wyliczenia składek

Celem poniższych obliczeń jest określenie wysokości składki na FGD każdej instytucji kredytowej. W przykładzie przyjęto, że system bankowy składa się z pięciu instytucji kredytowych, z których dwie (D oraz E) są elementami sieci banków spółdzielczych. Całkowita kwota do podziału wynosi 10.000 EUR, składka minimalna wynosi zaś 300 EUR. Przyjęto także, przedstawione w tabeli 5, wielkości depozytów i kredytów (w mln EUR) w poszczególnych instytucjach kredytowych.

A. Obliczenie podstawy netto. Obliczenia te prezentuje tabela 6.

Tabela 5

Institucje kredytowe	Depozyty	Kredyty
A	1.000	2.100
B	800	2.700
C	0	600
D	2.000	5.100
E	700	3.000

Tabela 6

Institucje kredytowe	A	B	C	D	E	Sieć D - E
Kredyty	2.100	2.700	600	5.100	3.000	8.100
Kwota ryzyka brutto						
(1/3 kredytów)	700	800 <sup>x</sup>	0 <sup>x</sup>	1.700	700 <sup>x</sup>	2.700
Podstawa netto	1.700	1.600	0	3.700	1.400	5.400

<sup>x</sup> W pozycjach tych dokonano redukcji uwzględniając założenie, iż KRB nie może być wyższa od depozytów danej instytucji kredytowej.

Tabela 7

Instytucje kredytowe	A	B	C	D	E	Sieć D - E
Współczynnik wypłacalności	9	5	8	5	10	7,5
Wskaźnik rentowności	80	90	65	80	75	76
Współczynnik transformacji	400	200	NI	100	150	130

NI oznacza, że wskaźnik transformacji jest nieistotny.

Tabela 8

Instytucje kredytowe	A	B	C	D	E	Sieć D - E
	wysokość noty z tytułu:					
Miernika wypłacalności	1	3	2	3	1	2
Miernika rentowności	2,5	3	1,5	2,5	2,5	2,5
Miernika transformacji	3	3	NI	2	2	2
SWR	2,16	3	1,75	2,5	1,83	2,16

**B. Syntetyczne wskaźniki ryzyka.** Obliczenia te prezentuje tabela 7. Zawarte w niej dane zostały przyjęte do dalszych obliczeń<sup>12</sup>

Biorąc pod uwagę powyższe wskaźniki oraz wcześniej określone kryteria przyznawania not, otrzymujemy noty pozwalające obliczyć syntetyczny wskaźnik ryzyka (SWR) - tabela 8.

**C. Współczynnika ryzyka.** Wskaźnik ten oblicza się, podstawiając wartości syntetycznego wskaźnika ryzyka dla poszczególnych instytucji kredytowych do wzoru określającego współczynnik ryzyka (tabela 9).

**D. Kwota netto ryzyka (KNR).** Biorąc pod uwagę, iż KNR jest iloczynem podstawy netto i współczynnika ryzyka obliczamy KNR dla poszczególnych instytucji kredytowych (tabela 10).

**E. Udział netto w ryzyku (UNR).** Wskaźnik jest, jak już przedstawiono, ilorazem kwoty netto ryzyka danej instytucji kredytowej oraz sumy kwot netto ryzyka wszystkich instytucji kredytowych. Biorąc pod uwagę wcześniej wyliczone dane, uzyskujemy UNR dla rozpatrywanych instytucji kredytowych (tabela 11).

**F. Składka.** Składkę oblicza się według wzoru:

$$\text{składka} = \text{UNR} \times \text{całkowita kwota do podziału}$$

W rozpatrywanym przykładzie, w którym całkowita kwota do podziału wynosi 10.000 EUR, składki dla poszczególnych podmiotów wynoszą:

A - 1.853,83 EUR, B - 1.957,55 EUR, C - 300 EUR (składka minimalna) oraz sieć D-E - 5.888,62 EUR.

W powyższych obliczeniach określono łączną składkę dla sieci D - E. Biorąc pod uwagę, iż instytucja D ma 74,45% udziału w sieci, zaś instytucja E - 25,55%

<sup>12</sup> Przykład dotyczy 1999 r., kiedy to z braku danych liczbowych Komisja Bankowa nie uwzględniła not z tytułu wskaźnika podziału ryzyka.

Tabela 9

Instytucja kredytowa	A	B	C	D	E	Sieć D - E
SWR	2,16	3	1,75	2,5	1,83	2,16
Współczynnik ryzyka	1,025	1,15	0,9625	1,075	0,975	1,025

Tabela 10

	A	B	C	D	E	Sieć D - E
Podstawa netto	1.700	1.600	0	3.700	1.400	5.400
Współczynnik ryzyka	1,025	1,15	0,9625	1,075	0,975	1,025
KNR	1.742,5	1.840	0	3.977,5	1.365	5.535

Tabela 11

Institucja kredytowa	A	B	C	D	E	Sieć D - E
KNR	1.742,5	1.840	0	3.977,5	1.365	5.535
UNR	19,11%	20,18%	0			60,71%
Udział w sieci*				74,45%	25,55%	

\* Udział w sieci oblicza się jako relację:

$$\frac{\text{KNR instytucji kredytowej}}{\text{suma KNR całej sieci}}$$

wielkość składek wyniesie: D - 4.384,08 EUR oraz E - 1.504,54 EUR.

Założmy ponadto, że instytucja kredytowa A dopiero przystępuje do Funduszu Gwarancyjnego Depozytów. Oznacza to, iż oprócz normalnej składki zobowiązana jest płacić przez 5 lat dodatkową składkę (DS). Ta dodatkowa składka obliczana jest według wzoru:

$DS = UNW \text{ instytucji kredytowej} \times 10\% \text{ całkowitej kwoty składek wpłacanych przez pozostałych członków Funduszu.}$

Instytucja kredytowa A zobowiązana będzie zatem do zapłacenia składki w wysokości 1.853,83 EUR. Trzeba dodać do niej kwotę 155,67 EUR  $[0,1 \times (10.000 - 1.853,83) \times 19,11\%]$ , będącą składką dodatkową. Łączna składka instytucji kredytowej A na rzecz Funduszu Gwarancyjnego Depozytów wyniesie więc 2.009,50 EUR.

## Zasady tworzenia rezerw na ryzyko bankowe w świetle postanowień Komisji Nadzoru Bankowego\*

*Małgorzata Zaleska*

### Rezerwy celowe jako jeden z instrumentów zarządzania ryzykiem bankowym

Od banków wymaga się przede wszystkim, aby ich działalność była bezpieczna (są one postrzegane jako instytucje zaufania publicznego) oraz rentowna (są one jednostkami rynkowymi, nastawionymi na optymalizację wyniku finansowego, wzrost wartości rynkowej). Jednocześnie powszechnie wiadomo, że banki - podobnie jak inne jednostki gospodarcze - podejmują w swojej działalności ryzyko, którego nie można wyeliminować. Kompleksowe zarządzanie ryzykiem pozwala jednak na zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia problemów. W procesie zarządzania ryzykiem wyko-

rzystuje się zarówno metody tradycyjne, jak i nowoczesne. Trzeba przy tym pamiętać, że instrumenty stosowane w celu ograniczenia ryzyka często same są źródłem dodatkowego ryzyka, przede wszystkim zmniejszenia wartości wyniku finansowego. Tradycyjnym instrumentem zarządzania ryzykiem, mającym na celu zminimalizowanie ewentualnych negatywnych skutków prowadzonej działalności i wpływającym jednocześnie na wynik finansowy, są rezerwy. Są one przykładem realizacji zasady minimalizacji ryzyka, wyznaczania określonego standardu ostrożnego działania.

Zgodnie z ogólnie przyjętą zasadą ostrożnej wyceny, jednostki gospodarcze zobowiązane są tworzyć różnego rodzaju rezerwy, w tym rezerwy na tzw. ryzyko. Tworzenie rezerw określić można zatem jako rodzaj samoubezpieczenia się przed ryzykiem. W przypadku

\* Niniejsze opracowanie jest wyrazem osobistych poglądów autorki i nie powinno być inaczej interpretowane.

banków typowymi rezerwami są: rezerwy ogólne oraz rezerwy celowe. Genezy podziału rezerw na ogólne i celowe należy poszukiwać w postanowieniach Dyrektywy Czwartej Bis (86/635/EEC)<sup>1</sup>, w której we wstępie napisano: „w obliczu szczególnych rodzajów ryzyka związanego z działalnością bankową oraz z powodu niezbędnej ochrony zaufania należy przewidzieć możliwość tworzenia pozycji:

- rezerwy ogólne; są one przeznaczone na pokrywanie skutków ogólnego ryzyka działalności bankowej, toteż nie jest ściśle określone ich celowe przeznaczenie, ale są to wielkości realne;

- rezerwy celowe, dzięki którym możliwa jest kompensacja utraty wartości jako skutku konkretnie określonego rodzaju ryzyka.

Rezerwy celowe mają odzwierciedlenie w księgowości, gdyż w sprawozdaniu finansowym (bilansie) kwotę rezerw odejmuje się od wartości brutto portfela należności. Jednocześnie fakt utworzenia lub rozwiązania rezerwy celowej znajduje odbicie w rachunku zysków i strat, odpowiednio jako koszt lub przychód. Istotą rezerw celowych, z księgowego punktu widzenia, można zatem porównać z pojęciem „amortyzacji”, gdyż obrazują one utraconą wartość danego składnika aktywów. Kwestię potencjalnej utraty wartości można natomiast odnieść do pozycji majątkowych określanych jako należności bankowe. Analogiczne zasady tworzenia rezerw występują w odniesieniu do zobowiązań pozabilansowych, przy czym w niniejszym opracowaniu problematyka rezerw na ryzyko przedstawiona zostanie na przykładzie należności.

Należności mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów, ale z punktu widzenia metodologii tworzenia rezerw celowych istotny jest przede wszystkim podział wg stopnia realności ich odzyskania oraz opóźnienia w spłacie.

Podstawowe znaczenie dla klasyfikacji należności bankowych ma więc określenie konkretnych parametrów i metod ich grupowania. Klasyfikacja ta musi bowiem odzwierciedlać realną wartość danego składnika aktywów, którą można oszacować, próbując ocenić ryzyko związane z daną należnością. Jeśli klasyfikacja ta będzie przeprowadzana prawidłowo, według właściwych kryteriów, bank będzie mógł określić prawdopodobną, realną wartość swoich należności.

Klasyfikacja taka powinna więc odzwierciedlać najbardziej prawdopodobne przybliżenie faktycznej wartości portfela. W połączeniu z utworzonymi rezerwami celowymi daje quasi-rachunek poziomu prawdopodobieństwa, dotyczący stopnia zwrotności należności banku. Celowo użyto tutaj wyrażenia „przybliżenie” oraz „poziom prawdopodobieństwa”, ponieważ nie

można ze stuprocentową pewnością ustalić, czy dana należność zostanie zwrócona w całości, w części, czy wcale<sup>2</sup>.

## Rezerwy celowe w systemach światowych

Wystandaryzowanie klasyfikacji należności w skali międzynarodowej jest niemożliwe, a przede wszystkim niepraktyczne, tak więc nie ma powszechnie obowiązujących norm w tym zakresie. Wynika to głównie z różnego podejścia do tworzenia rezerw celowych w różnych krajach oraz z klasyfikacji należności, a w szerszym kontekście z różnic w poziomie zamożności poszczególnych krajów, w stanie ich finansów publicznych, uregulowaniach prawnych (zwłaszcza dotyczących opodatkowania banków).

Z uwagi na to, iż w skali międzynarodowej nie istnieją jednakowe zasady klasyfikacji należności i tworzenia rezerw celowych oraz brakuje międzynarodowych przepisów prawnych w tym zakresie (jedyne nawiązanie znajduje się w Dyrektywie 86/635/EEC), można jedynie zaprezentować pewne ogólne tendencje i zależności w tym względzie.

Ogólnie należy stwierdzić, że w zakresie tworzenia omawianych rezerw występuje tendencja do tego, aby banki same określały pożądaną stopę pokrycia ryzyka. Instytucje nadzorcze rezerwują sobie z reguły jedynie możliwość oceny *ex post* poziomu rezerw. W krajach Unii Europejskiej jedynie w Hiszpanii i Portugalii instytucje nadzorcze narzucają minimalny poziom rezerw określony jako procentowa relacja do wielkości udzielonych pożyczek<sup>3</sup>.

Ponadto przyjmując wyżej wymienione kryteria, można bez wątplenia stwierdzić, że kraje zamożniejsze, z niskim odsetkiem złych długów propagują bardziej łagodne i elastyczne rozwiązania w zakresie rezerw celowych, czyli władze nadzorcze pozostawiają dużą swobodę bankom. Banki same powinny bowiem odczuwać potrzebę tworzenia rezerw.

W krajach biedniejszych natomiast, z wysokim odsetkiem złych długów zewnętrzne regulacje w zakresie tworzenia rezerw są bardziej restrykcyjne.

## Analiza zasad tworzenia rezerw celowych w systemie polskim

W polskim systemie bankowym klasyfikacja należności bankowych i zasady tworzenia rezerw były przedmiotem zainteresowania władz bankowych od początku lat dziewięćdziesiątych. Pierwsze regulacje w tym zakre-

<sup>1</sup> Dyrektywa Rady IV Bis z dnia 8 grudnia 1986 r. w sprawie rocznych zamknięć rachunkowych i bilansów skonsolidowanych banków i innych instytucji finansowych (86/635/EEC).

<sup>2</sup> D. Lewandowski: *Bezpieczne zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku komercyjnym*. Olympus Warszawa 1994, s. 89.

<sup>3</sup> R. Wierzbka: *Harmonizacja nadzoru bankowego w UGiW*. „Bank” 10/2000, s. 27.



**Tabela 1 Wykaz uchwa, Komisji Nadzoru Bankowego w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków**

Uchwała nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 22 grudnia 1998 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz. Urz. NBP nr 29 z 1998 r., poz. 65), weszła w życie z dniem 1 stycznia 1999 r.
Uchwała nr 3/1999 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12 marca 1999 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz. Urz. NBP nr 7 z 1999 r., poz. 11), weszła w życie z dniem 30 marca 1999 r.
Uchwała nr 5/1999 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 16 listopada 1999 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz. Urz. NBP nr 23 z 1999 r., poz. 39), weszła w życie z dniem ogłoszenia.
Uchwała nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 22 grudnia 1999 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz. Urz. NBP nr 26 z 1999 r., poz. 43), weszła w życie z dniem 30 marca 2000 r.

Źródło: Dzienniki Urzędowe Narodowego Banku Polskiego, opracowanie własne.

sie wydano 10 sierpnia 1990 r. w drodze zalecenia Prezesa Narodowego Banku Polskiego. Prezes Narodowego Banku Polskiego miał uprawnienia do wydawania zaleceń, a następnie zarządzeń w sprawie klasyfikacji należności i zasad tworzenia rezerw na należności do końca 1997 r. Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r. przekazała te uprawnienia Komisji Nadzoru Bankowego. Zarówno Prezes Narodowego Banku Polskiego, jak i Komisja Nadzoru Bankowego bardzo często zmieniali regulacje w zakresie klasyfikacji należności i zasad tworzenia rezerw. Pierwszy organ dokonał zmian siedem razy, drugi zaś cztery razy (do dnia 15 listopada 2000 r.). Wykaz uchwał w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko przyjętych przez Komisję Nadzoru Bankowego zawiera tabela 1.

Przepisy w zakresie klasyfikacji należności i zasad tworzenia rezerw cechują się zatem wyjątkową niestabilnością. Były one najczęściej zmienianą regulacją zewnętrzną w polskim systemie bankowym w latach dziewięćdziesiątych. Pociągało to za sobą m.in. konieczność wprowadzania ciągłych zmian wewnętrznych zasad tworzenia rezerw na ryzyko przez banki. Obok regulacji zewnętrznych (np. uchwały) występują także regulacje wewnętrzne (tworzone przez banki), które muszą być zgodne z przepisami zewnętrznymi.

#### **Zasady klasyfikacji należności i tworzenia rezerw celowych według uchwały nr 13/1998**

Pierwsze zmiany w zakresie klasyfikacji należności bankowych i tworzenia rezerw celowych zostały wprowadzone przez Komisję Nadzoru Bankowego w drodze uchwały nr 13 z dnia 22 grudnia 1998 r. Jednakże od połowy 1998 r. do czasu wejścia w życie przepisów uchwały nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego (1 stycznia 1999 r.) można było mieć wątpliwości, czy w zakresie rezerw celowych obowiązują jakieś przepisy, ponieważ:

- zarządzenie nr 13/1994 Prezesa Narodowego Banku Polskiego zostało wydane na podstawie art. 81 ust. 1 Ustawy o rachunkowości, który został znowelizo-

wany (zmieniono organ upoważniony do wydania dokumentu: z Prezesa Narodowego Banku Polskiego na Komisję Nadzoru Bankowego, oraz formę aktu: z zarządzenia na uchwałę); konsekwencją nowelizacji była utrata mocy prawnej zarządzenia nr 13/1994 Prezesa Narodowego Banku Polskiego;

- Komisja Nadzoru Bankowego została w Ustawie Prawo bankowe z 29 sierpnia 1997 r. (art. 182 ust. 1) zobligowana do wydania przepisów wykonawczych do ustawy w ciągu 6 miesięcy (do 30 czerwca 1998 r.), a uchwała nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego opatrzona jest datą 22 grudnia 1998 r.

Do najistotniejszych zmian, które wprowadziła uchwała nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego, w porównaniu z zarządzeniem nr 13/1994 Prezesa Narodowego Banku Polskiego, zaliczyć trzeba:

- wprowadzenie nowej kategorii należności - pod obserwacją (kategoria ta nie występuje w odniesieniu do należności od Skarbu Państwa oraz z tytułu kredytów konsumpcyjnych udzielonych osobom prywatnym), przy czym w uchwale nr 13/1998 nie podano precyzyjnych kryteriów klasyfikowania należności do omawianej grupy;

- zdefiniowanie pojęcia należności zagrożonych (jako należności zagrożone rozumie się pozycje zaklasyfikowane do kategorii poniżej standardu, wątpliwe lub stracone);

- rozszerzenie katalogu mierników jakościowych branych pod uwagę przy ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika (nowy element - jakość posiadanych zabezpieczeń);

- wzbogacenie katalogu pomniejszeń podstawy liczenia rezerwy celowej o osiem nowych pozycji (nowe pozycje to m.in.: gwarancje lub poręczenia Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, polisy ubezpieczeniowe Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych SA, zastaw rejestrowy);

- wprowadzenie konieczności tworzenia rezerw na kredyty konsumpcyjne w sytuacji normalnej udzielone osobom prywatnym, przy jednoczesnym zniesieniu obowiązku przeprowadzania oceny sytuacji ekonomiczno-

**Tabela 2** Porównanie procentowego poziomu wymaganych rezerw minimalnych tworzonych na należności zaklasyfikowane do kategorii normalne i pod obserwacją w świetle postanowień uchwały nr 13/1998 i nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego (%)

Uchwała	1.01.2000 r.	31.03.2000 r.	30.06.2000 r.	30.09.2000 r.	1.01.2001 r.
nr 13/1998	1,5	1,5	1,5	2,0	2,0
nr 8/1999	1,5	1,0	1,0	1,0	1,5

r-d.o: Dzienniki Urzędowe Narodowego Banku Polskiego, opracowanie własne.

finansowej dłużnika, wiążącego się z ponoszeniem określonych kosztów (uogólniając - podstawą oceny jest tylko kryterium terminowości spłaty kapitału lub odsetek);

- wprowadzenie obowiązku tworzenia rezerw na należności od Skarbu Państwa (według kryterium terminowości spłaty kapitału lub odsetek); zgodnie z wcześniej obowiązującymi przepisami, należności te były automatycznie klasyfikowane jako należności normalne, niezależnie od tego czy były obsługiwane terminowo; jednocześnie do katalogu pomniejszych podstawy naliczania rezerwy celowej wprowadzono wartość zabezpieczeń w postaci gwarancji lub poręczenia Skarbu Państwa, co ukazuje brak konsekwencji;

- wprowadzenie konieczności tworzenia rezerw na należności pod obserwacją;

- rozszerzenie katalogu warunków uprawniających bank do zmniejszenia rezerwy celowej o wzrost wartości zabezpieczenia.

Rozszerzenie obowiązku tworzenia rezerw na nowe kategorie zwiększyło obciążenia banków. Zmiana mającą przeciwny kierunek oddziaływania na warunki działalności bankowej było powiększenie katalogu zabezpieczeń, o które pomniejszana jest podstawa naliczania rezerw.

Należy także zaznaczyć, że uchwała nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego wprowadziła pojęcie osoby prywatnej, nie podając jednocześnie definicji tego pojęcia (art. 1 Kodeksu cywilnego jako jedyne podmioty stosunków cywilnoprawnych wymienia osoby fizyczne i osoby prawne). Ponadto, zmianom wprowadzonym w drodze uchwały nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego nie towarzyszyła od razu zmiana sprawozdawczości bankowej, a wprowadzone od czerwca 1999 r. zmiany cechowały się licznymi nieścisłościami.

#### Zasady klasyfikacji należności i tworzenia rezerw celowych według uchwały nr 8/1999

Druga uchwała Komisji Nadzoru Bankowego (nr 8/1999), poprzedzona dwoma zmianami uchwały nr 13/1998, pozornie nie wprowadziła rewolucyjnych zmian, a w zasadzie wniosła zmiany porządkujące.

Z dwóch wyżej wymienionych zmian duże znaczenie dla banków i ich klientów miała pierwsza z dokonanych nowelizacji uchwały nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego. Uchwała nr 3/1999 Komisji Nadzoru Bankowego, w której odstąpiono od zasady określania terminu opóźnienia w stosunku do harmonogramu spłat określonego w momencie powstania należności, była odpowiedzią Komisji na liczne protesty banków. W uchwale nr 13/1998 przyjęto pierwotnie zasadę, że przy klasyfikacji należności według terminowości spłat rat lub odsetek opóźnienie w spłatach należy odnosić do terminów określonych w momencie powstania należności. Oznaczało to nieskuteczność aneksów do umów, gdyż rezerwy celowe obejmowały wszystkie tzw. kredyty rolowane. Prowadziło to do sytuacji, w której rezerwy były tworzone na należności, których termin zapłaty, zgodnie z nową umową, jeszcze nie nadszedł. Takie podejście z jednej strony ograniczało możliwości rolowania, mające na celu ominięcie wymogu tworzenia rezerw celowych i wykazywanie „papierowych” przychodów, a z drugiej strony niekorzystnie wpływało na banki, które dokonywały prolongaty spłat również dla swoich stałych, dobrych klientów.

Do najistotniejszych zmian wprowadzonych w drodze uchwały nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko należy zaliczyć osiem zagadnień.

Po pierwsze, obniżono procentowy poziom wymaganych rezerw minimalnych tworzonych na należności zaklasyfikowane do kategorii normalne (w zakresie należności z tytułu pożyczek i kredytów udzielonych osobom prywatnym, w tym również z tytułu operacji z użyciem kart kredytowych, a z wyłączeniem kredytów mieszkaniowych, na cele nie związane z działalnością gospodarczą) i pod obserwacją - do wysokości:

- 1% kwoty w okresie od 31 marca do 31 grudnia 2000 r.,

- 1,5% kwoty od 1 stycznia 2001 r.

Po drugie, rozszerzono obowiązek tworzenia rezerw, wprowadzając wymóg ich tworzenia również na pożyczki pieniężne zakwalifikowane do kategorii normalne. Wcześniej występował obowiązek tworzenia re-

zerw tylko na kredyty pieniężne zakwalifikowane do omawianej kategorii. Tymczasem kredyt i pożyczka pieniężna mogą generować taki sam poziom ryzyka.

Po trzecie, wprowadzono możliwość obniżania wymaganych rezerw celowych tworzonych na należności normalne (zdefiniowane jak wyżej) i pod obserwacją o kwotę równą 25% rezerwy na ryzyko ogólne (oddzielnie w obu kategoriach), utworzonej zgodnie z art. 130 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Zapis taki umożliwił powstanie sytuacji, w której bank nie będzie tworzył rezerw na dwie wyżej wymienione kategorie przy wysokich rezerwach ogólnych.

Po czwarte, zmieniono zasady klasyfikacji należności do kategorii wątpliwych według kryterium sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika.

Po piąte, wyodrębniono - w formie załącznika - listę pomniejszych podstawy tworzenia rezerw celowych. Jednocześnie w odniesieniu do należności normalnych wycofano się z możliwości pomniejszania podstawy rezerwy o wartość zabezpieczeń. Obecnie banki mogą zatem pomniejszać podstawę tworzenia rezerw celowych na należności zaliczone do kategorii: pod obserwacją i zagrożone (poniżej standardu, wątpliwe i stracone). Wyłączenie możliwości pomniejszania podstawy rezerw o wartość zabezpieczeń w przypadku należności normalnych motywowane było wprowadzeniem zasady pomniejszania wymaganego poziomu rezerw o 25% wartości rezerw ogólnych. Możliwość pomniejszania o 25% rezerw ogólnych wprowadzono także w odniesieniu do kategorii pod obserwacją, a od tej kategorii można w dalszym ciągu odejmować wartość zabezpieczeń. R. Wódkiewicz stawia zatem pytanie: dlaczego Komisja Nadzoru Bankowego przyznała bankom większe możliwości w przypadku należności pod obserwacją niż należności normalnych, skoro to właśnie należności pod obserwacją w istocie są źródłem wyższego ryzyka<sup>4</sup>.

Po szóste, wprowadzono zasadnicze zmiany w zakresie pomniejszania podstawy rezerw o zabezpieczenia w postaci zastawu rejestrowego na rzeczach ruchomych i przewłaszczenia rzeczy ruchomej. W poprzednich rozwiązaniach brano pod uwagę wartość tych zabezpieczeń według kwot określonych w umowie, pomniejszonych o ewentualne wskaźniki korygujące. Według uchwały nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego, przyjmuje się wartość nie większą niż 75% (do dnia 31 grudnia 2000 r., 50% od dnia 1 stycznia 2001 r.) kwoty możliwej do uzyskania w przypadku konieczności zaspokajania się z przedmiotu lub jego wartości bilansowej, ale tylko do wysokości 50% pierwotnie zabezpieczonej kwoty. Zapis taki rodzi jednak zasadniczy problem, gdyż wartość bilansowa wcale nie musi być równa kwocie możliwej do uzyskania w przypadku konieczności zaspokajania się z przedmiotu zabezpieczenia.

Ponadto, wiele komplikacji występuje przy ustalaniu wysokości kwoty możliwej do uzyskania z przedmiotu zastawu lub przewłaszczenia. Na przykład umowa zastawnicza może przewidywać różne sposoby zaspokojenia roszczeń, a mianowicie: przejęcie przedmiotu na własność, zaspokojenie w drodze sądowego postępowania egzekucyjnego oraz sprzedaż w drodze przetargu publicznego, który prowadzi notariusz lub komornik. W każdym z tych przypadków odzyskana kwota może być różna. Należy też pamiętać, iż pierwszeństwo w zaspokojeniu z przedmiotu zastawu przysługuje należnościom za pracę za okres nie dłuższy niż trzy miesiące oraz rentom z tytułu odszkodowań za wywołane choroby, niezdolności do pracy, kalectwo lub śmierć, jak również kosztom ostatniej choroby i zwykłego pogrzebu dłużnika. Któż wtedy jest w stanie dokładnie określić kwotę możliwą do uzyskania na zaspokojenie banku? Podobne trudności występują, gdy zabezpieczeniem wierzytelności jest hipoteka. Jako kwotę przysługującego odpisu przyjmuje się bowiem nie więcej niż 50% wartości ustalonej na podstawie wyceny rzeczoznawcy, pomniejszonej o powstałe wcześniej obciążenia, o ile nie uwzględni tego wycena rzeczoznawcy. Powstaje jednak pytanie: co należy traktować jako powstałe wcześniej obciążenia. Logiczne byłoby uznać za obciążenie każde prawo wpisane na rzecz osoby nie będącej właścicielem nieruchomości. W jaki sposób w takim razie określić wartość chociażby służebności gruntowych, prawa dożywocia czy też różnego rodzaju ujawnionych w księdze roszczeń?<sup>5</sup>

Po siódme, zwiększono swobodę banków przy pomniejszaniu podstawy rezerw o zabezpieczenia, tj. zgodnie z wcześniejszymi rozwiązaniami bank miał obowiązek pomniejszania rezerw o zabezpieczenia wymienione w uchwale nr 13/1998 Komisji Nadzoru Bankowego, a zgodnie z przepisami uchwały nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego decyzję w tej sprawie podejmuje bank (uchwała stwarza możliwość, ale nie nakłada obowiązku pomniejszania podstawy rezerw o zabezpieczenia). Zmiana ta ma, oczywiście, wpływ na wysokość obciążenia banków podatkiem dochodowym.

Po ósme, rozszerzono katalog warunków uprawniających bank do zmniejszenia rezerwy celowej o wzrost rynkowej wartości aktywów oraz wzrost rezerwy na ryzyko ogólne.

#### Wybrane problemy do rozwiązania

Kwestią, która nie została zmieniona w uchwale nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego, a powinna zostać zmodyfikowana, są zasady tworzenia rezerw na należności normalne od osób prywatnych. W odniesieniu do należności od tych osób stosuje się terminowe kryte-

<sup>4</sup> R. Wódkiewicz: *Nowe zasady tworzenia rezerw celowych*. „Prawo Bankowe” nr 4/2000, s. 82.

<sup>5</sup> R. Wódkiewicz: *Nowe zasady ...* op.cit.

**Tabela 3** Jakościowa struktura należności brutto, bez odsetek dla sektora bank-w komercyjnych (kwoty w tys. z., udzia, w %)

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.99	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
<b>Należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	28.860.492,99	33.123.776,97	36.884.554,02	37.843.720,81	48.985.150,76
Udział							
w należnościach							
ogółem	-	-	15,04	15,19	16,54	15,78	18,85
<b>Należności zagrożone</b>							
Kwota	14.083.843,32	15.422.931,95	17.648.122,30	19.631.922,97	22.543.277,52	22.875.402,63	24.852.841,26
Udział							
w należnościach							
ogółem	8,11	8,41	9,19	9,00	10,11	9,54	9,56
<b>Należności poniżej standardu</b>							
Kwota	5.024.294,46	5.737.699,40	6.640.570,62	7.231.550,76	8.375.680,99	8.172.928,58	8.547.387,44
Udział							
w należnościach							
ogółem	2,89	3,13	3,46	3,32	3,76	3,41	3,29
<b>Należności wątpliwe</b>							
Kwota	2.567.344,40	2.806.841,78	3.821.024,49	4.806.190,03	5.656.552,91	6.243.999,58	7.182.201,11
Udział							
w należnościach							
ogółem	1,48	1,53	1,99	2,20	2,54	2,60	2,76
<b>Należności stracone</b>							
Kwota	6.492.204,46	6.878.390,77	7.186.527,19	7.594.182,18	8.511.043,62	8.458.466,39	9.123.252,71
Udział							
w należnościach							
ogółem	3,74	3,75	3,74	3,48	3,82	3,53	3,51
<b>Należności ogółem</b>							
Kwota	173.710.563,99	183.493.211,81	191.947.721,21	218.096.924,87	222.958.668,80	239.745.451,25	259.875.743,18

r-d.o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

rium klasyfikacji należności. Wyjątek stanowią jednak kredyty mieszkaniowe; przy ich klasyfikacji bierze się pod uwagę również sytuację ekonomiczno-finansową dłużnika. Powoduje to, że należności od danej osoby z tytułu kredytu mieszkaniowego (dwa niezależne kryteria oceny) i operacji z użyciem kart kredytowych (jedno kryterium oceny) mogą być zakwalifikowane do dwóch różnych kategorii - przy założeniu, że kredyt jest obsługiwany terminowo, a sytuacja ekonomiczno-finansowa dłużnika nie jest zadowalająca.

Ponadto, w uchwale nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego pozostawiono przepisy dające Komisji dużą swobodę postępowania. Swoboda taka może być rozpatrywana zarówno w pozytywnym, jak i negatywnym świetle, odpowiednio chodzi o elastyczność rozwiązań, a z drugiej strony o uznaniowość przy podejmowaniu decyzji. Konieczna wydaje się zatem analiza przepisów uchwały nr 8/1999 Komisji Nadzoru Bankowego, zgodnie z którymi:

- Komisja Nadzoru Bankowego, na uzasadniony i odpowiednio udokumentowany wniosek zainteresowanego banku, może ustalić rezerwy celowe na należności w wysokości niższej niż wymagana lub określić inną metodę klasyfikacji należności; uchwała nie podaje jednak, co należy rozumieć jako wniosek uzasadniony i odpowiednie dokumenty, brak jest zatem określenia kryteriów wystąpienia z takim wnioskiem;

- banki realizujące programy naprawcze lub przejmujące inne banki będące w trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej mogą wystąpić do Komisji Nadzoru Bankowego z wnioskiem o okresowe obniżenie ustalonego poziomu rezerw; tymczasem właśnie należności od tych banków są bardziej zagrożone niż od innych, będących w dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej<sup>6</sup>.

Nierozwiązany do końca pozostaje także problem legalności podstawowych źródeł polskiego prawa bankowego (w tym uchwał Komisji Nadzoru Bankowe-

<sup>6</sup> R. Wódkiewicz: *Nowe zasady ...* op. cit., s. 80.

**Tabela 4** Jakościowa struktura należności brutto, bez odsetek dla sektora bank-w sp-,dzielczych (kwoty w tys. z., udzia, w %)

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.1999	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
<b>Należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	1.680.846,83	1.886.930,05	2051089,32	2077182,06	2400797,55
Udział							
w należnościach							
ogółem	-	-	13,89	15,45	16,13	15,91	17,71
<b>Należności zagrożone</b>							
Kwota	231.925,61	239.881,16	260.051,15	278.582,08	297.294,54	330.629,01	361.486,33
Udział							
w należnościach							
ogółem	2,07	2,03	2,15	2,28	2,34	2,53	2,67
<b>Należności poniżej standardu</b>							
Kwota	69.664,54	82.215,33	92.622,24	100.788,51	104.490,95	123.691,45	139.871,83
Udział							
w należnościach							
ogółem	0,62	0,69	0,77	0,83	0,82	0,95	1,03
<b>Należności wątpliwe</b>							
Kwota	29.339,95	28.777,09	32.412,48	38.466,85	39.492,95	44.949,21	52.243,93
Udział							
w należnościach							
ogółem	0,26	0,24	0,27	0,31	0,31	0,34	0,39
<b>Należności stracone</b>							
Kwota	132.921,12	128.888,74	135.016,43	139.326,72	153.310,64	161.988,35	169.370,57
Udział							
w należnościach							
ogółem	1,19	1,09	1,12	1,14	1,21	1,24	1,25
<b>Należności ogółem</b>							
Kwota	11.191.542,06	11.836.862,38	12.097.948,40	12.212.001,23	12.714.810,01	13.053.458,57	13.557.227,55

r-d, o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

go). Konstytucja nie przyznała bowiem Komisji Nadzoru Bankowego żadnych kompetencji do stanowienia dokumentów nadzorczych, w formie uchwał, zarządzeń czy chociażby rekomendacji. Artykuł 87 Konstytucji wprowadza bowiem zamknięty katalog źródeł prawa powszechnego, do którego zalicza: Konstytucję, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe oraz rozporządzenia. Uznanie aktów wydawanych przez Komisję za obowiązujące prowadzi zatem do odrzucenia koncepcji zamkniętego systemu źródeł prawa powszechnie obowiązującego. Z drugiej strony w praktyce Komisja Nadzoru Bankowego wydaje przepisy wykonawcze, którym można przypisać atrybuty dokumentów powszechnie obowiązujących, a banki stosują się do tych przepisów mimo kontrowersyjności ich podstawy prawnej.

Problem zgodności aktów wykonawczych Komisji Nadzoru Bankowego (uchwał i zarządzeń) z powszechnie obowiązującym systemem prawnym jest zatem często dyskutowany. Brak podstaw do przyjęcia kompetencji prawotwórczych Komisji Nadzoru Bankowego

do wydawania aktów powszechnie obowiązujących nie oznacza, że Komisja nie dysponuje żadnymi instrumentami prawnymi wobec banków. Kwestią problematyczną jest jednak to, w jakiej formie ma się przejawiać ingerencja władz nadzorczych w stosunku do banków. W tej kwestii wykształciły się dwie różne, lecz niewykluczające się koncepcje<sup>7</sup>.

Pierwsza koncepcja zakłada możliwość interpretowania aktów Komisji jako aktów o charakterze wewnętrznym. Pojęcie aktu wewnętrznego definiuje S. Wronkowska, która stwierdza: „Wobec wyraźnego restryktywnego unormowania w Konstytucji systemu źródeł prawa można przyjąć, że akt wewnętrzny to akt kształtujący strukturę organizacyjną jakiejś instytucji, sposób realizowania wyznaczonych jej zadań, a nawet jej zadania i obowiązki pod warunkiem, że są one wyznaczone jednostce organizacyjnej (a nie jakimkolwiek innemu podmiotowi) podległej organowi wydaj-

<sup>7</sup> *Problem zgodności z Konstytucją uprawnień prawotwórczych organów NBP oraz wydawanych przez te organy aktów wykonawczych. Z orzeczenia Trybunału Konstytucyjnego. „Prawo Bankowe” nr 7-8/2000, s. 16.*



**Tabela 5** Rezerwy bilansowe na należności sektora bank-w komercyjnych (kwoty w tys. z.)

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.1999	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
<b>Utworzone rezerwy na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	213.400,05	315.003,78	339.202,26	396.736,38	408.757,45
Odsetek rezerw wymaganych	-	-	165,12	224,52	221,84	-118,39	-142,34
<b>Wymagane rezerwy na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	129.236,88	140.299,17	152.904,13	-335.114,58	-287.163,44
Rezerwy utworzone minus wymagane na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją	-	-	84.163,17	174.704,61	186.298,13	731.850,96	695.920,89
<b>Rezerwy na należności zagrożone</b>							
<b>Utworzone - poniżej standardu</b>							
Kwota	716.862,09	620.106,18	655.705,96	658.773,36	648.231,63	668.875,99	769.877,82
Odsetek rezerw w wymaganych	114,05	113,62	103,44	104,47	105,91	103,02	103,94
Wymagane - poniżej standardu	628.549,14	545.752,49	633.873,96	630.583,09	612.037,45	649.267,88	740.714,64
Utworzone minus wymagane - poniżej standardu	88.312,95	74.353,69	21.832,00	28.190,27	36.194,18	19.608,11	29.163,18
<b>Utworzone - wątpliwe</b>							
Kwota	697.673,18	784.816,23	753.668,95	855.129,09	1.028.460,52	1.098.675,48	1.241.934,99
Odsetek rezerw wymaganych	107,79	114,72	115,20	112,75	109,74	111,33	109,36
wymagane - wątpliwe	647.231,72	684.116,71	654.235,47	758.449,26	937.213,91	986.893,99	1.135.689,20
Utworzone minus wymagane - wątpliwe	50.441,46	100.699,52	99.433,48	96.679,83	91.246,61	111.781,49	106.245,79
<b>Utworzone - stracone</b>							
Kwota	5.337.310,69	5.370.291,68	5.546.390,38	5.769.471,16	6.534.123,68	6.385.050,65	6.757.703,45
Odsetek rezerw wymaganych	99,93	99,73	100,43	99,98	100,71	100,29	100,38
Wymagane - stracone	5.341.107,11	5.384.706,75	5.522.752,48	5.770.462,63	6.487.974,65	6.366.805,34	6.732.453,64
Utworzone minus wymagane - stracone	-3.796,42	-14.415,07	23.637,90	-991,47	46.149,03	18.245,31	25.249,81

r-d.o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

cemu akt. Normy aktu wewnętrznego nie mogą być więc adresowane do jednostki, czy jej organizacji, ani też nie mogą kształtować sytuacji prawnej podmiotu spoza układu organizacyjnego podległego organowi wydającemu akt. Realizowanie normy wewnętrznej nie może mieć refleksu w stosunku do obywatela i jego organizacji, bo nie może upoważniać ani zobowiązywać jednostki podporządkowanej organowi wydającemu dany akt (jako adresata normy wewnętrznej) do bezpośredniego oddziaływania na zachowania obywateli”.

Jednoznaczne stanowisko w tej sprawie zajmuje C. Kosikowski, który stwierdza, że Komisji Nadzoru Banko-

wego nie przysługują kompetencje do tworzenia prawa o charakterze powszechnie obowiązującym, ale przysługują uprawnienia do wydawania aktów wewnętrznego kierownictwa w zakresie nie objętym tzw. materią ustawową. Dokumenty Komisji kierowane są bowiem do banków, które pozostają w stosunkach zależności funkcjonalnej wobec Komisji Nadzoru Bankowego<sup>8</sup>.

Podobny pogląd wyraża R. Tupin, który uważa, że akty Komisji należy zakwalifikować do kategorii aktów

<sup>8</sup> C. Kosikowski: *Akty wykonawcze w prawie bankowym jako problem konstytucyjny. W: Konstytucja, ustrój, system finansowy państwa.* Warszawa 1999 Wydawnictwo Trybunału Konstytucyjnego, s. 384.

Tabela 6 Rezerwy bilansowe na należności sektora bank-w sp-,dzielczych (kwoty w tys. z.)

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.99	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
<b>Utworzone rezerwy na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	8.255,37	9.631,69	12.425,03	22.138,04	23.865,13
Odsetek rezerw							
wymaganych	-	-	105,24	108,67	128,35	131,82	129,93
<b>Wymagane rezerwy na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją</b>							
Kwota	-	-	7.844,49	8.862,87	9.680,32	16.794,72	18.367,26
Rezerwy utworzone							
minus wymagane							
na należności normalne							
z tytułu kredytów							
konsumpcyjnych							
i pod obserwacją	-	-	410,88	768,82	2.744,71	5.343,32	5.497,87
<b>Rezerwy na należności zagrożone:</b>							
<b>Utworzone - poniżej standardu</b>							
Kwota	14.572,70	16.896,21	18.726,95	19.927,96	20.415,64	22.218,10	25.511,46
Odsetek rezerw wymaganych	107,81	108,05	109,98	107,51	107,31	103,65	103,64
Wymagane - poniżej							
standardu	13.517,04	15.636,71	17.027,33	18.535,34	19.024,43	21.435,80	24.614,29
Utworzone minus							
wymagane -							
poniżej standardu	1.055,66	1.259,50	1.699,62	1.392,62	1.391,21	782,30	897,17
<b>Utworzone - wątpliwe</b>							
Kwota	13.710,81	13.435,86	14.587,49	17.080,38	16.972,53	19.394,02	22.600,80
Odsetek rezerw wymaganych	102,03	100,09	102,53	100,87	102,04	101,56	101,55
Wymagane - wątpliwe	13.437,44	13.424,26	14.227,75	16.933,15	16.633,62	19.095,56	22.256,10
Utworzone minus							
wymagane - wątpliwe	273,37	11,60	359,74	147,23	338,91	298,46	344,70
<b>Utworzone - stracone</b>							
Kwota	121.330,72	114.840,79	118.991,31	123.381,77	133.611,38	139.905,40	146.844,87
Odsetek rezerw wymaganych	100,03	99,82	100,23	99,49	99,92	99,95	100,11
Wymagane - stracone	121.288,42	115.048,39	118.723,57	124.013,45	133.714,19	139.975,12	146.684,08
Utworzone minus							
wymagane - stracone	42,30	-207,60	267,74	-631,68	-102,81	-69,72	160,79

r-d, o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

wewnętrznych o szczególnym charakterze, które z mocy przepisów Konstytucji lub Ustawy Prawo bankowe mogą regulować również obowiązki. Niewymienienie w art. 93 Konstytucji Komisji Nadzoru Bankowego nie stoi na przeszkodzie praktyce wydawania przez ten organ aktów prawa wewnętrznego (uchwał i zarządzeń), w tym także regulujących funkcjonowanie banków, jeżeli w każdym konkretnym przypadku można powołać się na upoważnienie ustawowe. R. Tupin podkreśla jednak, że akty te muszą zawsze spełniać kryteria określone w art. 93 Konstytucji<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> R. Tupin: Status prawny i kompetencje prawotwórcze organów Narodowego Banku Polskiego i Komisji Nadzoru Bankowego. „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” nr 7-8/1998, s. 9.

Druga koncepcja skłania się do uznania aktów Komisji Nadzoru Bankowego za tzw. ogólne akty stosowania prawa. Przedstawicielem takiego poglądu jest m.in. M. Kulesza, który dopuszcza możliwość przypisania Komisji uprawnień w sferze stosowania prawa, tj. do wydawania aktów normatywnych o charakterze władczym, w zakresie stosunków zewnętrznych, jeżeli tylko uprawnienia takie są niezbędne do realizacji zadań publicznych nałożonych przez ustawę<sup>10</sup>.

Mimo że celem tego opracowania nie jest jednoznaczne rozstrzygnięcie, która z prezentowanych kon-

<sup>10</sup> M. Kulesza: Źródła prawa i przepisy administracyjne w świetle nowej Konstytucji. PiP 1998, z. 2, s. 12.

**Tabela 7 Saldo rezerw\* na należności wykazywane w rachunku zysk-w i strat bank-w komercyjnych oraz ich udział, w wyniku z działalności bankowej i wyniku finansowym brutto (kwoty w tys. z., udział, w %)**

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.1999	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
Saldo rezerw							
na należności normalne							
z tytułu kredytów							
konsumpcyjnych							
i pod obserwacją	-	-	148.531,15	171.054,40	203.902,92	45.814,90	63.322,46
Saldo rezerw na							
należności							
zagrożone	1.412.497,80	21.676,26	209.179,01	545.551,32	1.669.108,09	493.344,94	1.002.926,88
<b>Udział salda rezerw na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją w:</b>							
- wyniku z działalności							
bankowej	-	-	1,47	1,12	1,01	0,71	0,56
- wyniku finansowym							
brutto	-	-	4,63	3,31	3,95	2,10	1,88
<b>Udział salda rezerw na należności zagrożone w:</b>							
- wyniku w działalności							
bankowej	8,11	0,43	2,07	3,56	8,26	7,65	8,89
- wyniku finansowym							
brutto	31,38	1,13	6,53	10,55	32,36	22,59	29,75

\* Saldo rezerw definiowane jest jako różnica między kosztami zawiązania rezerw a przychodami z rozwiązania rezerw.

r-d.o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

cepcji jest słuszna, należy stwierdzić, że uchwały i zarządzenia Komisji Nadzoru Bankowego są bardziej aktami prawa wewnętrznego niż tzw. ogólnymi aktami stosowania prawa.

### Wpływ systemu rezerw celowych na warunki działalności banków w Polsce

Polityka nadzoru bankowego, wykorzystująca jako instrument rezerwy celowe, wpływa na warunki działalności bankowej, przede wszystkim na wyniki finansowe banków. Utworzenie rezerw jest bowiem źródłem kosztów banku generuje bowiem dla banku koszty, które obniżają jego wynik finansowy, a rozwiązanie rezerw stanowi przychód, który pozytywnie wpływa na wynik finansowy.

Z punktu widzenia banków, ich wyników finansowych, istotne są przede wszystkim trzy aspekty rezerw:

- jaka jest podstawa tworzenia rezerw,
- w jakiej wysokości muszą być utworzone rezerwy,
- czy są one uznawane przez władze podatkowe za koszt uzyskania przychodu.

Jest rzeczą oczywistą, że im wyższa jest podstawa tworzenia rezerw, im wyższa jest minimalna procentowa wysokość tych rezerw, im mniej rezerw uznawanych jest za koszt uzyskania przychodu, tym system re-

zerw jest mniej przyjazny dla banków, z punktu widzenia osiąganych wyników.

### Analiza wpływu obowiązku tworzenia rezerw na ryzyko na wyniki finansowe banków

Poniżej przedstawiona zostanie analiza wpływu obowiązku tworzenia rezerw na ryzyko na warunki działalności bankowej w Polsce. Analiza ta przeprowadzona będzie odrębnie dla sektora banków komercyjnych i sektora banków spółdzielczych ze względu na:

- odmienne struktury portfeli należności w przypadku tych sektorów,
- różną jakość portfeli należności powyższych sektorów, wyrażaną udziałem należności zagrożonych w należnościach ogółem.

Jakościowa struktura należności sektora banków komercyjnych przedstawiona została w tabeli 3, a sektora banków spółdzielczych w tabeli 4. W analizowanym okresie jakość należności w sektorze banków komercyjnych była średnio o 6,8 punktu procentowego gorsza niż w sektorze banków spółdzielczych. W przypadku obu sektorów jakość należności uległa pogorszeniu w analizowanym okresie.

Tabele nr 5 i 6 przedstawiają rezerwy bilansowe na należności, odpowiednio dla sektora banków komercyjnych i sektora banków spółdzielczych.

**Tabela 8** Saldo rezerw\* na należności wykazywane w rachunku zysk-w i strat bank-w sp-,dzielczych oraz ich udział, w wyniku z działalności bankowej i wyniku finansowym brutto (kwoty w tys. z., udział, w %)

Wyszczególnienie	31.12.1998	31.03.1999	30.06.1999	30.09.1999	31.12.1999	31.03.2000	30.06.2000
Saldo rezerw							
na należności normalne							
z tytułu kredytów konsumpcyjnych							
i pod obserwacją	-	-	7.585,51	8.843,90	11.812,03	8.813,95	10.656,13
Saldo rezerw na należności zagrożone	14.236,20	2.375,01	10.128,96	19.300,85	29.621,13	11.608,89	25.682,43
<b>Udział salda rezerw na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją w:</b>							
- wyniku na działalności bankowej	-	-	1,17	0,90	0,84	2,08	1,22
- wyniku finansowym brutto	-	-	5,13	3,91	3,66	6,90	4,57
<b>Udział salda rezerw na należności zagrożone w:</b>							
- wyniku na działalności bankowej	1,17	0,76	1,56	1,97	2,12	2,74	2,94
- wyniku finansowym brutto	4,99	2,93	6,85	8,53	9,19	9,08	11,01

\* Saldo rezerw definiowane jest jako różnica między kosztami zawiązania rezerw a przychodami z rozwiązania rezerw.

r-d.o: dane Narodowego Banku Polskiego, opracowanie w.asne.

W analizowanym okresie było regułą, że sektor banków komercyjnych tworzył rezerwy celowe wyższe od wymaganych. Wyjątek od tej zasady wystąpił w przypadku rezerw na należności stracone (na dzień: 31 grudnia 1998 r., 31 marca 1999 r. i 30 września 1999 r.). Ponadto, warto zauważyć, że zmiana zasad tworzenia rezerw na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją od dnia 31 marca 2000 r., polegająca na możliwości pomniejszenia rezerw o kwotę 25% rezerw na ryzyko ogólne, spowodowała, że wymagane rezerwy na te należności przyjęły wartość ujemną.

Również banki spółdzielcze co do zasady tworzyły rezerwy celowe w wysokości wyższej niż wymagana. Wyjątek od tej zasady występował także w przypadku należności straconych (na dzień: 31 marca 1999 r., 30 września 1999 r., 31 grudnia 1999 r., 31 marca 2000 r.).

Odzwierciedlenie rezerw celowych w rachunku zysków i strat sektora banków komercyjnych przedstawiono w tabeli 7, a sektora banków spółdzielczych w tabeli 8.

W analizowanym okresie w sektorze banków komercyjnych systematycznie spadał udział salda rezerw na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją w wyniku z działalności bankowej i wyniku finansowym brutto. W odniesieniu do należności zagrożonych nie można natomiast stwierdzić podobnej tendencji.

W przypadku sektora banków spółdzielczych udział salda rezerw w wynikach finansowych tych ban-

ków był zmienny. Znaczny wzrost udziału salda rezerw na należności normalne z tytułu kredytów konsumpcyjnych i pod obserwacją w wyniku z działalności bankowej i wyniku finansowym brutto odnotowano jednak na dzień 31 marca 2000 r.

#### Rezerwy celowe a przepisy podatkowe

Kwestie podatkowe związane z faktem tworzenia rezerw celowych od początku wzbudzały wiele dyskusji.

Zgodnie z zarządzeniem nr 13/1994 Prezesa Narodowego Banku Polskiego, rezerwy celowe księgowane były w ciężar kosztów, jednak nie znaczy to, że były uznawane w całości za koszt uzyskania przychodu banku.

Podejście umożliwiające tworzenie rezerw w ciężar kosztów wzbudziło bowiem zastrzeżenia Ministerstwa Finansów, które odwołało się do zasady, iż rezerwy tworzone są w ciężar kosztów tylko na podstawie odpowiedniej regulacji ustawowej (Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r. - art. 15 ust. 1 pkt 10). Przy wydaniu zarządzenia powołano się natomiast na art. 100 ust. 5 pkt 1 Ustawy Prawo bankowe z 1989 r., zgodnie z którym Prezes Narodowego Banku Polskiego był upoważniony do określania wiążących banki norm płynności, norm dotyczących pokrycia funduszami własnymi aktywów banku oraz norm dopuszczalnego ryzyka. Zagadnienia te do-

tyczą szeroko rozumianej problematyki nadzoru bankowego, a więc nie powinny wykraczać poza granice systemu bankowego. Prezes Narodowego Banku Polskiego, nakładając na banki obowiązek tworzenia rezerw celowych w ciężar kosztów, przekroczył więc te granice, wchodząc w system prawa podatkowego.

Pojawiła się tutaj powszechnie znana sprzeczność interesów między podejściem organów czuwających nad bezpieczeństwem systemu bankowego (nadzór bankowy) a stanowiskiem organów mających na celu dostarczenie jak największej ilości środków finansowych do Skarbu Państwa w drodze obciążeń fiskalnych. Konflikt ten zaostriża się w krajach cechujących się recesją gospodarczą i wysoką inflacją. W przypadku Polski niepokoić może jednak skala rozbieżności w tej kwestii. Rezerwy celowe są bowiem zaliczane w koszty podatkowe dopiero po spełnieniu rygorystycznych przepisów prawa podatkowego. Ustawa podatkowa przewiduje możliwość zaliczenia przez banki do kosztów podatkowych, po spełnieniu przewidzianych w niej przesłanek, wartości rezerw tworzonych na pokrycie wierzytelności z tytułu straconych kredytów i pożyczek, straconych należności z tytułu gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów i pożyczek, 25% kwoty wątpliwych kredytów i pożyczek oraz 25% kwoty wątpliwych należności z tytułu gwarancji albo poręczeń spłaty kredytów i pożyczek udzielonych przez bank po 1 stycznia 1997 r., których nieściągalność została uprawdopodobniona w sposób oznaczony w tej ustawie<sup>11</sup>.

Obecnie obowiązujące przepisy nie są korzystne dla sektora bankowego. Rozwiązaniem optymalnym z punktu widzenia banków byłoby uznanie przez przepisy podatkowe rezerw celowych w całości za koszt uzyskania przychodów. Z punktu widzenia stanu finansów publicznych w Polsce jest to jednak mało prawdopodobne (oznaczałoby to zmniejszenie wpływów z podatku dochodowego).

Trzeba jednak podkreślić, że jeżeli bankom nie zostaną stworzone odpowiednie warunki umożliwiające absorbowanie ryzyka kredytowego, w drodze wyłączenia rezerw z podstawy opodatkowania, to nie będą one szczególnie zainteresowane rozwojem akcji kredytowej. Alternatywą dla akcji kredytowej jest m.in. lokowanie zgromadzonych zasobów pieniężnych w rządowe papiery wartościowe, a tym samym finansowanie potrzeb budżetu państwa. Być może o to chodzi ustawodawcy, ale podejście takie jest krótkowzroczne, gdyż zmniejsza rentowność banków.

Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że w wyniku kolejnych nowelizacji przepisów bankowych i podatkowych usunięto wiele niedociągnięć legislacyjnych i obecnie banki mają dużo większą swobodę w kształ-

towaniu podstawy opodatkowania niż na początku lat dziewięćdziesiątych. O skali obciążenia banków podatkami decydują bowiem z jednej strony przepisy, a z drugiej strony umiejętne wykorzystanie przez banki zawartych w nich luk i możliwości zmniejszenia obciążenia podatkowego. Dobra znajomość prawa podatkowego przez pracowników banku jest zatem niezbędna w procesie zwiększania jego wartości. Banki mogą jednak poruszać się tylko w granicach określonych przez prawo, a więc pierwszy element - przepisy prawne - ma większe znaczenie niż właściwe zarządzanie podatkami w banku, które ma charakter wtórny.

Należy więc postulować, aby w Ustawie o Podatku dochodowym od osób prawnych przyjęto zapis, zezwalający na tworzenie rezerw na równoważenie ryzyka, wynikającego z udzielonych kredytów i innych wierzytelności, w ciężar kosztów - tak jak np. w przypadku instytucji ubezpieczeniowych<sup>12</sup>.

Można przyjąć także inne rozwiązanie, polegające na potwierdzeniu tej kwestii w Ustawie Prawo bankowe. Uniemożliwiłoby ono wprowadzenie przez organy regulujące system bankowy zmian, pozostawiających bankom zbyt krótki okres na dostosowanie. Sprawa rezerw celowych byłaby uregulowana w wyższym rangą akcie prawnym, którego zmiana wymaga uchwały Sejmu. Istnieje zatem konieczność uregulowania tej kwestii w dokumencie o randze ustawy.

Trzeba także nadmienić, że istnieją przeciwnicy takiego rozwiązania, którzy uważają, że podejście takie może przyczynić się do liberalizacji procedury udzielania kredytów przez banki, tzn. że banki będą świadomie udzielać złych kredytów, aby obniżyć tym samym podstawę opodatkowania. Chociaż nie można w 100 procentach wykluczyć prób manipulowania kosztami przez banki, to jednak argumentacja taka jest bardzo wątpliwa, gdyż banki działałyby na swoją niekorzyść (brak chociażby dochodów z tytułu odsetek).

## Podsumowanie

System klasyfikacji należności bankowych powinien być prosty, a przede wszystkim racjonalny. Można ponadto się zastanawiać, czy system taki powinien być określony przez władze nadzorcze, czy może powinny go określać same banki, dla których kryteria klasyfikacji powinny być podstawowym narzędziem polityki inwestycyjnej.

Podobne pytanie można postawić w stosunku do obowiązku tworzenia rezerw celowych na podstawie przepisów zewnętrznych. Alternatywą dla systemu rezerw celowych mogłoby być powszechne ubezpieczenie ryzyka przez banki.

<sup>11</sup> Szerzej na ten temat: I. Ożóg: *Tworzenie i rozwiązywanie rezerw na wierzytelności bankowe*. „Przegląd Podatkowy” nr 4/1997, s. 8; E. Zuchaj: *Rezerwy w podatkach*. „Gazeta Bankowa” nr 46/2000, s. 32.

<sup>12</sup> E. Fojcik-Mastalska, R. Mastalski: *Kredyty i pożyczki bankowe w prawie podatkowym*. „Prawo Bankowe” nr 3/1994, s. 92.



Niezależnie jednak od przyjętych rozwiązań zewnętrznych (prawa bankowego i podatkowego) i wewnętrznych (procedur określanych przez banki) podsta-

wowymi kryteriami wyboru metod zarządzania ryzykiem bankowym powinny być: bezpieczeństwo oraz rachunek ekonomiczny.

## Pochodne instrumenty kredytowe (I)

### Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych

*Krzysztof Jackowicz*

Pochodne instrumenty kredytowe są jedną z najważniejszych innowacji w światowym systemie finansowym w ostatnich latach. Dzięki nim po raz pierwszy ryzyko kredytowe, odrębnie od innych rodzajów ryzyka, stało się przedmiotem obrotu rynkowego. Szybki wzrost wolumenu transakcji pochodnymi instrumentami kredytowymi w połączeniu z wielością ich form konstrukcyjnych i związaną z tym różnorodnością zastosowań sprawia, że są one przedmiotem żywego zainteresowania zarówno ze strony badaczy, jak i podmiotów gospodarczych. Do tej pory były wykorzystywane głównie przez banki, ale z powodzeniem mogą też znaleźć zastosowanie w zarządzaniu ryzykiem w innych instytucjach finansowych, a także w dużych niefinansowych podmiotach gospodarczych. Niniejszy artykuł, poświęcony analizie podstawowych zagadnień związanych z pochodnymi instrumentami kredytowymi, ze

względu na obszerność omawianej problematyki został podzielony na dwie części, zawierające po trzy rozdziały. W pierwszym rozdziale staram się ukazać pochodne instrumenty kredytowe jako część zachodzących obecnie przemian w sposobie zarządzania ryzykiem kredytowym. Następnie (rozdziały drugi i trzeci) podejmuję próbę sformułowania definicji pochodnego instrumentu kredytowego poprzez krytyczną analizę określeń spotykanych w literaturze przedmiotu oraz prezentuję konstrukcję i mechanizmy działania podstawowych rodzajów pochodnych instrumentów kredytowych. W kolejnych dwóch rozdziałach, otwierających drugą część artykułu, charakteryzuję najistotniejsze - w mojej opinii - obszary zastosowań pochodnych instrumentów kredytowych, ich przewagi nad tradycyjnymi metodami zarządzania ryzykiem kredytowym, ale także przedstawiam problemy i niebezpieczeństwa wynikające

z ich użycia. W rozdziale zamykającym drugą część artykułu badam przyczyny dynamicznego wzrostu obrotów na rynku pochodnych instrumentów kredytowych, strukturę rynku oraz identyfikuję warunki dalszego jego rozwoju.

### Pochodne instrumenty kredytowe jako składowa przemian modelu zarządzania ryzykiem kredytowym<sup>1</sup>

Pochodne instrumenty kredytowe są częścią przemian, które dokonały się na świecie w dziedzinie zarządzania ryzykiem kredytowym w latach dziewięćdziesiątych, a zwłaszcza w drugiej ich połowie. O ile wcześniej podejmowane próby udoskonalenia procesu zarządzania ryzykiem kredytowym sprowadzały się przede wszystkim do usprawnienia istniejących procedur poprzez ich automatyzację i informatyzację, o tyle przekształcenia, których jesteśmy obecnie świadkami, mają głęboko strukturalny charakter i podłoże. Obejmują bowiem strategiczną reorientację całego procesu, zmianę jego filozofii oraz modyfikację zestawu stosowanych narzędzi. U podstaw tych radykalnych przekształceń legło kilka przesłanek. Po pierwsze, rosnąca konkurencja wewnątrz sektora bankowego i ze strony otwartych rynków kapitałowych zrodziła presję na obniżenie kosztów zarządzania finansowego, w tym zarządzania najstarszym i najpoważniejszym rodzajem ryzyka bankowego - ryzykiem kredytowym. Po drugie, warunki rynkowe, postępująca globalizacja, wzrost efektywności rynków finansowych sprzyjały zwiększeniu zainteresowania zarządów banków procesem tworzenia wartości jako źródłem siły rynkowej. Po trzecie, w związku z powyższym do pomiaru rezultatów działania coraz szerzej stosuje się miary, uwzględniające ponoszone ryzyko poprzez wielkość alokowanego kapitału ekonomicznego, czyli kapitału niezbędnego do pokrywania nieantycypowanych strat (miary typu *RAROC* - *risk-adjusted return on capital*). Zwróciło to uwagę na nieefektywności występujące w portfelu kredytowym. Częstsze stosowanie teorii portfelowej do analizy portfela kredytowego dostarczało z kolei dowodów jego nieoptymalności.

Potrzeba zmian w procesie transformacji procesu zarządzania ryzykiem kredytowym zbiegła się w czasie z rozwojem narzędzi i technik umożliwiających ich do-

konanie, co przyczyniło się do wytworzenia typowego dodatniego sprzężenia zwrotnego. Z jednej bowiem strony wola zmiany sposobu zarządzania ryzykiem przyspieszała rozwój odpowiednich technik i narzędzi, z drugiej zaś ulepszanie tych ostatnich stwarzało warunki do dalszych udoskonań modelu zarządzania ryzykiem. W latach dziewięćdziesiątych mieliśmy do czynienia z niespotykanym dotychczas rozwojem metod pomiaru ryzyka kredytowego. Do najpopularniejszych obecnie należą konstrukcje oferowane przez następujące instytucje: KMV Corporation (*Credit Monitor*), J.P. Morgan (*CreditMetrics*), Credit Suisse Financial Products (Credit Risk +), KPMG (*Loan Analysis System - LAS*) oraz McKinsey (*Credit Portfolio View*). Ponadto, pojawiły się bądź rozwinęły techniki finansowe umożliwiające bardziej dynamiczne zarządzanie portfelem kredytowym. Rozbudował się rynek bezpośredniej sprzedaży należności kredytowych, postępy poczyniła sekurytyzacja, która zaczęła obejmować nie tylko należności zabezpieczone hipotecznie, ale także te z tytułu kredytu konsumpcyjnego, należności związane z kartami płatniczymi, jak również należności wynikające z kredytowania podmiotów gospodarczych. Powstały również, stanowiące zasadniczy przedmiot naszego zainteresowania, pochodne instrumenty kredytowe, pozwalające na odseparowanie ryzyka kredytowego od aktywów finansowych, a następnie na jego transfer.

Dzięki wyliczonym powyżej narzędziom i technikom bank nie jest dziś skazany na stosowanie strategii udzielania kredytu i utrzymywania należności w bilansie (*buy and hold*). Ma do wyboru zatrzymanie i finansowanie należności kredytowej, bezpośrednią jej sprzedaż, włączenie do puli sekurytyzowanych należności oraz redukcję lub wyeliminowanie związanego z nią ryzyka kredytowego poprzez zastosowanie pochodnych instrumentów kredytowych. Rozszerzenie zakresu podejmowanych decyzji w zarządzaniu ryzykiem kredytowym jest istotną, ale nie najważniejszą cechą nowego sposobu zarządzania. Najbardziej fundamentalna zmiana zaszła w zakresie podstawowego celu tego procesu. Zadaniem tym przestała być odpowiedź na pytanie: udzielić kredytu czy nie, a stała się odpowiedź na następujące pytania: jaki jest rozmiar podejmowanego ryzyka kredytowego, czy związane z tym wynagrodzenie jest adekwatne, jaki jest wpływ podejmowanych decyzji na optymalność całego portfela i czy w związku z tym nie należy podjąć w jego obrębie działań restrukturyzacyjnych.

Spośród innych, ważnych cech nowego modelu zarządzania ryzykiem kredytowym należy, w moim przekonaniu, wspomnieć o trzech. Po pierwsze, szeroko wykorzystuje on zewnętrzne informacje dotyczące ryzyka kredytowego, wynikające z publicznie dostępnych ratingów i możliwych do oszacowania premii za

<sup>1</sup> W opracowaniu tego rozdziału wykorzystałem przede wszystkim następujące pozycje literatury przedmiotu: A. Kuritzkes, S. Harris: *Re-thinking the Credit Process*. „Banking Strategies” September/October 1999, s. 6-12; A. Kuritzkes: *Transforming Portfolio Management*. „Banking Strategies” July/August 1998, s. 57-62; D.N. Chorafas: *Credit Derivatives & The Management of Risk*. New York Institute of Finance 2000, s. 4-9; J. Krumnow: *Credit Risk Management at the Deutsche Bank AG*. Deutsche Bundesbank Banking Supervisory Symposium „The Challenge of Credit Risk”. Palmengarten Frankfurt am Main, November 24, 1998 (dokument internetowy).

ryzyko kredytowe zawartych w obserwowanych na otwartych rynkach finansowych stopach dochodu dłużnych instrumentów finansowych. Po wtóre, kontroli kosztów, oprócz posługiwania się zewnętrzną informacją, może służyć posilkowanie się modelami pomiaru ryzyka kredytowego opracowanymi i udostępnianymi jako produkty komercyjne przez największe banki i firmy doradcze<sup>2</sup>. Po trzecie, dla omawianego modelu charakterystyczne jest skoncentrowanie uwagi, a zatem i nakładów finansowych na najbardziej ryzykownych kredytach, najbardziej złożonych strukturach finansowania kredytobiorców i najbardziej nie płynnych należnościach, przy maksymalnym wykorzystaniu w stosunku do pozostałych modeli statystycznych i ekonometrycznych np. analizy dyskryminacyjnej. Ponadto, nowy sposób zarządzania zwykle wiąże się z koniecznością centralizacji decyzji dotyczących zakresu oceny ryzyka kredytowego, a następnie jego kształtowania dla osiągnięcia zamierzonych celów finansowych. Ułatwia to włączenie systemu zarządzania ryzykiem kredytowym do globalnego systemu zarządzania ryzykiem funkcjonującego w banku.

Liderami we wprowadzaniu opisanego sposobu zarządzania ryzykiem kredytowym są banki międzynarodowe oraz banki obsługujące dużych klientów instytucjonalnych. Pierwsze obserwacje jego efektywności są bardzo zachęcające. Według badań *Oliver, Wyman & Co.*, szerokie zastosowanie nowych narzędzi i technik zarządzania ryzykiem kredytowym, prowadzące do poprawy dywersyfikacji portfela, może dawać oszczędności w odniesieniu do niezbędnego kapitału ekonomicznego nawet do 25% w przypadku banków międzynarodowych i jeszcze wyższe w bankach o ograniczonym, regionalnym obszarze działania. Redukcje kosztów uzyskiwane po wprowadzeniu przedstawionych rozwiązań mogą podnieść stopę rentowności aktywów o około 0,4 punktu procentowego, co przy uwzględnieniu działania dźwigni finansowej przełoży się na wielokrotniony wzrost stopy rentowności kapitału własnego. Wstępne doświadczenia wskazują również, że transformacja systemu zarządzania ryzykiem kredytowym nie prowadzi do pogorszenia jakości portfela kredytowego.

Pochodne instrumenty kredytowe mogą stać się, i powoli się stają, jednym z nieodłącznych elementów dynamicznego systemu zarządzania ryzykiem kredytowym, odpowiadającego na wyzwania stawiane przez konkurencję i rynki finansowe. W takiej perspektywie chciałbym je analizować w tym artykule.

<sup>2</sup> Koszty zastosowania zewnętrznych modeli pomiaru ryzyka kredytowego nie są wysokie. Przykładowo, pakiet *CreditManager* wykorzystujący model *CreditMetrics* wiąże się z koniecznością wydania 10.000 USD na instalację i uiszczania rocznej opłaty eksploatacyjnej w wysokości 25.000 USD. Warto w tym miejscu dodać, że dokumentacja i standardowe dane wejściowe są bezpłatnie dostępne w internecie. Zob. K. Spinner: *Measuring Credit Exposures the JP Morgan Way*. Wall Street & Technology, Winter 1998, s. 16-20.

## Definicja pochodnego instrumentu kredytowego

Duża innowacyjność w tworzeniu nowych form liczącego niespełna 10 lat rynku pochodnych instrumentów kredytowych sprawia, że literatura przedmiotu do tej pory nie doczekała się powszechnie akceptowanej definicji analizowanej grupy instrumentów finansowych<sup>3</sup>. Spotykane w różnych opracowaniach określenia mają elementy wspólne, ale też różnie rozkładają akcenty, jeśli chodzi o identyfikację cech odróżniających derywaty kredytowe od innych instrumentów pochodnych. Warto podkreślić już teraz, że różnic w tym zakresie jest znacznie więcej niż podobieństw. Te ostatnie ograniczają się w zasadzie do powszechnego rozpatrywania pochodnych instrumentów kredytowych jako rynkowych narzędzi zarządzania ryzykiem kredytowym, umożliwiających z jednej strony jego eliminację lub redukcję, a z drugiej podjęcie za wynagrodzeniem. Liczne różnice w definicjach mogą wprowadzać pewne zamieszanie, są jednak znakomitym podłożem do dyskusji i pozwalają spojrzeć na derywaty kredytowe w wielu kontekstach. Przekonamy się o tym, analizując właśnie pod kątem występujących odmienności kilka wybranych określeń pochodnych instrumentów kredytowych zaczerpniętych z bogatej literatury przedmiotu.

J.B. Caouette, E. I. Altman i P. Narayanan oraz D.N. Chorafas w swoich książkach zwracają uwagę, że pochodne instrumenty kredytowe umożliwiają obrót ryzykiem kredytowym<sup>4</sup> odrębny, od innych rodzajów ryzyka i cech danego instrumentu finansowego. Istnienie i popularność prezentowanych w następnym rozdziale instrumentów, powodujących transfer całego ryzyka ekonomicznego (kontrakty zamiany całkowitego przychodu) lub ryzyka kredytowego wraz z częścią ryzyka stopy procentowej (opcje na premię za ryzyko kredytowe), dowodzą - w mojej opinii - potrzeby złagodzenia treści powyższego stwierdzenia. Wydaje się, że bardziej poprawne byłoby mówienie nie o odrębnym obrocie ryzykiem kredytowym, lecz o zadaniu interesującej nas klasy instrumentów sprowadzającym się przede wszystkim do przenoszenia ryzyka kredytowego.

<sup>3</sup> W literaturze przedmiotu najczęściej wskazuje się, że rynek pochodnych instrumentów kredytowych narodził się w swojej obecnej postaci w 1992 r. Nie ma natomiast zgody co do tego czy pierwszy był rynek londyński, czy nowojorski. Faktem pozostaje jednak, że dwa wspomniane ośrodki, zwłaszcza Londyn, są do dziś centrum obrotu derywatami kredytowymi. Por. np. J. Asher: *Credit Derivatives: A Red-Hot Growth Area*. „ABA Banking Journal” August 1998, s. 33-34; *Bank Spy a New Market for Offloading Risk: Regulator Urges a Cautious Approach to Navigating the Uncharted Waters of Credit Derivatives*. „Financial Times” 5 May 1997.

<sup>4</sup> Zob. J.B. Caouette, E.I. Altman, P. Narayanan: *Managing Credit Risk: The Next Great Financial Challenge*. John Wiley & Sons, 1998, s. 304; D.N. Chorafas: *Credit Derivatives & The Management of Risk. Including Models for Credit Risk*. New York Institute of Finance 2000, s.3 i 9. J.B. Caouette, E.I. Altman, P. Narayanan stwierdzają dodatkowo, że derywaty kredytowe są umowami finansowymi, których wartość zależy od ceny instrumentu bazowego wrażliwego na ryzyko kredytowe.

Powiązanie definicji pochodnego instrumentu kredytowego i ryzyka kredytowego odnajdujemy w artykule J.T. Mosera<sup>5</sup>. W jego ujęciu derywaty kredytowe są mechanizmem zarządzania ryzykiem kredytowym. Autor ten szczególną uwagę przywiązuje do przejawów ryzyka kredytowego zapowiadających możliwość niewywiązania się dłużnika z zaciągniętych zobowiązań, a więc np. obniżenia ratingu podmiotu gospodarczego lub kraju wskutek spadku wiarygodności ekonomicznej, wzrostu liczby bankructw osobistych (*personal bankruptcies*) jako zapowiedzi recesji. Wspomniane przejawy występują bowiem częściej niż bezpośrednie dowody niezdolności do zgodnej z umową spłaty zobowiązań, mającej np. postać: ogłoszenia niewypłacalności, zawieszenia spłat, restrukturyzacji zadłużenia czy też moratorium na uiszczanie rat kapitałowych i odsetek. Podział przejawów ryzyka kredytowego na zapowiadające możliwość niewywiązania się ze zobowiązań i bezpośrednio świadczące o braku zdolności do obsługi długu ma, moim zdaniem, duże znaczenie nie tylko dla definicji pochodnych instrumentów kredytowych, ale także dla ich konstrukcji.

Podobnie jak J.T. Moser, także R.S. Neal traktuje rozważania o naturze ryzyka kredytowego jako punkt wyjścia analizy pochodnych instrumentów kredytowych<sup>6</sup>, czyniąc dwa istotne i godne komentarza spostrzeżenia. Po pierwsze, zauważa, że ryzyko kredytowe możemy definiować w kategoriach bezwzględnych jako prawdopodobieństwo niewywiązania się dłużnika ze zobowiązań lub tylko jako zmienność prawdopodobieństwa niewywiązania się z zobowiązań wokół wartości oczekiwanej tego prawdopodobieństwa. Po drugie, R.S. Neal stwierdza, że skutki ryzyka kredytowego odczuwają zarówno podmioty udostępniające kapitał, jak też te, które pragną go pozyskać. W drugim przypadku przejawem ryzyka kredytowego jest na przykład ponadplanowy poziom kosztu pozyskania kapitału w drodze emisji obligacji, wynikający z pogorszenia się wiarygodności ekonomicznej emitenta i idącego w ślad za tym obniżenia ratingu w okresie bezpośrednio poprzedzającym emisję (tak rozumiane ryzyko kredytowe można zabezpieczyć na rynku derywatów kredytowych poprzez przyjęcie krótkiej pozycji, a zatem grę danego podmiotu na obniżenie własnego ratingu). Opisane ujęcie istotnie rozszerza przyjmowane zazwyczaj rozumienie ryzyka kredytowego. Standardowo bowiem ryzyko kredytowe odnosi się do pozycji aktywów kapitałodawców i przy takim też tradycyjnym rozumieniu ryzyka kredytowego, zawężającym jego zakres do elementów majątkowych, pozostanę w tym artykule. Bogate i interesujące rozważa-

nia o ryzyku kredytowym prowadzą R.S. Neala do dość skrótovej definicji pochodnych instrumentów kredytowych jako umów dostarczających zabezpieczenia przed stratami powiązanymi z ryzykiem kredytowym.

Na inną, niż dotychczas omówione, cechę pochodnych instrumentów kredytowych zwracają uwagę D. Gaines i K. Kane, którzy definiują je jako kontrakty finansowe przewidujące wymianę strumieni pieniężnych - z zastrzeżeniem, że płatności jednej ze stron zależą od kształtowania się ryzyka kredytowego instrumentu bazowego<sup>7</sup>. Jest to bardzo ważne stwierdzenie, wymaga jednak komentarza precyzującego jego treść. Nie zawsze płatności tylko jednej strony są uzależnione od ryzyka kredytowego. W przypadku kontraktu zamiany całkowitego przychodu, jak przekonamy się w kolejnej części artykułu, ryzyko to determinuje wysokość strumieni pieniężnych płaconych przez obie strony umowy. Ponadto, nie zawsze musi dojść do wymiany strumieni pieniężnych lub instrumentów finansowych między podmiotem poszukującym zabezpieczenia i podmiotem je oferującym. Z sytuacją taką możemy mieć do czynienia w ramach kredytowego kontraktu zamiany, w którym płatności mogą przez cały czas mieć charakter jednostronny. W świetle powyższego poprawniejsze wydaje się stwierdzenie, że w przypadku pochodnych instrumentów kredytowych istnienie, kierunek i wielkość strumieni pieniężnych zależą od ryzyka kredytowego instrumentu bazowego.

Kłopoty z jednoznacznym odróżnieniem derywatów kredytowych od innych instrumentów pochodnych wyraźnie akcentuje I. Nelken<sup>8</sup>. Mimo to przytacza definicje pochodnych instrumentów kredytowych - podkreślając, że ich wartość zależy głównie od ryzyka kredytowego instrumentu bazowego oraz uwzględniając fakt (w przeciwieństwie do pierwszej grupy zaprezentowanych określeń), że przy okazji transferu ryzyka kredytowego inne rodzaje ryzyka mogą być przenoszone na podmiot oferujący zabezpieczenie.

Z przeprowadzonego przeglądu definicji pochodnych instrumentów kredytowych spotykanych w literaturze przedmiotu wynika, moim zdaniem, że punktem wyjścia przy ich formułowaniu powinno być określenie granic ryzyka kredytowego. Ponadto, wielość istotnych cech derywatów kredytowych sprawia, że nie da się ich oddzielić od innych instrumentów finansowych za pomocą jednej, najistotniejszej cechy, ale trzeba się posłużyć zestawem odpowiednio dobranych cech. Dlatego też najpierw przedstawię przyjętą w tym artykule definicję ryzyka kredytowego, a dopiero potem podejmę próbę kilkukryteryjnej identyfikacji pochodnych instrumentów kredytowych.

<sup>5</sup> Zob. J.T. Moser: *Credit Derivatives: The Latest New Thing. Essays on Issues*, The Federal Reserve Bank of Chicago, June 1998, Number 130.

<sup>6</sup> Zob. R.S. Neal: *Credit Derivatives: New Financial Instruments for Controlling Credit Risk*. „Economic Review” Second Quarter 1996, Federal Reserve Bank of Kansas City, s. 15-27.

<sup>7</sup> Zob. D. Gaines, K. Kane: *An Introduction to Credit Derivatives*. „Commercial Lending Review” Winter 1998/1999, s. 10-16.

<sup>8</sup> Zob. I. Nelken: *Implementing Credit Derivatives. Strategies and Techniques for Using Credit Derivatives in Risk Management*. McGraw-Hill 1999, s. 173.

Przez **ryzyko kredytowe** będziemy rozumieć wszelkie potencjalne zagrożenia (przewidywane i nie), wynikające z możliwości niewywiązania się dłużnika ze zobowiązań powstałych wskutek zaciągnięcia kredytu, pożyczki lub emisji wierzycielskich papierów wartościowych. Przyjmować też będziemy, że ryzyko kredytowe należy rozpatrywać w dwóch aspektach: ryzyka pojedynczego instrumentu i ryzyka portfelowego. Zaprezentowana definicja mówi wyłącznie o zagrożeniach, a więc wpisuje się w nurt negatywnego postrzegania ryzyka. Rezygnacja z podejścia neutralnego - rozpatrującego i zagrożenia, i korzyści - wydaje się uzasadniona w przypadku ryzyka kredytowego. W przeciwieństwie bowiem do tzw. rynkowych rodzajów ryzyka (ryzyka stopy procentowej, ryzyka walutowego, ryzyka cen akcji) korzyści są tu ograniczone (zrealizowanie premii za ryzyko kredytowe), a możliwe straty ogromne (straty kapitałowe).

Przejawy tak ujętego ryzyka kredytowego można podzielić co najmniej na trzy grupy. Po pierwsze, będą to zdarzenia bezpośrednio świadczące o stniejącym już zagrożeniu spłaty danego zobowiązania: ogłoszenie niewypłacalności, konieczność restrukturyzacji całości zadłużenia, moratorium ogólne na spłatę rat kapitałowych i odsetek, odmowa dalszej obsługi danego długu, a na płaszczyźnie międzynarodowego ryzyka kredytowego: zniesienie swobody transferu kapitału i konwersji walut. Po drugie, przejawami ryzyka kredytowego mogą być zdarzenia świadczące o bezpośrednim zagrożeniu spłaty, ale nie dotyczące zabezpieczanego składnika aktywów. Do tej grupy możemy zaliczyć: niewywiązanie się przez dłużnika z innych zobowiązań, np. publicznoprawnych, postawienie przez inny bank udzielonych kredytów w stan wymagalności wskutek niewłaściwego wykorzystania kapitału lub nieutrzymywania wybranych wskaźników finansowych na wymaganym poziomie, a w dziedzinie międzynarodowego ryzyka kredytowego: zaprzestanie obsługi długu krajowego przy utrzymaniu bieżącej spłaty odsetek i rat kapitałowych od długu zagranicznego. Po trzecie, za przejawy ryzyka kredytowego należy uznać sygnały zapowiadające bezpośrednie zagrożenie lub czyniące je bardziej prawdopodobnym. W tym miejscu trzeba wymienić przede wszystkim: obniżenie ratingu podmiotu gospodarczego lub kraju, istotny wzrost premii za ryzyko kredytowe zawartej w wymaganej stopie dochodu, niekorzystne zmiany wskaźników koniunktury gospodarczej, np. indeksu bankructw personalnych.

Jak łatwo zauważyć, przedstawiony zestaw przejawów ryzyka kredytowego świadczy o zaliczeniu międzynarodowego ryzyka kredytowego, czyli tzw. ryzyka kraju, do ryzyka kredytowego. Alternatywnym - w stosunku do przyjętego w tym artykule - sposobem zakwalifikowania ryzyka kraju jest jego włączenie do ryzyka politycznego, stanowiącego z kolei część ryzyka otoczenia podmiotów gospodarczych.

Rozważania zawarte w tej części artykułu podsumowuje próba sformułowania **definicji pochodnego instrumentu kredytowego**, uwzględniającej kilka najistotniejszych jego cech. Instrument finansowy, by mógł zostać uznany za pochodny instrument kredytowy, powinien spełniać następujące warunki:

- powstawać w wyniku umowy, której nadrzędnym celem jest kształtowanie ryzyka kredytowego, a więc jego eliminacja, redukcja lub podjęcie za wynagrodzeniem;

- generować strumienie pieniężne, których istnienie, wielkość i kierunek w dużej mierze zależą od wystąpienia (lub nie) wymienionych powyżej przejawów ryzyka kredytowego; warunek ten w istocie oznacza zależność wartości instrumentu od skali ryzyka kredytowego;

- pozwalać na transfer ryzyka kredytowego bez konieczności pozbywania się, a nawet posiadania zabezpieczanego składnika aktywów.

Dla uproszczenia nazewnictwa instrumenty złożone - np. obligacje z dołączonymi derywatami kredytowymi - także będziemy określać mianem pochodnych instrumentów kredytowych. Ponadto, określenia derywaty kredytowe i pochodne instrumenty kredytowe będą, tak jak dotychczas, używane zamiennie.

### Podstawowe rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych

W literaturze przedmiotu na ogół panuje zgoda co do **tego, że podstawowymi rodzajami pochodnych instrumentów kredytowych są: kredytowe kontrakty zamiany, kontrakty zamiany całkowitego przychodu, opcje na premię za ryzyko kredytowe i obligacje z opcjami kredytowymi**. Omówieniu konstrukcji tych instrumentów, sposobu ich działania zabezpieczającego, motywów, jakimi kierują się ich wystawcy i nabywcy oraz najciekawszych cech specyficznych poświęcę tę część artykułu. Zanim jednak przejdę do prezentacji kolejnych derywatów kredytowych, chciałbym zatrzymać się nad kilkoma cechami wspólnymi analizowanej klasy instrumentów finansowych. Elementem najsilniej spajającym grupę pochodnych instrumentów kredytowych jest to, że **w konstrukcji każdego z nich jest zawarty mechanizm kompensacji skutków wystąpienia z góry określonych przejawów ryzyka kredytowego**. Uruchomienie tego mechanizmu zależy jednak od spełnienia wielu warunków<sup>9</sup>. Najważniejszym oczywiście jest zmaterializowanie się przejawów ryzyka kredytowego, a więc zajście tzw. zdarzenia ryzyka kredytowego (*credit event*) w odniesieniu do danego składnika aktywów (zwykle należności kredytowej lub obligacji) lub

<sup>9</sup> Por. C. Brown: *Legal and Regulatory Aspects*. W: I. Nelken (1999), op.cit. s. 61-78; D. Gaines i in. (1998/1999), op.cit., s. 13-14.



indeksu obrazującego skalę ryzyka kredytowego w pewnych sektorach gospodarki. Choć jest to warunek najistotniejszy, nie wystarcza do uruchomienia procedury kompensacyjnej. Do tego potrzebne jest zwykle spełnienie jeszcze co najmniej trzech wymogów. Po pierwsze, wystąpienie zajścia zdarzenia ryzyka kredytowego powinno znajdować odzwierciedlenie w publicznie dostępnej informacji. Po drugie, przynajmniej jedna ze stron musi wystosować zawiadomienie o zajściu zdarzenia ryzyka kredytowego i o tym, że potwierdza to publicznie. Po trzecie, konieczne jest spełnienie warunku materialności zdarzenia ryzyka kredytowego, tzn. warunku silnego oddziaływania zdarzenia ryzyka kredytowego na wartość zabezpieczanych aktywów. Z reguły do uruchomienia mechanizmu wyrównującego straty z tytułu ryzyka kredytowego niezbędne jest, by po zajściu zdarzenia ryzyka kredytowego w określonym z góry czasie cena spadła poniżej wyznaczonego poziomu lub premia za ryzyko kredytowe zawarta w wymaganej stopie dochodu wzrosła powyżej uzgodnionej granicy. Dodatkowo, jako jeden z warunków materialności można traktować wymóg, by zdarzenie ryzyka kredytowego dotyczyło aktywów (obligacji, należności kredytowych) o łącznej wartości wyższej od pewnego progu. Celem wprowadzenia warunku materialności zdarzenia ryzyka kredytowego jest chęć uniknięcia uruchomienia mechanizmów kompensacyjnych wbudowanych w pochodne instrumenty kredytowe z przyczyn technicznych, nie wywierających istotnego wpływu na cenę zabezpieczanych aktywów.

#### Kredytowe kontrakty zamiany (*credit default swaps, credit swaps*)<sup>10</sup>

Kredytowe kontrakty zamiany są najprostszą i zarazem najpopularniejszą formą kredytowych instrumentów

<sup>10</sup> W opisie kredytowych kontraktów zamiany wykorzystałem głównie następujące pozycje: J.M. Tavakoli: *Credit Derivatives: A Guide to Instruments and Applications*. John Wiley & Sons, Inc. 1998, s. 61-128; J. Walmsley: *New Financial Instruments*. John Wiley & Sons, Inc. 1998, s. 414-415; A. Saunders: *Credit Risk Measurement. New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*. John Wiley & Sons, Inc. 1999, s. 194-195; I. Nelken (1999): op.cit., s. 15-26; D.N. Choras (2000): op.cit., s. 1222-125; J.B. Caouette i in. (1998): op.cit., s. 307-308.

pochodnych. Stronami tych kontraktów są: podmiot poszukujący zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym, czyli sprzedający ryzyko, oraz podmiot podejmujący ryzyko kredytowe za wynagrodzeniem, czyli podmiot oferujący zabezpieczenie. W okresie obowiązywania kredytowego kontraktu zamiany podmiot poszukujący zabezpieczenia płaci sprzedawcy zabezpieczenia prowizję, stanowiącą pewien procent nominału transakcji. W zamian za to uzyskuje prawo do otrzymania świadczenia ze strony podmiotu oferującego zabezpieczenie po zajściu zdarzenia ryzyka kredytowego określonego w umowie. O ile zatem płatności podmiotu poszukującego zabezpieczenia są nieuwarunkowane, o tyle świadczenia oferującego zabezpieczenie mają charakter warunkowy i zależą od pojawienia się zdarzenia ryzyka kredytowego. Dlatego też, jeśli w okresie obowiązywania umowy nie zmaterializuje się zdarzenie ryzyka kredytowego, to przepływ strumieni pieniężnych pozostaje jednokierunkowy: od podmiotu zbywającego ryzyko do podmiotu je podejmującego. Działanie kredytowego kontraktu zamiany podsumowuje schemat 1.

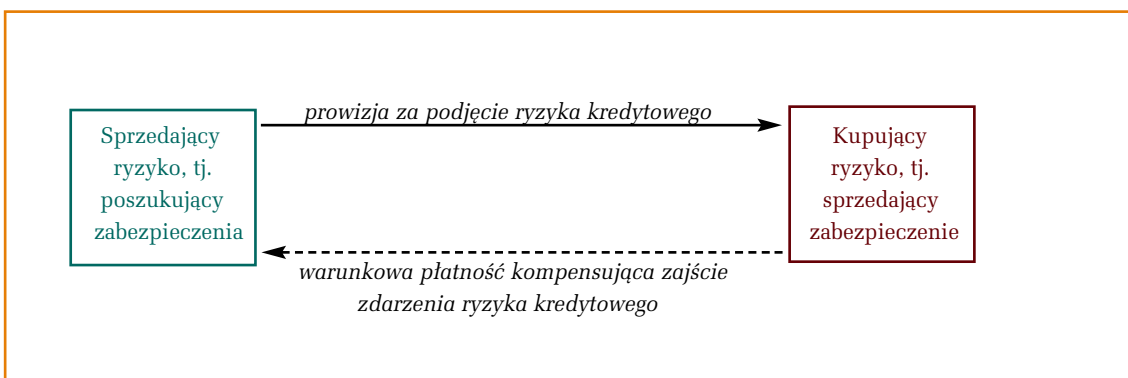
Jak łatwo zauważyć, ekonomicznym skutkiem zawarcia kredytowego kontraktu zamiany dla poszukującego zabezpieczenia jest zajęcie krótkiej pozycji w zakresie ryzyka kredytowego danego składnika aktywów. Pozwala to również zabezpieczyć długą pozycję, wynikającą z jego posiadania lub wykorzystać w sposób dochodowy oczekiwany spadek jego jakości kredytowej.

Podmiot podejmujący za wynagrodzeniem ryzyko znajduje się, analogicznie, w pozycji długiej w stosunku do ryzyka kredytowego danego składnika aktywów. Pozycja taka przynosi mu zyski w sytuacji poprawy jego jakości kredytowej.

Bardzo istotnym elementem konstrukcyjnym każdego kredytowego kontraktu zamiany jest określenie wysokości prowizji za podjęcie ryzyka kredytowego oraz rozmiarów lub mechanizmu obliczania płatności rekompensującej zajście zdarzenia ryzyka kredytowego.

Teoretycznie rzecz ujmując, prowizja uiszczana przez poszukującego zabezpieczenia powinna być, jeśli

Schemat 1 *Działanie kredytowego kontraktu zamiany.*



rod.o: opracowanie na podstawie pozycji literatury przedmiotu wymienionych w przypisie 10.

nie równa, to przynajmniej bardzo zbliżona do premii za ryzyko kredytowe zawartej w stopie dochodu wymaganej od danego składnika aktywów. Praktyka pokazuje jednak, że nie zawsze tak jest. Wydaje się, że są ku temu dwa powody. Po pierwsze, premia za ryzyko kredytowe liczona jako nadwyżka wymaganej stopy dochodu ponad stopę dochodu bez ryzyka - wcale nie musi odzwierciedlać czystej ceny ryzyka kredytowego. W skład wspomnianej nadwyżki mogą bowiem wchodzić, oprócz wynagrodzenia za ryzyko kredytowe, mniej lub bardziej istotne premie za: płynność instrumentu finansowego, okres pozostający do terminu zapadalności, cechy specyficzne instrumentu, np. dołączone opcje. Wysokość premii za ryzyko kredytowe zależy ponadto od generalnego poziomu stóp procentowych, a w przypadku kredytów bankowych przy jej stanowieniu bierze się pod uwagę nie tylko ponoszone ryzyko, ale także względy natury marketingowej związane z budowaniem trwałych stosunków z klientem. Po drugie, kredytowy kontrakt zamiany jest odrębnym instrumentem finansowym, którego cechy specyficzne muszą wpływać na cenę oferowanego przez niego zabezpieczenia. Generalnie wskazuje się, że prowizja płacona podejmującemu ryzyko kredytowe zależy co najmniej od sześciu czynników: okresu pozostającego do planowego rozwiązania kredytowego kontraktu zamiany, prawdopodobieństwa niewywiązania się dłużnika (kredytobiorcy, emitenta obligacji) z przyjętych zobowiązań, *ratingu* kontrahenta w kredytowym kontrakcie zamiany, korelacji zachowań i wyników finansowych kontrahenta i dłużnika, oczekiwanej stopy skuteczności windykacji po zaistnieniu zdarzenia ryzyka kredytowego (*recovery value*) oraz fazy cyklu koniunkturalnego. Prowizja za podjęcie ryzyka kredytowego jest tym wyższa, im dłuższy jest okres pozostający do zakończenia kredytowego kontraktu zamiany, ponieważ wraz z wydłużaniem się tego okresu rośnie skumulowane prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia ryzyka kredytowego. Warto w tym miejscu dodać, że wspomniany okres pozostający do rozwiązania kontraktu często nie pokrywa się z okresem pozostającym do terminu zapadalności zabezpieczanej obligacji lub należności kredytowej. Ponadto, uzyskanie zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym jest oczywiście tym droższe, im większe jest prawdopodobieństwo niewywiązania się dłużnika ze zobowiązań (niższy jego *rating* wyjściowy) i wyższa jakość kredytowa (*rating*) podmiotu oferującego zabezpieczenie. Inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku dwóch kolejnych czynników. Im wyższa korelacja zachowań i wyników finansowych dłużnika oraz kontrahenta, tym wyższe łączne prawdopodobieństwo niewywiązania się przez nich z zobowiązań wobec podmiotu poszukującego zabezpieczenia, a zatem

niższa cena oferowanego zabezpieczenia. Podobnie, wyższa oczekiwana skuteczność procesu windykacyjnego po zajściu zdarzenia ryzyka kredytowego oznacza możliwość uiszczania niższej prowizji. Oczywiście, wpływ tego czynnika jest odczuwalny tylko wtedy, gdy płatność kompensująca ze strony oferującego zabezpieczenie zależy od wartości zabezpieczanego składnika aktywów po zajściu zdarzenia ryzyka kredytowego. Na wysokość prowizji za podjęcie ryzyka kredytowego mogą mieć także wpływ przewidywania co do dynamiki procesów gospodarczych w okresie obowiązywania kredytowego kontraktu zamiany. Oczekiwane wejście gospodarki w fazę obniżonej aktywności podnosi wysokość wspomnianych prowizji ze względu na rosnące w tej sytuacji prawdopodobieństwo wystąpienia przejawów ryzyka kredytowego.

Prowizja płacona przez poszukujących zabezpieczenia w ramach kredytowych kontraktów zamiany zwykle jest uiszczana okresowo; w przypadku krótkich okresów trwania może być jednak zapłacona jednorazowo - przy podpisaniu kontraktu. W tym drugim wariantcie kredytowy kontrakt zamiany ma podobną charakterystykę jak opcje, stąd też tego rodzaju krótkookresowe transakcje bywają określane po angielsku jako *credit default options*, co można przetłumaczyć jako warunkową opcję kredytową. W tym artykule będziemy jednak używać nazwy kredytowe kontrakty zamiany dla określenia zarówno krótko, jak i długoterminowych instrumentów, m.in. dlatego, że - jak zauważa J. M. Tavakoli - klasyczna premia opcyjna musi być w pełni opłacona, a prowizja za podjęcie ryzyka kredytowego po jego wystąpieniu przestaje być uiszczana.

Równie skomplikowane, jak ustalanie prowizji za podjęcie ryzyka kredytowego, jest kształtowanie wysokości i mechanizmu naliczania płatności kompensującej straty powstałe w wyniku zajścia zdarzenia ryzyka kredytowego. W przypadku kredytowych kontraktów zmiany istnieją w tym zakresie dwie podstawowe możliwości: fizyczna dostawa zabezpieczanego składnika aktywów (*physical settlement*) oraz rozliczenie pieniężne (*cash settlement*). Pierwszy sposób mogą preferować podmioty zabezpieczające rzeczywiście zajmowane pozycje na rynku kasowym, drugi - podmioty pragnące zająć krótką pozycję w zakresie ryzyka kredytowego aktywów, których nie posiadają. Warto ponadto zauważyć, że podobnie jak w przypadku innych instrumentów pochodnych, fizyczna dostawa nie zawsze jest możliwa. Dzieje się tak, gdy instrumentem bazowym dla kredytowego kontraktu zamiany są indeksy odzwierciedlające ryzyko kredytowe związane z różnymi sektorami gospodarki, np. z poszczególnymi branżami przemysłu, sektorem gospodarstw domowych.

Rozliczenie kredytowego kontraktu zamiany poprzez fizyczną dostawę zabezpieczanego składnika aktywów w zamian za płatność, w wysokości np. jego nominału, ze strony podmiotu oferującego zabezpieczenie może nieść korzyści dla obu stron. Poszukujący zabezpieczenia zbywa bowiem składnik aktywów, którego dotyczyło zdarzenie ryzyka kredytowego, wedle wartości nominalnej, a więc po cenie z pewnością wyższej od bieżącej ceny rynkowej. Unika w ten sposób utrzymywania w bilansie aktywów o pogorszonej jakości kredytowej i związanych z tym potencjalnych kłopotów w płynności finansową oraz możliwością obniżenia *ratingu* przez niezależne agencje. Dodatkowo, nie musi ponosić kosztów związanych z prowadzeniem ewentualnej windykacji. Oferujący zabezpieczenie, który wszedł w posiadanie danego składnika aktywów po zajęciu ryzyka kredytowego, może również odnieść korzyści. Wiąza się one z tym, że rzeczywista wartość odzyskanego kapitału w wyniku windykacji niejednokrotnie przewyższa szacunki dokonywane w pierwszym okresie po zajęciu zdarzenia ryzyka kredytowego, na których opiera się część omawianych poniżej wariantów rozliczenia gotówkowego.

Warianty rozliczenia gotówkowego mogą przybrać postać albo wcześniej określonej kwoty, albo pewnego mechanizmu wyrównania spadku wartości składnika aktywów po zajęciu zdarzenia ryzyka kredytowego. W pierwszym wariantcie płatność warunkowa może być określona na podstawie oczekiwanej skuteczności procesu windykacyjnego. Zapewnia to poszukującemu zabezpieczenia pokrycie oczekiwanej wysokości strat, a jednocześnie pozwala uniknąć kłopotów związanych ze zwykle obserwowaną chwiejnością cen instrumentów, których dotyczyły zdarzenia ryzyka kredytowego. Spekulacyjną odmianą tego podejścia jest sytuacja, w której strony umawiają się, że w razie zaistnienia przejawów ryzyka kredytowego oferujący zabezpieczenie płaci nominal składnika aktywów bez prawa wejścia w jego posiadanie (tzw. *binary/zero-one payment*). Pomijając wysoki koszt tego rodzaju zabezpieczenia, należy zauważyć, że jego konstrukcja może prowadzić do negatywnej selekcji podmiotów podejmujących ryzyko. Najpopularniejszą formą drugiego wariantu rozliczenia gotówkowego jest ustalenie płatności warunkowej na poziomie różnicy między nominalną składnika aktywów i jego wartością rynkową po zajęciu zdarzenia ryzyka kredytowego. Sposób taki nie jest jednak właściwy dla aktywów o cenie rynkowej znacznie odbiegającej od nominalu. W takim przypadku lepszym wyjściem jest oparcie wyliczenia płatności warunkowej na cenie w chwili poprzedzającej zdarzenie ryzyka kredytowego fikcyjnego składnika aktywów o identycznych cechach jak zabezpieczany, ale premii za ryzyko kredytowe ustalonej w chwili zawierania kontraktu. Jest to

metoda ceny znormalizowanej (*normalized price method*). Warto też podkreślić, że spadki wartości zabezpieczanych instrumentów powinny być tak korygowane przy wyliczaniu płatności kompensującej, aby dla instrumentów o stałym oprocentowaniu odzwierciedlała ona tylko efekty oddziaływania ryzyka kredytowego, a nie skutki wzrostu ogólnego poziomu stóp procentowych.

Kredytowe kontrakty zamiany są, jak widzimy, dość podobne do produktów ubezpieczeniowych chroniących przed ryzykiem kredytowym. W przeciwieństwie do nich nie wymagają jednak, by poszukujący zabezpieczenia dysponował aktywami, pozwalając natomiast na przyjęcie krótkiej, czysto spekulacyjnej pozycji w zakresie ryzyka kredytowego.

#### Kontrakty zamiany całkowitego przychodu (*total return swaps / total rate of return swaps*)<sup>11</sup>

Kontrakty zamiany całkowitego przychodu, podobnie jak kredytowe kontrakty zamiany, są umowami zawieranymi między podmiotem poszukującym zabezpieczenia przed ryzykiem oraz podmiotem oferującym takie zabezpieczenie. Pierwszy ze wspomnianych podmiotów zobowiązuje się do okresowego przekazywania na rzecz drugiego całkowitego przychodu z zabezpieczanego instrumentu, obejmującego: w przypadku obligacji zainkasowane płatności kuponowe, a w przypadku należności kredytowych, oprócz odsetek, także prowizje zapłacone przez kredytobiorcę. Dodatkowo podejmuje się zapłaty strumieni pieniężnych odzwierciedlających aprecjację wartości zabezpieczanego składnika aktywów. W odniesieniu do obligacji jest to zwykle pojedyncza płatność, w stosunku do należności kredytowych jest ich kilka w zależności od schematu spłaty rat kapitałowych kredytu. Druga strona kontraktu zamiany całkowitego przychodu, na zasadzie symetrii, ma obowiązek wyrównania wszelkich spadków wartości instrumentu będącego przedmiotem umowy. Ponadto, płaci okresowo strumienie pieniężne naliczane na bazie indeksu stóp procentowych powiększonego o uzgodnioną wcześniej premię za ryzyko. Ze względu na konstrukcję kontraktu zamiany całkowitego przychodu jego strony bywają też określane jako: płatnik całkowitego przychodu oraz otrzymujący całkowity przychód. Taka nomenklatura została użyta w schemacie 2, prezentującym podstawowe zasady budowy i działania omawianego rodzaju pochodnych instrumentów kredytowych.

<sup>11</sup> W opisie kontraktów zamiany całkowitego przychodu wykorzystałem przede wszystkim następujące pozycje literatury przedmiotu: D. Gaines i in. (1998/1999): op.cit., s. 14; I. Nelken (1999): op.cit., s. 29-34 oraz 55-58; J.M. Tavakoli (1998): op.cit., s. 19-59; D.N. Chorafas (2000): op.cit., s. 116-118; J. Walmsley (1998): op.cit., s. 415; A. Saunders (1999): op.cit., s. 192-194; J.B. Caouette i in. (1998), s. 308.

Ekonomicznym efektem zawarcia kontraktu zamiany całkowitego przychodu jest przeniesienie łącznego ryzyka danego instrumentu, a więc nie tylko ryzyka kredytowego, ale także rynkowych rodzajów ryzyka, w tym głównie ryzyka stopy procentowej. Dlatego też płatnik całkowitego przychodu w trakcie trwania kontraktu zajmuje efektywnie krótką pozycję w zakresie zabezpieczanego składnika aktywów bez dokonywania jego krótkiej sprzedaży. Podmiot podejmujący ryzyko zajmuje natomiast długą pozycję wobec wspomnianego aktywa bez konieczności jego zakupu.

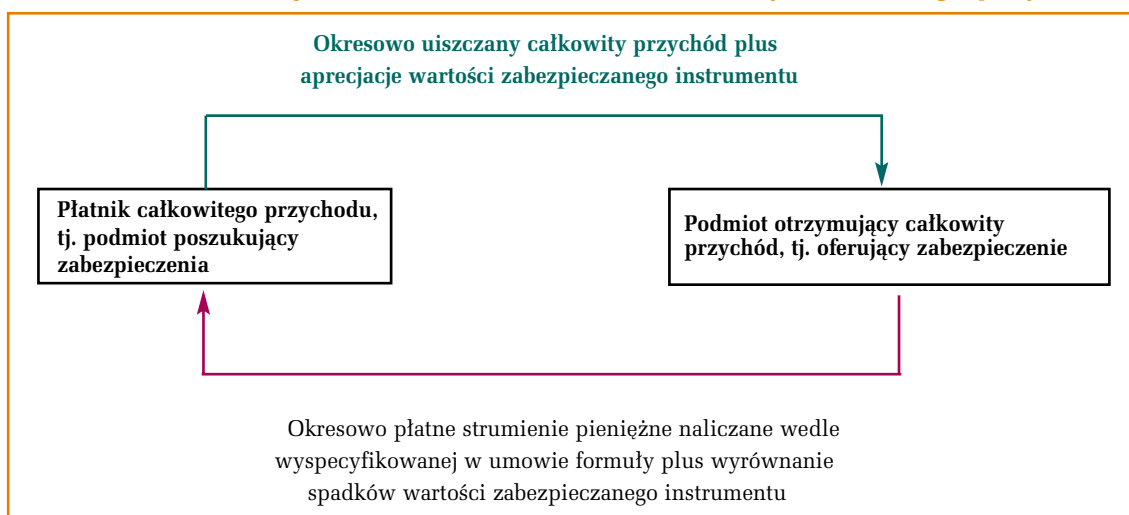
Jedną z najważniejszych cech pozwalających zaliczyć kontrakty zamiany całkowitego przychodu do grupy pochodnych instrumentów kredytowych jest to, że przewidują one zwykle w przypadku wystąpienia z góry określonych zdarzeń ryzyka kredytowego przewidują one zwykle przerwanie wymiany strumieni pieniężnych oraz wyrównanie, przez podmiot oferujący zabezpieczenie, strat spowodowanych tymi zdarzeniami. Dopuszcza się przy tym zarówno możliwość rozliczenia fizycznego: poprzez dostawę składnika aktywów, jak też gotówkowego, bazującego na różnicy cen. Po wystąpieniu przejawów ryzyka kredytowego sytuacja kształtuje się zatem bardzo podobnie, jak w przypadku kredytowego kontraktu zamiany.

Podstawowym powodem podejmowania decyzji o transferze całkowitego przychodu z posiadanego składnika aktywów jest, oczywiście, chęć zredukowania związanego z nim ryzyka, np. wobec oczekiwanego spadku jego jakości kredytowej. Jeśli przewidywane pogorszenie jakości kredytowej ma, w ocenie posiadacza, charakter przejściowy, to może on zdecydować się na zawarcie kontraktu na okres krótszy od terminu pozostającego do zapadalności składnika aktywów. Warto podkreślić, że ryzyko niewywiązania się kontrahenta ze

zobowiązań jest tu równie wysokie, jak w przypadku kredytowego kontraktu zamiany, a zatem znacznie większe niż dla kontraktów zamiany stóp procentowych lub płatności denominowanych w różnych walutach. Korzystnym rozwiązaniem dla płatnika całkowitego przychodu jest zatem okresowe rozliczanie wahań cen. Rozwiązanie takie zabezpiecza przed kumulowaniem się ryzyka kontrahenta w miarę upływu czasu i pogarszania się sytuacji kredytobiorcy lub emitenta obligacji.

Dla podmiotu oferującego zabezpieczenie zawarcie kontraktu zamiany całkowitego przychodu jest substytutem zaciągnięcia kredytu i zakupu określonych aktywów na rynku kasowym. W stosunku do tego rozwiązania strategia wykorzystująca instrument pochodny ma jednak cztery istotne przewagi. Nie wymaga przechodzenia przez procedurę poprzedzającą udzielenie kredytu, pozwala uzyskać całkowity przychód z instrumentu w inny sposób niedostępnego (odnosi się to zwłaszcza do należności kredytowych), umożliwia zajęcie długiej pozycji w zakresie wybranego składnika aktywów na krótszy czas, niż zapewniają to instrumenty dostępne na rynku kasowym, oraz nie wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów utrzymywania danego instrumentu w portfelu aktywów bilansowych. Za bardzo istotny, wedle niektórych najistotniejszy, powód podejmowania ryzyka określonych aktywów w ramach kontraktów zamiany całkowitego przychodu uznaje się ponadto chęć dokonywania arbitrażu kosztów finansowania działalności. Jest to zresztą podstawą dyskusji nt. zaliczenia omawianego rodzaju kontraktów do grupy pochodnych instrumentów kredytowych. Do tego interesującego zagadnienia powrócimy szerzej w części artykułu poświęconej zastosowaniom pochodnych instrumentów kredytowych.

### Schemat 2 Konstrukcja i działanie kontraktu zamiany całkowitego przychodu



Zanim przejdziemy do omówienia trzeciego instrumentu z rodziny pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym, warto - w mojej opinii - porównać cechy dwóch już zaprezentowanych kontraktów zamiany. Oba zabezpieczają przed ryzykiem kredytowym, czynią to jednak w sposób niedoskonały, tworzą bowiem ryzyko kontrahenta. Kontrakt zamiany całkowitego przychodu dodatkowo przenosi na oferującego zabezpieczenie całe ryzyko rynkowe zabezpieczanych instrumentów. W obu przypadkach wystąpienia zdarzenia ryzyka kredytowego oznacza przedterminowe zakończenie kontraktu i konieczność zrekompensowania przez podejmującego ryzyko strat poniesionych przez drugą stronę umowy. W sytuacji niewystąpienia określonych z góry przejawów ryzyka kredytowego płatności w ramach kredytowego kontraktu zamiany mają charakter wyłącznie jednostronny, natomiast w przypadku kontraktu zamiany całkowitego przychodu przez cały czas trwa wymiana nieuwarunkowanych strumieni pieniężnych.

#### Opcje na premię za ryzyko kredytowe (*credit spread options*)<sup>12</sup>

Premia za ryzyko kredytowe liczona jest tradycyjnie jako różnica między stopą dochodu danego instrumentu finansowego i stopą dochodu instrumentu bez ryzyka kredytowego o tym samym terminie zapadalności. Odzwierciedla zatem w przybliżeniu, wyrażoną w kategoriach wymaganej stopy dochodu, wycenę ryzyka kredytowego towarzyszącego rozpatrywanemu instrumentowi. Jednym ze sposobów zabezpieczenia się przed rosnącym ryzykiem kredytowym jest zakup opcji, dla której instrumentem bazowym jest wielkość wspomnianej premii. Opcja jest tak konstruowana, by zapewniać nabywcy dochody w sytuacji wzrostu premii za ryzyko kredytowe ponad wcześniej wyspecyfikowany poziom premii wykonania. Zauważmy, że omawiany typ instrumentów zabezpiecza bezpośrednio przed jednym z wielu wcześniej omówionych przejawów ryzyka kredytowego - wzrostem wymaganej premii za ryzyko kredytowe. Tylko ten rodzaj zdarzenia ryzyka kredytowego uruchamia zawarty w umowie opcyjnej mechanizm kompensacyjny. Jeśli jednak weźmiemy pod uwagę, że inne przejawy ryzyka kredytowego bardzo szybko powodują powiększenie wymaganej premii za ryzyko kredytowe, to możemy zaryzykować stwierdzenie, że pośrednio otrzymujemy zabezpieczenie przed bardzo różnorodnymi przejawami ryzyka kredytowego. Podstawowe ograniczenie zastosowania opcji na premię za ry-

zyko kredytowe wiąże się z tym, że w zasadzie mogą one zabezpieczać tylko przed spadkiem wartości obligacji znajdujących się w obrocie wtórnym. Wymagają one bowiem dokonywania precyzyjnych obliczeń stóp dochodu i zawartych w nich premii. Dla tych zaś jedyną wiarygodną podstawą są ceny rynkowe.

Motywy nabywania opcji na premię za ryzyko kredytowe jest chęć ograniczenia strat finansowych do wysokości uiszczonej przy zakupie premii opcyjnej przy jednoczesnym zachowaniu możliwości realizacji dochodów wynikających z poprawy jakości kredytowej zabezpieczanego składnika aktywów. Do wystawienia opcji na premię za ryzyko kredytowe skłaniają przewidywania stabilizacji lub niewielkiego zakresu wahań wysokości tej premii w okresie obowiązywania umowy. Inną przesłanką, którą może kierować się wystawca przy fizycznym sposobie rozliczenia opcji, jest chęć nabycia danego instrumentu finansowego po niższej cenie, a więc przy wyższej premii za ryzyko kredytowe. Postępowanie takie ma jednak sens tylko wtedy, gdy wystawca uważa obecną cenę rynkową instrumentu za zbyt wysoką i spodziewa się jej obniżenia, które - w jego ocenie - jest wyrazem dochodzenia do poziomu równowagi, a nie zapowiedzią wystąpienia poważnych przejawów ryzyka kredytowego, jak np. ogłoszenie niewypłacalności czy też czasowe wstrzymanie obsługi długu. Warto nadmienić, że opcje na premię za ryzyko kredytowe dostarczają zabezpieczenia lub pozwalają podjąć ryzyko na krótszy czas (z reguły od 6 miesięcy do dwóch lat) niż inne pochodne instrumenty kredytowe.

Podobnie jak w przypadku wszystkich transakcji opcyjnych, sytuacja stron umowy jest wyraźnie asymetryczna, rzecz jasna, na niekorzyść wystawcy. Pozycja wystawcy opcji na premię za ryzyko kredytowe jest jednak wyjątkowo trudna. Istnieją dwa powody takiego stanu rzeczy. Po pierwsze, jeśli rośnie prawdopodobieństwo zajścia zdarzenia ryzyka kredytowego lub występują zdarzenia ryzyka kredytowego, jest niemal pewne, że premia za ryzyko kredytowe znacznie się powiększy (opcja znajdzie się *deep in-the-money*), a w ślad za tym nastąpią znaczne straty finansowe wystawcy. Po drugie, występują liczne trudności z zawarciem transakcji równoważących zagrożenia na skutek wystawienia opcji na premię za ryzyko kredytowe. Omówione czynniki niewątpliwie ograniczają od strony podażowej rozwój omawianego segmentu rynku pochodnych instrumentów kredytowych.

W stosunku do opcji zabezpieczających przed wzrostem premii za ryzyko kredytowe występuje w literaturze przedmiotu pewne zamieszanie w zakresie nazewnictwa. Jedni autorzy (A. Saunders, R.S. Neal) określają te instrumenty jako opcje *call* (zakup), inni (J.M. Tavakoli, I. Nelken) piszą o nich jako o opcjach *put* (sprzedaży). Zwolennicy pierwszej konwencji, jak zaraz udowodnię, przyjmują formalny punkt widzenia,

<sup>12</sup> W charakterystyce opcji na premię za ryzyko kredytowe wykorzystałem informacje zaczerpnięte z następujących pozycji: I. Nelken (1999), op.cit. s. 34-38 oraz 115-118; J.M. Tavakoli (1998), op. cit. s. 135-137; A. Saunders (1999), op.cit., s. 190-191; D.N. Chorafas (2000), op.cit., s. 152-155; J.B. Caouette i in. (1998), op.cit., s. 307-308; D. Gaines i in. (1998/1999), op.cit. s.14-15; R.S. Neal (1996), op.cit., s. 21-23.



drugiej zaś interesują się ostatecznym sensem transakcji, którym jest zabezpieczenie przed niekorzystnymi ruchami cen. Rozważmy następujący przykład. Inwestor dysponuje w chwili zerowej ośmioletnią obligacją o stopie kuponu 9% i nominalnie 100 jednostek monetarnych (j.m.). Stopa dochodu obligacji kształtuje się na poziomie 9%, co przy 6% stopie dochodu bez ryzyka daje 3% początkową premię za ryzyko kredytowe. Wyjściowa cena obligacji w tych warunkach jest równa nominalowi. Inwestor, obawiając się ryzyka kredytowego związanego z utrzymywaniem obligacji w portfelu, decyduje się na zakup jednorocznej europejskiej opcji na premię za ryzyko kredytowe o premii wykonania 4%. Koszt pozyskania zabezpieczenia (premia opcyjna) wynosi 3 jednostki monetarne. Wysokość strumienia pieniężnego, który otrzyma za rok inwestor, dana jest formułą:

$$100 \cdot \max[D_m \cdot (PRK_1 - 0,04); 0] \quad (1)$$

gdzie:

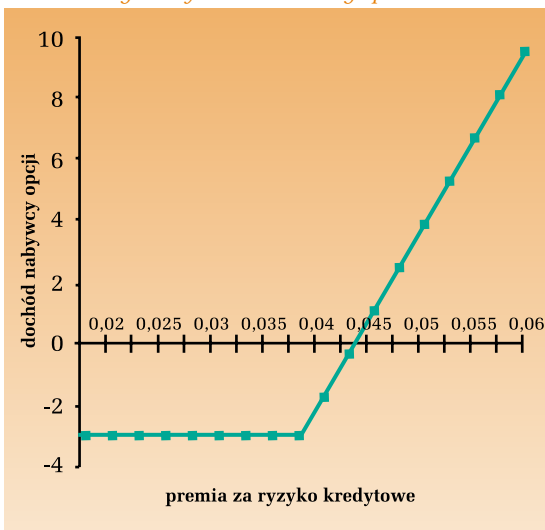
$D_m$  - duracja zmodyfikowana zabezpieczanego instrumentu w chwili zerowej,

$PRK_1$  - premia za ryzyko kredytowe w chwili wykonania opcji.

Duracja zmodyfikowana obecna w powyższej formule przenosi w sposób przybliżony zmiany premii za ryzyko kredytowe na zmiany ceny obligacji. Dla ułatwienia pomijamy oddziaływanie upływu czasu i wysokości stóp procentowych na wartość duracji. Jak łatwo wyliczyć, duracja Macaulaya dla omawianego instrumentu równa się 6,03, co daje wartość duracji zmodyfikowanej na poziomie 5,53<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> W zakresie obliczania duracji Macaulaya i zmodyfikowanej por. K. Jackowicz: Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Metoda duracji. Warszawa 1999 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 48-55.

### Wykres 1a Dochód nabywcy opcji na premię za ryzyko kredytowe w funkcji wysokości tej premii



r-d.o: opracowanie w.asne.

Formuła (1) zawiera zapis charakterystyczny dla opcji zakupu, w tym przypadku premii za ryzyko kredytowe. Również wykres 1a - sporządzony dla danych z przykładu i przy użyciu formuły (1) - nie pozostawia wątpliwości, że (formalnie rzecz ujmując) mamy do czynienia z opcją *call*<sup>14</sup>.

Na to samo zagadnienie można jednak spojrzeć inaczej. Ostatecznym celem zakupu opcji na premię za ryzyko kredytowe jest wyrównanie spadku ceny wywołanego wzrostem zagrożenia ryzykiem kredytowym. Jeśli sporządzimy wykres dochodu nabywcy opcji w zależności od uporządkowanych rosnąco cen zabezpieczanej obligacji, to otrzymamy przebieg typowy dla opcji typu *put* (wykres 1b). Dzieje się tak, ponieważ wysokości stóp dochodu i ceny instrumentów o stałym oprocentowaniu są, jak wiemy, negatywnie skorelowane. Przy nadaniu priorytetu zmianom cen uprawnione jest zatem mówienie o efektywnym wpływie opcji *put* na wartość obligacji, opcji, która formalnie tylko przybiera postać opcji *call* w odniesieniu do premii za ryzyko kredytowe.

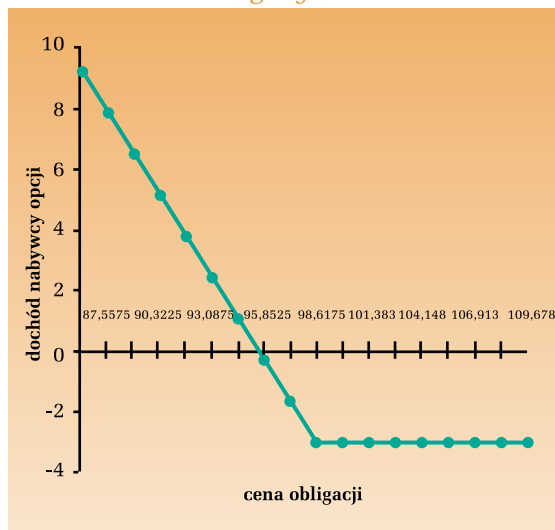
### Obligacje z opcją kredytową (credit-linked notes)<sup>15</sup>

Obligacje z opcjami kredytowymi należą do dynamicznie obecnie rozwijającej się grupy złożonych instrumentów finansowych. Powstają one bowiem w wyniku połączenia cech i działania dwóch lub trzech innych

<sup>14</sup> Por. J. Hull: *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*. Warszawa 1997 WIG Press, s. 195-199.

<sup>15</sup> Najwięcej informacji o obligacjach z opcją kredytową dostarcza: J.M. Tavakoli (1998), op. cit., s. 205-222. Ponadto instrument ten jest omawiany w: J. Walmsley (1998), op.cit., s. 414; I. Nelken (1999), op.cit., s. 43-49; J.B. Caouette i in. (1998), op.cit., s. 308-309; D.N. Chorafas (2000), op.cit., s. 132-134.

### Wykres 1b Dochód nabywcy opcji na premię za ryzyko kredytowe w funkcji uporządkowanych rosnąco wartości obligacji



r-d.o: opracowanie w.asne.

instrumentów. W omawianym przypadku do uzyskania zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym konieczne jest stworzenie przez poszukującego zabezpieczenia podmiotu specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle*), który jest tak wyposażony w kapitały i kieruje się takimi zasadami w swej gospodarce finansowej, by mógł otrzymać możliwie najwyższy rating. Podmiot specjalnego przeznaczenia ma dwojaki rodzaj zadania. Z jednej strony zawiera z poszukującym zabezpieczenia umowę, na mocy której za okresowo płatną prowizję zobowiązuje się do rekompensowania mu skutków finansowych z góry określonych zdarzeń ryzyka kredytowego. Z drugiej strony podmiot ten emituje obligacje zaopatrzone w opcję kredytową, umożliwiającą zmniejszenie płatności kuponowych i wypłat nominalu dokonywanych na rzecz nabywców obligacji w przypadku wystąpienia przejawów ryzyka kredytowego w odniesieniu do aktywów określonych w umowie z poszukującym zabezpieczenia. Środki zebrane w drodze sprzedaży obligacji z opcją kredytową są inwestowane przez podmiot specjalnego przeznaczenia w płynne i bezpieczne papiery wartościowe (zwykle Skarbu Państwa). Płatności kuponowe od zakupionych bezpiecznych papierów wartościowych wraz z prowizją płaconą przez poszukującego zabezpieczenia umożliwiają, po potrąceniu kosztów działania podmiotu specjalnego przeznaczenia, wypłatę wysokiego kuponu inwestorom, którzy wraz z nabyciem obligacji z opcją kre-

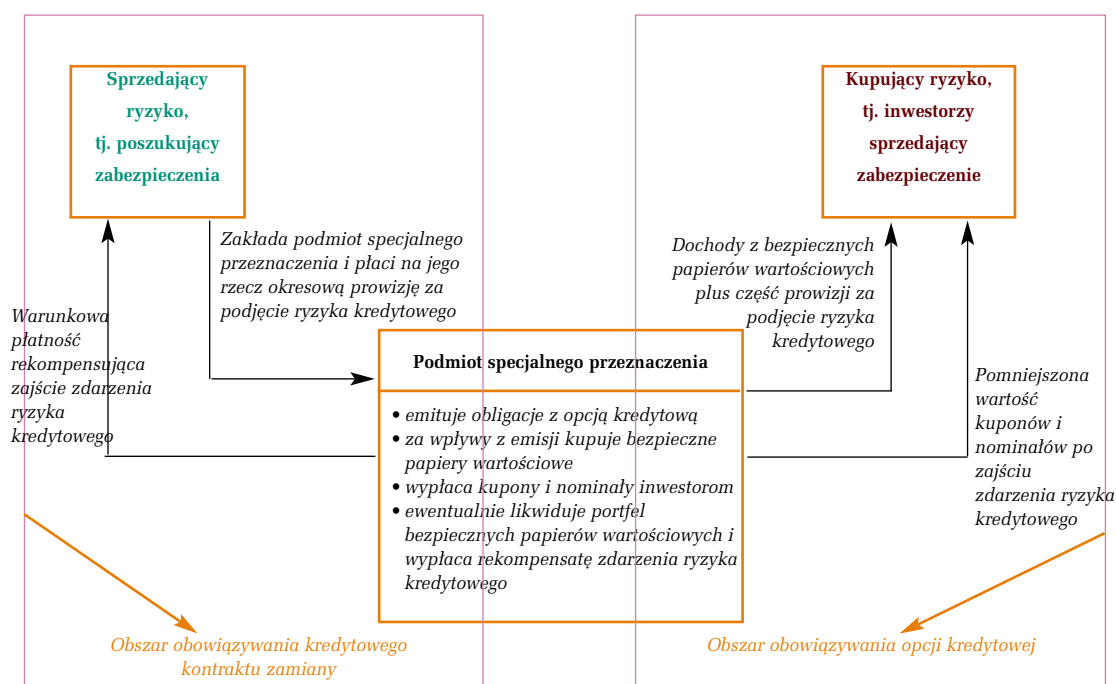
dytową stali się dostarczycielami protekcji przed ryzykiem kredytowym.

Przedstawiony opis konstrukcji obligacji z opcją kredytową pokazuje wyraźnie, że mamy tu w istocie do czynienia ze złożeniem trzech instrumentów: kredytowego kontraktu zamiany zawartego między poszukującym zabezpieczenia i podmiotem specjalnego przeznaczenia, tradycyjnej obligacji oraz opcji kredytowej. Przebieg operacji związanej z emisją omawianego instrumentu i jego działanie zabezpieczające prezentuje graficznie schemat 3.

Od przedstawionego schematu konstrukcyjnego obligacji z opcją kredytową istnieją oczywiście odstępstwa. Jednym z nich jest bezpośrednia emisja obligacji przez podmiot zainteresowany uzyskaniem ochrony przed ryzykiem kredytowym. W takim przypadku niezbędne jest dodatkowo wyłączenie prawa regresu nabywców obligacji do innych niż zabezpieczane aktywów emitenta.

Z perspektywy podmiotu poszukującego zabezpieczenia, bezpośrednia lub pośrednia emisja obligacji z opcją kredytową jest rozwiązaniem wyjątkowo korzystnym. Kwota zabezpieczająca przed ryzykiem kredytowym jest bowiem uiszczana przez podmioty podejmujące ryzyko z góry. Z tego powodu inicjator emisji nie ponosi, jak w przypadku innych pochodnych instrumentów kredytowych, ryzyka niewywiązania się ze zobowiązań przez kontrahenta. Nie są też dla niego

**Schemat 3** Konstrukcja i działanie zabezpieczające obligacji z opcją kredytową



istotne takie czynniki determinujące wartość kredytowych kontraktów zamiany, kontraktów zamiany całkowitego przychodu i opcji na premię za ryzyko kredytowe, jak: rating podmiotu dostarczającego zabezpieczenia czy stopień korelacji zachowań i wyników finansowych: podejmującego ryzyko oraz emitenta zabezpieczanego aktywa. Ze względu na brak ryzyka kontrahenta obligacje z opcją kredytową nie przyczyniają się ponadto do wykorzystania wewnętrznych limitów zaangażowania banku wobec podmiotów dostarczających zabezpieczenia.

Podstawową zachętą do nabywania obligacji z opcją kredytową jest wysoka stopa kuponu (*enhanced/ boosted coupon*), mająca za zadanie rekompensować podjęcie ryzyka kredytowego określonych aktywów. Wysoki *rating* emitenta obligacji (podmiotu specjalnego przeznaczenia) jest w tym przypadku bez znaczenia dla oceny rozmiarów ponoszonego ryzyka. Oznacza on bowiem tylko zdolność do regulowania płatności odsetkowych i kapitałowych (*ability to pay*), a nie obowiązek obsługi długu (*obligation to pay*), który - jak wiemy - jest ściśle związany z zaistnieniem lub nie zdarzeń ryzyka kredytowego. Po wystąpieniu przejawów ryzyka kredytowego przewidzianych w kontrakcie między podmiotem specjalnego przeznaczenia a podmiotem zbywającym ryzyko ten pierwszy zaprzestaje wypłacania kuponów inwestorom, sprzedaje bezpieczne papiery wartościowe i wyrównuje spadek war-

tości zabezpieczanych aktywów temu drugiemu. Kwota pozostała po uiszczeniu płatności warunkowej, z reguły zbliżona do wartości rynkowej zabezpieczanych aktywów po wystąpieniu zdarzenia ryzyka kredytowego, dzielona jest między inwestorów. Inną, w stosunku do omówionego powyżej motywu dochodowego, przesłanką nabywania obligacji z opcją kredytową może być chęć wejścia w posiadanie aktywów, których wartość zależy od kondycji finansowej i zachowań konkretnego podmiotu w sytuacji, gdy instrumenty emitowane przez ten podmiot nie odpowiadają, np. terminem wykupu, potrzebom inwestora, natomiast obligacje z opcją kredytową zabezpieczające przed ryzykiem właśnie tego podmiotu mają pożądane cechy.

Dla inwestorów z wyższą awersją do ryzyka opracowano wersję obligacji z opcją kredytową chroniącą nominal (*principal protected notes*). Nabywcy tych instrumentów w najgorszym przypadku ryzykują tylko utratę całości kuponu. Taki instrument nie może jednak zapewnić zawsze poszukującemu zabezpieczenia pełnej rekompensaty strat z tytułu ryzyka kredytowego. Warto również zaznaczyć, że omówioną konstrukcję można odwrócić, tworząc obligacje z opcją kredytową o zmniejszonym kuponie (*reduced coupon*). W tym przypadku kwota, za którą obligacja jest wykupywana, wzrasta po wystąpieniu przejawów ryzyka kredytowego. Instrument ten dostarcza zatem zabezpieczenia nie inicjatorowi emisji, jak poprzednio, ale posiadaczowi obligacji.

# Problemy polskiego rynku kapitałowego

*Miroslaw Dusza*

*Gospodarka jest przyczyną, a sytuacja na giełdzie tylko jej skutkiem, nigdy odwrotnie.*

*J.K. Galbraith, 1955 r.*

Próbując określić główne problemy polskiego rynku kapitałowego na przełomie XX i XXI wieku, warto zdać sobie sprawę z drogi, którą dotychczas przeszedł.

Początki polskiego nowoczesnego rynku sięgają poza często przyjmowaną cezurę, którą był rok 1991. Powstały wówczas dwie podstawowe instytucje rynku kapitałowego - Komisja Papierów Wartościowych oraz Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wcześniejsze nieśmiałe próby reaktywacji papierów wartościowych to: emisje obligacji przedsiębiorstw z lat 80., emisje obligacji państwowych w formie fizycznej czy też próby przekształcenia własnościowego przedsiębiorstw sektora państwowego i spółdzielczego, często budzące poważne wątpliwości co do ich prawidłowości.

## Problemy „pierwszej generacji”

Jednym z istotnych problemów, które stanęły przed polską gospodarką po dokonaniu zwrotu ustrojowego w 1989 r., była konieczność stworzenia i rozwinięcia rynku papierów wartościowych. Nowy układ finansowania długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych miał obejmować, tak jak w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, trzy podstawowe elementy: kredyty bankowe oraz emisje akcji i obligacji.

Powstający segment papierów wartościowych natychmiast natknął się na bariery typowe dla nowych rynków. Należały do nich:

- **bariera psychologiczna,**

- **bariera prawno-instytucjonalna,**
- **bariera kapitałowa,**
- **bariera kadrowa.**

**Bariera psychologiczna** związana była z małą społeczną znajomością zasad funkcjonowania rynków kapitałowych. Dotyczyło to również grup, które miały odgrywać kluczową rolę w procesie przekształceń: kadry kierowniczej i potencjalnych inwestorów.

Przeprowadzone wówczas badania jednoznacznie potwierdzały istnienie takiej bariery. W badaniu CBOS<sup>1</sup> ponad połowa badanych traktowała prywatyzację jako niezbędny warunek uzdrowienia polskiej gospodarki, podczas gdy tylko 6% nie było zainteresowanych jej przebiegiem. Jednak już wizja tej prywatyzacji nie była jednolita: blisko połowa badanych opowiadała się za rozwiązaniami egalitarnymi: „pieniądze nie powinny decydować o własności - wszyscy mają równe prawa”, podczas gdy zaledwie co piąty badany wybierał rozstrzygnięcie typowe dla rynku kapitałowego: „trzeba pogodzić się z tym, że ludzie z pieniędzmi mają większe prawa”. Jak z tego widać, relatywnie niewielka grupa akceptowała rozwiązania istniejące w gospodarkach rynkowych, gdzie wielkość posiadanego pakietu akcji jest równoznaczna z posiadaniem odpowiedniego udziału we własności przedsiębiorstwa i wpływu na jego politykę inwestycyjną<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Badanie CBOS przeprowadzone między 17 a 23 października 1990 r.

<sup>2</sup> Wydaje się, że ten problem istnieje również i obecnie czego dowodem są występujące okresowo napięcia społeczne.

Jednocześnie, z innych przeprowadzonych badań wynikała silna identyfikacja zatrudnionych z majątkiem firmy, co mogło być źródłem konfliktów między pracownikami a akcjonariuszami firmy<sup>3</sup>. W celu złagodzenia takich napięć wykorzystano mechanizm „akcji pracowniczych”, który polegał na bezpłatnym przekazaniu lub sprzedaży załozde po cenach nierynkowych określonego pakietu papierów wartościowych. W efekcie społeczeństwo podzieliło się na grupy, które skorzystały na procesie prywatyzacyjnym, i znakomitą większość, która nie została bezpośrednim beneficjentem tego procesu.

W świetle późniejszych zdarzeń, m.in. różnego rodzaju akcji protestacyjnych, powstaje pytanie, na ile udało się pokonać powyższą barierę. Mamy tutaj do czynienia z bardzo trudnym problemem natury społecznej. Polega on na tym, że w początkowym okresie transformacji pewna część społeczeństwa po prostu przegrywa, a przegrana nazywa się bezrobocie. Z drugiej jednak strony rośnie liczba ludzi coraz lepiej przygotowanych do prowadzenia działalności w warunkach rynkowych, rozumiejących ich mechanizmy i potrafiących zastosować je w praktyce. W tym widzi się często, poprzez powstawanie nowych organizmów gospodarczych i tworzenie nowych miejsc pracy, szanse dla pierwszej z wymienionych grup.

Wydaje się, że znacznie lepiej udało się przezwyciężyć **barierę prawnoinstytucjonalną**. Wiele aktów normatywnych - takich jak Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych wraz z aktami wykonawczymi czy Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, zmienianych i nowelizowanych w miarę rozwoju rynku kapitałowego - stworzyło środowisko legislacyjne niemal całkowicie spójne z rozwiązaniami stosowanymi w krajach Unii Europejskiej. Potwierdzają to analizy przeprowadzane przez KPWiG. Utrzymujące się pewne niewielkie różnice prawne mogą być stosunkowo prosto zlikwidowane po wejściu naszego kraju do Unii Europejskiej.

**Bariera kapitałowa** w Polsce wynikała w dużej mierze ze spadku po okresie „realnego socjalizmu”. Obejmował on:

- 1) wysokie zadłużenie zewnętrzne, któremu gospodarka nie mogła sprostać,
- 2) brak znaczącego kapitału wewnętrznego,
- 3) wysoką inflację, która przekładała się na brak zaufania do pieniądza krajowego.

Najkrócej problem ten został ujęty w znanym powiedzeniu z czasu przełomu lat 80. i 90., iż do tej pory próbowano budować ludowładztwo bez ludu, a obecnie kapitalizm bez kapitału.

Podjęte przy wsparciu międzynarodowych organizacji finansowych reformy przyniosły oczekiwany skutek, jednak - co jest oczywiste przy tym zakresie zmian - wystąpiły również niekorzystne efekty uboczne. Inflacja uległa znaczącemu zmniejszeniu, wzrosło zaufanie do pieniądza krajowego, w wyniku przeprowadzonych negocjacji nastąpiła znacząca redukcja zadłużenia zewnętrznego. Poprawienie się wskaźników makroekonomicznych pod koniec 1992 r. rozpoczęło proces zwiększania wiarygodności naszego kraju. Spowodowało to w późniejszym okresie napływ kapitału zagranicznego. Efektem widocznym na rynku kapitałowym był wzrost popytu na polskie papiery wartościowe, zarówno na akcje spółek giełdowych, jak i na papiery skarbowe, oferujące atrakcyjną rentowność przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

Ostatnim z problemów „pierwszej generacji”, który chcielibyśmy omówić w niniejszym artykule, był **brak profesjonalnej kadry, przygotowanej do dokonywania wszelkich operacji związanych z rynkiem kapitałowym**.

Do końca lat 80. zarówno programy wyższych uczelni, jak i programy szkoleń bankowych praktycznie nie obejmowały zagadnień rynku papierów wartościowych, ograniczając się na ogół do podania definicji tych instrumentów. Próbą przekroczenia tego rodzaju bariery były różnego rodzaju programy szkoleniowe opracowywane przez polskie instytucje naukowe (wyższe uczelnie), finansowe, banki i fundacje. W efekcie tych działań w latach 90. udało się osiągnąć zadowalający poziom w dziedzinie technik emisji, obrotu papierami wartościowymi, jak i poziomu analizy rynku.

### Stan polskiego rynku kapitałowego na przełomie lat 2000 - 2001

Rodzaj problemów, z którymi obecnie się stykamy, jest pochodną stopnia rozwoju rynku. Spójrzmy więc, gdzie znalazł się polski rynek w końcu roku 2000.

Konstrukcja polskiego rynku nie odbiegała w tym okresie w istotny sposób od typowych rozwiązań stosowanych w krajach rozwiniętych. Struktura instytucjonalna rynku publicznego składała się z:

- Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, pełniącej m.in. funkcje nadzorcze;
- rynków wtórnych, do których należały: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (rola dominująca) oraz Centralna Tabela Ofert SA, organizująca regulowany pozagiełdowy obrót papierami wartościowymi;
- Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, gdzie następowało m.in. rozliczanie transakcji zawartych na rynku publicznym;
- banku rozliczeniowego, którym w początkowym okresie funkcjonowania polskiego rynku był Bank Ślą-

<sup>3</sup> Np. sondaż opinii załóg na temat przekształceń własnościowych, M. Jarosz: *Robotnicy o prywatyzacji*. „Polityka” z 8 września 1990 r. W pytaniu o preferowany typ przekształceń robotnicy wymieniali „nadaj państwowe” (36,3%) lub własność załogi (35,3%), podczas gdy „prywatne” miało tylko 13,2% zwolenników.



ski, później natomiast tego rodzaju funkcje przejął NBP.

Obok rynku publicznego funkcjonował równolegle stosunkowo niewielki rynek niepubliczny, podlegający znacznie mniejszym regulacjom. Sposób funkcjonowania tego rynku był następujący:

a) potencjalny emitent zgłaszał zapotrzebowanie na usługi związane z emisją do domu lub biura maklerskiego;

b) pośrednik poprzez prywatną emisję papierów wartościowych (skierowaną do maksimum 300 inwestorów, na ogół rekrutujących się spośród jego klientów) rozprowadzał papiery wartościowe na rynku pierwotnym;

c) późniejszym obrotem zajmował się dom lub biuro maklerskie, które organizowały emisję.

Zaletą rynków niepublicznych w porównaniu z rynkiem publicznym była większa prostota przeprowadzenia emisji. Fakt ten i niższe koszty tego rodzaju emisji spowodowały, iż niemal cały niewielki segment obligacji przedsiębiorstw znalazł się na rynku niepublicznym.

Niewątpliwą słabością tego rynku była natomiast ograniczona wielkość kapitału możliwego do pozyskania tą drogą, co wynikało z ograniczonej liczby nabywców emisji oraz niska płynność tego rodzaju papierów, wynikająca z tego samego faktu.

W Polsce tylko dwa segmenty rynku papierów wartościowych osiągnęły znaczące rozmiary. Należały do nich: giełdowy rynek akcji oraz rynek papierów skarbowych. Trzeci co do wielkości rynek w Polsce - rynek krótkoterminowych papierów dłużnych - pełnił dla przedsiębiorstw w sytuacji faktycznego braku segmentu długoterminowych papierów dłużnych, istotną funkcję zastępczą. Wzajemne relacje między poszczególnymi segmentami rynku przedstawia tabela 1.

## Problemy „drugiej generacji”

Przyjmuje się, iż rynki kapitałowe w poszczególnych krajach znajdują się w jednej z czterech głównych faz rozwojowych:

1) organizacji rynku (nazywanej czasem przedrynkową),

2) „wschodzącej” (ang. *emerging market*),

3) rozwiniętej: sytuacja typowa dla silnych gospodarek rynkowych,

4) superryнку, mającego w istocie charakter globalny - np. rynki amerykańskie (NYSE i NASDAQ) czy rynek brytyjski (LSE).

Rzeczywiste znaczenie rynku kapitałowego dla gospodarki krajowej<sup>4</sup> oraz efektywność działania struktury instytucjonalno-instrumentalnej pozwalają na zakwalifikowanie polskiego rynku do drugiej grupy. Tak też jest on postrzegany przez inwestorów zagranicznych, chociaż czasami używa się również określenia faza przystosowawcza, sygnalizującego szerokie działania mające na celu osiągnięcie zbieżności w sferze ekonomicznej z blokiem Unii Europejskiej.

Faza rozwoju rynku wewnętrznego, w połączeniu z dynamicznie zmieniającą się sytuacją na rynkach globalnych, określa rzeczywiste problemy polskiego segmentu kapitałowego. Analiza różnego rodzaju bolączek zgłaszanych przez uczestników rynku, pozwala na sporządzenie szerokiego katalogu problemów (tabela 2).

Celem powyższego zestawienia było zasygnalizowanie wielu problemów, z którymi boryka się polski rynek kapitałowy. Ich szczegółowe omówienie wykraczałoby poza ramy niniejszego artykułu. Niemniej przynajmniej kilka z nich warto omówić nieco szerzej.

<sup>4</sup> Np. znaczenie rynku akcji określane jest przez stosunek kapitalizacji giełdy do PKB w ujęciu procentowym. W krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych kształtuje się on na ogół na poziomie 60-80%, na superryńkach ponad 100%, w Polsce w końcu lat 90. i w 2000 r. wynosił on około 20%.

Tabela 1 G. «bokoæ polskich rynek-w pieni«ýno-kapita,owych (stan na koniec 2000 r.)

Rodzaj instrumentu	Wielkość rynku (w mld zł)	Uwagi
Akcje spółek giełdowych i Narodowe Fundusze Inwestycyjne	132,3	Kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie
Bony skarbowe	23,4*	Zadłużenie wg nominalu
Obligacje skarbowe (rynkowe)	94,0*	Zadłużenie wg nominalu
Obligacje komunalne	0,8	Większość emisji w formie emisji prywatnych
Krótkoterminowe papiery dłużne	10,9	
Obligacje przedsiębiorstw	2,3	Większość obligacji ma charakter niepubliczny, część w formie obligacji zamiennych
Obligacje bankowe	0,1	

\* dane wstępne.

r-d.o: GPW, Ministerstwo Finans-w, <sup>a</sup>Rating & Rynekó

Tabela 2 Problemy polskiego rynku kapitałowego

Problem	Próba rozwiązania problemu	Uwagi
Problemy prawne	Konsekwentne dostosowywanie rozwiązań ustawowych do potrzeb dynamicznie zmieniającego rynku oraz do standardów obowiązujących w Unii Europejskiej.	Elementem niekorzystnym była długotrwałość niektórych procesów legislacyjnych, które wystąpiły m.in. przy nowelizacji Ustawy o obligacjach z 1995 r. Powodowało to zmniejszenie elastyczności procesów dostosowawczych w warunkach szybko zmieniającego się otoczenia ekonomicznego. Z drugiej jednak strony niektóre zmiany legislacyjne, takie jak zmiany ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w 2000 r. były dokonywane sprawnie.
Problemy podatkowe	Dyskusja na temat opodatkowania dochodów uzyskiwanych przez osoby fizyczne z tytułu własności papierów wartościowych	Ewentualne opodatkowanie tych dochodów mogłoby niekorzystnie wpłynąć na znajdujący się ciągle w fazie rozwojowej polski rynek kapitałowy. Z tego względu decyzje resortu finansów zmierzały w kierunku przedłużenia zwolnienia z opodatkowania dochodów kapitałowych do końca 2002 r.
Systemy rozliczeniowe	Usprawnienie rozliczeń poprzez dokonanie zmian w dotychczasowym systemie depozytowo-rozliczeniowym	Zmiany w dotychczasowym systemie polegałyby m.in. na umożliwieniu kojarzenia zleceń składanych przez sprzedającego i kupującego oraz wprowadzaniu systemu kilkukrotnego przetwarzania dziennego.
Wysokie koszty emisyjne i uczestnictwa w operacjach rynku kapitałowego	Dalsze obniżki opłat pobieranych przez GPW i KDPW	Obie wymienione instytucje stopniowo obniżają swoje opłaty oraz deklarują ich dalszą obniżkę.
Krajowa strona popytowa	Rozwój sektora inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych	Słaby rozwój krajowych funduszy inwestycyjnych wynika m.in. z: 1) słabości kanałów dystrybucyjnych jednostek uczestnictwa funduszy, 2) braku wystarczająco konkurencyjnej oferty funduszy inwestycyjnych; jednocześnie następuje stały wzrost aktywów funduszy emerytalnych, które w przyszłości mogą stanowić istotny czynnik stabilizujący rynek.
Konflikt interesów między dużymi i drobnymi inwestorami	Utrudnienie, poprzez system podatkowy, transferu zysków ze szkodą dla drobnych akcjonariuszy	Podstawowymi sposobami transferu zysków stosowanymi przez spółki giełdowe są: - manewrowanie ceną składników wyrobu finalnego i (lub) jego ceną - wysokie opłaty za licencje i usługi doradcze na rzecz firmy-matki.
Struktura akcjonariatu giełdowego. Wiele firm zostało w istocie przejętych przez inwestorów strategicznych i należy oczekiwać ich wycofania z obrotu giełdowego.	Brak propozycji - sytuacja jest logicznym wynikiem gry rynkowej.	Faktycznym wyznacznikiem aktywności giełdy stała się wielkość tzw. wolnego obrotu*, która w 2000 r. szacowana była na 30%.
Rozdrobnienie rynku długu państwowego	Skoncentrowanie uwagi emitenta, którym jest Skarb Państwa, na kilku podstawowych rodzajach emisji	W wyniku wielości emisji o różnych terminach zapadalności faktycznie funkcjonuje kilka rynków o niskiej płynności. Plany Ministerstwa Finansów zmierzają do poprawy sytuacji w tym zakresie.
Silna konkurencja wtórnych rynków zagranicznych	Nowe rozwiązania strukturalne i techniczne stosowane na giełdzie warszawskiej, do których należy możliwość stworzenia wspólnej platformy handlu giełdowego w miejsce kilku dotychczas istniejących; prywatyzacja giełdy umożliwiająca wejście inwestora zagranicznego.	Istnieje niebezpieczeństwo przejęcia realnego obrotu głównymi spółkami giełdowymi przez rynki zewnętrzne. W obliczu rosnącej konkurencji zewnętrznej aktualna staje się sprawa dołączenia do którejś z już istniejących międzynarodowych platform handlu papierami wartościowymi.
Słaby nadzór właścicielski	Aktywna postawa akcjonariuszy w stosunku do organów spółki.	Doświadczenia z Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi, które miały m.in. służyć sanacji przedsiębiorstw, nie są w tym względzie zadowalające.
Przestępstwa na rynku kapitałowym	Działalność kontrolnych organów: wewnętrznych (w bankach i domach maklerskich), zewnętrznych (KPWiG) oraz prokuratorsko-sądowniczych.	Dotychczasowe doświadczenia sygnalizują niesprawność systemu na szczeblu prokuratorsko-sądowniczym (np. brak finału sądowego wielu spraw, które zostały przekazane do prokuratury przez KPWiG).

\* „Wolny obrót” oblicza się, odejmując od kapitalizacji giełdy wielkość pakietu akcji, będących własnością Skarbu Państwa, inwestycji strategicznych, pakietów inwestycyjnych powyżej 5% oraz papierów będących podstawą emisji zagranicznych substytutów akcji notowanych na GPW.

r-d-o: opracowanie w.asne na podstawie wynik-w-r-ynnych analiz, publikacji prasowych i g.os-w w dyskusjach.

Tabela 3 *Udzia, w kapitalizacji GPW 50 najwi«kszych sp-,ek w latach 1999-2000 (%)*

Rok (stan na koniec okresu)	Skarb Państwa	Inwestorzy strategiczni	Inwestorzy portfelowi powyżej 5% i globalne kwity depozytowe (GDR)	Pozostali
1999	34	24	13	29*
2000	15	44	11	30

\* w tym 5% akcji pracowniczych TPISA nie dopuszczonych do obrotu giełdowego.

r-d.o: obliczenia Szymona Karpińskiego, zaprezentowane w "Rzeczpospolitej" z 1.02.2001 r.

Jednym z głównych problemów rynku, podnoszonych przez przedstawicieli giełdy i KPWiG, jest **słaby nadzór właścicielski**. O ile w spółkach mających inwestorów strategicznych jest on na ogół silny, o tyle w pozostałych spółkach sytuacja wygląda nieco inaczej. Powstaje pytanie, jaka grupa inwestorów mogłaby efektywnie pełnić tego rodzaju funkcję, przyczyniając się do poprawiania sposobu zarządzania spółką i, w efekcie, do poprawy jej wyników finansowych.

Skuteczność zorganizowanego akcjonariatu indywidualnego, z uwagi na różnice inwestycyjnych horyzontów czasowych jego uczestników oraz wielkość pakietów akcji, może być tylko ograniczona. Próba aktywizacji tej grupy musi mieć, z natury rzeczy, charakter przypominający raczej pospolite ruszenie, a nie działalność długoterminową. Sygnalizuje to struktura udziału poszczególnych grup akcjonariuszy w walnych zgromadzeniach spółek. W tej sytuacji naturalne wydaje się szukanie inwestorów dysponujących większymi pakietami akcji i mających długoterminowy horyzont inwestycyjny. Na świecie, a także w Polsce są to cechy charakterystyczne funduszy emerytalnych.

Tym właśnie instytucjom powinno zależeć na wprowadzaniu zmian usprawniających działanie spółki, od tego bowiem może w dużej mierze zależeć przyszły rozwój jej kursu giełdowego, mający istotny wpływ na wyniki finansowe. Pozostaje jednak kwestią otwartą, na ile fundusze emerytalne są przygotowane do podjęcia tego rodzaju działań. Wnioski płynące z doświadczeń NFI nie skłaniają do nadmiernego optymizmu. Prowadzone działania naprawcze nie dały - jak się wydaje - pozytywnych wyników na dużą skalę, czego efektem jest m.in. kształtowanie się rynkowych notowań NFI.

Bardziej aktywne okazały się natomiast wymienione fundusze w obrocie akcjami posiadanych przedsiębiorstw, co przynosiło szybkie i wymierne zyski. Mając na względzie tego rodzaju doświadczenia, należy bardzo ostrożnie podchodzić do realnych możliwości odgrywania aktywnej roli nadzorczej przez fundusze emerytalne, chociaż teoretycznie są one do tego w sposób naturalny predestynowane.

Innym problemem jest płynność rynku. Dane ilustrujące procesy, które zachodziły na polskim rynku w latach 1994-2000, zawiera tabela 3.

Jak wynika z tabeli 3, w omawianym okresie nastąpił znaczący procentowy wzrost udziału inwestorów strategicznych w kapitalizacji giełdy. Ich działania w wielu przypadkach mogą prowadzić do wycofania spółek z obrotu giełdowego, a co za tym idzie do obniżenia kapitalizacji tej instytucji.

Pewnym rozwiązaniem, chociaż z uwagi na procesy koncentracji akcji prawdopodobnie krótkoterminowym, byłaby sprzedaż akcji Skarbu Państwa, którego udział w kapitalizacji giełdy ma tendencję malejącą, ale w końcu 2000 r. utrzymywał się na poziomie 15%, co stanowiło wartość bliską 20 mld zł. Naturalnym rozwiązaniem byłoby wchodzenie nowych spółek na giełdę, jednak - z uwagi na zmniejszanie się w niedalekiej przyszłości skali procesów prywatyzacyjnych - istotna rola w tym względzie musiałaby przypaść sektorowi prywatnemu.

Z powyższym problemem wiąże się zagadnienie **rozwój krajowej strony popytowej**. Przyjmuje się, iż dla zwiększenia stabilności finansowej państwa pożądane są silne możliwości popytowe tego segmentu rynku. O tym, jakie mogą być konsekwencje ich braku, świadczy najlepiej przypadek rosyjski - gwałtowny odpływ inwestorów zagranicznych z tego obszaru doprowadził do faktycznego załamania się jego rynku akcji.

W Polsce przez pierwsze lata działalności rynku w obrotach rynkowych dominowali inwestorzy indywidualni, bardziej wrażliwi na czynniki decydujące o krótkookresowych zmianach notowań na rynku kapitałowym. Struktura ta istotnie się zmienia. Wprawdzie segment funduszy inwestycyjnych nie osiągnął znaczących rozmiarów i jego aktywa na koniec roku wynosiły 6,6 mld zł, ale jednocześnie systematycznie wzrastała siła inwestycyjna funduszy emerytalnych, których aktywa wynosiły na koniec roku blisko 10 mld zł. Rosnące aktywa muszą być w znaczącej części lokowane w instrumenty finansowe. Rynkową ofertę w dziedzi-

Tabela 4 Wybrane czynniki mające wpływ na notowania instrumentów finansowych w Polsce

Okres wpływu	Sytuacja wewnętrzna	Sytuacja zewnętrzna
Krótkookresowy	Sytuacja polityczna. Trzeba jednak stwierdzić, iż polski rynek wykazuje stosunkowo dużą odporność na zdarzenia w sferze politycznej. Wiąże się to z faktem, iż inwestorzy zdają sobie sprawę ze stabilności polityki gospodarczej, niezależnie od ugrupowania politycznego będącego okresowo u władzy.	Kryzysy finansowe na rynkach wschodzących, powodujące okresowy odpływ kapitału ulokowanego na rynku krajowym przez inwestorów zagranicznych.
Średnio- i długookresowy	Polityka fiskalno-monetarna. Kształtowanie się poszczególnych pozycji bilansu płatniczego (takich jak rachunek bieżący, inwestycje bezpośrednie i portfelowe, poziom rezerw walutowych).	Sytuacja na rynku amerykańskim: stwierdzono silną korelację między notowaniami giełd amerykańskich a giełdą warszawską.

r-d.o: opracowanie własne na podstawie analizy zachowań rynku w latach 1992-2000.

nie papierów wartościowych na koniec 2000 r. przedstawia tabela 1.

Nie ulega wątpliwości, że wzrost możliwości popytowych ze strony różnych grup inwestorów rosnąca siła strony popytowej musi być uzupełniany **wzrostem głębokości polskich rynków pieniężno-kapitałowych**. Istnieje bowiem zagrożenie stworzeniem przez różne fundusze inwestycyjne i emerytalne „bąbla spekulacyjnego”, wynikającego z ograniczonej podaży papierów wartościowych. Tego rodzaju procesy, zainicjowane przez inwestorów indywidualnych, wystąpiły w USA w 1929 r., a także w Polsce w latach 1993-1994. Rozwiązaniem może być eksport kapitału krajowego ze wszystkimi tego konsekwencjami: pozytywnymi (wzrost inwestycji portfelowych na rynkach zewnętrznych) i negatywnymi, wynikającymi z braku możliwości zaangażowania lokalnych kapitałów w rozwój gospodarczy kraju.

Ostatnim problemem, który chcielibyśmy omówić nieco szerzej, jest problem **przestępstw na rynku kapitałowym**. Sprawa ta jest od czasu do czasu poruszana w prasie - np. domniemane manipulacje akcjami przez tzw. spółki poznańskie. Sprawa ta została skierowana przez KPWiG do prokuratury, która jednak ją umorzyła.

Wg regulatorów rynku (KPWiG), istnieje dobre rozeznanie, jakie osoby popełniają tego rodzaju przestępstwa<sup>5</sup>. Podobnie jednak jak w innych grupach przestępstw, wiedza ta nazbyt rzadko przekłada się na wyroki skazujące. Powstaje więc wrażenie bezkarności tego rodzaju działań, co może być znaczącym czynnikiem

powodującym moralną erozję rynku. Przyjęte rozwiązania instytucjonalne idą w kierunku stworzenia w ramach prokuratury specjalnej komórki, której zadaniem byłoby prowadzenie tego rodzaju spraw. Jeśli to rozwiązanie nie spełni pokładanych w nim nadziei na bardziej efektywne ściganie przestępstw związanych z rynkiem kapitałowym, to istnieje możliwość powrotu do propozycji zgłaszanej przez KPWiG, a polegającej na wyposażeniu tej instytucji w uprawnienia policyjne (możliwość przesłuchiwanie osób oraz zbierania dowodów przestępstwa poza domami i biurami maklerskimi). W świetle naszych rozwiązań prawnych byłoby to posunięcie dosyć radykalne, jednak wydaje się, że **przekonanie uczestników o prawidłowości funkcjonowania rynku jest wartością nadrzędną, wartą szczególnej ochrony**.

Do zasygnalizowanych w tabeli 2 problemów rynku można dodać istotne zagadnienia **ze sfery politycznej i makroekonomicznej**. Wybrane czynniki, mające wpływ na kształtowanie się sytuacji na polskim rynku inwestycyjnym i określające jego możliwości rozwojowe, przedstawia tabela 4.

Rozwój rynku spowodował, iż w miejsce problemów występujących we wczesnej fazie rozwojowej, a mających charakter fundamentalny, pojawiły się inne problemy, o bardziej złożonym charakterze. Sposobów ich rozwiązania należy szukać w różnych sferach: politycznej, prawnej, ekonomicznej czy też technicznej.

Wraz z rozwojem polskiego rynku kapitałowego pojawi się trzecia generacja problemów charakterystycznych dla rynków rozwiniętych, która będzie związana głównie z sytuacją makroekonomiczną. Dlatego też warto zapamiętać zacytowaną na wstępie refleksję J.K. Galbraitha, dotyczącą wzajemnych relacji między gospodarką a rynkiem kapitałowym. Dotychczasowe doświadczenia, takie jak np. sytuacja amerykańska lat 90., potwierdzają całkowicie jej słuszność.

<sup>5</sup> Np. wywiad z Jackiem Sochą, przewodniczącym KPWiG. „Rynek Kapitałowy” 8-18 stycznia 2001 r.:

„Jakie są wyniki prowadzonych przez Komisję postępowań w sprawie przestępstw giełdowych w 2000 r.?”

Jestem przekonany, że działania o charakterze przestępczym, które deformowały układ rynku, wykryliśmy w 100%. Do prokuratury skierowaliśmy około 30 zawiadomień o popełnieniu przestępstwa. Jak komuś się wydaje, że będzie mógł manipulować akcjami i KPWiG tego nie zauważy, jest w głębokim błędzie”.

# Handel wewnątrzgałęziowy a oligopol Cournota

*Elżbieta Czarny, Agnieszka Rusinowska*

Strumienie wymiany różnią się dziś od obserwowanych dawniej i opisywanych przez twórców tradycyjnych teorii handlu międzynarodowego opartych na koncepcji korzyści komparatywnych. Znaczna część światowego handlu dokonuje się obecnie między krajami uprzemysłowionymi, które są do siebie podobne zarówno pod względem zasobów czynników, jak i pod względem techniki produkcji oraz gustów nabywców. Na znaczeniu traci obrót jednorodnymi produktami rolnymi i surowcami, a zyskuje wymiana zróżnicowanych wyrobów przemysłu przetwórczego. Przedmiotem wymiany stają się substytuty, a nie dobra komplementarne: Niemcy sprzedają Francuzom volkwageny, kupując w zamian nie wino, lecz samochody Renault. Jednocześnie eksport i import podobnych dóbr (konsumpcyjnych i inwestycyjnych) wytwarzanych w jednej branży nosi nazwę handlu wewnątrzgałęziowego.

O prowadzeniu handlu wewnątrzgałęziowego decydują inne czynniki niż koszty komparatywne, stanowiące podstawę określania kierunków wymiany międzygałęziowej. Na przykład, występowanie rosnących korzyści skali oraz podobieństwa preferencji nabywców z handlujących krajów mogą spowodować, że opłacalna będzie nawet wymiana wewnątrzgałęziowa prowadzona przez kraje identyczne pod względem ekonomicznym.

W poniższej pracy przedstawiamy analizę wymiany identycznego produktu wytwarzanego w dwóch kra-

jach. Przed podjęciem handlu rynki badanego produktu są w obu państwach zmonopolizowane, po otwarciu gospodarek dochodzi zaś do powstania międzynarodowego duopolu (będącego najprostszym przypadkiem rynku oligopolistycznego), którego członkowie postępują według zasad opisanych przez Cournota (1838). W naszej analizie nawiązujemy do modeli Brandera (1981) oraz Brandera i Krugmana (1983).

Wykorzystując wspomniane modele Brandera oraz Brandera i Krugmana, a także narzędzia analizy matematycznej, przedstawiamy konsekwencje otwarcia gospodarki z punktu widzenia firmy, która wchodzi na rynek zagraniczny oraz takiej, która z tej możliwości rezygnuje. Wyjaśniamy, dlaczego po otwarciu gospodarki każda firma woli wejść na obcy rynek niż produkować wyłącznie na potrzeby rodzimych odbiorców. Pokazujemy więc, że w założonych warunkach sama struktura rynku skłania do rozwijania handlu wewnątrzgałęziowego. Prezentujemy również dowód na to, że w założonych warunkach międzynarodowa wymiana identycznych produktów jest opłacalna dla społeczeństw, złożonych z konsumentów i producentów, wtedy gdy wejście na obcy rynek nie wymaga poniesienia dodatkowych kosztów. Dowodzimy również, że przy niezerowych kosztach transportu (reprezentujących szeroko pojęty koszt transakcyjny związany z eksportem), wymiana może zmniejszać dobrobyt społeczny. Posługuje-



my się modelem równowagi cząstkowej, abstrahując od wpływu badanej sfery produkcji na inne dziedziny gospodarki.

Rozważania ograniczamy do najprostszego przypadku wymiany, w której uczestniczą dwa identyczne państwa tworzące gospodarkę światową: Kraj (K) i Zagranica (Z). Powodem jest nie tylko chęć uproszczenia analizy. Sądzymy, że dwustronny handel wewnątrzgałęziowy wzbudza najwięcej kontrowersji, gdyż trudniej go pogodzić z poglądami zwolenników tradycyjnej teorii wymiany międzynarodowej niż handel wewnątrzgałęziowy, w którym uczestniczy wiele państw.

Analizę rozpoczynamy od prezentacji charakterystyki podaży i popytu w stanie autarkii. Następnie porównujemy stan równowagi gospodarki zamkniętej ze stanem po podjęciu wymiany identycznych produktów. Zakładamy, że rynek krajowy oraz zagraniczny są od siebie oddzielone. Oznacza to, że nawet gdyby ceny danego produktu były na każdym z nich różne, arbitraż (czyli zakup na jednym rynku w celu odsprzedaży na drugim) nie byłby możliwy. Odwołujemy się najpierw do modelu Brandera (1981), w którym koszt transportu jest równy zero, a następnie do ujęcia Brandera i Krugmana (1983) z niezerowym kosztem transportu. Analizę kończymy prezentacją skutków podjęcia wymiany z punktu widzenia dobrobytu społecznego rozumianego jako suma zysku przedsiębiorstwa oraz nadwyżki konsumenta.

## Model z zerowym kosztem transportu za granicę

### Charakterystyka podaży

Przed otwarciem gospodarki w każdym państwie jest jeden producent badanego dobra (monopolista na lokalnym rynku w stanie autarkii). Aby rozpocząć produkcję, musi on dokonać inwestycji początkowej, a więc ponieść koszt stały,  $F$  ( $F > 0$ ). Wytworzenie każdej jednostki wyrobu wymaga poniesienia dodatkowego kosztu równego  $c$  (przeciętny koszt zmienny równy kosztowi krańcowemu,  $c > 0$ ). Dostarczanie towaru na rynek (krajowy, a po otwarciu gospodarki również zagraniczny) nie wymaga ponoszenia żadnych innych kosztów. Funkcja kosztu całkowitego jest więc liniowa i ma postać:

$$TC(q) = F + c \cdot q, \quad (1)$$

gdzie:

$TC$  - całkowity koszt produkcji  $q$  jednostek,  
 $c$  - koszt krańcowy ( $c = MC(q) = AVC(q)$ ),  
 $q$  - wielkość produkcji.

Obecność w funkcji kosztu całkowitego stałego kosztu  $F$  powoduje, że produkcję cechują rosnące ko-

rzyści skali (o ich występowaniu świadczy malejący przeciętny koszt produkcji  $AC(q) = \frac{TC(q)}{q} = \frac{F}{q} + c$ , gdzie  $\frac{F}{q}$  maleje wraz ze wzrostem  $q$ ,  $c$  jest zaś stałe).

### Charakterystyka popytu

Popyt opisuje liniowa odwrotna funkcja popytu o postaci:

$$P^i = a - b(q_K^i + q_Z^i), \quad (2)$$

gdzie  $a$  i  $b$  stanowią dodatnie parametry, superskrypt  $i$  odnosi się do kraju, w którym dobro jest sprzedawane ( $i$  oznacza albo „K” (Kraj), albo „Z” (Zagranicę)). Subskrypt pokazuje, gdzie badane dobro zostało wytworzone (Kraj albo Zagranica). Popyt na rynku krajowym opisany jest zatem jako:

$$P^K = a - b(q_K^K + q_Z^K). \quad (2a)$$

W stanie autarkii na rynku każdego kraju znajduje się tylko jeden producent ( $q_Z^K$  ze wzoru (2a) równa się zero). Wpływa on na cenę produktu (napotyka opadającą linię popytu na produkt, o czym świadczy znak „-” przed parametrem  $b$  we wzorach (2) i (2a)). Odwrotna funkcja popytu na rynku Kraju w stanie autarkii ma więc postać:

$$P^K = a - b \cdot q_K^K. \quad (2b)$$

### Stan równowagi gospodarki zamkniętej

Na rynku wewnętrznym monopolista dąży do osiągnięcia maksymalnego zysku, stanowiącego różnicę między przychodem (utargiem) całkowitym i kosztem całkowitym. Gdy funkcje kosztów i przychodów całkowitych są różniczkowalne, wybór optymalnej wielkości produkcji jest wyznaczony przez warunek konieczny maksymalizacji zysku, czyli zrównanie się przychodu krańcowego z kosztem krańcowym (szerzej zob. Czarny, Nojszewska, 2000, s. 141-144):

$$\Pi'(q) = (TR(q) - TC(q))' = MR(q) - MC(q) = 0, \quad (3)$$

co jest równoważne z obowiązywaniem równości:

$$MR(q) = MC(q), \quad (3a)$$

gdzie:

$TR(q)$  - całkowity przychód (utarg) ze sprzedaży  $q$  jednostek produktu,

$TC(q)$  - całkowity koszt wytworzenia  $q$  jednostek,

$\Pi(q)$  - zysk ze sprzedaży  $q$  jednostek,

$MR(q)$  - przychód krańcowy ze sprzedaży  $q$  jednostek,

$MC(q)$  - koszt krańcowy wytworzenia  $q$  jednostek.

Wzór (3a) przedstawia ogólną postać warunku koniecznego istnienia ekstremum funkcji zysku (warunku pierwszego rzędu). O tym, że chodzi o maksimum tej funkcji, świadczy warunek dotyczący jej drugiej pochodnej (warunek wystarczający maksymalizacji zysku):

$$\frac{\partial^2 \Pi}{\partial q^2} = \frac{\partial^2 TR}{\partial q^2} - \frac{\partial^2 TC}{\partial q^2} < 0. \quad (4)$$

Przedstawiony we wzorze (3a) warunek konieczny maksymalizacji zysku można uściślić. W przypadku monopolisty (i każdej innej firmy z rynku niedoskonałe konkurencyjnego) cena jest funkcją wielkości produkcji ( $P = P(q)$ ). Zmiany podaży wpływają na wysokość ceny, po której sprzedaje się produkt (opadająca linia popytu). Monopolista dostosowuje wielkość swojej produkcji do warunków rynku. Punkt, określający ilość produktu pozwalającą maksymalizować zysk, znajduje się więc na linii popytu na jego wyrób. Ze wzoru (3a) wynika, że spełnia on warunek:  $MC(q) = MR(q)$ .

Przychód krańcowy monopolisty (lub innego przedsiębiorstwa działającego w warunkach niedoskonałej konkurencji) jest niższy od rynkowej ceny jego produktu. Jest tak dlatego, że wzrost jego produkcji (np. o  $dq$ ), zmienia wielkość przychodu pod wpływem dwóch czynników. Pierwszym jest wzrost przychodu dzięki sprzedaży większej liczby jednostek, drugim - jego spadek w następstwie obniżenia się ceny wszystkich sprzedawanych sztuk towaru. Przychód krańcowy można obliczyć jako pochodną różniczkowalnej funkcji przychodu całkowitego  $TR(q)$ :

$$MR(q) = TR'(q) = (P(q) \cdot q)' = P(q) + \frac{dP}{dq} \cdot q. \quad (5)$$

We wzorze (5) przychód krańcowy jest niższy od ceny. Przy ujemnie nachylonej linii popytu wyrażenie  $dP/dq$  jest bowiem ujemne.  $dP/dq$  stanowi nachylenie odwrotnej funkcji popytu; w przyjętym przez nas przypadku liniowej funkcji popytu jest to po prostu współczynnik kierunkowy prostej równy  $(-b)$ .

Optymalną wielkość produkcji i maksymalny zysk monopolisty obliczamy, podstawiając funkcję kosztu całkowitego (wzór (1)) oraz odwróconą funkcję popytu (wzór (2b)) do funkcji zysku krajowego monopolisty:

$$\Pi(q^K) = (a - b q^K) (q^K - F - c \cdot q^K). \quad (6)$$

Obliczając pierwszą pochodną funkcji zysku po  $q^K$  i przyrównując ją do zera:

$$\frac{\partial \Pi}{\partial q^K} = a - 2bq^K - c = 0,$$

wyznaczamy optymalną wielkość produkcji:

$$q^K = (a - c)/2b, \quad (7)$$

gdzie  $(a - c) > 0$ . Gdyby ten warunek nie był spełniony, wielkość produkcji nie byłaby dodatnia, co jest sprzeczne z interpretacją ekonomiczną, wymagającą, by monopolista lokalny wytwarzał niezerową produkcję. Innymi słowy, w tym przypadku obowiązuje  $a > c$ , co oznacza, że cena prohibicyjna, przy której popyt na badane dobro jest równy zero (reprezentowana przez parametr  $a$ ), jest wyższa od (niezmiennego) kosztu krańcowego).

Druga pochodna funkcji zysku po  $q^K$  jest ujemna:

$$\frac{\partial^2 \Pi}{\partial (q^K)^2} = -2b < 0,$$

co jest zgodne z wymaganiami warunku wystarczającego maksymalizacji zysku przedstawionego we wzorze (4).

Maksymalny zysk monopolisty obliczamy podstawiając do funkcji zysku obliczoną właśnie optymalną wielkość produkcji (wzór (7)). Oczywiście, firma zagraniczna, będąca jedynym wytwórcą na swoim rynku wewnętrznym osiąga taki sam zysk<sup>1</sup>:

$$\begin{aligned} \pi\left(q^K = \frac{a-c}{2b}\right) &= (a - b \cdot q^K) \cdot q^K - F - c \cdot q^K = \left(a - b \cdot \frac{a-c}{2b}\right) \cdot \left(\frac{a-c}{2b}\right) - F - c \cdot \left(\frac{a-c}{2b}\right) \\ \pi\left(q^K = \frac{a-c}{2b}\right) &= \frac{9(a-c)^2 - 36bF}{36b}. \end{aligned} \quad (8)$$

### Równowaga w warunkach gospodarki otwartej

Po otwarciu gospodarki lokalny monopolista chce wejść na rynek zagraniczny, gdyż obowiązuje tam cena gwarantująca tamtejszemu producentowi dodatni zysk. Dopóki cena przewyższa koszt krańcowy, dopóty firma chce dostarczać produkt na obcy rynek. Tak samo jest w przypadku jej zagranicznego rywala. Gdyby jeden z konkurentów zrezygnował z ekspansji, podczas gdy drugi dokonałby jej, wówczas ten pierwszy poniósłby straty. Podaż na jego rodzimym rynku zwiększyłaby się, obniżając cenę produktu. Zmniejszyłyby się więc jego przychód, a wraz z nim - zysk. Drugi duopolista, który jako jedyny zdecydował się na ekspansję zagranic-

<sup>1</sup> Analizujemy sytuację, w której wytwarzanie jest opłacalne z punktu widzenia monopolisty (gdyby tak nie było, rynek produkowanego przezeń wyrobu nie istniałby). Podobnie jest w przypadku oligopolu (gdyby firmy uznały handel za niekorzystny, nie uczestniczyłyby w nim). Nie badamy, kiedy zysk monopolisty jest dodatni, a kiedy ponosi on krótkookresową stratę (nie robimy tego również w odniesieniu do oligopolu). Należy jednak zauważyć, że w przypadku analizowanej tu optymalnej produkcji monopolisty (wzór (7)) spełniony jest warunek podjęcia niezerowej produkcji w krótkim okresie:  $p(q)AVC(q)$ ,  $p(q)$  - jest ceną zależną od wielkości produkcji,  $AVC(q)$  - przeciętny koszt zmienny produkcji  $q$  jednostek (szerzej zob. Czarny, Nojszewska, 2000, 116). W opisywanym tu przypadku, przy produkcji równej  $q = \frac{a-c}{2b}$  cena jest bowiem równa  $p(q) = \frac{a+c}{2}$ , co spełnia warunek:  $\frac{a+c}{2} > c$  równoważny z formułą  $\frac{a-c}{2} > 0$ , która jest prawdziwa z założenia przyjętego w komentarzu do wzoru (7).

na, zwiększyłyby zysk w stosunku do osiągniętego w gospodarce zamkniętej (na rynku wewnętrznym pozostałby monopolistą, a za granicą osiągałby dodatni zysk).

Żeby udowodnić, że żadna firma nie zechce zrezygnować z ekspansji zagranicznej, założmy najpierw, że firma z Kraju wchodzi na rynek Zagranicy, a jej konkurent działa wyłącznie na swoim rynku, a więc jego dostawy na rynek Kraju ( $q_K^k$ ) są równe zero. Firma z Kraju pozostaje zatem monopolistą na rynku rodzimym i maksymalizując zysk dostarcza tam  $q_K^k = (a - c)/2b$  jednostek produktu (wzór (7)). Na rynku zagranicznym natomiast przedsiębiorstwo z Kraju napotyka tamtejszego konkurenta. Całkowity zysk krajowego producenta jest różnicą między całkowitym przychodem osiąganym przezeń na obu rynkach oraz całkowitym kosztem produkcji:

$$\Pi_K = TR_K^k + TR_K^z - TC_K, \quad (9)$$

co można zapisać, wykorzystując informacje o cechach popytu i kosztów zawarte we wzorach (1) i (2) w postaci:

$$\Pi_K = \left[ (a - b(q_K^k + 0)) \cdot q_K^k \right] + \left[ (a - b(q_K^z + q_Z^z)) \cdot q_K^z \right] - \left[ F + c(q_K^k + q_K^z) \right]. \quad (10)$$

Funkcja zysku firmy z Zagranicy, działającej wyłącznie na rodzimym rynku, ma postać:

$$\Pi_Z = \left[ (a - b(q_Z^z + q_K^z)) \cdot q_Z^z \right] - (F + cq_Z^z). \quad (11)$$

Obliczając pochodne cząstkowe funkcji zysku firmy krajowej (wzór (10)) i zagranicznej (wzór (11)) ze względu na dostawy na rynek zagraniczny pokażemy, ile jednostek dobra sprzeda za granicą każdy maksymalizujący zysk producent. W tym celu wykorzystamy warunki pierwszego rzędu, uzyskane przez przyrównanie do zera pierwszych pochodnych funkcji zysku firm z Kraju i z Zagranicy:

$$\partial \Pi_K / \partial q_K^z = a - 2bq_K^z - bq_Z^z - c = 0, \quad (12)$$

gdzie  $q_K^z$  - dostawy firmy z Kraju na rynek Zagranicy; wielkość produkcji rywala z Zagranicy dostarczana na jego rodzimy rynek ( $q_Z^z$ ) jest traktowana jako dana.

Podobnie obliczamy optymalną wielkość produkcji firmy z Zagranicy:

$$\partial \Pi_Z / \partial q_Z^z = a - 2bq_Z^z - bq_K^z - c = 0, \quad (q_K^z = \text{const.}) \quad (13)$$

Zależności ze wzorów (12) i (13) określają zbiory optymalnych wielkości produkcji poszczególnych firm przy założeniu niezmiennych produkcji rywala i tworzą tzw. ścieżki reakcji (*best response*) każdej z firm na rynku Zagranicy. Równanie (12) reprezentuje ścieżkę reak-

cji producenta krajowego, zaś równanie (13) - ścieżkę reakcji firmy zagranicznej. Optymalne wielkości produkcji obu firm na rynek Zagranicy (reprezentowane przez punkt C na wykresie 1) obliczamy wykorzystując równania ścieżek reakcji, i otrzymujemy:

$$q_Z^z = q_K^z = \left[ (a - c) / 3b \right], \quad (14)$$

gdzie  $(a - c) > 0$  (por. komentarz do wzoru (7)).

Maksymalizująca zysk produkcja firmy z Kraju na oba rynki łącznie składa się zatem z monopolistycznej produkcji na rynek krajowy i produkcji oligopolisty na rynku zagranicznym  $[(a - c)/2b + (a - c)/3b]$ . Obliczamy teraz jej zysk, pamiętając, że koszt stały ( $F$ ) ponosi tylko raz, a ceny produktu na obu rynkach są różne (na rynku krajowym żąda wszak ceny monopolistycznej, a za granicą duopolisci dostarczają na rynek więcej produktu, a więc uzyskują cenę niższą od monopolistycznej):

$$\pi_K \left( q_K^k = \frac{a - c}{2b}, q_K^z = \frac{a - c}{3b} \right) = \left( a - b \cdot \frac{a - c}{2b} \right) \cdot \frac{a - c}{2b} - F - c \cdot \frac{a - c}{2b} + \left( a - b \cdot \frac{2(a - c)}{3b} \right) \cdot \frac{a - c}{3b} - c \cdot \frac{a - c}{3b}.$$

Po uporządkowaniu powyższego wzoru otrzymujemy:

$$\pi_K \left( q_K^k = \frac{a - c}{2b}, q_K^z = \frac{a - c}{3b} \right) = \frac{13(a - c)^2 - 36bF}{36b}. \quad (15)$$

Z porównania maksymalnego zysku firmy wchodzącej na rynek zagraniczny przy braku ekspansji rywala (15) i maksymalnego zysku monopolisty w stanie autarkii (wzór (8)) wynika, że wejście na obcy rynek przynosi dodatkowy zysk ( $\Delta \Pi > 0$ ). Właśnie on jest powodem, firma decyduje się na ekspansję zagraniczną:

$$\Delta \Pi = \frac{13(a - c)^2 - 36bF - 9(a - c)^2 + 36bF}{36b} = \frac{4(a - c)^2}{36b}. \quad (16)$$

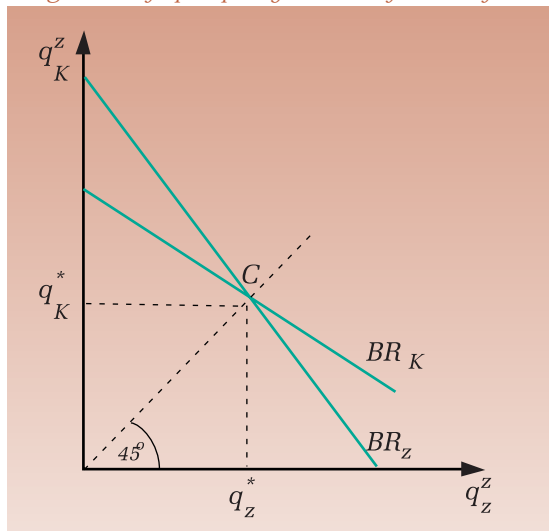
Przyjrzyjmy się wynikom osiąganym przez firmę z Zagranicy, która rezygnuje z wejścia na rynek Kraju, natomiast jest konfrontowana z eksportem rywala z Kraju na jej rodzimy rynek. Jej zysk jest równy:

$$\pi_Z \left( q_Z^z = \frac{a - c}{3b} \right) = \left( a - b \cdot \frac{2(a - c)}{3b} \right) \cdot \frac{a - c}{3b} - F - c \cdot \frac{a - c}{3b}, \quad (17)$$

czyli:

$$\pi_Z \left( q_Z^z = \frac{a - c}{3b} \right) = \frac{4(a - c)^2 - 36bF}{36b}. \quad (17a)$$

Wykres 1. R-wnowaga rynku Zagranicy po podjęciu wymiany



Linia  $BR_K$  jest ścieżką reakcji firmy z Kraju na rynku Zagranicy (wzór (12)) i przedstawia ilości produktu maksymalizujące zysk firmy krajowej na rynku zagranicznym przy danej (przedstawianej wzdłuż osi poziomej) produkcji firmy zagranicznej na tenże rynek.  $BR_Z$ , czyli ścieżka reakcji firmy zagranicznej na rynku Zagranicy (wzór (13)), opisuje maksymalizującą zysk firmy zagranicznej wielkość sprzedaży na jej rodzimym rynku przy danej sprzedaży dokonywanej tam przez firmę krajową. W miejscu przecięcia obu ścieżek znajduje się punkt równowagi Cournota - C. Jego współrzędne przedstawiają optymalne wielkości produkcji każdej firmy na rynek Zagranicy.

Ze wzoru (17a) wynika, że zysk firmy, która rezygnuje z ekspansji zagranicznej, ale na własnym rynku napotyka przybyśza zagranicznego, drastycznie spada w porównaniu z zyskiem monopolisty w stanie autarkii (wzór (8)) oraz z zyskiem intruza (wzór (17a)). Co więcej, ów zysk jest mniejszy niż wtedy, kiedy obie firmy wytwarzają na potrzeby obu rynków (wtedy na obu rynkach produkcja jest taka, jak we wzorze (14)), a zyski każdej z firm z obu krajów są identyczne i równe:

$$\pi_K \left( q_K^k = q_Z^k = \frac{a-c}{3b} \right) = \pi_Z \left( q_Z^z = q_K^z = \frac{a-c}{3b} \right) = \frac{8(a-c)^2 - 36bF}{36b} \quad (18)$$

Z porównania maksymalnego zysku każdego z duopolistów (wzór (18)) z maksymalnym zyskiem monopolisty w stanie autarkii (wzór (8)) wynika, że duopolista zarabia mniej niż monopolista. Każda firma, dążąc do zwiększenia zysku, osiąga zatem przeciwny skutek. Tym razem zmiana wysokości zysku w porównaniu ze stanem autarkii jest bowiem ujemna (we wzorze (19)  $\Delta\Pi' < 0$ ):

$$\Delta\Pi' = \frac{8(a-c)^2 - 36bF - 9(a-c)^2 + 36bF}{36b} = -\frac{(a-c)^2}{36b} \quad (19)$$

Przedstawione tu ujęcie Brandera (1981) różni się od klasycznego modelu Cournota (1838) tym, że duopolisci działają w różnych krajach. Dokładna ana-

liza modelu Brandera ujawnia, że w warunkach gospodarki otwartej firma osiąga większe zyski, wchodząc na zagraniczny rynek produktu, identycznego z wyrobem wytwarzanym przez nią na potrzeby rodzimych odbiorców, niż rezygnując z takiego posunięcia. Charakter rynku skłania do ekspansji i podjęcia wewnętrzzależnej wymiany identycznych produktów. Jednak wejście obu rywali na rynki zagraniczne powoduje, że ich zyski maleją w porównaniu ze stanem autarkii (oba producenci tracą pozycję lokalnych monopolistów).

### Model wzajemnego dumpingu (z niezerowym kosztem transportu za granicę)

Przedstawiony właśnie model duopolu został rozbudowany przez Brandera (1981) oraz Brandera i Krugmana (1983). Założyli oni, że eksport wymaga poniesienia kosztu transportu<sup>2</sup>, traktowanego jako utrata części wartości produktu (tak, jakby część ładunku ulegała zniszczeniu)<sup>3</sup>. W poniższej analizie utrzymujemy założenia o identycznych cechach państw, dotychczasowej charakterystyce funkcji kosztów oraz funkcji popytu. Każda firma nadal traktuje wielkość produkcji rywala jako daną.

Niech tę część wartości towaru, która dociera na rynek zagraniczny reprezentuje  $s$  ( $s \in (0, 1)$ ). Oznacza to, że wywożąc z Kraju za granicę  $q$  jednostek towaru, dowozi się tam jedynie  $sq$  jednostek ( $sq < q$ ). Oznacza to podniesienie krańcowego kosztu produkcji eksportowej w porównaniu z produkcją na rynek krajowy.

Obecność kosztu transportu wymaga zmodyfikowania funkcji zysku firm z obu handlujących państw. Na przykład funkcja zysku producenta krajowego jest następująca:

$$\Pi_K = \left[ (a - b(q_K^k + q_Z^k)) \cdot q_K^k \right] + \left[ (a - b(q_K^z + q_Z^z)) \cdot q_K^z \right] - \left[ F + c(q_K^k + q_{K/s}^z) \right] \quad (20)$$

gdzie  $s \in (0, 1)$ .

Analogiczna funkcja zysku firmy z Zagranicy wygląda z kolei tak:

$$\Pi_Z = \left[ (a - b(q_K^k + q_Z^k)) \cdot q_Z^k \right] + \left[ (a - b(q_K^z + q_Z^z)) \cdot q_Z^z \right] - \left[ F + c(q_{Z/s}^k + q_Z^z) \right] \quad (21)$$

gdzie subskrypty wskazują na producenta, superskrypty zaś - na rynek, na którym produkt jest sprzedawany.

Powyższa zmiana nie wpływa na kształt i położenie ścieżki reakcji każdego z duopolistów na jego rodzimym rynku. Zmienia się natomiast położenie

<sup>2</sup> Koszt transportu można tu uznać za reprezentanta kosztów transakcyjnych.  
<sup>3</sup> Sposób traktowania kosztu transportu nawiązuje do przedstawionej przez Samuelsona idei „góry lodowej” (tylko część lodu osiąga miejsce przeznaczenia nie roztopiwszy się pierwej - Samuelson, 1954, 268).

ścieżki reakcji firmy na rynku obcym (zob. wykres 2 - na przykładzie rynku Kraju). Nową ścieżkę reakcji każdej firmy na obcym rynku można przedstawić analitycznie. W przypadku firmy z Kraju na rynku Zagranicy uzyska ona postać:

$$d\Pi_K / dq_K^Z = a - 2bq_K^Z - bq_Z^Z - c/s = 0, \quad (22)$$

lub po przekształceniu:

$$q_K^Z = \frac{1}{2b} \left( a - \frac{c}{s} \right) - \frac{1}{2} q_Z^Z. \quad (22a)$$

Dla firmy zagranicznej na rynku krajowym odpowiednia ścieżka opisana jest równaniem:

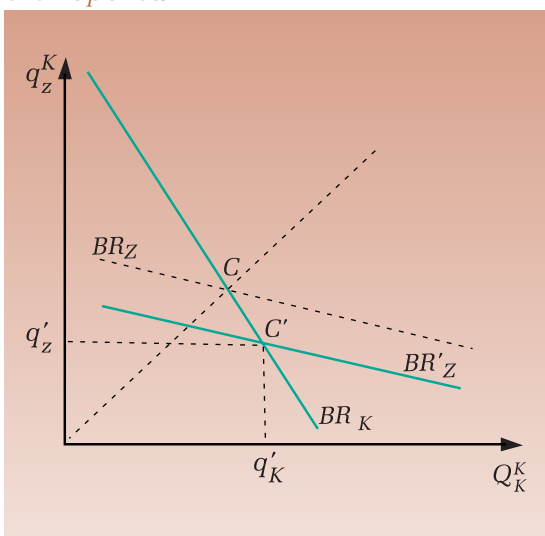
$$d\Pi_Z / dq_Z^K = a - 2bq_Z^K - bq_K^K - c/s = 0,$$

czyli:

$$q_Z^K = \frac{1}{2b} \left( a - \frac{c}{s} \right) - \frac{1}{2} q_K^K. \quad (23a)$$

Ponieważ obowiązuje:  $0 < s < 1$ , zatem musi zachodzić  $c/s > c$ . Ścieżka reakcji każdej firmy na obcym rynku jest więc położona poniżej analogicznej ścieżki reakcji przy zerowym koszcie transportu (na wykresie 2 ścieżkę reakcji sprzed wprowadzenia kosztu transportu reprezentuje linia  $BR_Z$ , po jego wprowadzeniu zaś -  $BR'_Z$ ).

**Wykres 2. R-wnowaga na rynku Kraju przy dodatnim koszcie transportu**



Stan równowagi Cournota na krajowym rynku po wprowadzeniu kosztu transportu reprezentuje punkt  $C$  (stan równowagi w autarkii -  $C$ ). Obecność kosztu transportu powoduje zmniejszenie zagranicznego eksportu na rynek Kraju oraz wzrost dostaw rodzimego wytwórcy na ten rynek. Ponieważ wzrost produkcji krajowego dostawcy jest mniejszy niż spadek produkcji jej zagranicznego rywala, spada łączna podaż, a jednostkowa cena dobra rośnie.

Z układu równań złożonego ze wzorów (22), (23) oraz brakujących wzorów ścieżek reakcji każdej firmy na rodzimym rynku:

$$d\Pi_K / dq_K^K = a - 2bq_K^K - bq_Z^K - c = 0, \quad (24)$$

$$d\Pi_Z / dq_Z^Z = a - 2bq_Z^Z - bq_K^Z - c = 0, \quad (25)$$

gdzie:

$q_Z^K$  - dostawy firmy z Zagranicy na rynek Kraju;

$q_K^Z$  - dostawy firmy z Kraju na rynek Zagranicy;

obliczamy optymalne wielkości sprzedaży na obu rynkach. Są one takie same dla każdej z firm na jej rodzimym rynku oraz na rynku obcym:

$$q_K^K = q_Z^Z = \frac{1}{3b} \left( a + \frac{c}{s} - 2c \right), \quad (26)$$

$$q_Z^K = q_K^Z = \frac{1}{3b} \left( a + c - \frac{2c}{s} \right). \quad (27)$$

Przekształcając wzory (26) i (27), możemy pokazać, że w przypadku każdej firmy produkcja na rynek rodzimy (wzór (26)) jest większa niż produkcja na rynek obcy (wzór (27)). Mamy bowiem  $s \in (0,1)$ , a więc  $(1/s) > 1$ , co powoduje, że  $(3c/s) > 3c$ . Obowiązuje zatem:

$$\frac{c}{s} + \frac{2c}{s} > c + 2c \Rightarrow \frac{c}{s} - 2c > c - \frac{2c}{s} \Rightarrow a + \frac{c}{s} - 2c > a + c - \frac{2c}{s},$$

czyli w konsekwencji:

$$\frac{1}{3b} \left( a + \frac{c}{s} - 2c \right) > \frac{1}{3b} \left( a + c - \frac{2c}{s} \right),$$

a więc:

$$q_K^K > q_K^Z. \quad (28)$$

Żeby wielkości dostaw na każdy rynek były niezerowe, wartości otrzymane we wzorach (26) oraz (27) muszą być dodatnie ( $b$  jako parametr funkcji popytu jest dodatnie). Oznacza to, że muszą być spełnione następujące dodatkowe warunki:

$$a + \frac{c}{s} - 2c > 0 \quad (\text{ze wzoru (26)}), \quad (29)$$

$$a + c - \frac{2c}{s} > 0 \quad (\text{ze wzoru (27)}). \quad (30)$$

Nierówność przedstawioną we wzorze (29) da się przekształcić do postaci:

$$(a - c) + \left( \frac{c}{s} - c \right) > 0. \quad (29a)$$

Wyrażenie w pierwszym nawiasie we wzorze (29a) jest z pewnością dodatnie (warunek dotyczący dodatniej wielkości produkcji z modelu Brandera (1981)). Także drugi nawias ma wartość dodatnią, ponieważ dla każdego  $c > 0$  i  $s \in (0, 1)$  (co zachodzi z definicji obu parametrów) obowiązuje:  $(c/s) > c$ .



Z kolei nierówność (30) można zapisać jako:

$$s > \frac{2c}{a+c} \quad (30a)$$

Skoro  $a > c$ , to  $\frac{2c}{a+c} < 1$ . Ponieważ wiemy, że  $s \in (0, 1)$ , nierówność (30a) nakłada na wysokość kosztu transportu dodatkowe istotne ograniczenie.

Jak pokazałyśmy we wzorze (28), obecność niezerowego kosztu transportu powoduje, że dostawy na rynek rodzimy są większe niż na rynek zagraniczny. Utratę odbiorców zagranicznych każda firma może sobie powetować zwiększeniem udziału w rynku krajowym. Jednak obie zmiany wielkości dostaw nie znoszą się nawzajem. Wzrost produkcji krajowego dostawcy jest mniejszy niż spadek produkcji dostawcy zagranicznego. Dokładniej mówiąc, stosunek zmiany wielkości produkcji dostawcy zagranicznego do zmiany wielkości produkcji dostawcy krajowego jest równy współczynnikowi kierunkowemu prostej BRK opisującej ścieżkę reakcji firmy krajowej na swoim rynku wewnętrznym (tu: -2). Tego, że faktycznie tak jest, można dowieść algebraicznie:

$$dq_K^K = \frac{1}{3b} \left( a + \frac{c}{s} - 2c \right) - \frac{a-c}{3b} \cdot \frac{1}{3b} \cdot \left( a + \frac{c}{s} - 2c - a + c \right) = \frac{c}{3b} \left( \frac{1}{s} - 1 \right) \quad (31)$$

$$dq_Z^K = \frac{1}{3b} \left( a + c - \frac{2c}{s} \right) - \frac{a-c}{3b} = \frac{1}{3b} \left( 2c - \frac{2c}{s} \right) = -\frac{2c}{3b} \left( \frac{1}{s} - 1 \right) \quad (32)$$

gdzie  $dq_K^K > 0$ , zaś  $dq_Z^K < 0$  (gdyż  $c > 0$ ,  $b > 0$ ,  $(a-c) > 0$ ,  $s \in (0, 1) \Rightarrow \left(\frac{1}{s} - 1\right) > 0$ , a zatem:

$$\frac{dq_Z^K}{dq_K^K} = -2. \quad (33)$$

Całkowite dostawy na każdy z rynków są w tym przypadku równe (na przykładzie rynku Kraju):

$$q_K^K + q_Z^K = q_Z^Z + q_K^Z = \frac{1}{3b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right). \quad (34)$$

Obecność niezerowego kosztu transportu sprawia, że na każdy rynek dostarcza się mniej produktu niż wówczas, gdy eksport nie wymagał poniesienia dodatkowych kosztów. Obowiązuje:

$$\frac{1}{3b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right) < \frac{2(a-c)}{3b}. \quad (35)$$

W sytuacji, w której koszt transportu na rynek zagraniczny jest dodatni, łączna podaż na każdym rynku jest mniejsza niż wtedy, kiedy gospodarka jest zatem otwarta i nie ma kosztu transportu. Musi więc wzrosnąć cena badanego dobra.

Podstawiając wielkości produkcji obliczone we wzorach (26) i (27) do wzoru na zysk firmy krajowej, otrzymujemy:

$$\begin{aligned} \Pi_K = \Pi_K(q_K^K + q_Z^K) = & \left[ a - b(q_K^K + q_Z^K) \right] q_K^K + \\ & + \left[ a - b(q_K^Z + q_Z^Z) \right] q_Z^K - F - c \left( q_K^K + \frac{q_Z^K}{s} \right). \end{aligned} \quad (36)$$

Przekształcając wzór (36), otrzymujemy maksymalny zysk duopolisty krajowego (taki sam osiąga przedsiębiorstwo zagraniczne) w postaci:

$$\Pi_K = \Pi_Z = \frac{4(a-c)^2 + 4\left(a - \frac{c}{s}\right)^2 + 16c^2\left(1 - \frac{1}{s}\right)^2 - 36bF}{36b}. \quad (36a)$$

Podstawowym założeniem modeli Brandera (1981) oraz Brandera i Krugmana (1983) jest zerowe przypuszczalne odchylenie (*zero conjectural variation*). Oznacza ono, że firmy przyjmują wielkość produkcji rywała jako daną. Wielu autorów (np. Greenaway, 1987, 1999) krytykuje taki opis zachowań. Silne przedsiębiorstwo (a takim jest oligopol) powinno przecież starać się wymusić na przeciwniku podejmowanie działań korzystnych dla wymuszającego. Należy jednak pamiętać, że po osiągnięciu stanu równowagi Cournota (według terminologii teorii gier - równowagi Nasha) firmy nie mają powodu do podejmowania jakichkolwiek działań. Wtedy bowiem osiągają najwyższe zyski możliwe do uzyskania w warunkach konkurencji oligopolistycznej.

### Handel wewnątrzgałęziowy na oligopolistycznych rynkach Cournota a dobrobyt społeczny

W modelu Brandera (1981) z zerowym kosztem transportu dobrobyt społeczny, definiowany jako suma zysków producenta i nadwyżek konsumenta, rośnie po otwarciu gospodarki. Zmianę wielkości zysku pokazaliśmy już we wzorze (19) jako:  $\frac{(a-c)^2}{36b}$ . Jest ona ujemna, gdyż zysk oligopolisty jest trwale niższy od maksymalnego zysku osiąganego przez lokalnego monopolistę.

Nadwyżkę konsumenta obliczamy jako pole trójkąta znajdującego się pod linią popytu i nad poziomą linią ceny (zob. wykres 3). Interesuje nas różnica między polami A (nadwyżka konsumenta w gospodarce zamkniętej) i B - (nadwyżka konsumenta po otwarciu gospodarki):

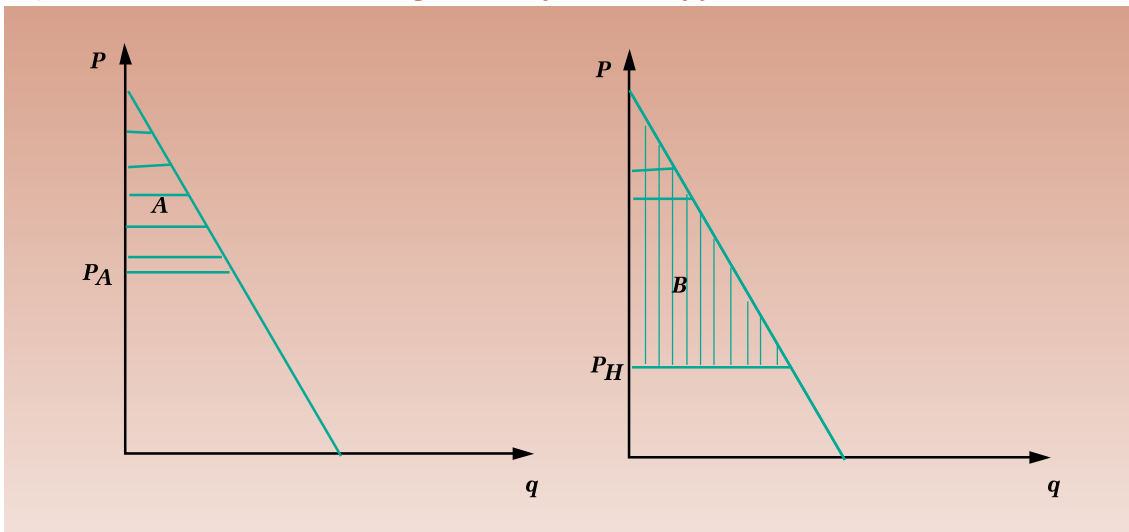
$$A = \frac{1}{2} \left( a - \frac{a+c}{2} \right) \left( \frac{a-c}{2b} \right) = \frac{1}{2} \left( \frac{2a-a-c}{2} \right) \left( \frac{a-c}{2b} \right) = \frac{1}{2} \cdot \frac{(a-c)}{2} \cdot \frac{(a-c)}{2b} = \frac{(a-c)^2}{8b},$$

$$B = \frac{1}{2} \left( a - \frac{a+2c}{3} \right) \left( \frac{2(a-c)}{3b} \right) = \frac{1}{2} \left( \frac{3a-a-2c}{3} \right) \left( \frac{2(a-c)}{3b} \right) = \frac{2(a-c)^2}{9b}, \quad (37)$$

$$B - A = \frac{2(a-c)^2}{9b} - \frac{(a-c)^2}{8b} = \frac{16(a-c)^2 - 9(a-c)^2}{72b} = \frac{7(a-c)^2}{72a-c}. \quad (39)$$

Ze wzoru (39) wynika, że na otwarciu gospodarki konsumenci zyskują, rośnie bowiem nadwyżka konsumenta (licznik i mianownik wzoru (39) są dodatnie).

Wykres 3. Handel wewnątrztrzyga, «ziowy a nadwyżka konsumenta



Nadwyżkę konsumenta obliczamy jako pole trójkąta znajdującego się pod linią popytu i nad poziomą linią ceny. W autarkii nadwyżkę tę przedstawia zakreskowane poziomo pole A. Nadwyżkę konsumenta po otwarciu gospodarki reprezentuje pole B zakreskowane pionowo.

Należy teraz sprawdzić, jaka jest całkowita zmiana dobrobytu społeczeństwa złożonego z konsumentów i producentów. W tym celu porównamy bezwzględne wielkości zmian wysokości zysku (wzór (19)) i nadwyżki konsumenta (wzór (39)). Z porównania wynika, że dodatnia zmiana nadwyżki konsumenta przeważa nad zmniejszeniem zysku producenta:

$$\frac{7(a-c)^2}{72b} > \frac{2(a-c)^2}{72b} \quad (40)$$

W przypadku modelu wzajemnego dumpingu zmiana dobrobytu społecznego nie jest już tak jednoznacznie określona. Ostateczny wpływ podjęcia wymiany wewnątrzgałęziowej na dobrobyt zależy od wysokości kosztów transportu oraz wielkości korzyści odnoszonych przez konsumentów dzięki zaostrzeniu konkurencji. Żeby to pokazać, zaczynamy od obliczenia zmiany nadwyżki konsumenta. Dla gospodarki zamkniętej tę nadwyżkę obliczyliśmy już we wzorze (39). Nadwyżkę w gospodarce otwartej ( $B'$ ) obliczamy według tych samych zasad, które stosowaliśmy poprzednio (zob. wzór (38)):

$$B' = \frac{1}{2} \cdot \frac{1}{3b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right) \left( a - \frac{1}{3}a - \frac{1}{3}c - \frac{1}{3} \cdot \frac{c}{s} \right) = \quad (41)$$

$$= \frac{1}{6b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right) \cdot \left( \frac{2}{3}a - \frac{1}{3}c - \frac{1}{3} \cdot \frac{c}{s} \right) = \frac{1}{18b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right)^2$$

Zmianę nadwyżki konsumenta po otwarciu gospodarki (w porównaniu ze stanem autarkii) obliczamy jako:

$$B' - A = \frac{1}{18b} \left( 2a - c - \frac{c}{s} \right)^2 - \frac{(a-c)^2}{8b} = \frac{\left( a + c - \frac{2c}{s} \right) \cdot \left( 6(a-c) + a + c - \frac{2c}{s} \right)}{72b} \quad (42)$$

Analiza wyrażenia (42) pozwala stwierdzić, że i tym razem nadwyżka konsumenta rośnie po podjęciu wymiany (wyrażenie (42) jest dodatnie). Jest tak, ponieważ, jak pokazałyśmy wcześniej:  $(a-c) > 0$  oraz  $s > \frac{2c}{a+c} \Rightarrow (a+c) > \frac{2c}{s} \Rightarrow \left( a + c - \frac{2c}{s} > 0 \right)$  Po otwarciu gospodarki konsumenci ponownie zatem zyskują.

Drugim składnikiem dobrobytu społecznego jest zysk przedsiębiorstwa. Jego zmianę ( $\Delta\Pi$ ) po otwarciu gospodarki obliczamy z formuł (8) oraz (27a):

$$\Delta\Pi = \frac{4(a-c)^2 + 4\left(a - \frac{c}{s}\right)^2 + 16c^2\left(1 - \frac{1}{s}\right)^2 - 36bF - 9(a-c)^2 + 36bF}{36b} =$$

$$= \frac{4\left(a - \frac{c}{s}\right)^2 - 5(a-c)^2 + 16c^2\left(1 - \frac{1}{s}\right)^2}{36b} \quad (43)$$

Zysk firmy po otwarciu gospodarki powinien być mniejszy niż maksymalny zysk monopolisty w stanie autarkii. Wyróżnienie  $\Delta\Pi$  ze wzoru (43) powinno być zatem ujemne. Aby sprawdzić, czy tak jest, wystarczy zbadać znak licznika ułamka ze wzoru (43) (mianownik jest dodatni;  $b$  jest parametrem funkcji popytu). Przekształcamy licznik i otrzymujemy:

$$4\left(a - \frac{c}{s}\right)^2 - 5(a-c)^2 + 16c^2\left(1 - \frac{1}{s}\right)^2 = \left(a + c - \frac{2c}{s}\right) \cdot \left(11c - a - \frac{10c}{s}\right) \quad (44)$$

Pierwszy czynnik mnożenia ze wzoru (44) jest dodatni (wymaga tego większa od zera produkcja - por. wzór (30)). Żeby określić znak drugiego czynnika, zapisujemy go w postaci:

$$\left(11c - a - \frac{10c}{s}\right) = (c-a) + 10c\left(1 - \frac{1}{s}\right) \quad (45)$$

We wzorze (45) składnik  $(c-a)$  jest ujemny (wcześniej zakładaliśmy, że  $(a-c) > 0$ ). Także wyrażenie jest mniejsze od zera, ponieważ  $s \in (0, 1)$ . Całe wyrażenie

(44) jest zatem ujemne, a w konsekwencji dla ustalonego wcześniej  $s \in (0, 1)$  i  $s > \frac{2c}{a+c}$  ujemny jest również przyrost zysku ze wzoru (43):

$$36b \cdot \Delta \Pi = \left( a+c - \frac{2c}{s} \right) \left( 11c - a - \frac{10c}{s} \right) < 0. \quad (46)$$

Otwarcie gospodarki ma więc ponownie diametralnie różne konsekwencje dla konsumentów i producentów. Ci pierwsi niewątpliwie korzystają, a drudzy tracą. Wpływ podjęcia wymiany na dobrobyt obu grup łącznie jest wypadkową jego oddziaływania na każdą z nich. Zmianę dobrobytu netto obliczamy, porównując bezwzględne wartości zmian zysku firmy (ze wzoru (43)) oraz nadwyżki konsumenta (42):

$$B^* - A - \Delta \Pi = \frac{\left( a+c - \frac{2c}{s} \right) \cdot \left( 7a - 5c - \frac{2c}{s} \right) + 2 \left( a+c - \frac{2c}{s} \right) \cdot \left( 11c - a - \frac{10c}{s} \right)}{72b} = \frac{\left( a+c - \frac{2c}{s} \right) \cdot \left( 5a+17c - \frac{22c}{s} \right)}{72b} \quad (47)$$

O kierunku zmiany wielkości dobrobytu ze wzoru (47) świadczy zmiana licznika (mianownik jest dodatni). Pierwszy czynnik mnożenia, co pokazywałyśmy wielokrotnie, musi być dodatni. Oznacza to, że ostateczny kierunek zmiany dobrobytu zależy od znaku wyrażenia:

$$5a+17c - \frac{22c}{s}. \quad (48)$$

Nie da się jednoznacznie stwierdzić, czy wyrażenie (48) jest dodatnie, czy ujemne. Zbadamy więc obie

sytuacje, pamiętając, że obowiązuje:  $(a-c) > 0$  i  $s \in \left( \frac{2c}{a+c}, 1 \right)$ , a zatem mamy również:

$$6a > 6c \Rightarrow 11a + 11c > 5a + 17c \\ \Rightarrow \frac{22c}{5a+17c} > \frac{2c}{a+c}. \quad (49)$$

Dobrobyt netto rośnie wtedy, kiedy wyrażenie (49) ma wartość dodatnią, a więc gdy obowiązuje:

$$1 > s > \frac{22c}{5a+17c}. \quad (50)$$

Dobrobyt zmniejsza się natomiast wówczas, gdy spełniony jest warunek:

$$\frac{2c}{a+c} < s < \frac{22c}{5a+17c}. \quad (51)$$

Wyniki uzyskane we wzorach (50) i (51) są zgodne ze zdroworozsądkowym podejściem do tej kwestii. Wynika z nich bowiem, że gdy  $s$  jest względnie duże, a zatem straty poniesione podczas transportu są względnie małe, łączny dobrobyt krajów uczestniczących w wymianie wewnątrzgałęziowej rośnie. Kiedy natomiast zwiększa się koszt transportu (bądź mniejsza część każdej dostawy dociera do rynku zagranicznego), to - po przekroczeniu krytycznej (krańcowej) wartości  $s = \frac{22c}{5a+17c}$  dobrobyt netto maleje. Wymiana wewnątrzgałęziowa nie zawsze podnosi dobrobyt jej uczestników. Oznacza to, że jej podjęcie nie zawsze jest opłacalne.

## Bibliografia

1. J. Brander (1981): *Intra-Industry Trade in Identical Commodities*. „Journal of International Economics”, vol. 11, s. 2-14.
2. J. Brander, P. Krugman (1983): *A Reciprocal Dumping Model of International Trade*. „Journal of International Economics”, vol. 15, nr 3-4, s. 313-321.
3. K. Chapman (1991): *The International Petrochemical Industry: Evolution and Location*. Cambridge MA Blackwell.
4. A. Cournot (1838): *Recherches sur les Principes Mathématique de la Théorie des Richesses*. (wyd. angielskojęzyczne: *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth*, Londyn, 1897 wyd. N.Bacon, Macmillan).
5. E. Czarny (2000): *Międzynarodowy handel wewnątrzgałęziowy jako przedmiot badań ekonomistów*. „Bank i Kredyt” nr 1-2, s. 18-29.
6. E. Czarny, E. Nojszewska (2000): *Mikroekonomia*. Warszawa PWE.
7. M.S. Ellis, L.A. Metzler (red.) (1949): *Readings in the Theory of International Trade*. Filadelfia Blakisten.
8. D. Greenaway, 1987: *The New Theories of Intra-Industry Trade*. „Bulletin of Economic Research”, vol. 39, nr 2.
9. D. Greenaway, C. Milner (1986): *The Economics of Intra-Industry Trade*. Oxford, Basil Blackwell.
10. D. Greenaway, C. Milner (1987): *Intra-Industry Trade: Current Perspectives and Unsolved Issues*, „Weltwirtschaftliches Archiv”, vol. 123, s. 39-57.
11. D. Greenaway, P.K.M. Tharakan (1986): *Imperfect Competition and International Trade: The Policy Aspects of Intra-Industry Trade*. Wheatsheaf Press, Brighton.
12. D. Greenaway, J. Torstensson (1997): *Back to the Future: Taking Stock on Intra-Industry Trade*. „Weltwirtschaftliches Archiv”, vol. 133, nr 2, s. 249-269.

13. G.M. Grossman (wyd.) (1992): *Imperfect Competition and International Trade*. MIT Press, Cambridge (Mass.).
14. G.M. Grossman, K. Rogoff (wyd.) (1995): *Handbook of International Economics*, vol. 3, North-Holland, Amsterdam.
15. H.G. Grubel, P.J. Lloyd (1975): *Intra-Industry Trade: the Theory and Measurement of Intra-Industry Trade in Differentiated Products*. Macmillan, Londyn.
16. E. Helpman, P. Krugman (1985): *Market Structure and Foreign Trade*. The MIT Press, Cambridge Mass., Londyn.
17. R.W. Jones, P. Kenen (red.) (1984): *Handbook of International Economics*, vol. 1, North - Holland, Amsterdam, Nowy Jork.
18. J. Kol, P.K.M. Tharakan (wyd.) (1989): *Intra-Industry Trade Theory, Evidence and Extensions*. Macmillan.
19. P.R. Samuelson (1954): *The Transfer Problem and Transport Costs II: Analysis of Effects of Trade Impediments*. „Economic Journal”, vol. 64, 264-289.

## Historia bankowości centralnej Francja

*Wojciech Morawski*

Doświadczenia francuskie to nie tylko 200 lat działalności banku centralnego, ale również trzy próby odegrania przez Francję roli lidera ugrupowania walutowego. Pierwszą próbą była dziewiętnastowieczna Łacińska Unia Monetarna, drugą - złoty blok z lat trzydziestych, a trzecią - strefa franka.

Bank Francji powstał w 1800 r., nie był jednak pierwszą tego typu instytucją we Francji. U progu XVIII stulecia kraj ten przeżył wielką falę spekulacji związanej z działalnością Johna Lawa. Law utworzył również coś w rodzaju banku emisyjnego, a doświadczenia tamtej epoki zadecydowały o utrzymaniu się do końca stulecia nieufności Francuzów wobec podobnych instytucji. Dlatego historię bankowości centralnej we Francji wypada zacząć od eksperymentów Johna Lawa.

John Law (1671-1729)<sup>1</sup> urodził się w Edynburgu jako syn złotnika. Po zabiciu przeciwnika w pojedynku musiał opuścić Wielką Brytanię. Przez pewien czas przebywał w Amsterdamie i Wenecji, studiując doświadczenia tamtejszych banków publicznych. W 1700 r. powrócił do Wielkiej Brytanii, gdzie zaproponował skupienie całego kruszcu w rękach państwa i emisję pieniądza papierowego. Nie znalazłszy uznania w ojczyźnie, przeniósł się do Francji, gdzie proponował Ludwikowi XIV utworzenie banku emisyjnego. Szanse na realizację tego pomysłu bardzo wzrosły

<sup>1</sup> Najpełniejszym opracowaniem systemu Johna Lawa pozostaje: E. Levasseur: *Recherches Historiques sur le systeme de Law*. Paryż 1854, reprint - Nowy Jork 1970. Por. też: L. De Saint-Simon: *Pamiętniki*. T. 2. Warszawa 1984, s. 311-318; W. Morawski: *System Johna Lawa we Francji*. „Parkiet” 8.03.1994 r.; oraz *Upadek Johna Lawa*. „Parkiet” 15.03.1994 r.

w 1715 r., kiedy to po śmierci sędziwego monarchy regencję objął znacznie bardziej lekkomyślny książę Filip Orleański. Ogromne zadłużenie Francji po wojnach Ludwika XIV oraz z uwagą obserwowane we Francji doświadczenia Banku Anglii czyniły ofertę Lawa atrakcyjną. Do wzmocnienia pozycji Lawa przyczyniła się też deflacyjna polityka generalnego kontrolera finansów, księcia Noailles. Początkowo skupił się on na ściąganiu nadużyć dzierżawców podatków, co nie wzbudziło w Wersalu większych emocji. Kiedy jednak wpadł na pomysł ograniczenia wydatków dworu, szybko otrzymał dymisję i „deflacyjna” faza wychodzenia z zadłużenia została zakończona. Już w 1716 r. Law uzyskał prawo założenia emisyjnego *Banque Generale*. Bank był spółką akcyjną. Początkowo emitował tylko wysokie nominały, później zdecydowano się również na wypuszczanie niższych, dostępnych dla większości społeczeństwa. Duże znaczenie dla budowania zaufania do banknotów miała zgoda rządu na przyjmowanie podatków w pieniądzu papierowym<sup>2</sup>. W 1717 r. Law założył pierwszą we Francji spółkę akcyjną z akcjami na okaziciela, *Compagnie d'Occident*. Celem kompanii miała być eksploatacja bogactw Luizjany. Istnienia takich bogactw jedynie się domyślano, jednak poparcie regenta i narastająca gorączka spekulacyjna spowodowały, że cena akcji szybko rosła. W 1718 r. Law uzyskał od regenta dekret o nacjonalizacji *Banque General*, który zmienił nazwę na *Banque Royale*. Law stał nadal na jego czele, a nacjonalizacja miała podbudować zaufanie do firmy. W tej fazie spekulacji Law emitował nowe banknoty po to, by ludzie mieli pieniądze na zakup drożących gwałtownie akcji jego kompanii. W 1719 r. doszło do pierwszego przesilenia. Z Anglii zażądano wymiany większej ilości banknotów na kruszec. Law, fałszując bilans, zdołał zażegnać kryzys. W styczniu następnego roku Law wzmocnił jeszcze swą władzę, zostając generalnym kontrolerem finansów. Wiosną tego roku kłopoty zaczęły się jednak mnożyć. Kolejni posiadacze banknotów zgłaszali się po wymianę na kruszec. W maju Law wykonywał jeszcze gesty mające podtrzymać optymizm<sup>3</sup>, latem 1720 r. wybuchła jednak prawdziwa panika. Banknoty, których wymienialność na kruszec zawieszono, straciły prawie całkowicie zaufanie. Pod koniec 1720 r. zlikwidowano *Banque Royale* i *Compagnie d'Occident*. Law uciekł za granicę i zmarł w nędzy. Z czasem banknoty zamieniono, na bardzo niekorzystnych warunkach, na rentę państwową. Stabilizacja waluty nastąpiła dopiero w 1726 r. Afera Lawa opóźniła o kilkadziesiąt lat powstanie banku centralnego we Francji i rzutowała na słabość francuskiego kre-

dytu jeszcze w pierwszej połowie XIX wieku. Francuzom pozostał na dłuższy czas uraz do pieniądza papierowego. Nie zmieniła tego stanu rzeczy nieudana próba utworzenia *Caisse d'Escompte* w 1776 r.

Problem emisji pieniądza papierowego stał się ponownie aktualny podczas wielkiej rewolucji francuskiej. W grudniu 1789 r. Zgromadzenie Narodowe znacjonalizowało dobra kościelne. Była to jedna z najbardziej brzemiennej w skutki decyzji władz rewolucyjnych. Z punktu widzenia monetarnego jej znaczenie polegało na tym, że powstałe w ten sposób dobra narodowe zaczęto traktować jako pokrycie emisji pieniądza papierowego - asygnat<sup>4</sup>. Początkowo asygnaty były oprocentowane, a ich przyjmowanie nie było obowiązkowe. W 1790 r. zlikwidowano oprocentowanie. Emisją zajmowała się *Caisse de l'Extraordinaire*, odpowiedzialna przed Zgromadzeniem Narodowym. Król nie miał żadnego wpływu na jej działalność. Początkowo emitowano tylko wysokie nominały, potem również niższe nominały. Asygnaty wymieniano na kruszec z *agiem* - tym wyższym, im wyższy był nominał. Tolerowano system podwójnych cen: w kruszcu i w pieniądzu papierowym. Początkowo, obok asygnat emitowanych przez władze centralne pojawiły się w obiegu również *billetes de confiance*, emitowane przez władze komunalne. Na przełomie lat 1792 i 1793 zakazano jednak dalszej emisji *billetes de confiance*, a istniejące bilety spalono<sup>5</sup>. Po upadku monarchii pojawiła się różnica kursu między asygnatami „królewskimi” i „republikańskimi” na korzyść tych pierwszych. Doprowadziło to do unieważnienia asygnat królewskich, zakazu handlu kruszcami i zakazu stosowania podwójnych cen - wiosną 1793 r. W okresie dyktatury jakobinów inflacja osiągnęła apogeum. Jakobini próbowali kontrolować ceny, co doprowadziło do dezorganizacji rynku i ogromnej spekulacji. Wydali zakaz posiadania kruszców, zobowiązując obywateli do odsprzedania ich państwu. Zamknęli giełdę, ale tzw. czarna giełda działała na terenie Palas Royal<sup>6</sup>. Plagą były też nagminne fałszerstwa asygnat, od których nie odstraszała nawet groźba kary śmierci<sup>7</sup>. Po upadku jakobinów w 1794 r. thermidorianie znieśli kontrolę cen i inflacja stała się jawna. W kwietniu 1795 r. (18 germinal roku III) wpro-

<sup>2</sup> Przypomnijmy, że w XVIII w. nie było to wcale oczywiste. Jeszcze podczas powstania kościuszkowskiego w Polsce rząd, emitując pieniądz papierowy, godził się przyjmować w nich podatki tylko do 50%.

<sup>3</sup> Ogłosił, że z powodu pomyślniej sytuacji finansowej państwa studia uniwersyteckie będą darmowe.

<sup>4</sup> Na temat doświadczeń finansowych epoki rewolucji francuskiej ciągle podstawowym opracowaniem pozostaje S.E. Harris: *The Assignats*. Cambridge (Mass.) 1930.

<sup>5</sup> Problem emisji komunalnej był jednym z istotnych wątków walki o władzę między żyrondistami i jakobinami. W 1793 r., podczas oblężenia Lyonu, tamtejsze władze emitowały własne pieniądze.

<sup>6</sup> Powstał, jak zwykle w takich razach, specjalny język, którym posługiwali się spekulanci. Złoto nazywano w nim żółtym płótnem, srebro - białym płótnem.

<sup>7</sup> Z pewnością najbarwniejszą postacią w tej dziedzinie był niejaki ksiądz Goeffroy, który siedząc już w więzieniu z wyrokiem śmierci za fałszerstwa, uruchomił jeszcze tam produkcję fałszywych asygnat, zatrudniając przy niej współwięźniów. Odrębnym problemem były fałszywe asygnaty produkowane w państwach walczących z Francją, głównie w Wielkiej Brytanii.



wadzono nową jednostkę pieniężną, na razie tylko rozrachunkową - franka w miejsce dotychczasowego liwra<sup>8</sup>. Ciężar wyprowadzenia Francji z inflacji wziął na siebie Dyrektoriat. W lutym 1796 r. zastąpiono asygnaty nowym pieniądzem papierowym - mandatami terytorialnymi. Matryce służące do produkcji asygnat publicznie zniszczono. Rok później wycofano mandaty terytorialne, zastępując je pieniądzem kruszcowym. We wrześniu 1797 r. ogłoszono słynne „bankructwo 2/3”. Taka część zobowiązań państwa została anulowana, jedynie 1/3 miała być w przyszłości spłacona. Dyrektoriat, jak każda władza wprowadzająca kraj z inflacji, zapłacił za te decyzje utratą popularności. W listopadzie 1799 r. został obalony przez wojskowy zamach stanu Napoleona Bonaparte.

Efektom zamachu był wzrost zaufania do państwa. Kurs obligacji państwowych, przed przewrotem kształtujący się na poziomie 7 franków, w kilka dni po nim doszedł do 20 franków. Jeszcze w tym samym miesiącu Napoleon utworzył *Caisse d'Amortissement*. W lutym 1800 r. powstał Bank Francji (*Banque de France*)<sup>9</sup>. Była to spółka akcyjna, przez kilka dziesięcioleci Bank Francji był jedynym bankiem akcyjnym we Francji. W wielu sprawach wzorowany na Banku Anglii, otrzymał jednak znacznie węższy zakres niezależności<sup>10</sup>. Kilkuletnie spory na temat ustroju nowej instytucji skończyły się w 1806 r. mianowaniem przez cesarza gubernatora i dwóch wicegubernatorów banku. Odtąd obsada tych stanowisk pozostawała w gestii głowy państwa. Akcjonariuszy reprezentowała Rada Regentów (*Conceil des Regents*), działająca poprzez 5 wyłonionych przez siebie komitetów. Walne Zebranie Akcjonariuszy (*Assemble Generale*) gromadziło 200 największych z nich, stąd późniejsze określenie tego grona mianem „200 rodzin rządzących Francją”. Ostateczny ustrój banku na ponad stulecie ustanowił tzw. *Status Fondamentaux* ze stycznia 1808 r.<sup>11</sup>

Parytet franka ustalony został w 28 marca 1803 r. (7 germinału roku XI - stąd późniejsze określenie frank

<sup>8</sup> Liwr, zgodnie z karolińskim jeszcze systemem pieniężnym, dzielił się na 20 su i 240 denarów. Nazwa frank pojawiła się po raz pierwszy w związku z francuskim systemem monetarnym w 1360 r. Oznaczała wówczas solidną, złotą monetę, wprowadzoną przez króla Jana II Dobrego. G. Valance: *Histoire du Franc 1360-2002*. Paryż 1998.

<sup>9</sup> Literatura na temat Banku Francji jest dość obszerna. Przede wszystkim istnieje klasyczna praca: G. Ramon: *Histoire de la Banque de France d'après les sources originales*. Paryż 1929; ponadto: M.B. Redon: *La Banque de France*. Paryż 1991 czy A. Prate: *La France et sa monnaie. Essai sur les relations entre la Banque de France et les Gouvernements*. Paryż 1987.

<sup>10</sup> Na temat niezależności Banque de France patrz J. Bouvier: *The Banque de France and State from 1850 to the Present Day*. W: G. Toniolo (red.): *Central Bank's Independence in Historical Perspective*. Berlin, Nowy Jork 1988, s 73-102.

<sup>11</sup> Stronami sporu byli, z jednej strony Napoleon, z drugiej broniący niezależności banku jego przewodniczący w latach 1801-1806, Jean Frederic Perregaux. Por. R. Szramkiewicz: *Les Regents et Censeurs de la Banque de France nommes sous le Consulat et l'Empire*. Geneva 1974. W ciągu pierwszych 6 lat działania banku rządził nim Komitet Centralny, wyłaniany przez Radę Generalną.

germinal) na 0,29032 g złota lub 4,5 g srebra. Wynikał z tego kurs, który utrzymał się przez cały XIX wiek: 5,18 franka za dolara, 25,22 za funta. Frank był walutą bimetalistyczną, złoto i srebro jednocześnie wchodziły w skład jego pokrycia. System taki pozwalał na poszerzenie emisji w porównaniu z monometalizmem. Powodował jednak problemy, o których przyjdzie nam jeszcze wspomnieć. W 1803 r. Bank uzyskał prawo emisji banknotów w obrębie Paryża, w 1808 r. zezwolono mu na otwieranie oddziałów na prowincji. W pierwszej połowie XIX wieku prawo emisji, poza Bankiem Francji, miały jeszcze niektóre banki prowincjonalne: *Banque de Bordeaux*, *Banque de Dijon*, *Banque du Havre*, *Banque de Lille*, *Banque de Limognes*, *Banque de Lyon*, *Banque de Marseille*, *Banque de Nantes*, *Banque d'Orleans* i *Banque de Rouen*.

W pierwszej połowie XIX wieku obok Banku Francji działały prywatne, rodzinne domy bankowe, wśród których szczególne miejsce zajmował paryski Banque Rothschild, założony w 1811 r. Pierwsza połowa XIX wieku nosi w historii bankowości francuskiej miano epoki wielkich bankierów. Niektóre z działających wówczas domów bankowych istnieją do dziś i określane są mianem *Haute Banques*. Do grupy tej należą, poza domem bankowym Rotschildów, *Banque Lazard Freres*, *Banque Worms* czy *Banque Neufville, Schlumberger & Mallet*. Domy bankowe stanowiły jednak zbyt wątłe zaplecze kredytowe dla gospodarki francuskiej, która stała właśnie u progu rewolucji przemysłowej. Brytyjskie banki akcyjne były atrakcyjnym wzorem do naśladowania, jednak przyjęty przez nie dyskontowy charakter nie mógł dostarczyć wystarczających środków w kraju o znacznie mniejszych zasobach kapitału, jakim była ówczesna Francja.

W 1848 r., podczas Wiosny Ludów, zawieszono wymienialność franka na kruszce i wprowadzono kurs przymusowy. Rozmiary emisji ograniczono ustawowo do 350 mln franków. Wcielono prowincjonalne banki emisyjne do Banku Francji, który zyskał w ten sposób monopol emisyjny. W okresie Drugiego Cesarstwa jedynym odstępstwem od tego monopolu było tolerowanie do 1865 r. emisji *Banque de Savoie*, działającego w prowincji przyłączonej do Francji w 1860 r. W 1850 r. przywrócono wymienialność franka.

Okres Drugiej Republiki i Drugiego Cesarstwa otworzył nową epokę w dziejach bankowości francuskiej<sup>12</sup>. Zaczęły wówczas powstawać komercyjne banki akcyjne. Szczególna zasługa przypadła braciom Jacobowi (1800-1875) i Isaacowi (1806-1880) Pereire.

<sup>12</sup> Okresowi temu poświęcił kilka opracowań znany historyk gospodarki Alain Plessis. Por. tegoż: *La Banque de France et ses deux cent actionnaires sous le Second Empire*, Genewa 1982; *Regents et Gouverneurs de la Banque de France sous le Second Empire*, Genewa 1985; *La politique de la Banque de France de 1851 a 1870*. Genewa 1985.

W 1852 r. założyli oni *Credit Mobilier*, bank nowego typu, który finansował przemysł nie tylko poprzez kredyt dyskontowy, ale również poprzez kredyt inwestycyjny i udział w akcjach założycielskich przedsiębiorstw. Nowy typ banku zaczęto nazywać *banque d'affaires* w odróżnieniu od *banques des depots*, naśladowujących depozytowy model angielski. *Credit Mobilier* od pierwszych dni swego istnienia znalazł się w ostrej walce konkurencyjnej z Rothschildami, którzy jego powstanie potraktowali jako osobiste wyzwanie. Ostatecznie uległ i zbankrutował w 1867 r. Stworzył jednak wzór nowego typu bankowości, który naśladowany był w innych krajach europejskich, przede wszystkim w Niemczech. Od czasów Drugiego Cesarstwa istniały zatem we Francji dwa typy banków: wzorowane na bankach brytyjskich *banques des depots* (do grupy tej należały, przede wszystkim: *Comptoir National d'Escompte de Paris* (założony w 1848 r.), *Credit Lyonnais* (założony w 1863 r.) i *Societe General de Credit* (założony w 1864 r.)) oraz *banques d'affaires* (poza *Credit Mobilier* należały do niej: *Banque de Paris et des Pays Bas* (założony w 1872 r.) i *Banque de l'Union Parisien* (założony w 1904 r.)).

Trudne chwile przeżył Bank Francji podczas Komuny Paryskiej w 1871 r. Bank, którego gubernator, Gustave Rouland, uciekł, znalazł się na terenie kontrolowanym przez władze Komuny. Wicegubernator, de Ploeuc, nie dość, że nie dopuścił do przejścia Banku lub choćby zgromadzonych tam środków przez władze, ale wykorzystując ignorancję komunardów nie udostępnił im nawet środków złożonych na rachunku władz Paryża, które ci chcieli przeznaczyć na żołd dla komunardów. Do przysłanego przez Komunę komisarza, Charlesa Besleya, zwrócił się ze słowami: „Panie Besley, proszę pomóc mi uratować to wszystko: wszak to mienie pańskiego kraju, mienie Francji”<sup>13</sup>. Komuna, przekonana przez Besleya, powstrzymała się od wszelkich kroków wobec Banku. Pamięć tej sytuacji, którą później władze Banku otwarcie się chwaliły, szydząc z naiwności komunardów, wywarła wpływ na stosunek całego ruchu socjalistycznego do bankowości.

W okresie Drugiego Cesarstwa zaczęły się też ujawniać problemy związane z utrzymaniem systemu bimetalistycznego, szczególnie nasiliły się one w drugiej połowie XIX stulecia. W 1865 r. na mocy porozumienia zawartego przez Francję, Belgię, Szwajcarię i Włochy powstała Łacińska Unia Monetarna (ŁUM). Kraje Unii miały system bimetalistyczny oparty na parytecie franka germinal. Celem porozumienia było zapewnienie swobodnego funkcjonowania bimetalizmu na terenie

państw członkowskich, które zobowiązały się do bicia określonych rodzajów monet. Rozmiary emisji monet złotych nie podlegały ograniczeniom, natomiast rozmiary emisji monet srebrnych, wobec deprecjacji srebra, trzeba było ograniczyć. Srebrne pięciofrankówki (i pięciolirówki), których waga miała odpowiadać oficjalnej zawartości kruszcu w walucie, miały być przyjmowane na równi z miejscową walutą we wszystkich krajach ŁUM. Srebrne dwufrankówki traktowano jako monetę zdawkową, a rozmiary jej emisji poddano ograniczeniom do 6 franków na osobę<sup>14</sup>. Monety złote i srebrne pięciofrankówki miały być prawnym środkiem płatniczym we wszystkich krajach Unii bez ograniczeń, zaś srebrne monety zdawkowe - jedynie do sumy 100 franków.

Unia była otwarta na inne kraje, które dostosowałyby swój system walutowy do jej wymogów. Formalnie zrobiła to jedynie Grecja w 1868 r. Faktycznie dość liczne grono państw (Rumunia w 1867 r., Hiszpania w 1868 r., Finlandia w 1877 r., Serbia w 1878 r. i Bułgaria w 1896 r.) oparło parytet swojej waluty na franku germinal i orientowało się w swej polityce walutowej na Unię. Problemem bimetalizmu była konieczność utrzymania stałej, oficjalnej relacji wartości srebra i złota w sytuacji, kiedy ceny rynkowe tych kruszców wciąż się wahały. Zawsze zatem monety z jednego kruszcu były nadwartościowe, a z drugiego - podwartościowe. W tej sytuacji działało prawo Greshama i jeden z kruszców zniknął z obiegu. Unia, ograniczając rozmiary emisji taniejącego srebra, próbowała przeciwdziałać tym tendencjom. Poważniejsza groźba tkwiła jednak w tym, że Unia, umawiając się na temat zasad bicia monet kruszczowych, nie zawarła jednocześnie żadnej umowy dotyczącej emisji banknotów. Problem ten został całkowicie zignorowany<sup>15</sup>. Tymczasem Włochy podczas wojny 1866 r. zawiesiły wymienialność swoich banknotów na złoto i przez wiele następnych dziesięcioleci go nie przywróciły. Podczas wojny 1870 r. podobnie postąpiła Francja. O ile frank francuski już w 1877 r. powrócił do dawnej pozycji<sup>16</sup>, o tyle deprecjacja papierowego lira stała się czynnikiem trwale destabilizującym Unię.

W 1867 r. z inicjatywy francuskiej zebrała się I międzynarodowa konferencja monetarna w Paryżu<sup>17</sup>. Uczestniczyły w niej ważniejsze kraje europejskie, zwracała jednak uwagę nieobecność Wielkiej Brytanii. Konferencja uznała unifikację światowego systemu pieniężnego za pożądaną. Podstawą unifikacji powinien

<sup>14</sup> Dało to następujące kontyngenty (w mln franków): Francja 239, Belgia 32, Szwajcaria 17, Włochy 141; por J. Świdrowski: *Łacińska Unia Monetarna. W: Encyklopedia Nauk Politycznych* (dalej ENP). T. III, s. 817.

<sup>15</sup> Mniejsze znaczenie miało pominięcie w umowie kwestii emisji bilonu niesrebrnego.

<sup>16</sup> Maksymalną deprecjację franka papierowego do kruszczowego (12% poniżej parytetu) notowano w 1872 r.

<sup>17</sup> J. Milewski: *Międzynarodowe konferencje monetarne*. b.m.w 1889, s. 330 i nast.

<sup>13</sup> Prosper O. Lissagaray: *Historia komuny paryskiej 1871 roku*. Warszawa 1971, s. 186.

stać się system panujący w Łacińskiej Unii Monetarnej, oparty jednak na złotym parytecie franka germinal. Bimetalizm uznany został za system przejściowy, docelowo planowano demonetaryzację srebra. Przeciwnie demonetaryzacji srebra wypowiedzieli się jedynie przedstawiciele Holandii, zaniepokojonej skutkami tego kroku dla handlu z Indiami Wschodnimi, gdzie dominowało srebro.

Bezpośrednio po konferencji ŁUM stanęła wobec problemu szybkiej deprecjacji srebra. Proces ten nasilił się w latach 70., kiedy to na monometalizm złoty przeszli Niemcy i państwa Skandynawskiej Unii Monetarnej. Kraje przechodzące na walutę złotą pozbywały się swoich zapasów srebra, co pogłębiało jego deprecjację. W tej sytuacji w 1873 r. Belgia jako pierwsza ograniczyła<sup>18</sup>, a następnie zawiesiła bicie srebrnych monet. Podobne ograniczenia wprowadzono we Francji. Na początku 1874 r. wprowadzono roczne kontyngenty emisji srebrnych pięciofrankówek<sup>19</sup>. W 1875 r. Włochy znacznie przekroczyły przyznany im limit. Dlatego w następnym roku, dla wyrównania, zwiększono kontyngenty pozostałych państw, ale już w 1877 r. dokonano drastycznej ich redukcji. W tym okresie zmienił się charakter ŁUM. Bimetalizm faktycznie przestał funkcjonować, a kraje unii skupiały się na likwidowaniu jego skutków w postaci pozostających w obiegu srebrnych monet. W 1878 r. zawieszono emisję srebrnych pięciofrankówek.

W tym samym 1878 r., z inicjatywy Stanów Zjednoczonych zwołano II paryską konferencję monetarną<sup>20</sup>. Amerykanie, przygotowując się do przywrócenia wymiennalności swojej waluty i zastanawiając się, czy zrobić to w systemie bimetalistycznym, czy w Gold Standard, chcieli się dowiedzieć, na ile poważnie inne państwa traktują bimetalizm. Z pytaniem o możliwość utworzenia powszechnej unii bimetalistycznej zwrócili się do konferencji. Państwa bimetalistyczne, rozczarowane doświadczeniami ostatnich lat, skłaniały się ku walucie złotej. Niespodziewane wsparcie dla bimetalizmu przyszło ze strony Wielkiej Brytanii i Niemiec. Deprecjacja srebra, które było podstawą indyjskiego systemu monetarnego, doprowadziła do szczególnej sytuacji w stosunkach brytyjsko-indyjskich. Indie, zadłużone w Wielkiej Brytanii w złocie, musiały zwiększać wywóz, by się z tych zobowiązań wywiązać. W Indiach narastał sprzeciw wobec tej sytuacji, przybierający postać żądania waluty złotej. Dopóki istniała ŁUM i kraje bimetalistyczne, Anglicy mogli się temu naciskowi przeciwstawiać. W przypadku powszechnego przyjęcia

waluty złotej musieliby ustąpić<sup>21</sup>. Podobnie (przy wszystkich oczywistych różnicach) ułożyły się w tym czasie relacje między Niemcami a Austro-Węgrami i, w mniejszym stopniu, Rosją. Dlatego oba kraje poparły bimetalizm i wyraziły gotowość wsparcia ŁUM, ale same nie zamierzały do niej przystępować. W takiej sytuacji konferencja nie mogła zakończyć się jednoznacznymi decyzjami.

Układ zawarty przez kraje Unii w 1878 r. obowiązywał do 1886 r. Rok wcześniej ŁUM zebrała się, by podjąć decyzje na temat form dalszej współpracy. Całkiem realnie rozważano już możliwość jej rozwiązania. Najpoważniejszą przeszkodą były srebrne monety poszczególnych krajów, które obiegały na terytorium pozostałych partnerów i które trzeba by w takiej sytuacji wykupić. Dlatego konwencja z 1885 r., przedłużająca Unię, zawierała „klauzulę likwidacyjną”, zobowiązującą kraj, który zdecydowałby się na opuszczenie ŁUM, do wykupienia swoich monet. W następnych latach Unia zajmowała się już tylko stopniowym wycofywaniem srebrnych pięciofrankówek (starano się zastąpić je zwykłym srebrnym bilonem) oraz problemem deprecjacji banknotów niektórych krajów członkowskich<sup>22</sup>.

W Indochinach francuskich utrzymano srebrną, związaną z dolarem meksykańskim jednostkę - piastra indochińskiego, odpowiadającego 5 frankom germinal, ale jedynie według srebrnego parytetu. Oficjalnie piast został wprowadzony w 1878 r.<sup>23</sup> Do 1903 r. używano równoległe nazwy dolar meksykański. Emisją zajmował się, od 1875 r. *Banque de l'Indochine*. Bimetalizm ułatwiał Francuzom (w porównaniu z Brytyjczykami) regulację stosunków monetarnych z Dalekim Wschodem. W pozostałych koloniach używano franka takiego, jak w metropolii.

Podczas I wojny światowej wymiennalność franka na kruszec została zawieszona. Obieg pieniężny wzrósł z 5,6 mld franków w 1913 r. do 34,7 mld w 1919 r.<sup>24</sup> Z powodu ewakuacji oddziałów Banku Francji z terenów okupowanych powstała tam trudna sytuacja, polegająca na braku środków płatniczych. Początkowo ar-

<sup>21</sup> Jak już wiadomo, podczas poprzedniej konferencji problem taki sygnalizowała Holandia, trzeba było jednak głosu Wielkiej Brytanii, by został on uznany za ważki.

<sup>22</sup> Podczas I wojny światowej srebrne monety w większości przepłynęły do Szwajcarii, jedyne państwa Unii, które utrzymało wymiennalność na złoto. Po wojnie podjęto decyzję o likwidacji Unii. Likwidacja, zakończona w 1927 r., dokonała się w dużym stopniu kosztem Szwajcarii, która poniosła koszty różnicy między kursem oficjalnym a wartością kruszcową monet. W pewnym sensie przedłużeniem Łacińskiej Unii Monetarnej były dwie mniejsze unie: Szwajcarii i Lichtensteinu oraz Belgii i Luksemburga. Por. N. Olszak: *Historie des Unions Monétaires*. Paryż 1996, s. 34-66.

<sup>23</sup> Borisov: op.cit., s. 70-71.

<sup>24</sup> R. B. Mitchell: *International Historical Statistics, Europe 1750-1988*. Londyn 1992, s. 767.

<sup>18</sup> Do 150 tys. franków dziennie.

<sup>19</sup> W mln franków: Francja - 60, Belgia - 12, Szwajcaria - 8, Włochy - 40; J. Świdrowski - op.cit., s. 817.

<sup>20</sup> J. Milewski: *Międzynarodowe ... op.cit.*, s. 335 i nast.

nia niemiecka płaciła kwitami rekwizycyjnymi na okaziciela, zwanymi, od nazwiska pierwszego oficera, który ich użył, „kwitami majora Deichmanna”<sup>25</sup>. Do 1915 r. były w obiegu niemieckie Kassenscheiny (bilety skarbowe). Potem funkcje pieniądza spełniały bony gminne. Nie były one w stanie zastąpić normalnego pieniądza, zwłaszcza że armia niemiecka miała rozkaz (kilkakrotnie ponawiany, czyli jak można się domyślać łamanym) nieprzyjmowania bonów w obawie, że mogą być bezwartościowe. Dopiero w styczniu 1916 r. władze niemieckie objęły kontrolę nad emisją bonów, zezwalając jednocześnie armii na posługiwanie się nimi. Mimo to do końca wojny na terenach okupowanych występował dotkliwy brak środków płatniczych. Bony miejskie były emitowane również i po francuskiej stronie frontu. Okres wojny był także początkiem odrębnych emisji biletów skarbowych, nominowanych we frankach, w większości kolonii francuskich. Emisji tej dokonywały miejscowe władze francuskie. We Francuskiej Afryce Zachodniej działalność emisyjną podjął w 1916 r. *Banque de l’Afrique Occidentale*.

Poza wzrostem emisji Francja finansowała wojnę poprzez zaciąganie kredytu u sojuszników. Pod koniec wojny była winna Stanom Zjednoczonym 4 mld dolarów, a Wielkiej Brytanii 3 mld dolarów. Sama pożyczka mniejszym koalicjantom 3,5 mld dolarów. Ciężarem dla finansów francuskich była radziecka decyzja z 1918 r. o unieważnieniu długów carskich. Kosztowała ona Francję około 5 mld dolarów. W tej sytuacji sprawą zasadniczą dla Francji było przerzucenie, w miarę możliwości, kosztów wojny na pokonane Niemcy (popularne pod koniec wojny hasło „l’Allemagne payera” - Niemcy zapłacą) i wyegzekwowanie reparacji wojennych. Ostatecznie z przyznanych jej 16,4 mld dolarów Francja zdołała do 1931 r. (do tzw. moratorium Hoovera, kończącego spłatę reparacji) uzyskać około 2,7 mld<sup>26</sup>.

Inflacyjne skutki wojny ujawniły się w pełni dopiero w okresie powojennym. Jeszcze w listopadzie 1918 r., w momencie zakończenia wojny, kurs franka na giełdzie w Nowym Jorku wynosił 5,44 za dolara (wobec oficjalnego parytetu 5,18). Indeks cen hurtowych we Francji wzrósł od 1914 r. o 440 (przyjmując 1914 r. za 100). W następnych latach frank szybko spadał, w połowie lat dwudziestych przekraczając barierę 20 franków za dolara. Indeks cen hurtowych wzrósł w tym czasie do 660<sup>27</sup>.

Na początku lat dwudziestych Francja próbowała

przywrócić wymienialność franka na złoto metodami deflacyjnymi. Skutkiem tego był jednak kryzys gospodarczy lat 1921-1922. Zwycięstwo w wyborach Kartelu Lewicy w 1924 r. zablokowało na pewien czas szanse na stabilizację walutową. Latem 1926 r., u schyłku rządów lewicy, we Francji wystąpiły objawy paniki finansowej. W 1926 r., po objęciu władzy przez rząd Raymonda Poincaré, utworzono komisję ekspertów, która opowiedziała się za stabilizacją franka na poziomie faktycznie przez niego osiągniętym, bez uprzedniej deflacji. Stabilizacja miała być zatem połączona z oficjalną dewaluacją. Podstawą stabilizacji miało być przerechnowanie zapasów złota Banku Francji według nowego parytetu, co - jak się okazało - zapewniło nowemu frankowi solidne pokrycie.

Nowego franka, zwanego frankiem Poincarégo, wprowadzono oficjalnie w czerwcu 1928 r.<sup>28</sup> Stabilizacji towarzyszyła oficjalna dewaluacja do 20% franka germinal. Nowy frank, emitowany w systemie *Gold Bullion Standard*<sup>29</sup> przy pokryciu 35%, zawierał 0,05895 g złota. Wynikał z tego kurs 25,21 franka za dolara, 124,51 franka za funta. W latach 1926-1930 gubernatorem Banku Francji był Emile Moreau<sup>30</sup>, który zdobył wysoką pozycję w finansach międzynarodowych. Z powodu braku ponadnarodowej instytucji finansowej szczególną rolę w ówczesnym świecie finansów odgrywały regularne spotkania gubernatorów kilku najważniejszych banków centralnych. Partnerami Moreau byli: Montagu Norman z Banku Anglii, Hjalmar Schacht z Reichsbanku i Benjamin Strong z nowojorskiego Federal Reserve Bank. W koloniach francuskich nowym zjawiskiem w tym okresie było podjęcie w 1926 r. działalności emisyjnej przez *Banque de Madagascar*.

Podczas wielkiego kryzysu Francja nie zawiesiła wymienialności franka na złoto i nie zdewaluowała swojej waluty. W 1933 r. broniła złotej waluty podczas konferencji finansowej w Londynie. Po załamaniu się konferencji na skutek zmiany polityki walutowej Stanów Zjednoczonych przez prezydenta Roosevelta Francja wraz z innymi krajami zdecydowanymi bronić złotej waluty, założyła w lipcu 1933 r. tzw. złoty blok. W jego skład weszły: Francja, Belgia, Holandia, Włochy i Polska. Później przystąpiła również Szwajcaria. W or-

<sup>28</sup> Na temat stabilizacji francuskiej, poza wspomnianą pracą Sławińskiego, patrz: R. Poincaré: *La restauration financière de la France*. Paryż 1928; E. Dullies: *The French Franc 1914-1928. The Facts and Their Interpretation*. Nowy Jork 1928.

<sup>29</sup> System *Gold Bullion Standard* polegał na pokryciu emisji złotem w sztabach, a nie w monetach. Uniemożliwiał to faktyczne korzystanie z prawa wymienialności przez ogromną większość ludzi. Wymieniano bowiem tylko na całe sztaby, a to wymagało ogromnych, z ich punktu widzenia, pieniędzy. W latach 1928-1936 złoto Banku Francji było przechowywane w postaci sztab o wadze 12,5 kg. Jedna sztaba kosztowała 215 tys. franków. System *Gold Bullion Standard* miał nadal te cechy waluty złotej, które czyniły z niej dobry instrument regulowania bilansów w handlu zagranicznym.

<sup>30</sup> E. Moreau: *Souvenirs d’un Gouverneur de la Banque de France. Histoire de la Stabilisation de Franc 1926-1928*. Paryż 1954.

<sup>25</sup> K. Skubiszewski: *Pieniądz na terytorium okupowanym*. Poznań 1960, s. 41.

<sup>26</sup> Ch.P. Kindleberger: *The World in Depression 1929-1939*. Berkeley 1986, s. 24

<sup>27</sup> Dane liczbowe w tym akapicie: T. Sławiński: *Stabilizacja franka*. Warszawa 1928.



bicie bloku znalazła się również Litwa i Albania. Kraje bloku utrzymywały wymienialność swoich walut na złoto. W niektórych przypadkach członkowie bloku byli wierzycielami innych krajów, opłacało im się zatem utrzymywać solidną walutę. W przypadku krajów biedniejszych w grę wchodziły raczej względy prestiżowe. Problemem bloku był stały odpływ złota poza kraje członkowskie<sup>31</sup>. Mając wysokie koszty produkcji, kraje bloku nie były konkurencyjne w dziedzinie handlu zagranicznego. W 1934 r. z bloku wycofały się Włochy, w 1935 r. Belgia. Francja, która w 1934 r. wychodziła już - jak się zdawało - z kryzysu, w następnym roku przeżyła powtórne załamanie koniunktury<sup>32</sup>. W tej sytuacji o losach bloku przesądziły francuskie wybory w kwietniu 1936 r. i przejęcie władzy przez rząd Frontu Ludowego.

Zmiany we francuskiej polityce walutowej, których autorem był lewicowy minister finansów Vincent Auriol, późniejszy prezydent IV Republiki, zaczęły się w lipcu 1936 r. od reformy Banku Francji. Zachowując formalnie prywatny charakter banku, poddano go ścisłej kontroli państwa. Dotychczasowa Rada Regentów została zastąpiona Radą Generalną (*Conseil General*), złożoną z dwudziestu członków, mianowanych według klucza branżowego. W październiku 1936 r. zawieszono wymienialność franka na złoto i faktycznie go zdewaluowano, ustalając widełki parytetu między 0,0387 a 0,0441 g złota. Ponowna dewaluacja, do dolnej granicy widełek, nastąpiła w lipcu 1937 r. W maju 1938 r. związano franka sztywnym kursem z funtem w relacji 179 franków za 1 funta, co oznaczało kolejną dewaluację. Od decyzji tych nie powstrzymała Francji przynależność do zawartego we wrześniu 1936 r. *Tripartite Currency Agreement*. Było to porozumienie Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Francji podpisane w obliczu rozpadu złotego bloku; celem było właśnie zapobieganie dalszym dewaluacjom<sup>33</sup>.

W okresie międzywojennym podział na *banques des depots i banques d'affaires* stopniowo się zacierał. Jednocześnie rosło znaczenie państwa w bankowości,

zwłaszcza w latach trzydziestych, kiedy mające trudności banki komercyjne ratowane były przez państwo. Tendencje te nasiliły się po wyborach 1936 r.

Po wybuchu II wojny światowej, 5 września 1939 r. wprowadzono kontrolę walutową i zawieszono wymienialność franka na inne waluty<sup>34</sup>. Na mocy umowy z Wielką Brytanią zamrożono na czas wojny wzajemny stosunek obu walut na poziomie 179,5 franka za funta. Wynikał z tego kurs 43,8 franka za dolara. W czerwcu 1940 r., w momencie kapitulacji Francji, władze okupacyjne określiły kurs swoich walut wobec franka na 20 franków za 1 markę i 2,63 franka za 1 lira. Alzacja i Lotaryngia, choć formalnie nie anektowane do Rzeszy, zostały jednak włączone do niemieckiego obszaru walutowego i odcięte od Francji granicą dewizową. Na okupowanych obszarach Francji w obiegu, obok franków, były bilety Kas Kredytowych Rzeszy (*Reichskreditkassen*). Były to pieniądze, którymi Wehrmacht posługiwał się, przejściowo, w kolejno podbijanych krajach. We Francji utrzymały się w obiegu aż do 1942 r. Bank Francji został zobowiązany do wykupu biletów za franki, równocześnie jednak Francja nie mogła płacić nimi za import z Rzeszy. Decyzja o wycofaniu biletów z obiegu była spowodowana m.in. napływem na teren Francji takich samych biletów z okupowanych terenów radzieckich. Ogółem na terenie Francji działało 28 Kas Kredytowych Rzeszy. W kasie paryskiej było specjalne konto, na które władze francuskie musiały wpłacać należności za koszty okupacji. Bank Francji poddany został nadzorowi komisarza niemieckiego, utworzono też okupacyjny Urząd Nadzoru Bankowego. W 1943 r. przeprowadzono reformę Banku, dostosowującą go do potrzeb władz okupacyjnych. Podczas okupacji funkcja gubernatora nie była obsadzona, bankiem kierował wicegubernator Yves de Boisanger. Francja zobowiązana została do pokrywania kosztów utrzymania wojsk okupacyjnych, na co przez cały czas okupacji wydała około 700 mld franków. Obieg pieniężny wzrósł ze 174 mld franków w czerwcu 1940 r. do 585 mld franków w lipcu 1944 r.<sup>35</sup> Pod sam koniec okupacji, we wrześniu 1944 r., niemieckie władze wojskowe skonfiskowały 50% zapasów gotówki w tych oddziałach Banku Francji, które były jeszcze pod ich kontrolą.

We Francuskiej Afryce Równikowej, która od początku opowiedziała się po stronie Wolnej Francji, w 1940 r. pojawiły się w obiegu *Bonds de Caisse*, a w 1941 r. bilety *Caisse Centrale de la France Libre*. W 1942 r., podczas inwazji w Afryce Północnej, alianci narzucili kurs przymusowy: 75 franków za dolara, 300

<sup>31</sup> Blok, ze względów propagandowych, chcąc ukryć rozmiary tego zjawiska, dopuszczał się pewnych fałszerstw. Np. kredyt w zlocie, który Bank Polski uzyskał w Banku Francji, z tym że złoto faktycznie nadal pozostało w Paryżu, wykazywany był w zapasach złota zarówno przez Bank Francji, jak i Bank Polski.

<sup>32</sup> Porównanie doświadczeń krajów bloku znajdzie czytelnik w dwóch tekstach zamieszczonych w pracy pod red. Ch. Feinsteina: *Banking, Currency & Finance in Europe between the Wars*. Oxford 1995: J.Ch. Asselain, A. Plessis: *Exchange-Rate Policy and Macroeconomic Performance: A Comparison of French and Italian Experience between the Wars*, s. 187 oraz I. Cassiers: *Managing the Franc in Belgium and France: The Economic Consequence of Exchange-Rate Policies 1925-1936*, s. 214.

<sup>33</sup> W 1937 r. rząd Leona Bluma, w obliczu ucieczki kapitałów za granicę podjął próbę powrotu do deflacyjnej polityki, ale upadł w konfrontacji z lewicą Zgromadzenia Narodowego; J. Meyszowicz: *Upadek Marianny*. Warszawa 1976, s. 190-195.

<sup>34</sup> Z formalnego punktu widzenia moment ten jest uważany za początek istnienia strefy franka, por. E. Chrabonszczewska: *Strefa franka francuskiego*. Warszawa 1989, s. 18.

<sup>35</sup> K. Skubiszewski: *op.cit.*, s. 114-115.



za funta. Kurs ten, jako zaniżony, wywołał sprzeciw generała de Gaulle'a. W lutym 1943 r. dekret Francuskiego Komitetu Wyzwolenia Narodowego zmienił kurs na 50 franków za dolara i 200 za funta. Przed inwazją w Normandii Amerykanie przygotowali własną emisję franków i zamierzali narzucić kurs znacznie niższy niż w Afryce Północnej. Nie było to pozbawione podstaw, gdyż od czasu wyzwolenia Afryki Północnej inflacja w metropolii poczyniła znaczne postępy. De Gaulle, w trosce o prestiż oraz siłę nabywczą ludności Francji przeforsował jednak taki kurs, jaki obowiązywał w Afryce<sup>36</sup>. Chcąc, z jednej strony, zapobiec wybuchowi inflacji, a z drugiej - nie dopuścić do wybuchu społecznego, de Gaulle zapowiedział wiele reform gospodarczych, w tym szeroki program nacjonalizacji. Bezpośrednio po wyzwoleniu płace miały wzrosnąć około 30%, a ceny dóbr powszechnego użytku miały być nadal dotowane. Zarazem zamierzano ściągnąć część pieniędzy z rynku poprzez „pożyczkę wyzwolenia”. Polityka taka miała być sfinansowana dzięki zgromadzonym w Afryce środkom w wysokości około 10 mld franków oraz uzgodnieniu z USA „planowi sześciomiesięcznemu” pierwszej pomocy amerykańskiej<sup>37</sup>. Na przełomie października i listopada 1944 r. przeprowadzono „pożyczkę wyzwolenia”, która zmniejszyła obieg pieniężny z około 10% i oddaliła niebezpieczeństwo wybuchu wielkiej inflacji. Pod wpływem sukcesu pożyczki dokonano raczej symbolicznej rewaluacji franka (49,6 za dolara).

Zarazem jednak stało się oczywiste, że wprowadzona latem równość parytetów franka w metropolii i w koloniach jest fikcją. Dlatego utworzono wówczas nową jednostkę - franka CFA<sup>38</sup> - równą 1,7 franka francuskiego. Emisją miał się zajmować *Institut d'Emission d'Outre-Mer*. Po dewaluacji franka w 1948 r. frank CFA odpowiadał 2 frankom francuskim. Stąd, po denominacji w 1960 r., 1 nowy frank francuski odpowiadał 50 frankom CFA. W ten sposób powstały zasadnicze elementy dzisiejszej strefy franka. Do dalszych losów franka CFA jeszcze powrócimy.

W 1945 r., po pokonaniu Japonii i odzyskaniu posiadłości na Dalekim Wschodzie, przystąpiono do emisji franka CFP<sup>39</sup>. Był on kontynuacją dawnego piastra indochińskiego. Emitował go *Banque d'Indochine*. Początkowo odpowiadał 5 frankom francuskim. Po dewaluacji w 1948 r. ustalono kurs na 5,5 franka. Po denominacji w 1960 r. kurs wynosił 18,18 franka CFP za 1

franka francuskiego. W 1954 r. zerwany został związek między frankiem CFP a walutami indochińskimi<sup>40</sup>. Frank CFP jest obecnie w obiegu we francuskich posiadłościach na Pacyfiku (Nowa Kaledonia, Walus i Futuna, Polinezja Francuska). Od czasu reformy 1967 r. emituje go *Institut d'Emission d'Outre-Mer*.

W czerwcu 1945 r. przeprowadzono wymianę franków okupacyjnych na nowe w relacji 1 : 1, bez ograniczeń sumy. Unieważniono jednak banknoty o nominałach niższych niż 50 franków. W grudniu 1945 r. Bank Francji został znacjonalizowany. Akcjonariusze otrzymali odszkodowanie w formie obligacji rządowych. Zmiany, które zaszły w sposobie zarządzania nim po 1936 r., czyniły jego zależność od państwa tak daleką, że nacjonalizacja była właściwie formalnością. Znacjonalizowane zostały też cztery wielkie banki komercyjne: *Societe General*, *Credit Lyonnaise*, *Banque National pour la Commerce et l'Industrie* i *Comptoir National d'Escompte de Paris*. Kontrolę nad działalnością kredytową złożono w ręce Narodowej Rady Kredytu<sup>41</sup>, w której skład weszli przedstawiciele branż, instytucji kredytowych i, z czasem, również związków zawodowych. Na czele Rady stał Minister Gospodarki i Finansów; gubernator Banku Francji był jego zastępcą. Układ ten dobrze ilustrował stopień etatyzacji bankowości i upadek znaczenia banku centralnego. Od 1946 r., na zlecenie Narodowej Rady Kredytu, Bank Francji zaczął prowadzić rejestr wszystkich większych kredytów udzielonych przez instytucje finansowe. Zajmowała się tym specjalna placówka, Centrala Ryzyka. Od 1968 r. jej działalność wspiera Centrala Bilansów, gromadząca dane o bilansach firm działających we Francji<sup>42</sup>.

Dość „miękką” polityką władz wobec inflacyjnego dziedzictwa lat okupacji doprowadziła do tego, że frank przez wiele lat po wojnie był dość słabą walutą<sup>43</sup>. W grudniu 1945 r. dokonano dewaluacji (119,1 franka za dolara). Po kolejnej dewaluacji, w styczniu 1948 r. (214,4 franka za dolara) wprowadzono system wielu kursów. Zniesiono go w 1949 r., przy okazji trzeciej już dewaluacji (350 franków za dolara). Kurs z 1949 r. utrzymano przez dłuższy czas, frank był jednak walutą niewymienialną, a podstawowe ceny pozostawały reglamentowane. Stabilizacja walutowa Francji powojennej była dziełem „rządu obrony franka” Antoine Pinaya, który objął władzę w marcu 1952 r. Nie byłaby ona możliwa bez pomocy, którą Francja uzyskała od

<sup>36</sup> Ch. De Gaulle: *Pamiętniki wojenne*. T. II, s. 242.

<sup>37</sup> *Ibidem*, s. 198.

<sup>38</sup> Początkowo skrót ten oznaczał *Colonies Francaise d'Afrique*. W 1962 r., po dekolonizacji, zmieniono rozwinięcie skrótu na *Communité Financiere Africaine*. Por. S. M. Borisov: *Valiuty stran mira. Sprawozdanie*. Moskwa 1987, s. 72. Por. też E. Chrabonszczewska: *op.cit.*, *passim*.

<sup>39</sup> Skrót CFP oznaczał początkowo *Colonie Francaise du Pacific*, od 1967 r. oznacza *Comptoir Francaise du Pacific*.

<sup>40</sup> Wcześniej, w latach 1951-1954, funkcje emisyjne sprawował *Institut d'Emission des Etats du Cambodge, du Laos et du Vietnam*.

<sup>41</sup> J. Solarz: *Rozwój systemów bankowych*. Warszawa 1996, s. 63.

<sup>42</sup> W. Baka: *Bankowość centralna. Funkcje, metody, organizacja*. Warszawa 1998, s. 197.

<sup>43</sup> H. Koch: *Histoire de la Banque de France et de la Monnaie sous la IV Republique*. Paryż 1983.

USA w ramach Planu Marshalla. Skutkiem stabilizacji, jak to często bywa, było pojawienie się efemerycznego, populistycznego ruchu „poujadystów”<sup>44</sup>.

Napięciom towarzyszącym przełomowi IV i V Republiki (1958 r.) towarzyszył powrót inflacji. W czerwcu 1958 r., w miesiąc po objęciu władzy przez de Gaulle'a, dokonano kolejnej dewaluacji (420 franków za dolara). W grudniu tego roku frank, podobnie jak większość walut zachodnioeuropejskich, uzyskał wymiennalność zewnętrzną<sup>45</sup>. Raz jeszcze go zdewaluowano (493 franki za dolara), zarazem jednak zapowiedziano denominację w relacji 100 : 1. Nowy frank wprowadzony został w 1960 r. i przez trzy lata pozostawał w obiegu równoległe ze starym. Kurs nowego franka wynosił 4,93 za dolara. De Gaulle, doceniając wkład Pinaya w stabilizację, powołał go na ministra finansów i jemu właśnie powierzył dokończenie dzieła<sup>46</sup>.

W latach sześćdziesiątych zaczęła się też odbudowa francuskiej bankowości komercyjnej. Pierwsze dwa-dzieścia lat po nacjonalizacji to w dziejach banków komercyjnych okres zastoju. Dopiero w 1966 r. rząd Michela Debrea zreorganizował bankowość państwową i nadał jej nowy rozmach. Reformy Debrea zachęcały również banki prywatne do akcji scaleniowych i przyczyniły się do powstania wielkich prywatnych kompanii finansowych. W ramach tej reformy połączono *Banque National pour la Commerce et l'Industrie* i *Comptoir National d'Escompte de Paris* w *Banque National de Paris*, który stał się największym bankiem komercyjnym Francji.

Skutkiem procesów dekolonizacyjnych była reorganizacja strefy franka<sup>47</sup>. W 1959 r. utworzono w Paryżu dwie instytucje emisyjne: *Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO)* i *Banque Centrale des Etats de l'Afrique Equatorial et du Cameroun (BCEAEC)*. Banki te emitowały franka CFA, który po denominacji w 1960 r. miał kurs: 1 frank francuski za 50 franków CFA. Niepodległe państwa afrykańskie, które chciały pozostać w strefie, zawierały dwustronne umowy z Francją o wzajemnej wymiennalności walut według sztywnego kursu i jednolitych przepisów dewizowych. Przynależność poszczególnych krajów była dwójakiego rodzaju: do strefy i do konkretnej instytucji emisyjnej. Instytucje emisyjne przechowywały 65% rezerw na rachunkach operacyjnych francuskiego Mini-

sterstwa Finansów. W odróżnieniu od rozwiązań przyjętych w bloku szterlingowym, funkcjonowanie strefy franka nie obciążało Banku Francji i nie powodowało zadłużania się Francji wobec partnerów. Od 1964 r. ministrowie skarbu (finansów) krajów strefy spotykali się regularnie dwa razy w roku. Na przełomie lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych strefa franka krytykowana była jako struktura postkolonialna. Reakcją na tę krytykę była reforma 1972 r. Oba banki emisyjne przeniesiono wówczas z Paryża do Afryki, zmniejszono też udziały francuskie w tych instytucjach.

W BCEAO Francja miała początkowo 33%, po 1972 r. 14,3%. Siedzibę banku przeniesiono do Dakaru. Bank emitował franki dla Beninu, Burkina Faso, Nigru, Senegalu, Togo, Wybrzeża Kości Słoniowej oraz Gwinei (do 1962 r.), Mali (do 1962 r. i ponownie od 1985 r.) i Mauretanii (do 1973 r.). Udziały Francji w BCEAEC wynosiły początkowo 50%, po 1972 r. 25%. Siedzibę przeniesiono do Yaunde. Bank emitował franki dla Czadu, Gabonu, Kamerunu, Kongo i Republiki Środkowoafrykańskiej. W 1985 r. do strefy przystąpiła Gwinea Równikowa. Zauważmy, że kraj ten nie był wcześniej kolonią francuską, lecz hiszpańską. Akces Gwinei Równikowej i jednoczesny powrót Mali świadczyły o przewzięciu uprzedzeń z czasów kolonialnych i docenieniu ekonomicznych korzyści z działania strefy. W latach 1962-1973 do strefy należał również Madagaskar, ale na nieco odmiennych zasadach. *Institut d'Emission Malgache* (z 50% udziałem Francji) emitował franki malgaskie, których kurs wynosił 100 za 1 franka francuskiego, był zatem o połowę niższy niż franka CFA. W 1973 r. Madagaskar wyszedł ze strefy. W 1967 r. zerwane zostały również więzi między strefą a krajami Maghrebu. Strefa franka ucierpiała podczas europejskiego kryzysu walutowego w sierpniu 1993 r. Bank Francji zawiesił wówczas jednostronnie wymiennalność franków CFA. Sytuacja wróciła do normy dopiero na początku 1994 r., ale za cenę dewaluacji franka CFA, który odtąd stanowił 1: 100 franka francuskiego.

Rozwój kraju pod rządami de Gaulle'a służył odbudowie prestiżu i mocnej pozycji Francji w świecie. Sukcesy takiej polityki były wyraźne, ale ich ceną był wzrost napięć społecznych, które doprowadziły do dramatycznych wydarzeń wiosny 1968 r. Związki zawodowe wywalczyły wówczas znaczny wzrost płac<sup>48</sup>. Zdestabilizowało to finanse i doprowadziło do przejściowego, trwającego do kwietnia 1970 r. ograniczenia wymiennalności franka. Problemy te nałożyły się na trwającą wówczas dekompozycję systemu z Bretton Woods.

<sup>44</sup> Nazwa pochodziła od nazwiska lidera, Pierra Poujade, który założył Zrzeszenie dla Obrony Handlu i Rzemiosła. W wyborach 1956 r. poujadysty zdobyli 2,5 mln głosów, wkrótce potem znikli z francuskiej sceny politycznej. Por. J. Baszkiewicz: *Francja*. Warszawa 1997, s. 136.

<sup>45</sup> Wymiennalność wewnętrzną frank uzyskał 31 stycznia 1967 r.

<sup>46</sup> Ch. De Gaulle: *Pamiętniki nadziei. Odnowa 1958-1962. Wysłęki 1962-...*. Warszawa 1974, s. 178-181.

<sup>47</sup> Patrz szerzej: E. Chrabonyszewska-op.cit., passim.

<sup>48</sup> Była to tzw. umowa z ulicy Grenelle, gdzie mieściło się Ministerstwo Pracy. Płace wzrosły o 35%, za czas strajku zapłacono 50%.

W sierpniu 1969 r. frank został zdewaluowany o 12,5%.

W latach siedemdziesiątych wymogi kursowe Międzynarodowego Funduszu Walutowego były stopniowo rozluźniane, aż do przejścia na system płynnych kursów, frank brał jednak udział w europejskim węży walutowym. Frank wypadł z węża na początku 1974 r., pod wpływem pierwszego szoku naftowego. Powrócił do niego w lipcu 1975 r. W 1979 r. wszedł w skład Europejskiego Systemu Walutowego. W latach osiemdziesiątych, w okresie rządów lewicowych, pozycja franka wobec innych walut europejskich (głównie wobec marki) słabła, czego przejawem było kilka dewaluacji. W latach dziewięćdziesiątych, po zatwierdzeniu w referendum Traktatu z Maastricht we wrześniu 1992 r., Francja zaangażowała się w tworzenie europejskiej unii monetarnej. W maju 1998 r. frank znalazł się wśród 11 walut, których kurs wobec ecu zamrożono (na poziomie 6,63 franka za ECU). W styczniu 1999 r., kiedy euro zastąpiło ECU i stało się realną walutą, kurs ustalono na 6,55957 franka za euro.

Dekada lat siedemdziesiątych przyniosła też ostateczny zanik podziału na *banques d'affaires* i *banques des depots*. W prywatnym sektorze bankowym dokonały się wówczas procesy koncentracji będące pokłosiem reformy Michela Debre. W ich wyniku powstały wielkie grupy finansowe, z których główne to: Paribas, Indosuez i Credit Commercial de France. Zwycięstwo wyborcze socjalistów w 1981 r. przyniosło nową falę nacjonalizacji, która objęła 36 banków komercyjnych i największe grupy finansowe. Powrót prawicy do władzy w 1987 r. rozpoczął jednak fazę reprivatyzacji bankowości francuskiej. W latach dziewięćdziesiątych w ślad za tym poszła fala wielkich fuzji.

W 1973 r. przeprowadzono reformę Banku Francji. Liczbę członków Rady Generalnej zmniejszono do 17. Mieli być oni powoływani na sześcioletnią kadencję

według kompetencji, a nie według klucza branżowego. Kompetencje Rady poszerzono. Reforma była początkiem odbudowy niezależności banku. W 1984 r. zreformowano nadzór bankowy. Sprawują go trzy ciała, wyłaniane wspólnie przez Bank Francji i rząd. Komitet Regulacji Bankowych określa zasady udzielania koncesji i ustala normy ostrożnościowe, Komitet Instytucji Kredytowych udziela koncesji, Komisja Bankowa sprawuje bieżący nadzór.

W 1993 r. przeprowadzono kolejną reformę<sup>49</sup>, dostosowującą Bank Francji do standardów wynikających z układu z Maastricht. Ustanowiła ona całkowitą niezależność banku w zakresie polityki monetarnej. W tej materii, kształtowanej przez Radę Polityki Pieniężnej Banku Francji, rząd nie może przekazywać bankowi żadnych wytycznych, a bank nie ma prawa o takie wytyczne prosić. Rada Polityki Pieniężnej składa się z: gubernatora, dwóch wicegubernatorów i 6 członków powoływanych na dziewięcioletnią kadencję przez rząd z listy sporządzonej przez władze ustawodawcze. Rada Naczelna Banku składa się z członków Rady Polityki Pieniężnej, cenzora wyznaczonego przez Ministerstwo Gospodarki i Finansów oraz przedstawicieli pracowników banku. Decyduje o wszystkich sprawach banku poza polityką monetarną. Gubernator i dwaj wicegubernatorzy są powoływani na sześcioletnią kadencję, którą można sprawować tylko dwa razy.

Bank Francji początkowo mieścił się przy Rue d'Aboukir 4. W 1812 r. przeniósł się do obecnej siedziby przy Rue de la Vrilliere, zbudowanej przez Francois Mansarda w 1635 r. Liczba oddziałów banku stopniowo wzrastała, do 260 w okresie międzywojennym. Od schyłku lat osiemdziesiątych, w związku z komputeryzacją i automatyzacją pewnych operacji, nastąpił spa-

49 W. Baka: op.cit., s. 192 i nast.

# Kapitał niematerialny

*Amir Fazlagić*

*„To, co można mierzyć, nie zawsze jest istotne,  
a to, co jest istotne, nie zawsze da się zmierzyć”.*

*A. Einstein*

## Wprowadzenie

W artykule zostaną zaprezentowane problemy związane z wpływem nowego spojrzenia na kapitał przedsiębiorstwa na system bankowy. Szczególną uwagę poświęcono kwestiom pomiaru i wyceny majątku niematerialnego w nowoczesnych przedsiębiorstwach epoki postindustrialnej.

Na początku warto zaznaczyć, że poruszane kwestie budzą wiele kontrowersji w zakresie nazewnictwa. Użyte w tytule określenie „niematerialny” jest z pewnością bardzo ogólne. W literaturze można także spotkać określenia: „kapitał wiedzy”, „kapitał pozabilansowy” i kilka innych. Warto zaznaczyć, że panuje zgoda co do tego, że kapitał ludzki jest pojęciem węższym niż kapitał niematerialny.

Tradycyjne wzorce zarządzania w epoce industrialnej, oparte na materialnych źródłach wartości (ziemia, praca i kapitał finansowy), oraz biurokratyczna metafora organizacji - maszyny okazują się niezdolne do opisu złożonych zjawisk dotyczących wizualizacji, tworzenia i zwiększania kapitału intelektualnego.

Przez ostatnie 25 lat byliśmy świadkami powiększania się przepaści między wartością księgową przedsiębiorstw a oceną ich wartości przez inwestorów. Wartość średnia (mediana) (*market-to-book value*) spółek notowanych na giełdzie w Nowym Jorku (NYSE) w la-

tach 1973-1993 wzrosła z 0,82 do 1,692. Oznacza to, że około 40% wartości rynkowej przedsiębiorstw nie było przedstawione w ich bilansach. Przyczyn tego należy poszukiwać w przekształceniach, które często nazywane są przechodzeniem od gospodarki industrialnej (przemysłowej) do gospodarki postindustrialnej (usługowej).

D.J. Teece widzi dwie przyczyny wzrostu zainteresowania tymi wartościami i kapitałem niematerialnym:

1) zmienia się zachowawcze podejście wielu ekonomistów, traktujących wartości „niewidzialne” jako źródło wartości ekonomicznych,

2) nowy model gospodarki, określane mianem gospodarki usługowej, gospodarki „trzeciej fali” czy gospodarki wiedzy (*knowledge economy*), wykształcił nowy model przedsiębiorstwa, którego nie można opisywać za pomocą tradycyjnego instrumentarium wypracowanego przez rachunkowość przedsiębiorstw sektora przemysłowego.

## Gospodarka światowa przełomu wieków

Gospodarka światowa u schyłku XX wieku uległa daleko idącym zmianom. Trudno na razie ocenić, czy są to zmiany ewolucyjne, czy rewolucyjne, jednak niewątpliwie można wyróżnić wiele zjawisk charakterystycz-

Tabela 1 Zmiany w gospodarce i społeczeństwie u schyłku XX wieku

Tendencje ekonomiczne
<p>Pojawiają się rynki globalne, następuje deregulacja. Rosną obszary wolnego handlu na świecie, technologia eliminuje pojęcie „miejsca”, w tym „miejsca pracy”. Następuje liberalizacja rynków, spadają koszty transportu. Informacja rynkowa jest powszechnie dostępna. Następuje likwidacja monopolu na korzyść wolnorynkowej konkurencji.</p> <p>Rządy wielu państw dążą do zbilansowania budżetu państwa.</p> <p>Następuje zmiana systemu wynagradzania pracowników (pojawiają się pozapłacowe systemy motywacyjne).</p> <p>Rozdzielenie przepływu informacji od przepływu towarów i usług pozwala na produkcję masową przy jednoczesnym dostosowaniu się do indywidualnych potrzeb klienta (<i>customization</i>).</p> <p>Pojawiają się nowe regiony gospodarcze (np. Chiny, Indonezja, Wietnam, Meksyk), a wraz z nimi nowe kierunki przepływu kapitału.</p> <p>Uznaje się, że wysoka inflacja nie gwarantuje pełnego zatrudnienia, a wysokie stawki podatków przyczyniają się do obniżenia przedsiębiorczości.</p> <p>Poszerza się zakres wartości (dóbr), które są przedmiotem obrotu gospodarczego, np. o nowe instrumenty finansowe.</p> <p>Innowacyjność staje się podstawą przetrwania przedsiębiorstwa w burzliwym otoczeniu.</p> <p>Zaostrza się prawodawstwo dotyczące praw autorskich.</p>
Tendencje technologiczne
<p>Dążenie do standaryzacji i unifikacji. Przedsiębiorstwa dążą nie tylko do promocji poszczególnych produktów, lecz przede wszystkim nowych standardów i budowy sieci.</p> <p>Nowa gospodarka opiera się na sieciach integrujących molekuly w grupy, które współpracują z innymi sieciami.</p> <p>Już obecnie cykl życia produktów elektroniki użytkowej wynosi dwa miesiące. Pojawia się pojęcie przedsiębiorstwa działającego w czasie rzeczywistym oraz konkurowania czasem (<i>time-based competition</i>).</p> <p>Zaciera się granica między klientami a producentami. Każdy klient staje się współproducentem, np. zmieniając zakończenie oglądanego filmu, oddając swój głos w dyskusji, testując produkty (zjawisko to nosi nazwę prosumpcji).</p> <p>Głównym źródłem wartości są: ludzka wyobraźnia i wiedza.</p>
Zjawiska społeczne
<p>Niepokój, niestabilność i zagrożenie. Pojawiają się napięcia na tle socjalnym. Gwałtowne starcia nowego ze starym doprowadzają do napięć.</p> <p>Pojawia się nowego rodzaju klasa przestępców: hackerzy motywowani nie chęcią samorealizacji, lecz pobudkami czysto ekonomicznymi.</p> <p>Pojawia się zjawisko ciągłej edukacji - osoby w średnim wieku powracają na uniwersytety i kursy zawodowe, aby nadażyć za rozwojem nauki i praktyki.</p> <p>Oczekiwania wpływu społeczeństwa na życie społeczne - jako klientów, wyborców i obywateli.</p> <p>Wartości purytańskie zostają wystawione na próbę w świetle promowanych przez kulturę masową nowych wzorców sukcesu jednostki w społeczeństwie.</p> <p>Pojawia się nowy model rodziny: 30% dzieci w USA jest wychowywanych przez samotne matki.</p> <p>Następuje uniformizacja wartości między pokoleniami.</p>
Problemy systemu statystycznego
<p>Pojawiają się kategorie usług trudne do sklasyfikowania i zdefiniowania.</p> <p>Pojawiają się nowe produkty bogate w wiedzę (<i>knowledge-rich products</i>).</p> <p>Następuje wzrost handlu międzynarodowego.</p> <p>Pojawiają się firmy nowego typu - przedsiębiorstwa oparte na wiedzy (<i>knowledge-intensive business</i>).</p> <p>Powstają nowe instrumenty finansowe.</p> <p>Następują zmiany w organizacji produkcji i dystrybucji.</p> <p>Pojawia się trudny do sklasyfikowania przez statystyków sektor informatyczny, który nie jest ani sektorem usługowym, ani produkcyjnym.</p>

nych dla obecnego okresu. Najistotniejsze z nich zostały przedstawione w tabeli 1.

Przedstawione w tabeli 1 zmiany gospodarcze mają istotny wpływ na opis przedsiębiorstwa i definiowanie jego kapitału. Warunki działania nowoczesnego banku są determinowane nie tylko przez ogólny klimat makroekonomiczny, lecz także przez zmiany dokonujące się w na poziomie mikroekonomicznym - w przedsiębiorstwach.

### Rachunkowość w nowej gospodarce

Podstawowym sposobem opisu i klasyfikacji działalności ekonomicznej jest obecnie prowadzona przez orga-

nizację rachunkowość. Pierwsza książka o rachunkowości (Luca Pacioli, 1494) słynie z tego, że pokazała, jak stosować podwójne księgowanie.

Obecny system rachunkowości był doskonalony głównie w celu jak najwierniejszego opisu przepływu i generowania wartości w przedsiębiorstwach przemysłowych. Tymczasem według wielu badaczy (Bell, 1959; Fourastie, 1969), należy oczekiwać zmięczenia ery przemysłowej.

Pozycję „lokomotywy gospodarczej” w krajach wysoko rozwiniętych przejmują stopniowo przedsiębiorstwa sektora informatycznego i usługowego. Rośnie zainteresowanie humanistycznymi aspektami działalności ekonomicznej człowieka i następuje wiązanie się z tym renesans metod jakościowych w pomiarze wartości ekonomicznych.



Obowiązujący obecnie system rachunkowości jest dobrze przystosowany do potrzeb przedsiębiorstw przemysłowych. W konsekwencji **systemy analityczne, stosowane m.in. w bankach, bazują w dużej części na założeniach klasycznej rachunkowości**. Tymczasem przepływ wartości (łańcuch wartości dodanej) w przedsiębiorstwach nowej ekonomii nie jest związany z przepływem surowców, półproduktów czy towarów. Przedsiębiorstwa nowego typu tworzą wartość dzięki przetwarzaniu wiedzy i informacji. Co więcej - wykorzystanie wiedzy nie powoduje jej zużycia, lecz przeciwnie - wartość wiedzy wzrasta wraz z jej użyciem.

### Rachunkowość a kapitał niematerialny

Obecna we współczesnym systemie rachunkowości pozycja *goodwill* pojawiła się na początku lat 80. dla określenia „niezwykłych, lecz jednak rzeczywistych zasobów”, takich jak baza klientów, licencje, znaki towarowe, patenty. *Goodwill* nie bierze jednak pod uwagę trudniejszych do zmierzenia, a przede wszystkim subiektywnych w ocenie wartości, takich jak np. zdolność organizacji do uczenia się i adaptacji, zaufanie

klientów. Pierwsze próby pomiaru tej wartości pojawiły się pod koniec tej dekady (Sveiby, 1988).

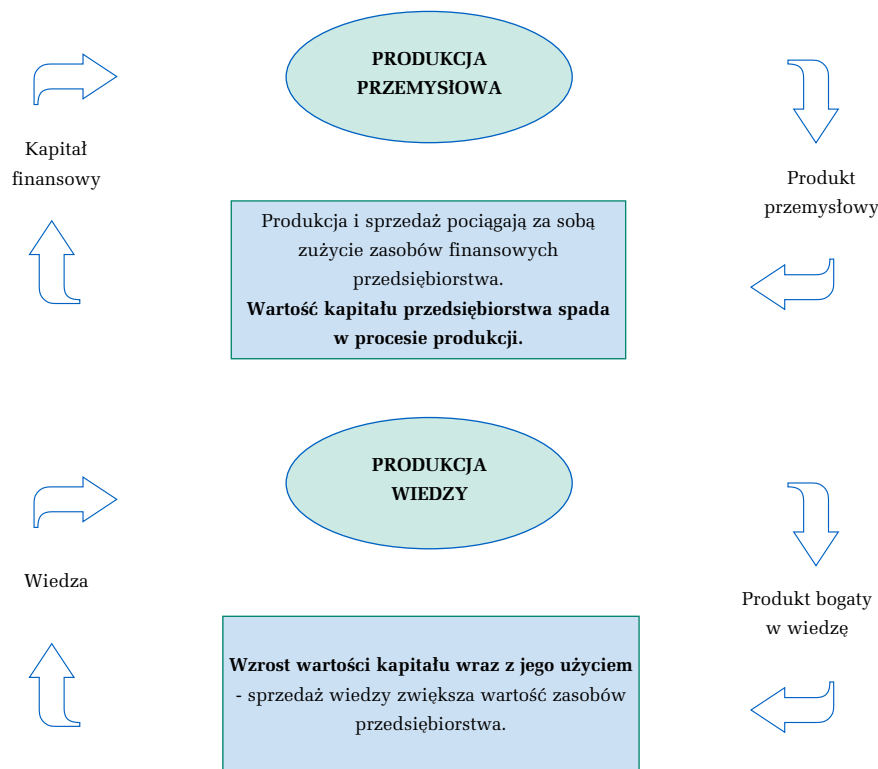
Do obliczenia szacowanej wartości *goodwill* potrzebne są dwa rodzaje informacji:

- zysk netto z ostatnich 3-5 lat do wyliczenia średniego zysku rocznego,
- określenie liczby następnych lat, w których spodziewamy się wypracować zyski na poziomie wyliczonego zysku średniego.

Przy obliczaniu wartości *goodwill* istotną rolę odgrywa rzetelne i wiarygodne prognozowanie rozwoju firmy na najbliższe lata. W obecnych realiach gospodarczych 3 - 5-letni horyzont czasowy potrzebny do obliczenia wartości *goodwill* jest zbyt odległy, by móc przewidywać rozwój danej branży.

Niedoskonałość obecnych metod obliczania wartości *goodwill* nie dyskwalifikuje tej pozycji jako ważnego elementu bilansu. Zarówno kapitał intelektualny, jak i *goodwill* współistnieją w arkuszu bilansu (Stewart, 1998; Edvinsson i Malone, 1997) Zdaniem L. Edvinssona, kapitał niematerialny (intelektualny) powinien być umiejscowiony po stronie pasywów, ponieważ jest on pożyczony od akcjonariuszy, klientów i pracowników.

### Schemat I Amortyzacja zasobów w wiedzy



*Goodwill* nie wyjaśnia wszystkich pojęć związanych z wartościami niematerialnymi. Jest wartością agregatową - nawet jeżeli jego wartość odpowiadałaby wartości kapitału niematerialnego, to i tak nie mówi o jego strukturze. Poza tym koncentruje się na obiektywnej wartości rynkowej: wartościach niematerialnych, takich jak patenty czy licencje. Tymczasem każde przedsiębiorstwo ma unikatowy zestaw wartości, które sprawiają, że jest konkurencyjne na rynku (układy nieformalne, kultura organizacji, tradycja). Stanowią one składnik kapitału i choć przyczyniają się do generowania zysku, nie mogą być sprzedane na rynku, tak jak np. patenty. Mają one dużą wartość, lecz jedynie dla konkretnego przedsiębiorstwa.

Kolejnym problemem związanym z kapitałem niematerialnym jest sposób jego amortyzacji. Klasyczne podejście mówi, że należy dążyć do jak najszybszej amortyzacji aktywów (w tym *goodwill*). Gdy jednak wartości niematerialne, takie jak wiedza i umiejętności, zostaną uznane za składnik kapitału, to powinno się dążyć do tego, aby okres ich amortyzacji był jak najdłuższy (schemat 1). Wiedza jest jednak szczególnym rodzajem kapitału; wzrost jej wartości następuje wraz ze wzrostem częstotliwości i intensywności jej użycia. *Goodwill* jako składnik aktywów niematerialnych powinien być amortyzowany jak najszybciej, co zmniejszyłoby wartość sumy bilansowej. Na przykład relacje z klientami i lojalność powinny utrzymywać swą wysoką wartość jak najdłużej.

Jeżeli założymy, że wiedza i szerzej rozumiane wartości niematerialne są kapitałem, to nie ulega wątpliwości, że jesteśmy świadkami wzrostu kapitałochłonności w zakresie wartości niematerialnych.

**Zmiany w rachunkowości powinny więc dotyczyć nie tyle unowocześnienia czy dostosowania obecnego systemu, ile budowy całkowicie nowego systemu opartego na specyfice łańcucha wartości dodanej we współczesnych przedsiębiorstwach.**

### Przedsiębiorstwo nowej ekonomii (*knowledge business*) i jego kapitał

W nowej gospodarce pojawiają się podmioty o szczególnych cechach. Są to najczęściej firmy branży usługowej; ich majątek bilansowy (materiałny) jest niewielki. Infrastruktura informatyczna i biuro to często główne składniki majątku trwałego. Cały pozostały majątek stanowi intelekt pracowników oraz ich powiązania i reputacja. Przedsiębiorstwa takie działają w sieciach i nie muszą wydawać wielkich środków na reklamę i komunikację z rynkiem. Dzięki internetowi każda, nawet najmniejsza firma może zaistnieć na rynku międzynarodowym. W tabeli 2 przedstawiono cechy odróżniające

przedsiębiorstwo industrialne od przedsiębiorstwa postindustrialnego.

W przedsiębiorstwie, w którym decydującą rolę odgrywa wiedza (*knowledge-based business*), „system księgowy nie obejmuje tak naprawdę niczego” (J. Levent, dyrektor finansowy w Merck&Co)<sup>1</sup>. E. Jenkins, partner w firmie Arthur Andersen, przewodniczący zespołu zadaniowego Amerykańskiego Instytutu Dyplomowanych Księgowych, uważa, że: Składnikami kosztowymi produktu są dzisiaj badania i rozwój, aktywa intelektualne i usługi. Stary system księgowości, mówiący nam o kosztach materiałów i pracy, nie ma zastosowania”<sup>2</sup>.

Większość autorów, chcąc zilustrować istnienie kapitału intelektualnego, przytacza przykłady różnicy między wartością księgową przedsiębiorstw notowanych na giełdzie a ich ceną rynkową. Różnica ta jest uważana za wartość kapitału intelektualnego. Wahania kursów na giełdzie sprawiają, że wyznacznik ten nie może być uważany za wiarygodne narzędzie pomiaru. Z tego powodu podejmowane są próby mierzenia kapitału intelektualnego innymi sposobami.

Laureat nagrody Nobla, J. Tobin, opracował wskaźnik *q* (tzw. *q* Tobina), który opisuje amortyzację majątku i jest niezależny od metod wyceny aktywów. Tobin posługuje się kategorią wartości kosztów wymiany (*replacement cost*) aktywów przedsiębiorstwa w celu przewidzenia decyzji inwestorów. Jest to stosunek wartości rynkowej do kosztu wymiany aktywów. Jeżeli koszt wymiany aktywów jest niższy od wartości rynkowej, przedsiębiorstwo czerpie korzyści z monopolu lub ponadprzeciętnych zysków z inwestycji. Wyższa wartość „*q*” wskazuje na duże prawdopodobieństwo zakupu większej ilości aktywów. Technologia i kapitał ludzki są najczęściej powiązane z dużą wartością „*q*”. W badaniu wartości wskaźnika na próbie 391 amerykańskich przedsiębiorstw w latach 1981-1993 stwierdzono, że jego wartość wahała się pomiędzy 2 - 9<sup>3</sup>.

Kapitał to posiadany majątek mogący przynosić dochody; wartość, która wytwarza wartość dodatkową w postaci zysku. Wartość rynkowa może dotyczyć zarówno poszczególnych składników majątku firmy, jak też jej całości. Jej wysokość zależy od wielu czynników: stanu technicznego, dogodności lokalizacji, statusu prawnego oraz formy sprzedaży<sup>4</sup>.

Oprócz najprostszycy metod wyceny majątku niematerialnego (wartość rynkowa pomniejszona o wartość bilansową, wskaźnik „*q*” istnieje też inna. Firma NCI Research stworzyła trzecią formę pomiaru kapitału

<sup>1</sup> T. Stuart: *Your Company's Most Valuable Asset: Intellectual Capital*. „Fortune” 3 October, 1994.

<sup>2</sup> T.A. Stewart: *Intellectual Capital. The New Wealth of Organization*. London 1998 Nicolas Brealey Publishing, s.58.

<sup>3</sup> Cytat pochodzi z wystąpienia B. Davidowa na konferencji: „The Reporting of Intangible Assets”, Waszyngton, 11-12 kwietnia 1996 r.

<sup>4</sup> T. Sadowski: *Wartość a wartość rynkowa*. „Moja Firma” nr 5/1996, s. 50.

Tabela 2 Porównanie cech przedsiębiorstwa industrialnego i postindustrialnego

	Cechy przedsiębiorstwa XX wieku	Cechy przedsiębiorstwa XXI wieku i ich znaczenie z punktu widzenia banku
Lokalizacja	Jeden zakład biurowy lub produkcyjny bądź więcej.	Wirtualna - transakcje mogą się odbywać poza siedzibą firmy. Brak stałej siedziby - centrum dowodzenia - może w oczach konserwatywnych analityków obniżyć wiarygodność przedsiębiorstwa.
Struktura organizacyjna	Różne odmiany hierarchii.	Wszystkie znane typy struktury ze szczególnym uwzględnieniem sieci. O stanowisku w strukturze decydują: wiedza i kompetencje.
Produkty finalne	Produkty materialne, np. samochody, komputery, samoloty.	Produkty usługowe lub produkty przemysłowe bądź produkty przemysłowe wraz z usługami. Zastaw na usługach jest praktycznie niewykonalny, można jedynie zablokować kanały dystrybucji (technicznie lub prawnie).
Środki produkcji i surowce	Surowce naturalne, półprodukty, maszyny, energia, kapitał finansowy.	Wiedza, kapitał intelektualny, zaufanie, reputacja. Wiedza jest zasobem, którego wartość rośnie wraz z użyciem, co wymusza nowe podejście do amortyzacji. Zastaw na majątku przedsiębiorstwa wirtualnego musi odbywać się na innych zasadach.
Sposoby pozyskiwania zasobów	Operacje na rynku finansowym, fuzje przejęcia.	Pozyskiwanie kapitału intelektualnego (rekrutacja pracowników, pozyskiwanie wiedzy zewnętrznej).
Wielkość	Określana przez liczbę zatrudnionych i wartość bilansową.	Nie jest związana z liczbą zatrudnionych ani nawet z wartością kapitału bilansowego.
Rynek	Rynek lokalny. Rynek globalny dostępny tylko dla największych przedsiębiorstw.	Globalny rynek dostępny już dla niewielkich przedsiębiorstw. Małe bariery wejścia i wyjścia. Przedsiębiorstwo działa na kilku rynkach jednocześnie (oprócz rynku dostawców i nabywców można wymienić m.in. rynek referencyjny, wpływowych instytucji).
Otoczenie prawne	Złożone - charakteryzuje się istnieniem norm, atestów, koncesji, patentów itp.	Pozbawione wielu uregulowań, czasami obostrzone w zakresie dystrybucji (np. media). Trudności z opatentowaniem procesów i rozwiązań organizacyjnych (do wyjątków należy opatentowany przez Dell Computer Inc. system dystrybucji).
Siła robocza	Nisko wykwalifikowana, szkolona na początku okresu zatrudnienia.	Wysoko wykwalifikowana, szkolona w trakcie zatrudnienia. Lojalna przede wszystkim wobec własnej profesji, a dopiero w drugiej kolejności wobec pracodawcy. Dostęp do wiedzy i zdolność do jej generowania decydują o rozwoju przedsiębiorstwa

r-d.o: opracowanie w.asne.

intelektualnego. Jest nią: CALCULATE & INTANGIBLE VALUE (CIV). W tej metodzie wartość kapitału intelektualnego oblicza się, zestawiając ponadprzeciętną stopę zwrotu (*excess return*) z aktywów materialnych z analogiczną stopą zwrotu dla wartości niematerialnych.

### Po co wyceniać wartość intelektualną

Jest wiele argumentów przemawiających za koniecznością wyceny wartości niematerialnych. Kapitał niematerialny („niewidzialny”) jest najczęściej wyceniany przy okazji transakcji sprzedaży wartości intelektualnych między osobami fizycznymi a przedsiębiorstwami (np. wynagrodzenia dla autorów, koszty pracy specjalistów).

Istnieje jednak bardzo wiele różnego typu transakcji, w których niezbędna jest wycena wartości niematerialnych. Można wymienić m.in.:

- 1) upadłość przedsiębiorstw i związana z tym konieczność podziału majątku,
- 2) udzielanie licencji,
- 3) alianse strategiczne,
- 4) opodatkowanie darowizn,
- 5) postępowania rozwodowe (prawo cywilne),
- 6) transakcje dotyczące sprzedaży patentów między przedsiębiorstwami,
- 7) wycenę majątku w procedurach zabezpieczania kredytów (zastaw na majątku firmy) oraz poręczeń kredytów,
- 8) postępowanie w celu dochodzenia roszczeń w razie niezrealizowania umowy (gwarancji) przez świadczącego usługi profesjonalne (np. prawnika lub konsultanta),
- 9) analizę bilansową,
- 10) przygotowanie prospektu emisyjnego dla spółek giełdowych.

## Rozwój metod pomiarowych kapitału niematerialnego

Czytanie sprawozdań finansowych ułatwia wnioskowanie na temat prawidłowości funkcjonowania przedsiębiorstwa w przeszłości (analiza *ex post*) oraz pozwala ocenić tendencje rozwoju, które mogą wystąpić w przyszłości (analiza *ex ante*). Bilans i rachunek wyników stanowią podstawę statycznej oraz dynamicznej oceny stanu i wyników finansowych przedsiębiorstwa. Na ich podstawie sporządzany jest rachunek przepływów pieniężnych. Daje on obraz przepływu środków pieniężnych w przedsiębiorstwie oraz pozwala się zorientować w kierunkach ich zagospodarowania. Dlatego dla zarządzających firmą ważne jest, aby sprawozdania finansowe odzwierciedlały rzeczywisty kapitał firmy, również kapitał intelektualny.

Bilans - nawet taki, w którym uwzględniono wartości niematerialne - jest kategorią statyczną. Nic dziwnego, że krytycy koncepcji kapitału intelektualnego uważają, że służy on do „myślenia oczu inwestorom”. Aby w pełni wykorzystać zalety nowego spojrzenia na majątek przedsiębiorstwa, należy wprowadzić rachunkowość zarządzającą kapitału intelektualnego (*Intellectual Capital Management*). W praktyce realizowane to jest poprzez prowadzenie **kont kapitału intelektualnego**.

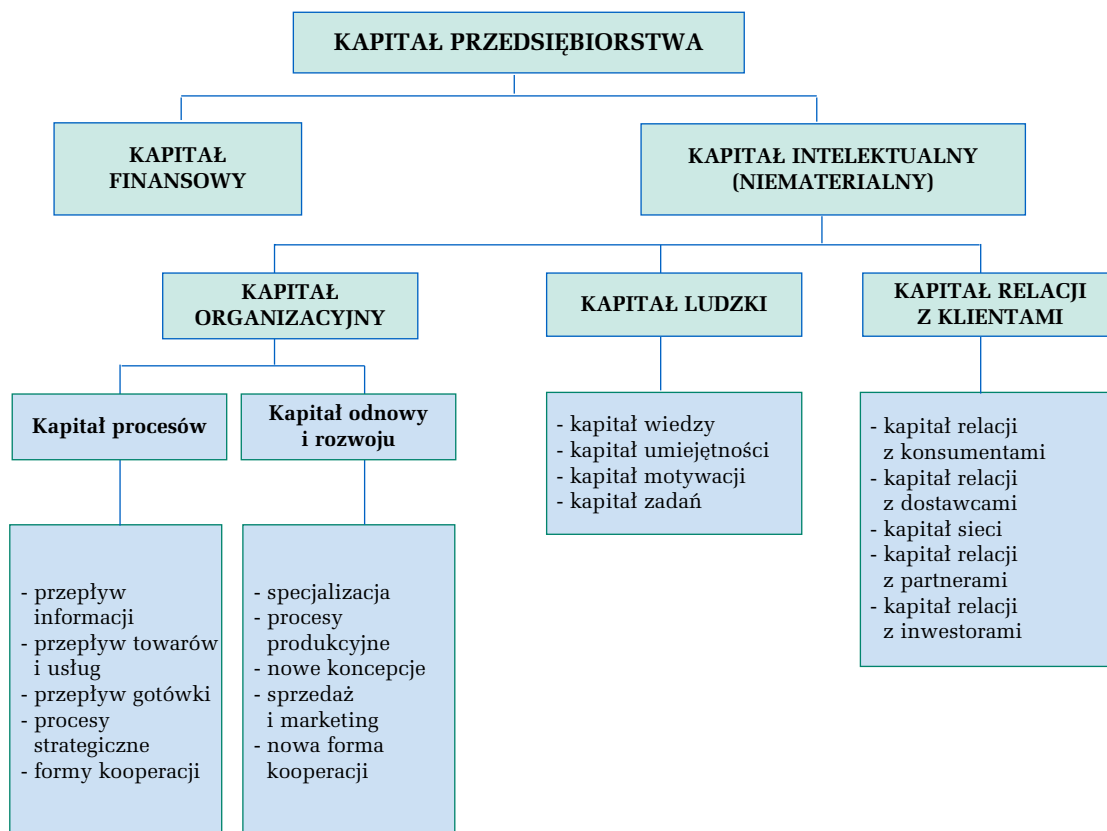
Przepływy pieniężne odbywałyby się wówczas pomiędzy tymi kontami na takiej samej zasadzie, jak w przypadku kont tradycyjnych. Właściciel mógłby więc lepiej uzasadnić, kontrowersyjną zazwyczaj, decyzję o niewypłaceniu dywidendy akcjonariuszom i spożytkowaniu nadwyżki bilansowej na inwestycje w kapitał intelektualny.

Prawdziwa rewolucja w zakresie pomiaru i wyceny wartości niematerialnych nastąpiła na początku lat dziewięćdziesiątych. Powstało wówczas, opisywane także przez polskich autorów, narzędzie zwane zrównoważoną tablicą wyników (Balanced Scorecard) (Kaplan i Norton, 1992).

W 1994 r. szwedzka grupa ubezpieczeniowa SKANDIA ASF opublikowała pierwszy na świecie bilans kapitału intelektualnego, będący załącznikiem do sprawozdania finansowego. Kapitał intelektualny zdefiniowano wówczas jako: „wiedzę, doświadczenie, technologię, relacje z klientami, umiejętności profesjonalne, które dają firmie Skandia AFS przewagę konkurencyjną na rynku”.

W 1995 r. firma CELEMI wprowadziła audyt wiedzy. Tendencje te stały się także obiektem analiz organizacji międzynarodowych. W 1999 r. OECD zorganizowało w Amsterdamie sympozjum nt. kapitału intelektualnego.

### Schemat 2 Struktura kapitału przedsiębiorstwa w erze postindustrialnej



## Struktura kapitału intelektualnego

Istnieje co najmniej kilka modeli kapitału intelektualnego.

A. Brooking dzieli kapitał intelektualny na cztery kategorie<sup>5</sup>:

- aktywa, które dają firmie siłę rynkową: znaki towarowe, lojalność klienta,
- aktywa reprezentujące własność intelektualną,
- aktywa, które dają organizacji siłę wewnętrzną (kultura organizacji, procesy),
- aktywa pochodzące od ludzi pracujących w organizacji, takie jak ich wiedza, kompetencje, zdolności do pracy w sieci.

Według innej klasyfikacji, w kapitale niematerialnym wyróżniamy:

1. Zasoby ludzkie (*human resources*) - jest to intelekt pracowników firmy. Dostarcza on *know-how* i instytucjonalnej wiedzy ważnej dla firmy. Zasób ten uwzględnia kolektywne doświadczenia, umiejętności i ogólne *know-how* pracowników firmy.

2. Aktywa intelektualne (*intellectual assets*) - skodyfikowana wiedza w posiadaniu przedsiębiorstwa (własność zagwarantowana bądź niezagwarantowana prawem), podlegająca obrotowi gospodarczemu.

3. Własność intelektualna - są to aktywa intelektualne, które mogą być prawnie chronione. W szczególności są to: licencje, patenty, prawa autorskie, marka, tajemnice handlowe.

Najpopularniejszy jest model kapitału intelektualnego stworzony w szwedzkiej grupie ubezpieczeniowej SKANDIA ASF. Kapitał niematerialny składa się z: kapitału ludzkiego związanego z pracownikami przedsiębiorstwa oraz kapitału strukturalnego (organizacyjnego). Później wyróżniono jeszcze trzecią kategorię: kapitał klienta (schemat 2).

## Kapitał ludzki

Kapitał ludzki to suma doświadczeń, umiejętności, zdolności i talentów pracowników. Kapitał ludzki jest nietrwały, ponieważ jest użyczany przedsiębiorstwu przez jego pracowników. Jednym ze sposobów na jego zatrzymanie w przedsiębiorstwie jest kodyfikacja wiedzy, czyli utrwalenie doświadczeń pracowników w dokumentach i przechowywanie ich w bazach danych. O ile takie składniki kapitału niematerialnego, jak: reputacja, relacje czy struktura przedsiębiorstwa, potrzebują czasu, aby stracić na wartości w momencie wystąpienia negatywnego czynnika deprecjonującego (np. katastrofa ekologiczna może pogorszyć wizerunek),

o tyle skutki utraty kapitału ludzkiego bywają natychmiastowe. Zwolnienie kilku wysoko opłacanych programistów w firmie Microsoft poprawiłoby wyniki finansowe (zmniejszenie wydatków na płace), lecz oznaczałoby niemożność rozwoju nowych produktów. Dopiero wprowadzenie księgowości kapitału intelektualnego wykazałoby, niewidoczną przy użyciu klasycznych narzędzi, utratę kapitału. **Ludzie są intelektualnym kapitałem organizacji, a technologia i pieniądze są jedynie narzędziami w ich rękach** (O'Donnell, 2000).

## Kapitał organizacyjny (strukturalny)

Kapitał organizacyjny to taki kapitał, który jest związany z organizacją. Wzrost jego wartości najczęściej dotyczy wzrostu efektywności struktury zarządzania, poprawy jakości usług, obniżenia kosztów.

Kapitał organizacyjny to m.in. oprogramowanie komputerowe, bazy danych, technologia informatyczna, struktury organizacyjne, patenty, znaki towarowe i inne elementy wspierające pracowników. W przeciwieństwie do kapitału ludzkiego, kapitał ten może być własnością firmy oraz stać się przedmiotem transakcji.

Kapitał ludzki jest z biegiem czasu zamieniany na kapitał organizacyjny.

## Kapitał klienta

Chociaż w modelu SKANDIA IC NAVIGATOR kapitał klienta jest podkategorią kapitału strukturalnego, to jednak bardziej przejrzysty wydaje się - niewiele odbiegający od pierwowzoru - model struktury kapitału intelektualnego. Kapitał klienta (nazwany kapitałem klienta i relacji) jest tutaj oddzielną kategorią wobec kapitału ludzkiego i organizacyjnego.

Wielu sceptyków twierdzi, że pomiar kapitału intelektualnego jest trudny ze względu na subiektywność stosowanych w nim metod, odnoszących się do uwarunkowań konkretnego przedsiębiorstwa. Zarzut ten można łatwo podważyć, jeżeli zauważy się, że:

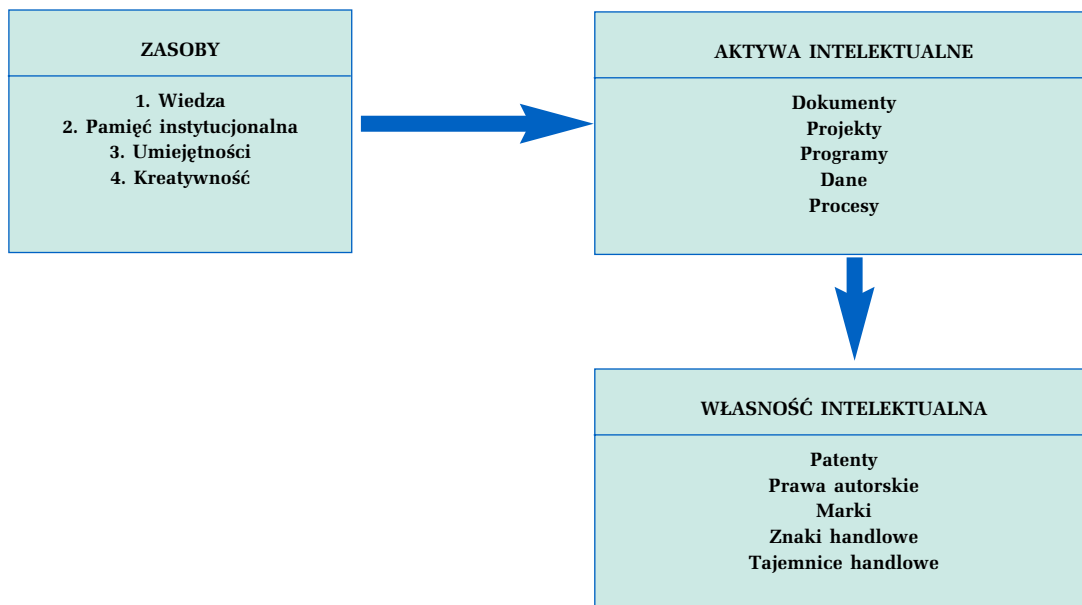
1. Stosowane obecnie sposoby wyceny majątku materialnego pozostawiają również wiele do życzenia, jeżeli chodzi o ich obiektywność - poczynając od zmienności wartości pieniądza w czasie (inflacja, zmiany kursów walutowych), a kończąc na specyfice badanego przedsiębiorstwa (firma INTEL podaje, że „zysk po opodatkowaniu zawiera odpis na rezerwę celową związaną z wycofaniem z rynku wadliwych procesorów PENTIUM”).

2. Wartość ekonomiczna majątku związana jest z otoczeniem. Na początku ery industrialnej wycena pierwszych, pojedynczych maszyn w gospodarce agrar-

<sup>5</sup> A. Brooking: *The Management of Intellectual Capital*. „Long Range Planning” Vol. 30, nr 6/1997, s. 364.



**Schemat 3** *Przekształcanie zasobów ludzkich w aktywa intelektualne i we własność intelektualną*



r-d.o: Defining Intellectual Capital, <http://www.icmgroup.com/whatis.html>.

nej była równie trudna jak obecnie wycena profesjonalnych firm w środowisku industrialnym. Środki na zakup jednej z pierwszych maszyn parowych na ziemiach polskich (wykorzystywanej do budowy fortyfikacji w Poznaniu w latach trzydziestych XIX w.) byłyby trudne do odzyskania przy ewentualnej próbie odsprzedaży, skoro region Wielkopolski tkwił jeszcze w erze agrarnej.

3. Istnieje rynek pewnych elementów majątku niematerialnego. Powstanie tego rynku udowodnienia, że problem wyceny nie leży w niematerialnym charakterze dobra, lecz w braku rynku. Rynek taki powstanie wraz z rozwojem gospodarki wiedzy.

Poruszanie się w świecie kapitału intelektualnego bez narzędzi pomiarowych będzie mało efektywne. Konieczne jest zdefiniowanie podstawowych pojęć w celu dalszego zarządzania nimi.

Jednym z argumentów pozornie dyskredytujących koncepcję pomiaru kapitału intelektualnego jest brak rynku, tzn. miejsca, gdzie sprzedający i kupujący mogliby dokonywać wymiany zasobów. Jednak również w przypadku dóbr materialnych nie zawsze możemy mówić o rynku. Kapitał intelektualny, rozumiany jako unikatowy dla danego przedsiębiorstwa zbiór zasobów, ma wiele odpowiedników materialnych. Rynek dzieł sztuki ukazuje, jak może się zmieniać cena tego samego dobra w zależności od mody czy sytuacji makroekonomicznej.

Z drugiej strony niektóre elementy kapitału intelektualnego, takie jak patenty, znaki towarowe czy kapitał ludzki (koszty pracy), od dawna mają swój rynek. W wyniku badań stworzono model pod nazwą Skandia Navigator, mający na celu pomiar kapitału intelektualnego. Model składa się z pięciu kategorii: finanse, kapitał klienta, kapitał organizacyjny (kapitał procesu oraz kapitał odnowy i rozwoju), kapitał ludzki.

W ramach każdej kategorii twórcy modelu zawarli pierwotnie kilkadziesiąt wskaźników. W tabeli 3 podano przykładowe wskaźniki modelu Scandia Navigator. Model w formie wyjściowej zawierał ponad 100 wskaźników.

Zdaniem L. Edvinssona: „kapitał intelektualny jest poszukiwaniem relacji między ludźmi, ideami i wiedzą. Dotyczy zagadnień niematerialnych niezwiązanych z obiektami ani celami, lecz z relacjami. (...) Celem firmy będzie maksymalizacja wartości relacji dzięki nowemu spojrzeniu na rolę przywództwa, finansów, tworzenia wartości, procesu pracy, silnych stron przedsiębiorstwa, granic organizacji, a także dzięki nowemu spojrzeniu na wartości społeczne”.

## Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu przedstawiono przegląd koncepcji z zakresu teorii kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwach. Przedstawiono także praktyczne

Tabela 3 Przykładowe wskaźniki modelu pomiaru kapitału intelektualnego Skandia Intellectual Capital (IC) Navigator

Kapitał klienta	Kapitał organizacyjny	Kapitał ludzki
Udział w rynku (%)	Koszty administracyjne/zysk całkowity	Liczba pracowników
Liczba klientów	Liczba komputerów/liczba pracowników	Rotacja personelu
Liczba wizyt klientów	Liczba certyfikatów (np. ISO 9000)	Przeciętny czas pracy
Liczba klientów/liczba pracowników	Jakość osiągnięta/jakość planowana	Koszt szkolenia na jednego pracownika
Indeks satysfakcji klienta	Wydatki na badania i rozwój	Liczba pracowników z wykształceniem
Liczba kontaktów handlowych/liczba sfinalizowanych transakcji	Liczba patentów	Reputacja pracowników firmy wśród „łowców głów”
	Zysk/ wydatki na badania i rozwój	Liczba przepracowanych lat
	Liczba „wejść” do bazy danych	Wskaźnik „nowicjuszy” (odsetek pracowników z doświadczeniem mniejszym niż dwuletnie)
	Stosunek liczby nowych pomysłów do liczby pomysłów wykorzystanych	Satysfakcja pracowników
	Wartość nowych pomysłów (oszczędność, dodatkowe dochody)	Odsetek pracowników zgłaszających usprawnienia i odsetek wprowadzonych tych usprawnień
	Liczba nowych produktów	Wartość dochodu w przeliczeniu na fundusz płac

r-d.o: opracowanie własne na podstawie: L. Edvinsson, M.S. Malone: *Intellectual Capital*. London 1997 Judy Piatkus Limited.; R. Dzikowski: *The Value of Intellectual Capital*. *Journal of Business Strategy*, nr 7-9/2000, s. 3.

metody klasyfikacji kapitału niematerialnego, które z kolei pozwalają na jego wycenę. Wycena majątku (pomiar) pozwala na stworzenie metodyki zarządzania kapitałem intelektualnym.

Pionierskie dokonania autorów, takich jak Kaplan, Edvinsson, Sveiby, Tobin, w zakresie wyceny i pomiaru kapitału intelektualnego zostały docenione przez praktyków i teoretyków zarządzania. Dynamiczny wzrost zainteresowania pomiarem kapitału intelektualnego odzwierciedla wielka liczba publikacji w prasie fachowej oraz konferencji naukowych<sup>6</sup>. Mówi się już nawet o po-

wstaniu drugiej generacji modeli pomiaru kapitału intelektualnego, które nie tylko pozwalają mierzyć aktywa pozabilansowe, lecz także aktywnie nimi zarządzać.

Zastosowanie pomiaru i sprawozdawczości wobec kapitału niematerialnego stanowi jakościowy przełom w dziedzinie opisu przedsiębiorstwa na rynku. Orientacja „przyszłościowa” w zarządzaniu oznacza odejście od praktykowanej obecnie analizy trendów i ich przewidywanych (obarczonych zazwyczaj dużym błędem).

Przy wszystkich przedstawionych zaletach pomiaru i opisu wartości niematerialnych w przedsiębiorstwie nie można jednak się łudzić, że z czasem będziemy w stanie zmierzyć wszystkie zjawiska i procesy niematerialne zachodzące w przedsiębiorstwie. Trzeba się pogodzić z faktem, że spora część zjawisk gospodar-

<sup>6</sup> Także w Polsce: konferencja naukowa „Raport o zarządzaniu” V edycja - Zarządzanie wiedzą: Informacja - Kierowanie ludźmi - Kreatywność. Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa, 28-29.09.2000 r.

czych pozostanie niemierzalna, a zarządzanie będzie bardziej związane z procesem poznania (*knowing*) niż z wiedzą (*knowledge*) (Baumard, 1999; Nonaka 1994; Spender, 1998).

Opisane koncepcje stanowią z pewnością wyzwanie dla zdolności adaptacyjnych systemu bankowego. Już niedługo 80% PKB będzie wytwarzane przez przedsiębiorstwa usługowe; wiele z nich należeć będzie do branży usług profesjonalnych (*showbusiness*, internet, *e-commerce* itp.), konsultingowych, medycznych oraz *hi-tech*. Struktura kapitałowa tych przedsiębiorstw będzie się znacznie różniła od tej, do której przywykli bankowcy. Inne będą także kryteria wyceny: w sierpniu 1999 r. firma CISCO kupiła przedsiębiorstwo Centrent Corporation, zatrudniające 287 pracowników, za cenę 6,9 mld dolarów. Oznaczało to, że statystycznie rzecz biorąc każdy pracownik był wart 24 mln dolarów!

Pojawienie się „kapitalistów wiedzy” będzie oznaczało, że stan ponadprzeciętnego dobrobytu można osiągnąć, dysponując bardzo skromnymi zasobami kapitałowymi i pieniężnymi. Uwaga ta dotyczyć będzie zarówno przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

Coraz większa część przepływu wartości będzie nierejestrowana i to bynajmniej nie z powodu nieuczciwości obywateli, lecz wskutek opóźnień w rozwoju systemu rachunkowości zarówno na poziomie makroekonomicznym (np. ministerstwo gospodarki, bank centralny, bank komercyjny), jak i mikroekonomicznym (urząd skarbowy, urząd celny detaliczny). Zmieni się z pewnością definicja zdolności kredytowej. Intelktualista - geniusz, nawet pozbawiony cech przedsiębiorcy - organizatora, będzie lepszym gwarantem spłaty kredytu niż przeciętny biznesplan.

## Literatura:

1. R. Dzikowski: *The Measurement and Management of Intellectual Capital*. Society of Management Accountants of Canada, 1998.
2. L. Edvinsson, M.S. Malone: *Intellectual Capital*. London 1997 Judy Piatkus Limited.
3. A. Fazlagić: *Wycena majątku niematerialnego firm profesjonalnych*. Konferencja naukowa: „Marketing Usług Profesjonalnych”. Poznań, 21-22.05.1999 r.
4. A. Fazlagić: *Spółeczeństwo wiedzy*. „Problemy Jakości” nr 9/2000.
5. *How Companies Value Intellectual Capital*. The IC Conference, 29 marca 1999.
6. K. Kelly: *New Rules for the New Economy*. „Wired” nr 9/1997.
7. S. Mavrinc, T. Boyle: *Sell-Side Analysis, Non-Financial Performance Evaluation and the Accuracy of Short-Term Earnings Forecasts*. „Ernst&Young” nr 9/1996.
8. J. Naisbitt: *Megatrendy*. Poznań 1997 Zysk i S-ka.
9. D. O'Donnell, P. O'Regan, B. Coates: *Intellectual Capital: a Habermasian introduction*. „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 1, 2000.
10. R. Petty, J. Guthrie: *Intellectual Capital Literature Review Measurement, Reporting and Management*. „Journal of Intellectual Capital”, Vol.1, Issue 2, 2000.
11. T.A. Stewart: *Intellectual Capital, The New Wealth of Organizations*. Londyn 1998 Nicolas Brealey Publishing.
12. D.J. Teece: *Capturing Value from Knowledge Assets*. „California Management Review”, Special Issue on Knowledge and the Firm, vol. 40, nr 3/1998.

## Włodzimierz Wąsowski: Odsetki w banku

Warszawa 2000, Biblioteka Menedżera i Bankowca

W klasycznej kapitalistycznej gospodarce rynkowej stopa procentowa jest podstawowym przedmiotem dysput i rozpraw naukowych, zasadniczym tematem rozmów praktyków gospodarczych. Jest to bowiem cena kapitału. W Polsce jest to głównie przedmiot dociekań dziennikarzy, dotyczących spodziewanych posunięć Rady Polityki Pieniężnej. Jest to również radość lub zmartwienie dla kredytobiorców i deponentów, przy czym dla każdej ze stron odmiennie. W przypadku podwójnego zaangażowania danego podmiotu decyduje oczywiście saldo.

Książka Włodzimierza Wąsowskiego składa się z siedmiu rozdziałów, wstępu, zakończenia i bibliografii. Zdaniem Autora, przeznaczona jest głównie dla studentów ekonomicznych wydziałów szkół wyższych oraz pracowników banków. W moim osobistym przekonaniu, krąg odbiorców powinien być znacznie szerszy. Prawie każdy z nas ma do czynienia z bankiem (jednym lub kilkoma), w którym przechowuje oszczędności na rachunku bieżącym lub lokacie terminowej, dokonuje rozliczeń (płacąc np. czynsz), zaciąga kredyt na zakup sprzętu gospodarstwa domowego, samochód lub mieszkanie. Banki jako główny pośrednik finansowy oferują szeroki wybór produktów kredytowych i depozytowych, nie mówiąc o wciąż rozwijającym się segmencie bankowości inwestycyjnej, w tym dłużnych papierów wartościowych. Każdy z tych produktów ma swoją cenę. Tocząca się walka konkurencyjna z jednej strony oraz konieczność generowania nadwyżki ekonomicznej w postaci zysku z drugiej strony powodują, że rywalizacja cenowa o klienta staje się dla normalnego śmiertelnika coraz mniej zrozumiała. Ugruntowuje się w nim przekonanie, że pod wieloma nazwami, niekiedy egzotycznymi, oferuje się mu jeden i ten sam produkt, zaś nazwy oraz coraz bardziej wyrafinowane i rzekomo dążące do zera stopy procentowe służą jedynie do zwabienia go i wykorzystania. Stąd też książka Włodzimierza Wąsowskiego stanowi znakomity przewodnik po tej dżungli bankowej rywalizacji.

W rozdziale I Autor prezentuje czynniki makroekonomiczne wpływające na poziom stopy procentowej. Wyjaśnia, że stopa ta nie pojawia się niczym *deus ex machina* ani nie jest losowana z pudełka przez członków RPP. Opisuje rodzaje podstawowych stóp procentowych banku centralnego, a także przedstawia mechanizm kształtowania stóp procentowych w gospodarce. Przytacza wykresy, ilustrujące krzywe dochodowości oraz interpretuje ich kształt.

W rozdziale II przedstawiono, w zwięzły sposób, funkcjonowanie swoistego „sztabu” istniejącego w każdym z banków w postaci departamentu lub komitetu, przedkładającego zarządowi propozycje odnoszące się do polityki stóp procentowych. Niezbędny jest tu kompromis odmienny dla poszczególnych banków, dotyczący wyboru między ryzykiem a efektywnością. Im bardziej bezpieczny jest bank, tym mniej efektywny.

Rozdział III ma charakter techniczny. W instruktażowy sposób przedstawiono w nim rozliczne metody obliczania odsetek i z recenzenckiej rzetelności należą go zalecić do sumiennej lektury każdemu zainteresowanemu czytelnikowi, tj. każdemu klientowi banku.

Stara bankowa anegdota mówi, że zysk w banku kształtuje główny księgowy - stąd też rozdział IV poświęcony jest sposobom ujmowania odsetek w wyniku finansowym, a przede wszystkim ich ewidencji. Jest to klasyczny rozdział przeznaczony dla pracowników pionu księgowości, gdzie w niezwykle prosty sposób prezentowane są zawiłości „kuchni rachunkowości”.

„Każdy ma takiego fiskusa, na jakiego zapracował” - to w skrócie przedmiot rozważań rozdziału V, zajmującego się podatkowym aspektem odsetek. Wypracowanym dochodem musimy podzielić się z budżetem, a Autor prezentuje nam tu różne podejścia w tym zakresie.

Rozdział VI przedstawia odsetki jako instytucję prawną, która podlega regulacji oraz wszelakiego rodzaju interpretacjom.

W rozdziale VII opisano sposoby zarządzania ryzykiem stopy procentowej, adresując go do pracowników pionu ekonomicznego banków. W warunkach zmiennych stóp procentowych banki mają możliwość przerzucenia tego ryzyka na klientów. Wraz z obniżaniem się tempa wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych spadają także stopy rynkowe, co rozszerza zainteresowanie - przede wszystkim deponentów - stałymi stopami oprocentowania lokat terminowych. Banki zmuszone są do stosowania coraz bardziej wyrafinowanych metod zarządzania tym ryzykiem.

Książkę Włodzimierza Wąsowskiego przeczytałem z prawdziwą przyjemnością. Stanowi ona znakomity zbiór instrukcji i przykładów kształtowania cen produktów bankowych oraz szerzej zarysowanych czynników wpływających na ich poziom.

*rec. Adam Szafarczyk*

# Emisja monet i banknotów w 2000 roku

## MONETY

Monety przeznaczone na cele kolekcjonerskie

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
<b>monety niekruszcowe</b>					
2 zł dwuczęściowa: CuAl5Zn5Sn1 / CuNi25 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	2000 ROK	W centralnej części wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Wokół orła dekoracyjny relief. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA, u dołu półkolem oznaczenie roku emisji: 2000 oraz napis: 2 ZŁOTE. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części widoczne w zależności od kąta patrzenia stylizowane: księżyc i gwiazdy oraz oznaczenie roku: 2000 lub słońce i oznaczenie roku: 2001. W otoku napis: 2000 LAT	Robert Kotowicz	2.000.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	1000-lecie zjazdu w Gnieźnie	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-00, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowany wizerunek awersu denara Bolesława Chrobrego. Z prawej strony insygnia władzy: włócznia św. Maurycego oraz jabłko cesarskie. Wokół napis: 1000-LECIE ZJAZDU W GNIEŹNIE	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Robert Kotowicz	450.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	Zwierzęta świata - dudek - Upupa epops	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Pod orłem oznaczenie roku emisji: 2000, poniżej napis: ZŁ 2 ZŁ. Po bokach łap orła wizerunki flagi państwowej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek dudka siedzącego na wierzbie. W tle: wierzby, płot i chata. U góry z prawej strony półkolem napis: DUDEK - Upupa epops	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Roussanka Nowakowska	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	Wielki Jubileusz Roku 2000	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-00, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Na tle krzyża w centralnej części połączone greckie litery: X (chi) i P (rho) - monogram Chrystusa oraz A (alfa) i ω (omega) - wczesnochrześcijański symbol Jezusa Chrystusa. Pomiędzy ramionami krzyża, symbole Ewangelistów: człowiek i napis: Św. Mateusz, lew i napis: Św. Marek, byk i napis: Św. Łukasz oraz orzeł i napis: Św. Jan. W otoku napis: WIELKI JUBILEUSZ ROKU 2000	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Ewa Olszewska-Borys	1.500.000



Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	Zamki i pałace w Polsce - Pałac w Wilanowie	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, ujęty w kole z lilijkami. Po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20- 00. W otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA ZŁ 2 ZŁ. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek elewacji zachodniej pałacu w Wilanowie. Poniżej orzeł z herbem Jana III Sobieskiego na piersi. Z lewej strony fragment bramy pałacu z postacią Marsa Sarmackiego. U góry półkolem napis: PAŁAC W WILANOWIE	awers: Ewa Tyc- Karpińska  rewers: Andrzej Nowakowski	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	1000-lecie Wrocławia	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20- 00, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma perłkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Posąg św. Jana Chrzciciela na tle stylizowanej panoramy Wrocławia. U dołu półkolem napis: 1000- LECIE WROCŁAWIA	awers: Ewa Tyc- Karpińska  rewers: Roussanka Nowakowska	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	20-lecie NSZZ „Solidarność”	jw.	Z prawej strony wizerunki dwojga dzieci, z lewej napis: SOLIDARNOŚĆ / 1980-2000. W tle wizerunek fragmentu kuli ziemskiej ze stylizowaną siatką geograficzną oraz fragmentem zarysu Europy	awers: Ewa Tyc- Karpińska  rewers: Robert Kotowicz	750.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	Poczet królów i książąt polskich - Jan II Kazimierz 1648-1668	jw.	Popiersie króla Jana II Kazimierza. Z lewej strony półkolem napis: JAN II KAZIMIERZ, z prawej u dołu półkolem daty: 1648-1668	Ewa Tyc- Karpińska	450.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 φ 27 mm 8,15 g na boku napis: NARODOWY BANK POLSKI rozdzielony gwiazdką stempel zwykły	30. rocznica Grudnia '70	jw.	Z prawej strony fragment przedramienia z zaciśniętą pięścią. Z lewej strony napis: Grudniowy / bunt / robotniczy / 1970 r.	Ewa Tyc- Karpińska	750.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
<i>monety srebrne</i>					
10 zł dwuczęściowa: Ag 925/1000, rdzeń oksydowany φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	1000-lecie zjazdu w Gnieźnie	Z prawej strony w stylizowanym owale wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej oraz oznaczenie roku emisji: 2000. Z lewej strony stylizowany wizerunek awersu denara Bolesława Chrobrego. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA. Poniżej napis: 10 ZŁ. U dołu półkolem napis: POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowane wizerunki siedzących: Bolesława Chrobrego i Ottona III. W tle ornament i fragmenty architektury romańskiej. Powyżej półkolem napis: 1000-LECIE. U dołu stylizowany lew na wici roślinnej. W otoku napis: ZJAZDU W GNIEZŃNIE	Robert Kotowicz	32.000
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g na boku napis: WIELKI JUBILEUSZ ROKU 2000 dwukrotnie powtórzony, rozdzielony gwiazdkami stempel lustrzany	Wielki Jubileusz Roku 2000	W centralnej części wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej na tle stylizowanej rozety. Poniżej napis: 10 ZŁ. W otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA 2000. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Na tle krzyża w centralnej części połączone greckie litery: X (chi) i P (rho) - monogram Chrystusa oraz A (alfa) i ω (omega) - wczesnochrześcijański symbol Jezusa Chrystusa. Pomiędzy ramionami krzyża, symbole Ewangelistów: człowiek i napis: Św. Mateusz, lew i napis: Św. Marek, byk i napis: Św. Łukasz oraz orzeł i napis: Św. Jan. W otoku napis: WIELKI JUBILEUSZ ROKU 2000	Ewa Olszewska-Borys	60.000
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	1000-lecie Wrocławia	Na tle stylizowanego wizerunku ratusza we Wrocławiu wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Nad orłem z prawej strony oznaczenie roku emisji: 2000. Z lewej strony orła napis: 10 oraz półkolem: ZŁOTYCH. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek herbu Wrocławia wkomponowany we fragment portalu. U dołu półkolem napis: 1000-LECIE WROCŁAWIA	Roussanka Nowakowska	32.000
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	20-lecie NSZZ „Solidarność”	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-00, pod orłem napis: ZŁ 10 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony pięcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Z prawej strony wizerunki dwojga dzieci, z lewej flaga państwowa wykonana białą i czerwoną emalią oraz napis: SOLIDARNOŚĆ / 1980-2000. W tle wizerunek fragmentu kuli ziemskiej ze stylizowaną siatką geograficzną oraz fragmentem zarysu Europy	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Robert Kotowicz	40.000
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich - Jan II Kazimierz - 1648-1668	jw.	Popiersie króla Jana II Kazimierza. Z lewej strony półkolem napis: Jan II Kazimierz 1648-1668	Ewa Tyc-Karpińska	20.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich - Jan II Kazimierz - 1648-1668	ju.	Półpostać króla Jana II Kazimierza. Po bokach wizerunku daty: 1648, 1668. U dołu półkolem napis: Jan II Kazimierz	Ewa Tyc-Karpińska	14.000
10 zł Ag 925/1000 φ 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	130. rocznica powstania Muzeum Polskiego w Rapperswilu	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Poniżej orła napis: ZŁ 10 ZŁ. Z lewej strony stylizowany wizerunek fragmentu Zamku Rapperswilskiego, z prawej strony stylizowany wizerunek fragmentu Zamku Królewskiego w Warszawie. U góry napis: RZECZPOSPOLITA / POLSKA/ ROK 2000. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowany wizerunek fragmentu Kolumny Barskiej; fragment trzonu, głowica, kula i orzeł. Z lewej strony napis: MAGNA / RES / LIBERTAS oraz półkolem napis: MUZEUM POLSKIE. Z prawej strony napis: 1870 / 2000 oraz półkolem napis: W RAPPERSWILU	Ewa Olszewska-Borys	25.000
10 zł Ag 925/1000 - oksydowane φ 32,00 mm 14,14 g na boku napis: GDAŃSK, GDYNIA, SZCZECIN, ELBLĄG, SŁUPSK rozdzielone gwiazdkami stempel zwykły	30. rocznica Grudnia '70	Z lewej strony wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. W centralnej części bruk, na nim stylizowany wizerunek godła Rzeczypospolitej Polskiej. Poniżej napis: 10 zł. U góry półkolem napis: Rzeczpospolita Polska, poniżej rok emisji: 2000. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części bruk, na nim stylizowane sylwetki ludzi. U góry napis: 30. rocznica / Grudnia '70	Ewa Tyc-Karpińska	37.000
20 zł Ag 925/1000 φ 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel lustrzany	Zwierzęta świata - dudek - Upupa epops	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Pod orłem oznaczenie roku emisji: 2000, poniżej napis: ZŁ 20 ZŁ. Po bokach łap orła wizerunki flagi państwowej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek dudka siedzącego na wierzbie. W tle: wierzby, plot i chata. U góry z prawej strony półkolem napis: DUDEK - Upupa epops	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Roussanka Nowakowska	24.000
20 zł Ag 925/1000 φ 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel lustrzany	Zamki i pałace w Polsce - Pałac w Wilanowie	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, ujęty w kole z lilijkami. Po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-00. W otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA ZŁ 20 ZŁ. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek elewacji zachodniej pałacu w Wilanowie. Poniżej orzeł z herbem Jana III Sobieskiego na piersi. Z lewej strony fragment bramy pałacu z postacią Marsa Sarmackiego. U góry półkolem napis: PAŁAC W WILANOWIE	awers: Ewa Tyc-Karpińska  rewers: Andrzej Nowakowski	24.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
<b>monety złote</b>					
100 zł Au 900/1000 φ 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	1000-lecie zjazdu w Gnieźnie	Z prawej strony w stylizowanym owalu wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej oraz oznaczenie roku emisji: 2000. Z lewej strony stylizowany wizerunek awersu denara Bolesława Chrobrego. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA. Poniżej napis: 100 ZŁ. U dołu półkolem napis: POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowane wizerunki siedzących: Bolesława Chrobrego i Ottona III. W tle ornament i fragmenty architektury romańskiej. Powyżej półkolem napis: 1000-LECIE. U dołu stylizowany lew na wici roślinnej. W otoku napis: ZJAZDU W GNIEŹNIE	Robert Kotowicz	2.200
100 zł Au 900/1000 φ 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich - Jan II Kazimierz - 1648-1668	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 2000, pod orłem napis: ZŁ 100 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Popiersie króla Jana II Kazimierza. Z prawej strony ukośnie napis: Jan II Kazimierz / 1648-1668	Ewa Tyc-Karpińska	2.000
100 zł Au 900/1000 φ 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich - Jadwiga 1384 - 1399	jw.	Popiersie królowej Jadwigi, półkolem u góry napis: JADWIGA 1384-1399	Stanisława Wątróbska-Frindt	2.000
200 zł trzydziestu: Au 900 / Ag925 /Au900 φ 27,00 mm 13,60 g bok: gładki stempel lustrzany	2000 ROK	W centralnej części stylizowany wizerunek kuli ziemskiej oraz orbit. Poniżej oznaczenie roku emisji: 2000. Powyżej z lewej strony wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. W otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA 200 ZŁ. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowana kompozycja fragmentów: zapisu liczb w systemie dwójkowym, obwodu drukowanego, cząsteczki DNA oraz zderzenia cząstek elementarnych. Na wewnętrznym pierścieniu monety napis: ROK 2000	Ewa Tyc-Karpińska	6.000
200 zł Au 900/1000 φ 27,00 mm 15,50 g bok: gładki stempel lustrzany	1000-lecie zjazdu w Gnieźnie	Z prawej strony w stylizowanym owalu wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej oraz oznaczenie roku emisji: 2000. Z lewej strony stylizowany wizerunek awersu denara Bolesława Chrobrego. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA. Poniżej napis: 200 ZŁ. U dołu półkolem napis: POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowane wizerunki siedzących: Bolesława Chrobrego i Ottona III. W tle ornament i fragmenty architektury romańskiej. Powyżej półkolem napis: 1000-LECIE. U dołu stylizowany lew na wici roślinnej. W otoku napis: ZJAZDU W GNIEŹNIE	Robert Kotowicz	1.250

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (w sztukach)
		Awers	Rewers		
200 zł Au 900/1000 φ 27,00 mm 15,50 g bok: gładki stempel lustrzany	1000-lecie Wrocławia	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Obok prawej łapy orła oznaczenie roku emisji: 2000. Wokół orła oraz oznaczenia roku emisji nieregularny ornament z perełek. U dołu półkołem napis: 200 / ZŁOTYCH. U góry półkołem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA rozdzielony gwiazdkami. W otoku nieregularny ornament z perełek. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowany wizerunek św. Jana Chrzciciela z herbem Wrocławia. Wokół wizerunku nieregularny ornament z perełek oraz napis: TYSIĄCLECIE WROCŁAWIA rozdzielony gwiazdkami. W otoku nieregularny ornament z perełek	Roussanka Nowakowska	2.000
200 zł Au 900/1000 φ 32,00 mm 23,32 g bok: gładki stempel lustrzany	20-lecie NSZZ „Solidarność”	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-00, pod orłem napis: ZŁ 200 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Z prawej strony wizerunki dwojga dzieci, z lewej napis SOLIDARNOŚĆ wykonany czerwoną i białą emalią oraz napis: 1980-2000. W tle wizerunek fragmentu kuli ziemskiej ze stylizowaną siatką geograficzną oraz fragmentem zarysu Europy	Robert Kotowicz	2.500

Podczas XXI Konferencji Dyrektorów Mennic, która odbyła się w Canberze w dniach 2-5 września 2000 r. dwie polskie monety upamiętniające „ROK 2000”: niekruszcowa o nominale 2 zł oraz moneta trzyczęściowa: złoto-srebrno-złota o nominale 200 zł, zostały nagrodzone jako najlepsze na świecie pod względem technicznym.

### Monety powszechnego obiegu

W 2000 r. wybito następujące monety powszechnego obiegu z rokiem emisji 2000:

1 gr, 2 gr, 5 gr, 10 gr i 20 gr.

Narodowy Bank Polski nie podaje do ogólnej wiadomości ilości wybitych monet powszechnego obiegu.

### BANKNOTY

W 2000 r. Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych SA wyprodukowała i dostarczyła do NBP następujące nominały banknotów: 10 zł, 20 zł, 50 zł, 100 zł i 200 zł. Ilość wyprodukowanych banknotów, analogicznie jak ilość monet powszechnego obiegu, nie jest podawana do ogólnej wiadomości.

*oprac. Krystyna Jackowska*



## The Relationship Between Money and Prices in the Polish Economy - the $\Pi$ - star Approach"

Michał Brzoza-Brzezina, Jacek Kottowski

Within the framework of a modified version of the P-star model (Hallman, Porter, Small 1991) we check, whether a long run relationship between the rate of inflation and the growth rate of money supply existed in Poland in the period 1993-2000. Relying on cointegration analysis, we choose combinations of monetary aggregates and inflation measures that best describe the long run relationship of money and prices. The cointegrating equations, estimated with Johansen tests are used to build vector error correction models and to estimate the influence of the inflationary

gap on future inflation. The results confirm a strong relationship between M1 and various measures of inflation. Surprisingly, the performance of M2, having been indirect target and reference value for monetary policy in the 90's, proved very weak.

### Authors' e-mails:

Michał.Brzoza-Brzezina@nbp.x400.net.pl

and

jkotlo.sgh.waw.pl

## Legal Aspect of Euro Introduction and Operation

Anna Górska

The introduction, on the 1 January 1999, of the new common currency in the member states of the Economic and Monetary Union had to be preceded by the creation of the appropriate legal infrastructure, in terms of both primary and secondary sources of Union law. The euro regulations are precursory, as there is no previous history of a common currency acting as both unit of account in non-cash settlements and legal tender.

General issues pertaining to the establishment of the monetary union are covered by the European Union Treaty of February 7, 1992, which amends and supplements the Rome Treaty on the EEC with a view to the Economic and Monetary Union. The provisions of the EU Treaty regulate euro issues in a broad way and provide a basis for specific regulations (the executory acts). The key of those include: Council Regulation on certain provisions relating to the introduction of the euro No. 1103/97 of 17 June 1997 (popularly termed „Euroregulation I”) as well as Council Regulation No. 974/98/WE of May 3, 1998 on the introduction of the euro (called „Euroregulation II”). Those regulations concern primarily the so-called transition period, that is the period between 1 January 1999 and 31 December 2001. During this period, both national currencies and the euro will be in use in the EMU market. To guarantee the transparency and security of the law at the dual circulation stage, specific rules have been elaborated, such as that of legal equivalence of the euro and national currencies, of the continuity of legal provisions and contracts, rules concerning the determination of the value of payments and their execution in trade relations, currency conversion to the euro and procedures for rounding up amounts.

The above principles are considered to be of such significance to the continued transparency of the law that they have been adopted at the Community level. Union regulation has also been passed on technical aspects of euro currency issue, namely

Regulation No. 975/98/WE of 31 December 1998 on denominations and technical specifications of euro coins to be launched - as well as issues relating to exchange rates: Regulations No. 2866/98 of 3 May 1998 regarding euro exchange rates against the national currencies of the countries introducing the new currency. While basic problems linked to the euro have already been regulated, *de lege ferenda* postulates include provisions concerning crime against the new currency (a framework regulation was admittedly passed in May 2000, tightening penalties for money counterfeiting).

The key issues of euro launch, regulated at the Union level, are of *jus cogens* nature. Some member countries have integrated the relevant Union laws into their national systems. In Germany, for example, the basic acts include the Act on the Introduction of the Euro of 9 June, 1998 and the Ministry of Finance Regulation of 28 April 1997: The Introduction of the Euro to the Legislation and Public Administration. They deal primarily with problems of discount rates, consequences of a joint currency to the law enforcement system, company law, accounting law, liabilities and debt convergence.

The introduction of a joint currency in the Economic and Monetary Union has created the need to adjust the relevant elements of the Polish law. The issues regulated so far include - pursuant to Art. 30 of Foreign Exchange Law of 18 December 1998 - the automatic conversion of the ECU to the euro as well as, partially, the principle of continuity of law provisions and contracts. Another act passed in connection with the euro is the Regulation of the President of the National Bank of Poland No. 21/98 of 31 December 1998 concerning the list of convertible currencies. Draft Act on the consequences of the introduction of the common currency in some EU member states is under government consideration at the moment. The Act will regulate issues directly relating to the Polish law system resulting from the introduction of the new currency.

## Bank Deposit Guarantee System in France

Ryszard Wierzbą

The system of deposit guarantees is considered to be an important factor of stability of the banking sector. Bank deposits in France, like in other EU member states, are secured by guarantees. However, until 1999 there existed nine different guarantee systems which, in the event of a bank's bankruptcy, allowed the depositor a compensation of up to FFr 400,000 (approx. euro 67,000). Within one of the main guarantee system, the ABF, which covered commercial banks, funds required to pay the compensation were only raised after a bank had actually gone out of business. Those funds were derived from contributions by banks, proportional to the amount of deposits accumulated. In 1999, the French deposit guarantee system was reformed, and a single Deposit Guarantee

Fund was created. All banks operating in France are obliged to participate in the Fund, which is managed by representatives of the banking community. The Fund cooperates with the banking supervision body, but is independent of it. Financial resources of the Fund are generated through the issue of Member's Certificates of Deposit and annual contributions by the banks. The contributions are paid *ex ante*, i.e. before any bankruptcy actually takes place. Novel solutions include tying the contributions not only to the amount deposits accumulated by a given bank, but also the risk associated with it. The degree of risk is evaluated according to several measures. The main task of the Fund is to provide compensation of up to 70,000 euros as well as prevent of bank bankruptcies.

## Provisioning for Bank Risk in the Light of Regulation by the Committee for Banking Supervision

*Malgorzata Zaleska*

Provisions are a traditional instrument of risk management, and are created to minimize the potential negative effects of banking operations. Additionally, they have an impact on the financial performance of the bank. They also represent the principle of prudence working in practice.

As there are no international standards for either loan classification or provisioning, and international regulations in the area are virtually non-existent, the paper focuses on the general trends and the Polish solutions to the problem. The author analyses the subsequent regulatory changes by the Committee for Banking Supervision and their impact on the conditions for the operation of banks.

In general terms, the tendency in the world is for the banks to determine the desired coverage ratio themselves. The supervising bodies tend to retain the right to assess the level of provisions *ex post*. In the European Union, only the Spanish and Portuguese supervising bodies impose a minimum level of provisions on their banks, expressed as a percentage of loans granted (R.Wierzba: *Harmonizacja nadzoru bankowego w UGIW*. „Bank” nr 10/2000, p. 27).

In Poland, regulation relating to loan classification and provisioning has been particularly volatile. Determined by external authorities, during the 90s it was the most frequently amended regulation (seven times by the Central Bank and four times by the Committee for Banking Supervision).

The most significant changes introduced by the Committee regulations included:

- introducing, in terms of recoverability, a new category of loan („watch list”)
- defining the concept of threatened loans as non-performing, doubtful and bad ones;
- extending the list of reductions to the provision base;
- imposing the duty to provision for consumer loans under normal circumstances, for „watch list” loans and amounts due from the State Treasury.

However, the main issue to be resolved is the legality of Committee regulations, including those relating to provisions for bank risk.

The obligation to create provisions for new categories of loans has put banks under additional strain. The effect was somewhat moderated by allowing more types of collateral reduce the base for compulsory provisioning.

Obviously, the higher the provisioning base, the higher minimum percentage level of provisions. Also, the fewer provisions classified as expense, the less bank-friendly is the provisioning system - in terms of banks' financial performance.

Notwithstanding the principles adopted in classifying loans and provisioning, the choice of methods to manage bank risk should be made with a view to the bank's safety and economic performance.

## Derivative Credit Instruments (Part I) Definition and Types of Derivative Credit Instruments

*Krzysztof Jackowicz*

Derivative credit instruments belong to the most significant innovations seen by the financial system in recent years. Their introduction has made it possible to trade in credit risk in isolation from other types of risk. Rapidly rising volumes of trading in derivative credit instruments - combined with the variety of their forms and hence of applications - attracts considerable interest from both researchers and economic agents. So far, those instruments have been used chiefly by banks, but they can equally well serve risk management purposes in other financial institutions or larger non-financial organizations. The paper, presenting the review of basic issues of derivative credit instruments, covers a vast ground and has therefore been divided in two parts. The current issue of „Bank i Kredyt” presents only the first part; the second one

will be published in the April issue. In the first chapter, the author presents derivative credit instruments as part of a broader development in risk management methods. This primarily involves a shift in emphasis from managing the risk of individual assets to managing the risk of the entire portfolio. Moreover, it results in increasing use of external, publicly available information as well as commercial products designed to measure credit risk. In the subsequent chapters, the author seeks to define derivative credit instrument by critically reviewing the definitions encountered in the literature of the field. He also presents the construction and operation of the basic types of derivative credit instruments: credit default swaps, total return swaps, credit spread options as well as credit-linked notes.

## The Problems of the Polish Capital Market

*Miroslaw Dusza*

The paper presents the evolution of categories of problems accompanying the development of the Polish capital market in the 90s. The first few years were typified by fundamental problems such as the psychological, legal-institutional, capital and human resource barriers. When these had been overcome - more or less completely - the market was gradually dominated by „second generation” problems pertaining to this phase of market development. Before analysing the current problems categories, the author provides a description of the Polish capital market at the turn of the years 2000 and 2001.

In terms of institutions, its structure is not very different from that of the mature capital markets. It consists of: the Securities and

Exchanges Commission, the Stock Exchange, the OTC market and the settlement systems. Against this backdrop, the author discusses the problems typical of the current operation of the market. While these relate to many different aspects and sectors of the market, the paper gives broader treatment to the following issues:

- 1) market liquidity,
- 2) ineffective corporate governance in the lower-capitalization companies which do not have a strategic investor,
- 3) market depth, both on the supply side (new issues) and the demand side (the growth of the institutional investor sector),
- 4) capital market crime.

The final part of the paper provides a brief review of problems

relating to politics or macroeconomics, such as:

- 1) the political situation,
- 2) financial crises in the emerging markets,
- 3) fiscal and monetary policies,
- 4) the situation in key world markets, with the prevailing impact of the American market.

The author concludes with the proposition that further evolution will bring problems characteristic of fully-fledged capital markets. They will result primarily from the country's economic situation. It is therefore necessary to keep in mind J.K. Galbraith's statement that it is the economy which gives rise to problems in the capital market, which only reflects the overall economic performance.

## Intra-industry Trade vs. Cournot Oligopoly

*Elżbieta Czarny, Agnieszka Rusinowska*

The authors analyse the intra-industry trade with an identical product. Their analysis is based on models of Brander (1981), and Brander - Krugman (1983). They are concerned with the international duopoly created after liberalizing of economies of two countries, in which the industries producing analyzed product are local monopolies. The authors show why both local monopolists are invading into the foreign markets and present consequences of resignation of such an

invasion. They also discuss conditions under which trade with an identical product is social beneficial for both trading countries. The authors show that in the model with zero transport (or transaction) costs the bilateral intra-industry trade with identical product is beneficial for both countries. However by transport (transaction) cost greater than zero, there is a marginal transport cost, after achieving which trade wouldn't be beneficial any longer.

## The History of Central Banking - France

*Wojciech Morawski*

The Bank of France was established in 1800. Its creation was to contribute to the stabilization sought by Napoleon after the stormy revolution period. Earlier, at the beginning of the 17th century, France had experienced a bout of massive speculation connected with the introduction of paper money and the activities of John Law. The Bank of France, formed as a joint stock company, never enjoyed the degree of independence granted to Bank of England. In

1945, it was nationalized. In 1973, reforms were initiated, aiming at a gradual restoration of its independence. The French experience includes not only 200 years of central banking, but also three attempts to act as a leader of a currency group. The first of them was the Latin Monetary Union of the 19th century, the second - the Gold Bloc of the 30s, and the third - the franc zone created after World War II.

## Intellectual Capital

*Amir Fazlagić*

The paper discusses the impact of new approach to company assets on the banking system. Special attention is given to the measurement and valuation of intangible assets in the modern companies of the post-industrial era. Traditional paradigms of management of the industrial era, based on material sources of value (land, labour and capital) prove inadequate in describing new developments such as the rise and expansion of intellectual capital and the problem of its management.

Economic activity has so far been described and classified through the system of accounts held by organizations. The existing accounting system was developed largely with a view to capture, as accurately as possible, the flow and accrual of value in industrial companies. Yet, according to many researchers, the industrial era is probably in its twilight. The new economy businesses have specific features. They tend to operate in services. The fixed assets figuring on their balance sheets are rather modest, typically including the computer system and the office. The essential assets consist in employees' intellectual capabilities, as well as their professional connections and reputation. Such companies operate through

networks and do not have to spend vast amounts on advertising and public relations.

The paper presents an overview of concepts within the theory of intellectual capital in enterprises. A balance sheet - even with intangible assets featuring on it - provides only a static measure. In order to take a full advantage of the new approach to company assets, it is necessary to introduce intellectual capital management accounting. In practice, this is done through conducting intellectual capital accounts. Financial flows between those resemble the flows between the traditional accounts. Based on such accounts, it is easier to justify a decision - otherwise contestable - to invest a financial surplus into an „intellectual asset” instead of paying it to shareholders as dividend.

The introduction of intangible (intellectual) asset measurement and reporting is a major qualitative breakthrough in the way companies are described in the market. A future-oriented management approach requires that current practice of simple trend analysis and forecasting is abandoned.