

prof. nadzw. dr hab. Stanisław Flejterski



Zaproszenie do napisania tego wstępnego eseju dotarło do mnie podczas sierpniowego pobytu naukowego w Instytucie Bankowości i Finansów Wolnego Uniwersytetu w Berlinie. Dla akademickiego finansisty, byłego wieloletniego menedżera bankowego, taka kilkutygodniowa podróż to świetna okazja do zapoznania się z setkami najnowszych publikacji anglo- i niemieckojęzycznych z dziedziny szeroko rozumianych finansów, a także do rozmów z tamtejszymi uczonymi, z dyrektorem Instytutu prof. Lutzem Kruschwitz'em na czele. Oczywiście, rozmawialiśmy o finansach: zarówno o realnych zjawiskach i procesach finansowych w Niemczech, w Polsce i w USA, jak i o tendencjach w nauce finansów, a ściślej w naukach finansowych. Niektórzy nieprzypadkowo twierdzą, że finanse są współcześnie najważniejsze, najciekawsze i najtrudniejsze. Finanse globalne i międzynarodowe, finanse publiczne - zarówno te „rządowe”, jak i samorządowe (regionalne i lokalne) - finanse rynków finansowych, z kapitałowym na czele, finanse banków (banku centralnego, banków komercyjnych, uniwersalnych i wyspecjalizowanych, banków spółdzielczych, banków inwestycyjnych), finanse ubezpieczeń społecznych i gospodarczych, finanse przedsiębiorstw (zarówno corporate finance, jak i finanse małych i średnich przedsiębiorstw, w wydaniu niemieckim tzw. Mittelstand), finanse organizacji i instytucji typu non-profit (np. kościołów, partii politycznych etc.), wreszcie - last but not least - finanse gospodarstw domowych.

Zadaniem wymienionych subdyscyplin finansowych jest opisywanie i objaśnianie natury zjawisk finansowych, a ponadto sformułowanie twierdzeń, „jak być powinno” i „co robić, aby było tak, jak być powinno”. Finanse są w gruncie rzeczy dyscypliną przed wszystkim utylitarną, zorientowaną na udzielanie praktycznych odpowiedzi politykom, menedżerom, inwestorom etc. Wiele, bardzo wiele zależy od stopnia dojrzałości badań uprawianych w ramach nauk finansowych, zarówno analiz, syntez, jak i prognoz. Kiedyś jeden z ekonomistów wygłosił znamienne, nieco paradoksalną opinię, że „biznes, również finansowy, tak naprawdę nie ma żadnego podłoża teoretycznego, zaś wszelkie rozważania na ten temat to zwykłe wodolejstwo”. Jeśli być konsekwentnym, to w takim razie finanse uważać należałoby zaledwie za technikę podejmowania decyzji o transakcjach finansowych, tak publicznych, jak i prywatnych. Bylem i jestem odmiennego zdania, uważając tę opinię za zbyt uproszczoną i nieuprawnioną. Myślę, że roli dobrej teorii dla biznesu finansowego nie sposób przecenić, co w innym ujęciu brzmi: „teoria bez praktyki jest jałowa, praktyka bez teorii ślepa”.

Wiemy coraz więcej, ale... Stan finansów publicznych i prywatnych w Polsce jaki jest, każdy (prawie każdy?) widzi. Jak je porównać z finansami USA, Japonii, Niemiec czy też innych państw Unii Europejskiej? Te kraje też mają, miały i będą mieć swoje problemy gospodarcze i finansowe. Przykłady można mnożyć, choćby te ze współczesnej gospodarki niemieckiej: stan finansów Berlina czy też trudności landów wschodniemieckich.

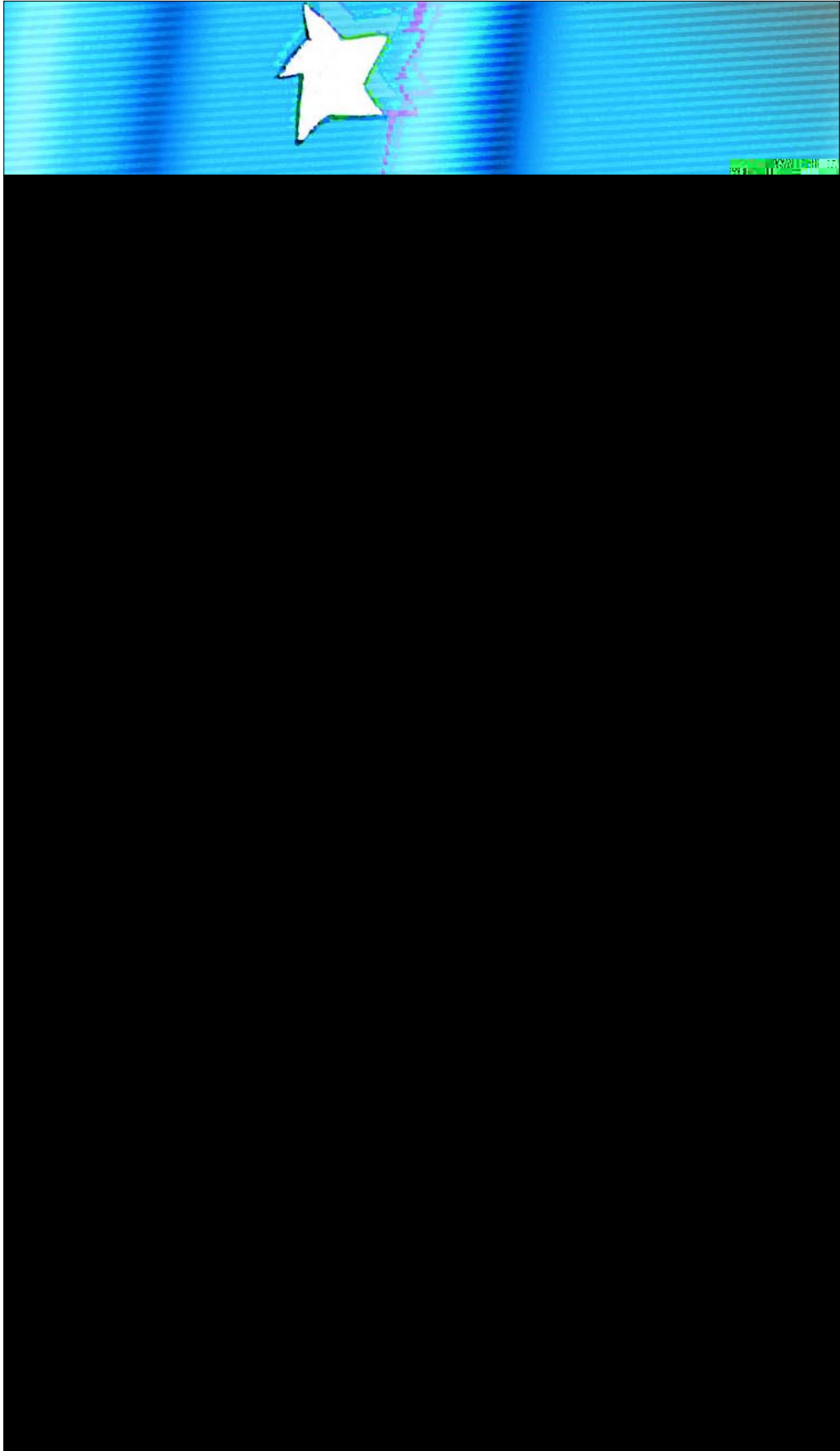
Rozmawialiśmy w Berlinie również o jednej z najbardziej pasjonujących kwestii metodologicznych, mianowicie o tzw. Uebertragbarkeit, czyli możliwości transferu wzorców i modeli między krajami znajdującymi się w różnych stadiach rozwoju. Czy tzw. amerykański model nadaje się do zastosowania w warunkach europejskich, niemieckich, a tym bardziej polskich? Co byłoby bardziej odpowiednie dla Polski „tu i teraz”, jesienią 2001 r.: podejście amerykańskie z dominującą rolą giełdy papierów wartościowych w przemyśle finansowym, czy też niemieckie, odznaczające się supremacją banków („banki, banki ponad wszystko”). Różnice między Niemcami a USA są oczywiste, podobnie jak między USA a Polską oraz między Niemcami a Polską.

Współczesne finanse nie przystają do prostych, spójnych wzorców, do stereotypów myślowych, często natomiast wydają się - na pierwszy rzut oka - bezładne i nielogiczne. Z uwagi na złożoność przedmiotu analizy niesłuszne z metodologicznego punktu widzenia byłoby tworzenie uniwersalnych modeli czy też formułowanie kategoriycznych ponadczasowych ocen i konkluzji (bardziej uprawniona jest więc „heterodoksja” zamiast „ortodoksji”). Jedno jest pewne: roli poprawnej metodologii w naukach ekonomicznych, w tym finansowych, nie sposób przecenić. Podobnie jak roli pokory i skromności, gdy chodzi o wszelkie prognozy i obietnice.

prof. nadzw. dr hab. Stanisław Flejterski

Prodziekan ds. Nauki

Kierownik Zakładu Bankowości i Finansów Porównawczych
na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego



Wiktor Zajkowski GAD

BANK I KREDYT

wrzesień
2001

- 4 Leokadia Oręziak** Tendencje w rozwoju rynku finansowego w ramach obszaru euro
- 16 Michał Rubaszek, Dobromił Serwa** Prognozowanie kursu walutowego. Model nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych
- 26 Wojciech Morawski** Historia bankowości centralnej - Bundesbank i jego poprzednicy
- 34 Kamilla Marchewka** Cele i niezależność polityki zarządzania długiem publicznym - doświadczenia wybranych krajów
- 46 Wojciech Pacho** Ekonomiczna teoria biurokracji
- 52 Małgorzata Zaleska** Kryzys w japońskim systemie bankowym
- 61 Andrzej Karpio** Kredyt o stałym strumieniu rat kapitałowych
- 65 Rafał Walkiewicz** Rynek bankowości inwestycyjnej - kontrakt banków komercyjnych
- 72 Praca zbiorowa pod red. J. Głuchowskiego.** Leksykon finansów
rec. **Stanisław Flejterski**
- 74 Summaries**

ABC bankowe

Leokadia Oręziak Główne waluty międzynarodowe

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 miejsc zamieszkania lub siedziby prenumeratorki

(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.

Tendencje w rozwoju rynku finansowego w ramach obszaru euro

Leokadia Oręziak

Euro jako waluta Unii Gospodarczej i Walutowej

Z początkiem 2002 r. miną 3 lata od ustanowienia obszaru (strefy) euro, obejmującego obecnie 12 krajów Unii Europejskiej (UE). Zgodnie z Traktatem o Unii Europejskiej, podpisanym w Maastricht w lutym 1992 r., UE jest jednocześnie Unią Gospodarczą i Walutową (*Economic and Monetary Union* - EMU). UGW tworzona była w trzech etapach¹. Przejście do trzeciego, finalnego etapu nastąpiło z dniem 1 stycznia 1999 r. i oznaczało definitywne zrzeczenie się przez poszczególne kraje prawa do emisji własnego pieniądza. Prawo to przejął bank centralny UGW - Europejski System Banków Centralnych (ESBC), będący instytucją ponadnarodową. Obszar euro skupia te kraje UE, które stały się pełnoprawnymi członkami UGW. Najpierw krajów tych było 11, a od stycznia 2001 r. dołączyła do nich Grecja. Poza obszarem euro (określanym też nieoficjalnie jako Euroland) pozostają ciągle Dania, Szwecja i Wielka Brytania. Są to kraje członkowskie UGW, w stosunku do których stosuje się odstępstwa od obowiązujących w tej unii zasad („*Member States with a derogation*”).

Obszar euro od samego początku (czyli od 1999 r.) jest obszarem jednawalutowym. Wynika to z faktu, że waluty narodowe krajów członkowskich straciły samodzielny byt ekonomiczny i faktycznie zostały zastąpione nowym pieniądzem - euro. Faktu tego nie podważa to, że funkcjonują jeszcze w obiegu banknoty i monety walut narodowych. Kluczowe znaczenie ma to, że relacje wymienne między euro a tymi walutami (tzw. kursy konwersji) są nieodwracalnie usztywnione, co oznacza, iż waluty krajów członkowskich są swego rodzaju częściami euro. Wycofanie z obiegu banknotów i monet walut narodowych krajów obszaru euro definitywnie zamknie cały proces przechodzenia na nowy

pieniądz. Zgodnie z Traktatem z Maastricht, ma to nastąpić najpóźniej do połowy 2002 r., a faktycznie planuje się sfinalizować te działania w ciągu pierwszych 6 - 8 tygodni przyszłego roku.

Bank centralny UGW - Europejski System Banków Centralnych - skutecznie realizował dotychczas politykę pieniężną nastawioną na stabilność cen. Inflacja na obszarze euro była w minionym okresie bardzo niska: w 1999 r. 1,1%, w 2000 r. 2,3%, zaś w marcu 2001 r. 2,6%. Rezultaty te udało się osiągnąć przy stopie wzrostu gospodarczego wynoszącej w 1999 r. 2,5%, a w 2000 r. 3,4%. Wzrost gospodarczy na obszarze euro w 2001 r. szacowany jest na poziomie 2,8%. Te stosunkowo korzystne wyniki w dziedzinie koniunktury gospodarczej sprzyjały z kolei redukcji stopy bezrobocia w krajach członkowskich. W 1999 r. w odniesieniu do całego obszaru kształtowała się ona na poziomie 9,9%, w 2000 r. 9,0%, w 2001 r. ma zaś wynieść 8,5%². Wzrost stopy inflacji w 2000 i 2001 r. uwarunkowany był głównie wzrostem cen ropy naftowej oraz tendencją spadkową kursu euro wobec dolara amerykańskiego. Ten ostatni czynnik sprzyjał ekspansji eksportowej firm z krajów obszaru euro, zwłaszcza w 2000 r., gdy łączny eksport obszaru euro wzrósł o 11,8% (w 1999 r. o 4,6%)³. Te korzystne wyniki makroekonomiczne sprzyjały rozwojowi rynku finansowego na obszarze euro.

Istota jednolitego rynku finansowego w ramach Unii Europejskiej

Jednolity rynek finansowy w ramach Unii Europejskiej (*Single Financial Market*) stanowi element jednolitego rynku wewnętrznego towarów, usług, osób i kapitałów, a szerzej biorąc zintegrowanej przestrzeni gospodarczej, bez wewnętrznych granic dzielących kraje

¹ Zob. szerzej: L. Oręziak: *Euro - nowy pieniądz*. Warszawa 1999 Wydawnictwo Naukowe PWN.

² Por. „EC Economic Data Pocket Book” (Monthly, European Commission, Eurostat) nr 4/ 2001.

³ Tamże.

Tabela 1 Rola głównych źródeł finansowania na obszarze euro, w Wielkiej Brytanii i w Stanach Zjednoczonych (stan na koniec 1999 r., w % PKB)

	Obszar euro*	Wielka Brytania	Stany Zjednoczone
Kredyty bankowe	132	124	77
Papiery wartościowe	177	262	345
w tym: - papiery dłużne	90	64	166
- akcje	87	198	179

* Obszar euro nie obejmuje tu Grecji, gdyż weszła ona w jego skład od 2001 r.

Źródło: zestawienie własne na podstawie: *Le rôle des établissements de crédit dans un marché des capitaux en mutation*. „*Courrier ...conomique et Financier*” (KBC Banque & Assurance, Bruxelles), nr 5, 18 maja 2001 r.

członkowskie. Stworzenie tej przestrzeni jest rezultatem trwającego już ponad pół wieku procesu integracji gospodarczej. Warto jednak zauważyć, że Unia Europejska ciągle jeszcze nie jest - i pewnie długo nie będzie - tak jednolitym obszarem gospodarczym, jak np. Stany Zjednoczone. Można jednak oczekiwać, że dalszy proces integracji gospodarek krajów członkowskich w jeden wielki organizm sprzyjać będzie eliminacji istniejących jeszcze barier w swobodnym przepływie towarów i usług oraz czynników produkcji w ramach Unii.

Jeśli chodzi o proces scalania narodowych rynków finansowych w jeden wielki rynek finansowy Unii, to był on trudny i długotrwały i faktycznie nie został jeszcze zakończony. W jego ramach wydane zostały liczne dyrektywy, regulujące poszczególne segmenty rynku i tworzące minimum zharmonizowanych regulacji prawnych umożliwiających instytucjom finansowym rozwój działalności na terytorium całej Unii Europejskiej⁴.

Wraz z postępem działań legislacyjnych i organizacyjnych, zmierzających do przekształcenia Unii Europejskiej w jednolity rynek finansowy, coraz wyraźniejsza stawała się także świadomość, że koniecznym warunkiem pożądanej integracji rynków narodowych jest wyeliminowanie granic walutowych dzielących kraje członkowskie. Ryzyko związane ze zmiennością kursów walutowych stanowiło istotną barierę pozyskiwania funduszy, jak też lokowania ich za granicą. Jeśli chodzi o takich inwestorów, jak fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne czy towarzystwa ubezpieczeniowe, dodatkowym ograniczeniem lokowania środków finansowych za granicą były stosowane przez kraje członkowskie przepisy o zakazie utrzymywania aktywów w walutach obcych powyżej pewnego, na ogół bardzo niewielkiego, limitu. Czynniki te utrudniały faktycznie przepływ kapitałów na obszarze Unii, wpływając dodatkowo na pewne odizolowanie rynków narodowych, a rezultatem także na wyższe koszty pozyskiwanych tam funduszy. Zastąpienie walut narodowych wspólną walutą pozwoliło wyeliminować jedną z kluczowych barier w integracji rynku finansowego na ob-

szarze krajów, które stały się pełnymi członkami Unii Gospodarczej i Walutowej.

Główny kierunek ewolucji rynku finansowego

Rynek finansowy jest - jak wiadomo - miejscem, gdzie z jednej strony występują podmioty dysponujące nadwyżkami środków finansowych i poszukujące możliwości ich zyskownego ulokowania. Z drugiej strony są podmioty poszukujące funduszy na finansowanie swej działalności i w związku z tym gotowe do poniesienia związanych z tym kosztów. Przepływ środków między jedną a drugą grupą podmiotów może dokonywać się bezpośrednio bądź za pośrednictwem odpowiednich instytucji finansowych. Wśród tych instytucji kluczową funkcję spełniają banki; ich rola sprowadza się przede wszystkim do transformacji otrzymanych oszczędności (wkładów) na różnego rodzaju kredyty. Rynek finansowy, gdzie sektor bankowy odgrywa kluczową rolę w przepływie funduszy, najczęściej określa się jako „zorientowany bankowo”. W przypadku gdy na rynku finansowym dominuje finansowanie bezpośrednie, realizowane praktycznie poprzez emisję papierów wartościowych (głównie akcji i obligacji), mówi się, że jest to model „zorientowany rynkowo” (określany też inaczej jako anglosaski).

Model „zorientowany bankowo” jest silnie zakorzeniony w Europie kontynentalnej, natomiast w takich krajach jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania od dawna dominował model bezpośredniego finansowania na rynku.

Jak pokazuje tabela 1, w krajach obszaru euro bezpośrednie finansowanie na rynku kapitałowym odgrywało dotychczas znacznie mniejszą rolę niż w Stanach Zjednoczonych. Pod koniec 1999 r. łącznie w jedenastu krajach członkowskich obszaru finansowanie za pomocą emisji papierów wartościowych (papierów dłużnych i akcji) w relacji do PKB stanowiło 177%, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten był niemal dwukrotnie wyższy i wynosił 345% PKB. Z kolei relacja kredytów bankowych do PKB, wynosząca na obszarze euro 132%, była w badanym czasie znacznie wyższa niż w Stanach Zjednoczonych, gdzie

⁴ Szerzej na ten temat zob. L. Oreziak: *Rynek finansowy Unii Europejskiej*. Warszawa 1999 Twigger.

kształtowała się na poziomie 77%. W przypadku Wielkiej Brytanii, która wśród krajów Unii Europejskiej ma rynek finansowy najbardziej zbliżony do rynku amerykańskiego, zwraca uwagę szczególnie wysoki wskaźnik dotyczący roli finansowania za pomocą emisji akcji (198% PKB), wyższy nawet niż analogiczny wskaźnik odnoszący się do Stanów Zjednoczonych (179% PKB) i ponad dwukrotnie wyższy niż na obszarze euro.

Charakteryzując model finansowania na obszarze euro, poza wskazaniem różnic w stosunku do modelu anglosaskiego warto też zwrócić uwagę na to, że w ramach tego obszaru sytuacja poszczególnych krajów nie jest jednakowa. I tak np. w Holandii i Francji przedsiębiorstwa korzystały dotychczas w większym stopniu z bezpośredniego finansowania na rynku kapitałowym niż w Niemczech czy Portugalii.

Różnice w strukturze finansowania w Stanach Zjednoczonych i Europie, a także w samych krajach europejskich, wynikają z wielu przyczyn. Za najważniejszą z nich można uznać ramy prawne, w których - historycznie biorąc - kształtował się system finansowy poszczególnych krajów. W Stanach Zjednoczonych bezpośredniemu finansowaniu przedsiębiorstw na rynku sprzyjała istniejąca przez wiele dziesięcioleci XX wieku ścisła separacja działalności depozytowo-kredytowej banków i ich działalności w zakresie bankowości inwestycyjnej. Została ona ustanowiona na mocy ustawy *Glass Steagall Act* z 1933 r., a zniesiona dopiero w 1999 r. Ustawa ta nie tylko zabroniła bankom handlowym aktywnego uczestnictwa w obrocie papierami wartościowymi, ale także poważnie przyczyniła się do ograniczenia konkurencji między tymi bankami, m.in. w dziedzinie oprocentowania depozytów (w wyniku wprowadzenia na jej podstawie w latach sześćdziesiątych tzw. *Regulacji Q - Regulation Q* - określającej maksymalne oprocentowanie depozytów)⁵. Wzrost rynkowych stóp procentowych pod koniec lat siedemdziesiątych stał się zachętą dla wielu oszczędzających do poszukiwania innych lokat niż wkłady bankowe. Znacznie zwiększyło się więc zainteresowanie inwestowaniem w papiery wartościowe. Stworzyło to amerykańskim przedsiębiorstwom dodatkowe możliwości pozyskiwania środków finansowych zarówno poprzez emisję akcji, jak i papierów dłużnych.

W Europie kontynentalnej linia podziału między bankowością komercyjną i inwestycyjną w minionych dziesięcioleciach nie była tak wyraźna jak w Stanach Zjednoczonych. Na kontynencie europejskim model bankowości od dawna był bliższy faktycznie bankowości uniwersalnej, stanowiącej w istocie pewne połączenie tradycyjnej działalności depozytowo-kredytowej

z aktywnością na rynku papierów wartościowych, zarządzaniem aktywami finansowymi na zlecenie innych podmiotów, a także z uczestnictwem w pozyskiwaniu funduszy dla przedsiębiorstw. W następstwie tego w niektórych krajach europejskich, głównie Niemczech, wykształciły się silne więzi między przedsiębiorstwami i bankami, wyrażające się m.in. dużymi udziałami banków w kapitale przedsiębiorstw. Więzy te stymulowały dotychczas rozwój finansowania firm kredytami bankowymi i faktycznie zniechęcały do poszukiwania alternatywnych źródeł funduszy.

Przez długi czas niebagatelną barierą w rozwoju finansowania przedsiębiorstw poprzez emisję papierów dłużnych w wielu krajach europejskich były regulacje prawne, utrudniające (a czasem uniemożliwiające) tego rodzaju emisje i (lub) inwestowanie w papiery dłużne przedsiębiorstw. Głównym motywem istnienia tego rodzaju przepisów było tworzenie preferencji dla skarbowych papierów dłużnych. Poszczególne rządy pragnęły faktycznie zapewnić sobie możliwie najlepsze warunki finansowania deficytu budżetowego⁶.

W ostatnich latach w krajach obszaru euro obserwuje się stopniowy wzrost roli bezpośredniego finansowania przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Zmniejsza się natomiast znaczenie banków jako źródła funduszy. Podstawowym czynnikiem, mającym wpływ na taki kierunek ewolucji struktury finansowania, są zmiany w relacji kosztów finansowania poprzez kredyty bankowe i poprzez emisję papierów wartościowych. Jest to rezultatem przywiązywania przez banki coraz większej wagi do swej rentowności, co dzieje się głównie pod naciskiem akcjonariuszy banków. Z drugiej strony - jak pokazuje praktyka - duże przedsiębiorstwa, charakteryzujące się solidną pozycją na rynku i dobrą wiarygodnością, mogą coraz częściej pozyskiwać środki finansowe bezpośrednio na rynku kapitałowym, taniej niż w banku. Spadkowa tendencja stóp procentowych, a także korzystny klimat na giełdach papierów wartościowych również w Europie w ostatnich latach ułatwiały finansowanie poprzez emisję akcji i obligacji (szerzej na ten temat w dalszej części artykułu). Jednocześnie warto mieć świadomość tego, że znaczna część firm z krajów obszaru euro to firmy małe i średnie, dla których pozyskiwanie funduszy w rezultacie emisji papierów wartościowych jest praktycznie niedostępne. Są one więc w zasadzie „skazane” na korzystanie głównie z kredytów bankowych. Nie można też pomijać faktu, że stosunkowo nieliczne przedsiębiorstwa z krajów obszaru euro, w porównaniu z firmami ze Stanów Zjednoczonych, były dotychczas zainteresowane uzyskaniem od wyspecjalizowanych agencji oceny wypłacalności

⁵ Szerzej na ten temat zob. L. Oreziak: *System bankowy Stanów Zjednoczonych. W: Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*. Praca pod red. L. Oreziaka i B. Pietrzaka. Warszawa 2000/2001 Wyd. Olympos.

⁶ *Le rôle des établissements de crédit dans un marché des capitaux en mutation*. „Courrier Économique et Financier” (KBC Banque & Assurance, Bruxelles), nr 5, 18 maja 2001 r.

(ratingu). Brak takiej oceny ogranicza możliwości przy-
ciągnięcia większej liczby inwestorów, a w efekcie
zmniesza szanse powodzenia emisji papierów.

Istotnym ograniczeniem w szybkiej ewolucji konty-
nentalnego modelu finansowania w ramach obszaru euro
w kierunku modelu anglosaskiego był kształt systemów
emerytalnych w poszczególnych krajach europejskich.

Rola systemu emerytalnego w rozwoju rynku fi- nansowego

Ważnym czynnikiem, odróżniającym rynek finansowy
ukształtowany według modelu anglosaskiego od rynku
występującego w większości krajów obszaru euro, jest
rola, jaką na tym rynku odgrywiają inwestorzy instytu-
cjonalni (głównie towarzystwa ubezpieczeniowe, fun-
dusze inwestycyjne, funduszy emerytalne). W Stanach
Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii inwestorzy ci mieli
znacznie silniejszą pozycję na rynku niż w takich kra-
jach jak Niemcy czy Portugalia. Spośród państw Unii
Europejskiej największe podobieństwa do rozwiązań
amerykańskich czy brytyjskich występują w Holandii
i Szwecji. Wynika to m.in. z kształtu systemu emerytal-
nego w tych krajach. Holandia i Szwecja należą do nie-
licznych krajów Unii Europejskiej, gdzie rozwinęły się
- obok państwowego systemu świadczeń emerytalnych,
finansowanego z budżetu - dodatkowe sposoby groma-
dzenia dochodów na okres po przejściu na emeryturę.
To z kolei stanowiło silny impuls do rozwoju rynku ka-
pitałowego. Wiadomo bowiem, że im większą gamą do-
stępnych instrumentów finansowych charakteryzuje
się ten rynek, tym łatwiej funduszom emerytalnym in-
westować na nim środki pozyskane ze składek emery-
talnych w ramach tzw. drugiego filaru emerytalnego.
Stwierdzenie to odnosi się także do innych instytucji fi-
nansowych (m.in. towarzystw ubezpieczeń na życie,
funduszy inwestycyjnych), oferujących - w ramach
trzeciego filaru - różne dodatkowe sposoby oszczędza-
nia na emeryturę (np. ubezpieczenia na życie z fundu-
szem inwestycyjnym, jednostki uczestnictwa w fundu-
szach inwestycyjnych).

Potrzeba rozwoju dodatkowych, oprócz istniejące-
go państwowego systemu emerytalnego, możliwości
zapewnienia dochodów na okres wieku emerytalnego
rysuje się szczególnie w Niemczech, Belgii, krajach
śródziemnomorskich. Wysokość emerytur jest tam sil-
nie powiązana z dochodami osiąganymi w trakcie ak-
tywności zawodowej. System emerytalny jest w tym
przypadku zarządzany na bazie określanej jako PAYG
(*Pay As You Go*) oznaczającej, że świadczenia emery-
talne wypłacane z budżetu państwa są finansowane
głównie ze składek osób pracujących.

Reforma systemów emerytalnych należy do naj-
większych wyzwań, z jakimi zetknie się - już w niezbyt

odległej przeszłości - wiele krajów obszaru euro. Ko-
nieczność reformy wynika z coraz większych możli-
wych obciążeń dla finansów publicznych w związku
z oczekiwanym stałym pogarszaniem się relacji liczby
osób w wieku emerytalnym (powyżej 60 lat) do ludno-
ści czynnej zawodowo (w wieku od 20 do 60 lat).
W 2000 r. relacja ta w przypadku Unii Europejskiej ja-
ko całości wynosiła 39,5%, w 2010 r. ma zaś wynieść
44,6%, w 2020 r. 53,6%, a w 2030 r. 68,6%. Do krajów,
w których wskaźnik ma kształtować się jeszcze mniej
korzystnie, należą Włochy (odpowiednio: 43,3%,
50,0%, 59,8%, 80,9%), Finlandia (35,7%, 46,5%,
59,3%, 68,0%) oraz Hiszpania (38,5%, 42,1%, 51,4%,
70,4%)⁷. Ten stan rzeczy będzie rezultatem głównie
przewidywanego dalszego wydłużania się okresu ży-
cia, spadku liczby narodzin oraz przechodzenia na
emeryturę osób z powojennego wyżu demograficznego.

Konkretny kształt, jaki w dającej się przewidzieć
perspektywie będą przybierać reformowane systemy
emerytalne poszczególnych krajów, nie pozostanie
bez wpływu na rozwój rynku finansowego obszaru
euro jako całości. Zakres tego oddziaływania będzie
zależał od strategii, które zostaną obrane w praktyce,
w tym w szczególności od tego, czy większy nacisk
zostanie położony na poszukiwanie sposobów ograni-
czania wydatków budżetowych na cele emerytalne
(m.in. poprzez podniesienie efektywnego wieku prze-
jścia na emeryturę, zmniejszenie relacji świadczenia
emerytalnego do osiąganego płacy), czy też na tworze-
nie systemu kapitałowego. Reforma, idąca w kierunku
nadania radykalnie większej niż dotychczas wagi gro-
madzeniu środków w ramach funduszy emerytalnych,
nie jest sprawą prostą do przeprowadzenia. Wynika
to głównie z postrzegania emerytur wypłacanych ze
środków publicznych jako rozwiązania bardziej bez-
piecznego niż to, które w dużej części opiera się na za-
sadach rynkowych.

Sektor bankowy

Zastąpienie walut narodowych jedną wspólną walutą
wyraźnie przyspieszyło integrację rynków finanso-
wych krajów należących do obszaru euro. Proces ten
nie przebiegał jednak tak samo w poszczególnych seg-
mentach rynku finansowego.

Dzięki istnieniu jednolitej polityki pieniężnej
i wzajemnym powiązaniu rynków narodowych po-
przez system płatniczy TARGET międzybankowy ry-
nek pieniężny jest już bardzo dobrze zintegrowany⁸.

⁷ Zob. szerzej: *The economic situation of the European Union and the outlook for 2001-2002*. „Economic Affairs Series” (European Parliament, Directorate-General for Research, Luxembourg) ECON 126 EN, 2001, s. 85.

⁸ Por. *The euro: integrating financial services*, European Central Bank, Frankfurt am Main, sierpień 2000, s. 9

Pojawienie się euro w różnym stopniu wpłynęło na poszczególne segmenty rynku bankowego. Bankowość detaliczna w dalszym ciągu ma w zasadzie wymiar wyłącznie krajowy, co w praktyce oznacza, że drobni klienci (osoby indywidualne, małe przedsiębiorstwa, instytucje lokalne) korzystają z usług banków działających na terenie danego kraju, a faktycznie w ich najbliższym zasięgu. Stan ten jest rezultatem działania wielu czynników, w tym w szczególności swego rodzaju przywiązania do miejscowych instytucji finansowych, a także obowiązujących w poszczególnych krajach przepisów prawnych, w tym podatkowych. Inaczej przedstawia się sytuacja w dziedzinie tzw. bankowości hurtowej, obejmującej głównie transakcje banków z podmiotami działającymi na skalę międzynarodową, w tym także wielkimi przedsiębiorstwami. Transakcje te rozwijają się bardzo dynamicznie, co wynika z dobrych predyspozycji - zarówno tych banków, jak i przedsiębiorstw - do działania na skalę całego obszaru euro.

Postępująca integracja narodowych rynków finansowych na obszarze euro pociąga za sobą coraz bardziej intensywną konkurencję między instytucjami finansowymi z poszczególnych krajów członkowskich. W przypadku banków (instytucji kredytowych) ten wzrost konkurencji ma bardziej znaczące skutki w dziedzinie usług odsetkowych (depozyty, kredyty) niż usług, za których świadczenie bank pobiera opłaty i prowizje (np. usługi z dziedziny bankowości inwestycyjnej). Przykładowo, w bankach belgijskich udział opłat i prowizji w ich ogólnych przychodach wzrósł z 13% w 1993 r. do 21% w 1999 r., zaś udział wpływów z odsetek netto (stanowiących różnicę między oprocentowaniem kredytów i oprocentowaniem depozytów) spadł w tym okresie z 71% do 64%⁹.

Mimo tej wyraźnej tendencji w dalszym ciągu wiele banków skupia swą działalność na tradycyjnych usługach depozytowo-kredytowych. Dzieje się tak, mimo że następuje spadek osiąganych przez banki marż odsetkowych. Coraz bardziej jednak odczuwalna jest presja na zwiększanie roli dochodów z innych usług niż tradycyjne. Zwiększenie dochodów z odsetek wymagałoby bowiem osiągnięcia wyższych dochodów z kredytów, a to z kolei wywoływałoby głównie konieczność angażowania się w kredytowanie bardziej ryzykownych kredytobiorców. Z drugiej strony konieczne byłoby zmniejszenie oprocentowania depozytów, co z kolei jest mało realne w sytuacji, w której pojawiają się różne alternatywne do depozytów, atrakcyjne sposoby lokowania oszczędności. Banki faktycznie nie mają więc innego wyboru, jak tylko poszukiwać dodatkowych dziedzin dla aktywności, które na dłuższą metę byłyby w stanie zapewnić im satysfakcjonującą rentowność.

Zważywszy na to, że większe wpływy z tytułu opłat i prowizji zależą od sprzedaży nowych produktów, w funkcjonowaniu banków dokonuje się coraz wyraźniejsza reorientacja na promowanie tej sprzedaży. To z kolei pociąga za sobą konieczność aktywnych działań marketingowych oraz dostosowywania sposobów dystrybucji usług do nowych warunków działania.

W wyniku wydania dyrektyw bankowych stworzono w Unii Europejskiej podstawy do funkcjonowania banków uniwersalnych. Mają więc one prawo angażować się także w świadczenie usług z zakresu bankowości inwestycyjnej. Wchodząc w tę sferę działalności, muszą się jednak liczyć z konkurencją wyspecjalizowanych w tej dziedzinie instytucji finansowych (tzw. firm inwestycyjnych). Instytucje te mają nieraz znacznie bogatsze doświadczenia niż tradycyjne banki i cieszą się od nich lepszą reputacją ze względu na swe dotychczasowe osiągnięcia. Szczególną aktywność na rynku europejskim wykazują banki inwestycyjne ze Stanów Zjednoczonych, z którymi konkurencja jest szczególnie trudna. Na rzecz banków z krajów obszaru euro przemawia z kolei fakt, że mają one na ogół bardzo dobrze rozbudowane kontakty z przedsiębiorstwami, które dotychczas były ich kredytobiorcami oraz korzystały z różnych usług w dziedzinie rozliczeń. Wiele z tych banków stawia sobie za cel zapewnienie swym dotychczasowym klientom także nowych usług, m.in. w dziedzinie obsługi emisji papierów wartościowych i ich wtórnego obrotu, zarządzania portfelem aktywów oraz organizowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw i świadczenia związanego z tym doradztwa finansowego. W ten sposób - nawet jeśli proces odchodzenia firm od finansowania za pomocą kredytów bankowych ulegnie w najbliższym czasie przyspieszeniu - banki mają szansę na przynajmniej częściowe zrekomensowanie sobie możliwej utraty dochodów.

Nowe szanse rozwoju usług stwarza coraz szersze stosowanie przez banki nowoczesnych technologii informatycznych. Stawia to przed bankami konieczność przeformułowania ich strategii dotyczących tworzenia oddziałów, zasad komunikowania się z klientami oraz organizowania operacji bankowych. Internet staje się coraz ważniejszym sposobem utrzymywania więzi zarówno z przedsiębiorstwami, jak i klientami indywidualnymi. O dynamicznym rozwoju zastosowania Internetu w bankowości krajów obszaru euro może świadczyć np. fakt, że pod koniec 1999 r. w samych tylko Niemczech funkcjonowało ponad 10 mln rachunków bankowych obsługiwanych za pomocą Internetu i było to o 50% więcej niż w roku poprzednim¹⁰.

⁹ *Le rôle des établissements de crédit dans un marché des capitaux en mutation, op.cit.*

¹⁰ Por. J. Stark: *The Emerging face of European Banking*. „Auszüge aus Presseartikeln” (Deutsche Bundesbank) nr 53, 1 listopada 2000 r.

Fuzje i przejęcia w sektorze bankowym

Łączenie się banków na obszarze euro charakteryzowało się dotychczas głównie tym, że transakcje te były realizowane między instytucjami działającymi na terytorium danego kraju. Stosunkowo rzadko w fuzjach banków występowały podmioty z różnych krajów członkowskich. Jeśli chodzi o łączenie się banków z jednego kraju, to proces ten stał się szczególnie widoczny w grupie mniejszych banków (w tym zwłaszcza spółdzielczych). W ich przypadku głównym celem najczęściej jest osiągnięcie optymalnego rozmiaru banku, a czasami nawet samo przetrwanie. Ten optymalny rozmiar banku potrzebny jest m.in. po to, by mógł podejmować działalność na większą skalę (w tym np. udzielać większych kredytów) oraz inwestować w nowoczesne technologie. Generalnie, łączącym się bankom chodzi przede wszystkim o zapewnienie sobie lepszej pozycji na rynku krajowym. Realizacji tego celu ma służyć zmniejszenie kosztów działalności, bardziej racjonalne wykorzystanie posiadanego potencjału, w tym istniejącej sieci oddziałów.

Fuzje banków, następujące zwłaszcza w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych, doprowadziły do stworzenia ponad piętnastu z trzydziestu największych obecnie banków działających na obszarze euro, a średnia wielkość pięciu największych banków podwoiła się od 1995 r. W następstwie tego znacząco wzrósł stopień koncentracji rynków bankowych w wielu krajach członkowskich UE. Dotyczy to w szczególności małych krajów, gdzie stopień koncentracji mierzony udziałem pięciu największych banków w rynku narodowym przekracza już 50%. Np. w Belgii i Holandii ta koncentracja w sektorze bankowym jest nawet bardziej znacząca, gdyż w każdym z tych krajów udział dwóch największych grup bankowych w rynku przekracza nawet 90%. W większych państwach obszaru euro stopień koncentracji jest znacząco mniejszy. Niemcy są tym krajem obszaru euro, gdzie koncentracja rynku bankowego (mierzona udziałem w rynku pięciu największych banków, traktowanych jako pojedyncze instytucje) należy do najmniejszych spośród krajów UE, gdyż wynosi tylko około 20%¹¹.

Fuzje banków z różnych krajów były dotychczas znacznie mniej liczne niż dokonywane tylko między instytucjami z poszczególnych krajów. Mimo to często znajdowały się w centrum uwagi społecznej - z powodu na ogół dużej skali realizowanych transakcji oraz znaczenia zaangażowanych w nie banków. Głównym celem tego rodzaju transakcji było dotychczas z reguły zwiększenie efektywności działania w obliczu rosnącej konkurencji zarówno na rynku europejskim, jak i globalnym. Wiele czynników po-

woduje, że połączenia banków w skali międzynarodowej są rzadszym zjawiskiem niż fuzje o charakterze krajowym. Przede wszystkim operacje łączenia banków są znacznie łatwiejsze do przeprowadzenia w znanych uwarunkowaniach prawnych, w tym zwłaszcza podatkowych. Nie bez znaczenia są też aspekty kulturowe i językowe. Ponadto, w dużych krajach czynnikiem osłabiającym zainteresowanie instytucji bankowych poszukiwaniem partnera lub partnerów za granicą były dotychczas szerokie możliwości przeprowadzenia różnych operacji strategicznych na rynku krajowym¹². Jednocześnie warto podkreślić, że umacnianie przez banki swej pozycji konkurencyjnej, w wyniku fuzji przeprowadzanych na rynku krajowym, w wielu przypadkach traktowane jest przez nie jako etap wstępny ich ekspansji zagranicznej.

Rynek papierów dłużnych i akcji

Jeśli chodzi o **rynek kapitałowy**, to na razie nie wykształcił się ani rynek akcji, ani rynek obligacji, który miałby wymiar unijny i charakteryzował się takim stopniem jednolitości, jak rynek pojedynczego kraju.

Stan i perspektywy rynku **skarbowych papierów dłużnych** są ściśle powiązane z uwarunkowaniami, w jakich kształtowana jest polityka budżetowa krajów obszaru euro. Fakt, że w odróżnieniu od polityki pieniężnej, kształtowanej na szczeblu UGW, polityka budżetowa jest zdecentralizowana, powoduje, iż kraje będące pełnymi członkami tej unii samodzielnie ustalają zarówno dochody, jak i wydatki budżetu państwa. Jedynym ograniczeniem, wynikającym z Traktatu z Maastricht oraz uzgodnionego na jego podstawie tzw. Paktu Stabilności i Wzrostu (*Stability and Growth Pact*), jest ograniczenie dotyczące wielkości deficytu budżetowego. Deficyt ten generalnie nie powinien przekraczać 3% PKB danego kraju, w przeciwnym razie kraj ten może zostać poddany surowej procedurze mającej doprowadzić do odpowiedniego zmniejszenia tego deficytu. Państwo, które uporczywie uchylałoby się od zredukowania nadmiernego deficytu, może ostatecznie być obciążone ogromną karą finansową (mogącą osiągnąć poziom nawet 0,5% PKB). Realizując postanowienia Paktu Stabilności i Wzrostu, kraje obszaru euro zobowiązały się, że w perspektywie średnioterminowej osiągną stan bliski równowagi w budżecie lub nawet nadwyżkę.

Stan ten w dużej mierze już został osiągnięty (zob. tabela 2), gdyż w 2000 r. już tylko pięć z ówczesnych

¹¹ Por. J. Stark: *The Emerging face...*, op. cit

¹² Zob. szerzej: *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry - facts and implications*. European Central Bank, Frankfurt am Main, grudzień 2000 r.

Tabela 2 Deficyt budżetowy/nadwyżka w krajach UE, Stanach Zjednoczonych i Japonii (jako % PKB)

	1995	1998	1999	2000	2001*	2002*
Belgia	-4,3	-0,9	-0,7	-	0,6	0,7
Dania	-2,3	1,1	3,1	2,4	3,1	2,8
Niemcy	-3,5	-2,1	-1,4	1,5	-1,7	-1,2
Grecja	-10,2	-3,1	-1,8	-0,9	-	0,6
Hiszpania	-6,6	-2,6	-1,2	-0,3	0,1	0,2
Francja	-5,5	-2,7	-1,6	-1,3	-0,6	-0,8
Irlandia	-2,2	2,1	2,1	4,5	3,9	3,5
Włochy	-7,6	-2,8	-1,8	-0,3	-1,3	-1,0
Luksemburg	3,3	3,2	4,7	5,3	4,0	3,0
Holandia	-4,2	-0,7	1,0	2,0	0,8	1,4
Austria	-5,2	-2,2	-2,1	-1,1	-0,7	-
Portugalia	-4,6	-2,3	-2,1	-1,4	-1,5	-1,5
Finlandia	-3,7	1,3	1,8	6,7	5,3	5,2
Szwecja	-7,7	1,9	1,8	4,0	3,9	3,4
Wielka Brytania	-5,8	0,4	1,3	4,3	1,0	0,9
15 państw UE	-5,2	-1,5	-0,6	1,2	-0,2	-
Obszar euro	-5,0	-2,1	-1,2	0,4	-0,7	-0,4
Stany Zjednoczone	-3,1	0,3	1,0	2,3	1,9	1,8
Japonia	- 3,5	-10,0	-7,0	-8,6	-7,7	-7,7

(-) deficyt budżetowy, * szacunki

Źródło: zestawienie własne na podstawie: „EC Economic Data Pocket Book”. Monthly, European Commission, Eurostat nr 4/2001, s. 37.

jedenastu krajów obszaru euro odnotowało deficyt w budżecie państwa (Hiszpania, Francja, Włochy, Austria i Portugalia). Wielkość tego deficytu w relacji do PKB była przy tym wyraźnie niższa od wielkości referencyjnej, wynoszącej 3% PKB. Ze względu na słabszą koniunkturę, wyniki za 2001 r. mogą, w przypadku niektórych krajów obszaru euro, okazać się wyraźnie mniej korzystne niż osiągnięte w 2000 r. Niemcy mogą mieć ponownie deficyt (po nadwyżce w 2000 r. wynoszącej 1,5% PKB¹³), a we Włoszech deficyt może wyraźnie wzrosnąć. Na kształtowanie się salda budżetowego w Niemczech istotny wpływ ma ponadto realizowana obecnie polityka redukcji podatków zarówno dla przedsiębiorstw, jak i osób indywidualnych. Polityka ta - podjęta przy lepszej sytuacji gospodarczej - teraz okazuje się poważnym utrudnieniem w utrzymaniu dyscypliny budżetowej.

W przypadku Włoch szacunki odnoszące się do 2001 r., przedstawione w lipcu br. przez ministra gospodarki tego kraju, są jeszcze mniej optymistyczne. Wynika z nich, że deficyt budżetowy może tam osiągnąć poziom 1,9-2,6% PKB¹⁴. Perspektywa ta wzbudziła zaniepokojenie innych krajów członkowskich obszaru euro. Oczekuje się także podjęcia zdecydowanych kroków przez Komisję Europejską - po to by zapobiec ewentualnemu rozprzestrzenianiu się zjawiska wzrostu

deficytów w budżetach innych państw obszaru euro¹⁵. Chodzi o to, że nadmierne deficyty budżetowe w tych krajach w ostatecznym rozrachunku mogą prowadzić do przyśpieszenia inflacji na całym obszarze euro. To z kolei będzie utrudniać redukcję stóp procentowych przez ESBC. W rezultacie ucierpieć mogą także te kraje członkowskie, które starają się przestrzegać dyscypliny w finansach publicznych. Wyrażane są obawy, że ewentualne tolerowanie rozluźnienia tej dyscypliny w niektórych krajach prowadzić będzie do podważenia skuteczności polityki pieniężnej ESBC. Można oczekiwać w związku z tym, że poszczególne państwa, które nie będą w stanie wywiązywać się z celów w dziedzinie redukowania deficytów budżetowych, przyjętych w ramach tzw. programów stabilizacyjnych (*Stability Programmes*) o charakterze średnioterminowym, znajdą się pod silną presją nie tylko ze strony Komisji Europejskiej, ale także pozostałych krajów członkowskich. Będą więc w istocie zmuszone podejmować działania obejmujące z jednej strony redukowanie wydatków, a z drugiej pozyskiwanie dodatkowych dochodów.

Mimo że na obszarze euro za 2000 r. odnotowano łącznie nadwyżkę w budżetach narodowych krajów członkowskich (co w pewnym stopniu upodobniło sytuację w UGW do tej, która występuje w Stanach Zjednoczonych, gdzie już od 1998 r. odnotowuje się nadwyżkę w budżecie federalnym), to lata 2001 i 2002 naj-

¹³ Europejski Bank Centralny ocenił tę nadwyżkę na 1,3% PKB. Por. „Monthly Bulletin” (European Central Bank) z czerwca 2001 r., s. 50*.

¹⁴ Por. *Rocky road ahead*. „The Economist” z 21 lipca 2001 r.

¹⁵ Zob. szerzej: *Trust or mistrust thy euro neighbour*. „The Economist” z 21 lipca 2001 r.

prawdopodobniej zakończą się deficytem (zob. tabela 2). Trudno też oczekiwać, że w najbliższych kilku latach uda się osiągnąć taką sytuację, że nie będzie ani jednego kraju należącego do tego obszaru, który by nie miał deficytu budżetowego. Bardziej realne jest to, że takich państw będzie przynajmniej kilka. Z punktu widzenia funkcjonowania rynku skarbowych papierów wartościowych istotne jest to, że największe kraje obszaru: Niemcy, Francja i Włochy, w dającej się przewidzieć perspektywie będą w dalszym ciągu dokonywać nowych emisji tych papierów, choć ich skala może ulegać stopniowemu zmniejszeniu. Przez długi czas w obiegu będą znajdować się także papiery pochodzące z emisji dokonanych w przeszłości. Wszystko to stawia pytanie o możliwości pełnego zintegrowania narodowych rynków skarbowych papierów dłużnych.

Ustanowienie obszaru euro stało się czynnikiem wzmacniającym konkurencję między rządami krajów mających deficyt w budżecie o pozyskanie inwestorów zainteresowanych nabyciem papierów skarbowych. Konkurencja ta zaowocowała pewnymi zmianami wychodzącymi naprzeciw potrzebom zgłaszanym przez inwestorów w kwestii płynności obrotu tymi instrumentami, terminów zapadalności, procedur emisji. Wśród tych zmian wymienia się m.in. zwiększenie ogólnej wielkości pożyczek obligacyjnych. Emisja o wielkości minimalnej 5 mld EUR postrzegana jest jako niezbędna do zapewnienia koniecznej płynności obrotu obligacjami skarbowymi na rynku wtórnym¹⁶. To z kolei sprzyjało pozyskiwaniu nabywców papierów emitowanych przez duże kraje i utrudniało z kolei emisje dokonywane przez mniejsze kraje członkowskie. Te ostatnie były szczególnie zainteresowane harmonizacją narodowych procedur emisyjnych oraz koordynacją emisji w czasie. Istnieje świadomość tego, że im większa konkurencja rządów o zasoby finansowe zarówno inwestorów krajowych, jak i zagranicznych, tym silniejsza presja na zwiększanie rentowności papierów poprzez zwiększanie ich oprocentowania. To z kolei może prowadzić do ogólnego wzrostu stóp procentowych na całym obszarze UGW.

Sugerowane przez niektórych rozwiązanie - mające sprzyjać ustanowieniu wielkiego rynku skarbowych papierów dłużnych, a polegające na utworzeniu na szczeblu Unii centralnej agencji, zajmującej się, w imieniu rządów krajów obszaru euro, emisją skarbowych papierów wartościowych - w praktyce jest trudne do zastosowania. Implikowałoby ono bowiem także scentralizowanie odpowiedzialności za zobowiązania poszczególnych krajów, wynikające z emisji tych papierów. Przeniesienie tej odpowiedzialności na szczebel centralny byłoby w istocie nie do pogodzenia z posta-

nowieniami z art. 103 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską. Z artykułu tego wynika m.in., że państwo członkowskie nie odpowiada za zobowiązania rządów centralnych, organów regionalnych lub lokalnych, innych organów publicznych bądź innych organizmów albo przedsiębiorstw publicznych innego państwa członkowskiego ani nie może ich przejmować (zasada wynikająca z tego artykułu jest znana jako „*non-bail-out clause*”).

Stopniowe zmniejszanie się roli państwa na rynku finansowym jako podmiotu pozyskującego środki na pokrycie deficytu budżetowego sprzyja rozwojowi rynku **obligacji przedsiębiorstw**. Kraje członkowskie obszaru euro (a w dużej mierze także przez pozostałe kraje Unii Europejskiej) realizują od kilku lat strategię ograniczania deficytów, mające prowadzić w perspektywie średnioterminowej do równowagi budżetowej, a w dalszej kolejności do nadwyżek w budżecie. Stworzyło to nowe możliwości pozyskiwania środków finansowych przez przedsiębiorstwa w wyniku emisji papierów dłużnych.

W 1999 r. emisje obligacji przedsiębiorstw na rynku Unii Europejskiej osiągnęły poziom 3,7 mld EUR (i były niemal czterokrotnie większe niż w poprzednim roku). Ponadto, znacznie zwiększyła się średnia wielkość dokonywanych przez przedsiębiorstwa emisji. Regularnym zjawiskiem stały się emisje przekraczające 1 mld EUR¹⁷.

Rozwojowi rynku obligacji na obszarze euro sprzyjała ostatnio duża aktywność firm telekomunikacyjnych, głównie w następstwie poszukiwania przez nie finansowania udziałów w przetargach publicznych na tworzenie sieci telefonii trzeciej generacji - UMTS. W 2000 r. firmy telekomunikacyjne dokonały bezprecedensowo dużych emisji na międzynarodowym rynku papierów dłużnych. W okresie od stycznia do końca września 2000 r. ogólna wielkość tych emisji wyniosła 94 mld USD, co stanowiło 27% ogólnej wartości emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw, dokonanych na całym świecie międzynarodowych w ciągu 9 miesięcy 2000 r. Na firmy europejskie przypadło 85% ogółu emisji zrealizowanych przez przedsiębiorstwa telekomunikacyjne. Pod koniec września 2000 r. obligacje firm telekomunikacyjnych, znajdujące się w obrocie na obszarze euro, stanowiły około jednej czwartej ogólnej wartości obligacji przedsiębiorstw, będących w obrocie na tym obszarze¹⁸. Oznacza to, że waga firm działających w sferze telekomunikacji jest na rynku obligacji na obszarze euro stosunkowo duża. Tak znaczące skoncentrowanie tego rynku na instrumentach dłużnych

¹⁶ Zob. szerzej: J. Santillán, M. Bayle, Ch. Thygesen: *The impact of the euro on money and bond markets*. „Occasional Paper Series” (European Central Bank), lipiec 2000 r., s. 42-44.

¹⁷ *Financial Integration in Europe. Actions and Prospects*, „Single Market News” (European Commission), grudzień 2000.

¹⁸ Por. D. Domanski: *Bond issues by European telecommunications companies*. „International Banking and Financial Market Developments” (Bank for International Settlements), listopad 2000 r., s. 30, 31.

jednego sektora powoduje istotne uzależnienie całego rynku od sytuacji w tym sektorze i od występującego w nim ryzyka.

Mimo że w ostatnim okresie dynamicznie rozwija się na obszarze euro finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów dłużnych, ciągle istnieją segmenty rynku bardzo słabo rozwinięte. Chodzi tu w szczególności o możliwości emisji tych papierów przez firmy o słabej kondycji finansowej i (lub) niezbyt korzystnej pozycji rynkowej. Chodzi więc o papiery o niskim ratingu inwestycyjnym albo nawet bez takiego ratingu (*unrated debt*), które np. w Stanach Zjednoczonych zajmują istotną pozycję na rynku (tzw. obligacje śmieciowe - *junk bonds*). Mimo że wiąże się z nimi ryzyko znacznie wyższe niż przeciętne, to ich istnienie wychodzi naprzeciw dążeniom pewnej części inwestorów, poszukujących nadzwyczajnych zysków i w rezultacie gotowych na poniesienie tego ryzyka. Możliwości pozyskania finansowania w ten sposób wykorzystują więc m.in. przedsiębiorstwa przeżywające wprawdzie trudności finansowe, ale realizujące atrakcyjne projekty inwestycyjne.

Można oczekiwać, że na rynku obligacji przedsiębiorstw emitowanych na obszarze euro ten specyficzny segment także będzie musiał w przyszłości się rozwinąć, o ile rynek ten ma sprostać zróżnicowanym oczekiwaniom inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych. W bliższej perspektywie za ważniejszy kierunek działania uznaje się rozpowszechnienie się zjawiska uzyskiwania przez emitentów z krajów obszaru euro ocen (ratingów) od wyspecjalizowanych agencji¹⁹. Pozwoli to znacznie większej niż dotychczas liczbie firm pozyskiwać środki bezpośrednio na rynku kapitałowym.

Z kolei rozwojowi rynku akcji na skalę całego obszaru euro powinna sprzyjać - rysująca się coraz wyraźniej w społeczeństwach poszczególnych krajów - tendencja do nadawania większej niż poprzednio wagi inwestycjom w te papiery (zjawisko określane jako „equity culture”). Krajem obszaru euro, gdzie tendencja ta stała się szczególnie widoczna, są Niemcy. Ocenia się, że obecnie jeden na pięciu Niemców jest właścicielem akcji. Jeszcze w 1995 r. relacja ta wynosiła jeden do dziesięciu²⁰. Oznacza to, że coraz większa grupa ludzi jest bezpośrednio zainteresowana sytuacją gospodarczą w kraju, w tym w szczególności efektywnością działania przedsiębiorstw. Zainteresowanie to powinno stopniowo przenosić się także na gospodarkę całego obszaru euro. Wyeliminowanie ryzyka związanego ze zmiennością kursów walutowych, w rezultacie zastąpienia walut narodowych przez euro, stanowi istotne ułatwie-

nie w inwestowaniu w akcje emitowane przez spółki z innych krajów członkowskich.

Podłoże zjawiska odpływu kapitałów z obszaru euro

Jednym ze skutków rozwijającego się procesu globalizacji rynków finansowych jest konkurencja między różnymi krajami i regionami świata w przyciąganiu kapitałów. Jak pokazuje praktyka, z nowych możliwości, które niesie ze sobą globalizacja, najbardziej korzystają kraje charakteryzujące się najsilniejszymi strukturami gospodarczymi i najlepiej rozwiniętym rynkiem finansowym. Jednakże i wśród tych krajów sytuacja jest bardzo zróżnicowana. Spośród dwóch głównych potęg gospodarczych, jakimi są Stany Zjednoczone i Unia Europejska, znacznie lepiej - jeśli chodzi o przyciąganie oszczędności z zewnątrz - przedstawia sytuacja Stanów Zjednoczonych. E.C. Ramusino stwierdza nawet, że obecnie oszczędności generowane w Eurolandzie oraz Japonii finansują wzrost gospodarczy i inwestycje w gospodarce amerykańskiej. W ten sposób gospodarka ta może rozwijać się znacznie szybciej, niż byłoby to możliwe w sytuacji, w której system gospodarczy Stanów Zjednoczonych opierałby się wyłącznie na oszczędnościach krajowych²¹.

Wskazuje się, że obszar euro cierpi na odpływ netto kapitałów (zasobów), gdyż rynek finansowy tego obszaru nie jest w stanie zaoferować takiej różnorodności możliwości inwestowania, jaka odpowiadałaby jego wielkości oraz znaczeniu jego gospodarki w świecie. Wiadomo, że obecnie oszczędności coraz częściej są inwestowane w papiery wartościowe, w tym zwłaszcza w akcje. Z tego powodu uważa się za konieczne, by rynki finansowe poszczególnych krajów członkowskich dostosowały się do tej tendencji, tworząc możliwości lokowania funduszy zarówno przez krajowych, jak i zagranicznych inwestorów.

Warto również zwrócić uwagę na niejednakową sytuację poszczególnych krajów Unii Europejskiej, jeśli chodzi o możliwości przyciągania kapitałów. Szczególnie widoczna różnica występuje między Wielką Brytanią z jednej strony a trzema głównymi krajami obszaru euro: Niemcami, Francją i Włochami. Mimo że rozmiary gospodarki Wielkiej Brytanii są porównywalne do wielkości gospodarek każdego z tych trzech krajów obszaru euro, to gospodarka brytyjska - dzięki dobrze rozwiniętemu rynkowi akcji - przyciąga znacznie więcej środków finansowych niż gospodarki Niemiec, Francji i Włoch. W rezultacie, Wielka Brytania jest jedynym krajem Unii Europejskiej, który jest importem

¹⁹ J. Santillán, M. Bayle, Ch. Thygesen, op.cit., s. 47.

²⁰ Por. E. Welteke: *The effects of the euro on the German economy - A view from the Deutsche Bundesbank*. „Auszüge aus Presseartikeln” (Deutsche Bundesbank) nr 26, 6 czerwca 2001 r.

²¹ Por. E.C. Ramusino: *The Euro Area in the Financial Globalization*. „The European Union Review” (European Community Studies Association, Pavia, Italy), Vol. 5, nr 3, listopad 2000 r., s. 37.

netto kapitałów. Oznacza to, że więcej do tego kraju napływa inwestycji (w różnych formach), niż z niego odpływa²².

Wśród czynników, które powodują ten stan rzeczy, należy wskazać przede wszystkim rozwijające się od dłuższego czasu zjawisko tzw. instytucjonalizacji oszczędności (*institutionalization of savings*). Oznacza ono wzrost roli inwestorów instytucjonalnych (głównie towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych) na międzynarodowym rynku finansowym. Szczególną pozycję na tym rynku mają inwestorzy z krajów uprzemysłowionych, dysponujący ogromnymi funduszami do ulokowania. Wynika to głównie z rosnącej zamożności społeczeństw tych krajów i - w związku z tym - większych możliwości oszczędzania za pośrednictwem różnych instytucji finansowych. Wyraźnie widoczny proces starzenia się społeczeństw krajów uprzemysłowionych powoduje dodatkowo, że szczególnego znaczenia nabiera oszczędzanie na cele emerytalne. Instytucje gromadzące te oszczędności poszukują dla nich możliwie najbardziej rentownych lokat. Stosunkowo niskie stopy procentowe w ostatnich latach w omawianych krajach, wpływające także na relatywnie niskie oprocentowanie depozytów bankowych, skłaniają inwestorów instytucjonalnych do nadawania coraz większej wagi loka-

tom w papiery wartościowe, w tym w szczególności w akcje. Podmioty te gotowe są także do korzystania z możliwości inwestowania za granicą w celu zwiększenia rentowności swej polityki lokacyjnej, a w rezultacie zapewnienia swym klientom możliwie największych dochodów.

Warto podkreślić, że inwestorzy ci - dążąc do dywersyfikacji lokat dokonywanych na rynku międzynarodowym - biorą pod uwagę nie tylko możliwe do osiągnięcia krótkoterminowe zyski, ale także wielkość danego rynku finansowego, który jest przedmiotem ich zainteresowania. Odpowiednio duży rynek ułatwia nie tylko samo inwestowanie, ale także wycofanie się z inwestycji w pożądanym czasie, bez konieczności ponoszenia nadmiernych kosztów i ryzyka, które najczęściej występują w przypadku rynków słabiej rozwiniętych i charakteryzujących się w związku z tym na ogół także niższym stopniem płynności realizowanych na nim transakcji.

Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że kraje charakteryzujące się dobrze rozwiniętym rynkiem finansowym, w tym zwłaszcza rynkiem akcji, są w stanie nie tylko zatrzymać oszczędności krajowe, ale także przyciągnąć oszczędności zagraniczne. Warto tu zauważyć, że na rozwój rynku akcji na obszarze euro korzystnie rzutuje fakt zwiększania się liczby spółek notowanych na giełdach w krajach członkowskich. W 1999 r. liczba ta zwiększyła się o ponad 20% w sto-

²² E.C. Ramusino, op.cit., s. 47-55.

Tabela 3 Główne giełdy w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej (stan na koniec 2000 r.)

Kapitalizacja giełdowa	w mld euro	w % PKB
Stany Zjednoczone		
- New York Stock Exchange	12.187	
- NASDAQ	3.812	
Razem	15.999	149
Unia Europejska		
- London Stock Exchange	2.745	179
- 12 państw UGW	5.773	88
w tym:		
Euronext	2.417	118
Paryż	1.541	110
Amsterdam	682	170
Bruksela	194	79
Deutsche Börse	1.353	67
Mediolan	818	70
Madryt	537	89
Helsinki	313	237
Ateny	115	95
Dublin	87	85
Lizbona	65	57
Luksemburg	36	177
Wiedeń	32	15

Źródło: Consolidation difficile du paysage boursier européen. „Courrier ...conomique et Financier” (KBC Banque & Assurance, Bruxelles), nr 5, 18 maja 2001 r.

sunku do roku poprzedniego i osiągnęła poziom 5.386, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych w 1999 r. odnotowano spadek liczby spółek giełdowych o 3% (do 7.657), głównie w rezultacie fuzji i przejęć, które nastąpiły w sektorze przedsiębiorstw. Mimo tej pozytywnej tendencji na obszarze euro, liczba spółek, których papiery są notowane na giełdzie, jest tu niższa niemal o 30% od występującej w Stanach Zjednoczonych²³.

Na słabszą pozycję rynku akcji na obszarze euro w porównaniu z rynkiem amerykańskim wskazuje również znacznie mniejsza kapitalizacja głównych giełd w krajach tego obszaru niż w Stanach Zjednoczonych (zob. tabela 3).

W odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych, gdzie istnieją dwie giełdy dominujące (NYSE - New York Stock Exchange dla spółek dojrzałych oraz NASDAQ dla spółek młodych), w Unii Europejskiej występuje duża liczba giełd. Najważniejszą z nich (według poziomu kapitalizacji) jest giełda londyńska - London Stock Exchange (LSE). Następną pozycję zajmuje giełda Euronext, stworzona niedawno z połączenia giełdy paryskiej, amsterdamskiej i brukselskiej. Zwraca uwagę fakt, że łączna kapitalizacja giełd na obszarze euro stanowi niewiele ponad jedną trzecią kapitalizacji dwóch dominujących giełd amerykańskich i jest tylko dwa razy większa od kapitalizacji giełdy w Londynie.

Wiadomo, że inwestorzy instytucjonalni zainteresowani są przede wszystkim akcjami notowanymi na dużych giełdach. Mniejsze giełdy są - z ich punktu widzenia - mniej atrakcyjne, zarówno ze względu na uboższą ofertę papierów, jak i większe ryzyko wystąpienia niedostatecznej płynności obrotów, negatywnie rzutującej na koszty realizowanych transakcji. Ograniczeniu tych słabości obrotu giełdowego w krajach obszaru euro mają służyć liczne inicjatywy, dotyczące łączenia się mniejszych giełd w większe organizmy. Do najsukcesywniejszych należy ustanowienie giełdy Euronext, której kapitalizacja stanowi około 42% kapitalizacji ogółu giełd całego obszaru euro. Niepowodzeniem zakończyła się natomiast inicjatywa dotycząca fuzji LSE i Deutsche Börse. Inne działania na rzecz łączenia potencjałów giełd europejskich - jak np. powołanie do życia w listopadzie 2000 r. przez giełdę wiedeńską i Deutsche Börse wyspecjalizowanej giełdy NEWEX dla akcji z Europy Środkowej i Wschodniej, a także giełda NOREX, stanowiąca wyraz współpracy regionalnej państw skandynawskich: Danii, Norwegii, Szwecji oraz Islandii, nie zmieniają ogólnego obrazu giełd w Unii Europejskiej.

Oczywiste jest, że nie tylko rynek finansowy, ale cała gospodarka danego kraju czy regionu, muszą charakteryzować się odpowiednią siłą i dynamiką rozwo-

jową, aby mogły być postrzegane jako atrakcyjne miejsce do inwestowania funduszy. W tym kontekście należy zauważyć, że gospodarka obszaru euro jako całości w ostatnich latach prezentowała się znacznie mniej atrakcyjnie niż gospodarka amerykańska. Składało się na to wiele czynników, spośród których najczęściej wskazuje się na strukturalne słabości gospodarek krajów członkowskich, takie jak zbyt duże obciążenia podatkowe przedsiębiorstw czy nadmierne regulacje narodowych rynków pracy, powodujące ich stosunkową niską elastyczność i w efekcie trudności w dostosowywaniu się do zmieniających się warunków gospodarczych. Podjęte ostatnio w krajach obszaru euro reformy systemu podatkowego oraz działania na rzecz uelastyczenia rynku pracy stwarzają szanse na poprawę konkurencyjności ich gospodarek. Istnieje też świadomość, że konieczna jest zdecydowana i zakrojona na szeroką skalę akcja na rzecz rozwoju jednolitego rynku finansowego w ramach Unii Europejskiej. Chodzi w szczególności o to, by stał się on miejscem, gdzie oszczędności wszelkich podmiotów z krajów członkowskich (osób indywidualnych i instytucji) mogłyby być efektywnie nakierowane na finansowanie rozwoju gospodarczego tych krajów, a nie wspierały w dużej mierze rozwoju głównych konkurentów Unii.

Regulacje unijne

Niektóre segmenty rynku finansowego, jak wskazano wyżej, dalekie są jeszcze od tego, by można je było uznać za w pełni zintegrowane. Powodem tego stanu rzeczy są głównie zróżnicowane w dalszym ciągu regulacje prawne, a także systemy rozliczeniowe pomiędzy instytucjami działającymi na poszczególnych rynkach narodowych oraz stosunkowo powolny proces tworzenia unijnych regulacji prawnych i wcielania ich do ustawodawstwa krajów członkowskich.

Szanse na przyspieszenie procesu integrowania się krajowych rynków papierów wartościowych stwarza podjęcie realizacji ambitnego planu - „Planu działania w dziedzinie usług finansowych” („Financial Services Action Plan”), opracowanego przez powołany przez Komisję Europejską tzw. Komitet Mędrców (*The Committee of Wise Men on European Securities Regulation*), kierowany przez A. Lamfalussy'ego. Plan został opublikowany 15 lutego 2001 r. Komitet wskazał w nim korzyści, jakie mogą wynikać z możliwie szybkiego stworzenia zintegrowanego rynku papierów wartościowych, oraz zwrócił uwagę na koszty zaniechania integracji rynków narodowych. W Planie zaproponowano wiele działań, które powinny być zrealizowane jeszcze do końca 2003 r., mających służyć wyeliminowaniu barier hamujących tę integrację. Ostatecznym celem

²³ *Le rôle des établissements de crédit dans un marché des capitaux en mutation*, op.cit.

jest osiągnięcie do 2005 r. w pełni zintegrowanego rynku finansowego w ramach Unii Europejskiej²⁴.

Rada UE (skupiająca ministrów finansów i gospodar-ki 15 krajów UE) pozytywną opinię na temat Planu wyraziła na swym posiedzeniu w dniu 5 czerwca 2001 r. Do najważniejszych zadań do realizacji na najbliższą przyszłość Rada zaliczyła wydanie nowych bądź zmodyfikowanie istniejących regulacji odnośnie do funduszy emerytalnych, sprzedaży usług finansowych na odległość oraz przeciwdziałania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy²⁵. Realizując cele zawarte w Planie, Komisja Europejska przedstawiła w lipcu 2001 r. cały pakiet regulacji, odnoszących się do emisji i obrotu papierami wartościowymi. Jak się ocenia, wprowadzenie w życie proponowanych rozwiązań stworzy zupełnie nowy system regulowania unijnego rynku papierów wartościowych, pozwoli wydatnie ograniczyć zjawisko nadużyć na tym rynku i ułatwi przedsiębiorstwom pozyskiwanie pieniędzy na całym obszarze Unii²⁶. Rozwiązania te obejmują m.in. powołanie do życia dwóch nowych instytucji. Jedną z nich jest Europejski Komitet Papierów Wartościowych (*The European Securities Committee - ESC*), składający się z przedstawicieli rządów krajów członkowskich i kierowany przez Komisję Europejską. Początkowo ma on pełnić tylko funkcję doradczą w kwestii emisji papierów, następnie jego uprawnienia uległyby rozszerzeniu o funkcje regulacyjne i wykonawcze. Drugą instytucją ma być Komitet Europejskich Regulatorów Papierów Wartościowych (*Committee of European Securities Regulators - CESR*), skupiający przedstawicieli publicznych instytucji odpowiedzialnych za nadzór nad rynkiem papierów wartościowych w krajach członkowskich. Jego zadaniem ma być wspomaganie Komisji Europejskiej w przygotowywaniu zarówno ogólnych, jak i technicznych regulacji odnoszących się do emisji i obrotu papierami wartościowymi.

Podsumowanie

Pojawienie się euro niesie ze sobą głębokie i długoterminowe skutki nie tylko dla rynków finansowych kra-

jów, które znalazły się na obszarze tej waluty. Skutki te dotyczą faktycznie całej Unii Europejskiej. Stawia to nowe, poważne wyzwania przed działającymi tam instytucjami finansowymi, władzami nadzoru oraz władzami ustawodawczymi. Wyzwania te są tym większe, że na rynkach finansowych w całym świecie dokonują się znaczące przekształcenia strukturalne. U ich podłoża postępujący proces globalizacji gospodarczej, napędzany z kolei liberalizacją międzynarodowego przepływu kapitałów, deregulacją krajowych rynków finansowych oraz coraz szerszym zastosowaniem nowoczesnych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych. Jednoczesne oddziaływanie tych różnych czynników na rynek finansowy Unii Europejskiej powoduje, że nie jest łatwo wyizolować skutki dla rozwoju tego rynku wynikające z faktu ustanowienia nowego pieniądza. Niemniej - jak pokazuje praktyka - można z całą pewnością stwierdzić, że integracja walutowa w ramach Unii Europejskiej, skutkująca zastąpieniem kilkunastu walut narodowych przez euro, jest czynnikiem sprzyjającym bardziej efektywnemu funkcjonowaniu rynku finansowego. Oznacza to stworzenie lepszych warunków do lokowania zasobów finansowych tam, gdzie mogą one być najefektywniej wykorzystane. Dotychczasowy okres istnienia euro pokazał też znaczne słabości gospodarki krajów UE, powodujące w istocie duży odpływ kapitałów do krajów trzecich, w tym głównie do Stanów Zjednoczonych.

Euro, dzięki zwiększeniu przejrzystości cen usług finansowych, znacząco wpłynęło na wzrost konkurencji między instytucjami finansowymi. To z kolei sprzyja redukcji kosztów transakcji finansowych, zwiększeniu rentowności lokat i obniżeniu kosztów funduszy pozyskiwanych przez pożyczkobiorców. Reakcją na nowe warunki konkurencji była i jest fala działań konsolidacyjnych w sektorze finansowym, obejmująca zwłaszcza banki oraz giełdy papierów wartościowych.

Istnienie euro jest czynnikiem sprzyjającym ewolucji zorientowanego bankowo systemu finansowego - w kierunku systemu, gdzie większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw odgrywa pozyskiwanie funduszy poprzez emisje papierów wartościowych. Wpływa to korzystnie na dywersyfikację lokat na rynku UE, a w rezultacie na możliwości inwestowania na nim. W dłuższej perspektywie powinno to nie tylko ograniczać odpływ kapitałów z krajów członkowskich, ale także stanowić zachętę do ich napływu spoza Unii.

²⁴ Zob. szerzej: *European Securities Regulation. The Final Report of the Committee of Wise Men*. „Single Market News” (European Commission) nr 25, marzec 2001 r.

²⁵ Zob. szerzej: *Plan d'action pour les services financiers. Les conclusions du quatrieme rapport et les defies a relever*. „Single Market News” (European Commission) z lipca 2001 r.

²⁶ Por. *Progress in the Securities Field. A package of key measures*. „Single Market News” (European Commission), nr 27, lipiec 2001 r.

Prognozowanie kursu walutowego. Model nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych*

Michał Rubaszek, Dobromił Serwa

Wprowadzenie

Badając tendencje rozwoju polskiej gospodarki na przełomie dwudziestego i dwudziestego pierwszego wieku, nie można pominąć wpływu zagranicy na sytuację ekonomiczną naszego kraju. W dobie postępującej globalizacji coraz większego znaczenia nabierają rosnące przepływy kapitałów, dóbr i usług między krajami. Podstawową rolę w dynamicznym rozwoju młodych gospodarek rynkowych, do których należy Polska, odgrywają inwestycje zagraniczne. Inwestorzy nie ograniczają się dziś, maksymalizując oczekiwane zyski, do wybranego rynku lokalnego, ale dywersyfikują swe portfele, lokując środki na międzynarodowych rynkach finansowych. Liczą na dodatkowe zyski z inwestycji w rynki krajów rozwijających się, czyli na specjalną „premię” za ponoszone ryzyko. Problemem w tej sytuacji staje się sposób powiązania walut, w których przeprowadzane są transakcje międzynarodowe, a przede wszystkim ustalenie relacji między ich wartościami. Ważny cel badań ekonomistów: zarówno praktyków, jak i teoretyków stanowią kursy walutowe i analiza ich zmienności.

W gospodarkach rynkowych, gdzie waluty są wymienialne (całkowicie, wewnętrznie, zewnętrznie lub według artykułu VIII Międzynarodowego Funduszu Walutowego), kurs walutowy określa relacje cen między poszczególnymi krajami oraz rynkami dóbr, a głównie rynkami finansowymi tych krajów. Nominalny kurs walutowy definiowany jest powszechnie jako cena jednej waluty wyrażona w jednostkach innej wa-

luty. W Polsce w ostatnich dziesięciu latach istniały różne sposoby wyznaczania kursu walutowego. Należy tu wymienić kurs ustalany centralnie przez Narodowy Bank Polski (do kwietnia 2000 r.), kurs średni międzybankowego rynku walutowego, a także kurs kantorowy (por. np.: E. Chrabonszczewska, 1998, s. 81, 157).

Już od pierwszych miesięcy 1995 r., kiedy kurs złotego został częściowo uwolniony i wystawiony w większym stopniu na bezpośrednie oddziaływanie różnych rynków, szczególnego znaczenia nabrały próby modelowania i prognozowania poziomu oraz zmienności wartości waluty krajowej w czasie. W kwietniu 2000 r. kurs został całkowicie uwolniony i oficjalnie kształtowany jest jedynie przez podaż naszej waluty i popyt na nią. Cena złotego nie podlega już odrębnym regulacjom naszego banku centralnego (NBP), choć Rada Polityki Pieniężnej zastrzegła sobie prawo do interwencji na rynku walutowym.

Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie modelu nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych (NSZ), opisującego różnicę między stopami zwrotu z inwestycji w zagraniczne i krajowe papiery wartościowe, z punktu widzenia inwestora zagranicznego, oraz wykorzystanie skonstruowanego modelu do krótkookresowej prognozy poziomu kursu dwóch - najważniejszych dla polskiej gospodarki - walut zagranicznych: dolara amerykańskiego oraz marki niemieckiej. Marka od początku 1999 r. związana jest stałym parytetem z kursem nowej waluty euro. Dolar i euro stanowiły od stycznia 1999 r. do kwietnia 2000 r. koszyk walut, na którym oparty był parytet złotego.

Definicję nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych opisano w rozdziale pierwszym. Roz-

* Autorzy dziękują Panom Adamowi Koronowskiemu i Dariuszowi Rausowi z Departamentu Analiz i Badań NBP za cenne uwagi dotyczące pracy.

dział drugi zawiera opis czynników, mających wpływ na wartość oraz zmienność nadzwyczajnej stopy zwrotu. W rozdziale trzecim przedstawiono hipotezę istnienia premii za ryzyko z inwestycji w papiery wartościowe objęte ryzykiem. Dostarcza ona argumentu za włączeniem do modelu NSZ (jako dodatkowego regresora) warunkowej wariancji z tej części modelu, która nie została opisana przez inne zmienne makroekonomiczne. Zaproponowano użycie modelu klasy ARCH (tutaj: GARCH-M) do modelowania powyższej wariancji. Specyfikacji modelu NSZ dokonano w rozdziale czwartym, a w rozdziale piątym zaprezentowano metodę prognozowania poziomu kursu walutowego na podstawie modelu NSZ. Wyniki empiryczne zostały przedstawione w rozdziale szóstym. Artykuł kończą wnioski dotyczące użyteczności przedstawionego modelu nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych w prognozowaniu poziomu kursu walutowego oraz oszacowaniu opłacalności inwestowania w polskie papiery wartościowe dla inwestorów zagranicznych.

Nadzwyczajna stopa zwrotu z inwestycji zagranicznych

Nadzwyczajna stopa zwrotu obliczana *ex post* oznacza różnicę między stopami zwrotu z inwestycji w zagraniczne i krajowe papiery wartościowe z punktu widzenia inwestora zagranicznego:

$$Y_t = \left[\frac{S_t}{S_{t+1}} (1 + i_t) \right] - (1 - i_t^*) \quad (1)$$

gdzie:

i_t - rentowność krajowych (polskich) bonów skarbowych, wyznaczona w momencie t na okres Δt ;

i_t^* - rentowność zagranicznych bonów skarbowych;

S_t, S_{t+1} - kasowy kurs walutowy odpowiednio w momencie t i $t + 1$ w notacji cenowej - np. 2 PLN/DEM).

Inwestor zagraniczny może zainwestować swoje środki w zagraniczne papiery wartościowe (tutaj: niemieckie lub amerykańskie), nie ponosząc ryzyka walutowego, albo w bony polskie, ponosząc takie ryzyko. Nadzwyczajna stopa zwrotu pokazuje zatem *ex post* dodatkowy przychód z zainwestowania jednostki pieniężnej w krajowe papiery wartościowe ponad „zwykły”, nie obciążony ryzykiem walutowym przychód z inwestycji w zagraniczne papiery wartościowe. Nadzwyczajna stopa zwrotu Y w momencie t może być obliczana jedynie wtedy, kiedy znany jest już kasowy kurs walutowy w momencie $t+1$. Gdyby zatem udało się oszacować wartość Y_t za pomocą innego modelu, w którym wartości wszystkich zmiennych egzogenicz-

nych były znane w momencie t , to możliwa byłaby prognoza kasowego kursu walutowego dla okresu $t + 1$: poprzez odpowiednie przekształcenie wzoru (1) do postaci:

$$\hat{S}_{t+1} = S_t \frac{1 + i_t}{Y_t + (1 + i_t^*)} \quad (2)$$

gdzie za pomocą symbolu $\hat{}$ oznaczono zmienne, których wartości są estymowane.

Dobór zmiennych objaśniających

Nadzwyczajną stopę zwrotu inwestycji w polskie złote postanowiono uzależnić od zmiennych, reprezentujących czynniki kształtujące klimat inwestycyjny w Polsce, Niemczech i Stanach Zjednoczonych. Chociaż zmienne te bezpośrednio wiążą się z rynkami finansowymi, to niosą one informacje pochodzące także z innych obszarów gospodarki (np. z rynku dóbr, pracy).

Tempo wzrostu indeksu giełdowego

Hipotezy efektywnych rynków zakładają, że w cenach akcji są zdyskontowane wszystkie informacje ekonomiczne. Można wyróżnić mocną efektywność, kiedy nawet poufne informacje nie pozwalają uzyskać zysku nadzwyczajnego, oraz słabą efektywność, kiedy rynek dyskontuje jedynie informacje dostępne dla ogółu (por. K. Jajuga, T. Jajuga, 1999, s. 85-89). Przy założeniu prawdziwości hipotezy o słabej efektywności rynków w USA i Polsce spadek wartości indeksu w miesiącu t świadczy o większym napływie negatywnych informacji niż pozytywnych. Gdy indeks rośnie, oznacza to napływ informacji „ocieplających klimat inwestycyjny”.

Całość informacji napływających z rynków kapitałowych Polski, Niemiec i USA postanowiono przedstawić za pomocą zmiennych $dWIG$, $dCDAX$ i dSP , które są zdefiniowane poprzez następujące równości:

$$dWIG_t = \frac{WIG_t - WIG_{t-1}}{WIG_{t-1}} \quad (3)$$

$$dSP_t = \frac{SP_t - SP_{t-1}}{SP_{t-1}} \quad (4)$$

$$dCDAX_t = \frac{CDAX_t - CDAX_{t-1}}{CDAX_{t-1}} \quad (5)$$

gdzie:

WIG_t , SP_t i $CDAX_t$ oznaczają odpowiednio średnie poziomy indeksów WIG , Standard & Poor's 500 (dla USA) i $CDAX$ (dla Niemiec) w miesiącu t . Dane pochodzą z internetowych serwisów ekonomicznych: <http://bossa.pl> dla WIG oraz <http://www.economagic.com> dla SP i <http://www.bundesbank.de> dla $CDAX$.

Struktura terminowa oprocentowania bonów skarbowych

Na różnicę w oprocentowaniu bonów 3-miesięcznych i bonów rocznych składają się trzy czynniki: zysk za utratę płynności, oczekiwania inwestorów oraz premia za ryzyko dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Zmiany w strukturze krzywej dochodowości (ang. *yield curve*) są zatem także związane ze zmianą parametru awersji do ryzyka (por. N.Chen, R.Roll, S.Ross [1986]). Wprowadzono następujące zmienne objaśniające:

$$STOBS_t = r_{52,t}^{BS} - r_{13,t}^{BS} \quad (6)$$

$$STOTB_t = r_{52,t}^{TB} - r_{13,t}^{TB} \quad (7)$$

$$STOBW_t = r_{52,t}^{BW} - r_{13,t}^{BW} \quad (8)$$

gdzie: $r_{52,t}^{BS}, r_{13,t}^{BS}, r_{52,t}^{TB}, r_{13,t}^{TB}, r_{52,t}^{BW}, r_{13,t}^{BW}$ oznaczają odpowiednio roczną rentowność 52-tygodniowych i 13-tygodniowych polskich bonów skarbowych (*STOBS*), 52-tygodniowych i 13-tygodniowych amerykańskich bonów skarbowych (*STOTB*) oraz rentowność rocznych i trzymiesięcznych eurodepozytów (*STOBW*) w okresie t . Źródło danych stanowią: dla Polski miesięcznik „Analizy”, a dla Stanów Zjednoczonych i Niemiec serwis internetowy <http://www.economagic.com>.

Wzrost rentowności 13-tygodniowych bonów skarbowych

Zmiany rentowności bonów skarbowych opisują przyrost lub spadek atrakcyjności rynków finansowych zarówno dla inwestorów krajowych, jak i dla zagranicznych. Wpływają bezpośrednio na kierunki przepływu kapitału portfelowego między rynkami finansowymi, a także na zmiany poziomu kursów walutowych. Zmienne reprezentujące te zależności to przyrosty kolejnych średnich stóp zwrotu 13-tygodniowych bonów skarbowych w Polsce (*dRBS*), w USA (*dRTB*) oraz depozytów trzymiesięcznych dla Niemiec (*dRBW*):

$$dRBS_t = r_{13,t}^{BS} - r_{13,t-1}^{BS} \quad (9)$$

$$dRTB_t = r_{13,t}^{TB} - r_{13,t-1}^{TB} \quad (10)$$

$$dRBW_t = r_{13,t}^{BW} - r_{13,t-1}^{BW} \quad (11)$$

Model premii za ryzyko

Hipoteza ubezpieczonego parytetu stóp procentowych (por. K. Kalicki, 1998, s. 37-40) zakłada, że inwestor lokujący środki w krajowe papiery wartościowe osiągnie ten sam zysk, co z inwestycji w papiery zagraniczne

dzięki możliwości zabezpieczenia się za pomocą transakcji typu forward, futures itp. Zarówno dla walut obcych, jak i dla złotego powyższa hipoteza nie znajduje pokrycia w rzeczywistości. Różnica między tymi zyskami jest istotnie różna od zera, czego przyczyny upatruje się w awersji do ryzyka zagranicznych inwestorów. Poniższy przykład przedstawia taką sytuację przy podziale globalnego rynku finansowego na dwie strefy: Polskę i zagranicę.

Potencjalny inwestor zagraniczny ma do dyspozycji W_t jednostek pieniężnych swojego kraju. Swoją majątek może zainwestować w walutę krajową lub w złotówki. Każda jednostka pieniężna zainwestowana w okresie t w walutę krajową jest warta $z_t^* = 1 + r_t^*$ w okresie $t + 1$ (r_t^* jest stopą procentową wolną od ryzyka). Wartość oczekiwana i wariancja wynoszą odpowiednio: $E[z_t^*] = z_t^*$ oraz $V[z_t^*] = 0$. Jeżeli inwestor zdecydował się zainwestować jednostkę pieniężną w złote, które następnie wpłaca na konto i sprzedaje po upływie jednego okresu (przyjmujemy brak marży przy kupnie i sprzedaży złotych), to jego inwestycja będzie warta $z_t = 1 + r_t$ (r_t jest stopą zwrotu z inwestycji w złote). W związku z niepewnością związaną z kursem walutowym z_t jest zmienną losową o wartości oczekiwanej i wariancji odpowiednio: $E[z_t]$ i $V[z_t]$.

Inwestor postanowił podzielić swoje zasoby na q_t^* jednostek pieniężnych zdeponowanych w walucie krajowej oraz na q_t jednostek pieniężnych zainwestowanych w lokaty złote. Ograniczenie budżetowe przyjmuje postać równości: $W_t = q_t^* + q_t$. Wartość majątku po upływie danego okresu wynosi:

$$W_{t+1} = q_t^* z_t^* + q_t z_t \quad (12)$$

Ponieważ z_t jest zmienną losową, to:

$$\begin{aligned} E[W_{t+1}] &= q_t^* z_t^* + q_t E[z_t] \\ V[W_{t+1}] &= q_t^2 V[z_t] \end{aligned} \quad (13)$$

Załóżmy, że inwestor podejmując decyzję o lokacie, maksymalizuje swoją funkcję użyteczności z posiadanego majątku w okresie $t + 1$, która przy założeniu normalności rozkładu W_{t+1} zależy jedynie od dwóch momentów tego rozkładu. Jeżeli inwestor ma funkcję użyteczności typu *mean-variance*, to oczekiwana użyteczność portfela wynosi: por. R. Engle, D. Lilien, R. Robins, 1987.

$$E[U(W_{t+1})] = 2E[W_{t+1}] - bV[W_{t+1}] \quad (14)$$

gdzie $b > 0$ oznacza współczynnik awersji do ryzyka. Podstawiając (12) i (13) do (14), otrzymamy:

$$E[U(W_{t+1})] = 2(q_t^* z_t^* + q_t E[z_t]) - b q_t^2 V[z_t] \quad (15)$$

a po podstawieniu ograniczenia budżetowego:

$$E[U(W_{t+1})] = 2((W_t - q_t)z_t^* + q_t E[z_t]) - b q_t^E V[z_t] \quad (15a)$$

Decyzja inwestora polega na wyznaczeniu liczby jednostek pieniężnych zainwestowanych w złotówki. W tym celu maksymalizuje on funkcję (15) względem q_t . Warunkiem koniecznym otrzymania maksimum lokalnego jest zerowanie się pierwszej pochodnej:

$$\frac{\partial E[U(W_{t+1})]}{\partial q_t} = -2r_t^* + 2E[z_t] - 2b q_t V[z_t] = 0 \quad (16)$$

Aby decyzje inwestora maksymalizowały jego oczekiwaną użyteczność, q_t musi być określone wzorem:

$$q_t = \frac{E[z_t] - z_t^*}{bV[z_t]} \quad (17)$$

Z (17) otrzymujemy równanie premii za ryzyko:

$$E[z_t] - z_t^* = q_t b V[z_t] \quad (18)$$

Odejmując obustronnie 1, otrzymamy równanie dla stóp zwrotu:

$$E[r_t] - r_t^* = q_t b V[r_t] \quad (19)$$

Ze wzoru (19) wynika, że inwestor lokujący kapitał w bardziej ryzykowne aktywa (o większej wariancji) osiąga przeciętnie większą stopę zwrotu z inwestycji. W przypadku innych funkcji użyteczności wystarczy założyć ich wklęsłość, czyli ujemność drugiej pochodnej, aby istniała dodatnia premia za ryzyko. Dla modelu NSZ ową premię, reprezentującą ryzyko inwestycyjne w polskie złote, można estymować za pomocą badania wahlności (ang. *volatility*) składnika losowego. Składnik losowy potraktowano jako zbiór czynników nieuwzględnionych w modelu, których wariancja może wpływać na zmienność i poziom kursu walutowego. Postuluje się zatem dodanie do zbioru regresorów modelu NSZ wariancji warunkowej. W niniejszym artykule dokonano tego, wykorzystując model GARCH-M.

Zastosowanie modeli klasy ARCH do modelowania premii za ryzyko

Przyrosty procentowe niektórych zmiennych opisujących rynki finansowe charakteryzują się rozkładami leptokurtycznymi (z tzw. długimi ogonami) oraz grupowaniem wariancji. Jest to zjawisko szczególnie często spotykane wśród zmiennych o wysokiej częstotliwości pomiaru (np. dane dzienne, godzinowe). Chociaż każ-

da z obserwacji takiej zmiennej należy do rozkładu normalnego, to łączny rozkład procesu reprezentowanego przez tę zmienną nie jest normalny. Powyższe zjawisko zostało opisane przez R. Engle'a [1982] jako efekt ARCH. Później badania rozszerzono o estymację wpływu wariancji warunkowej na wartość oczekiwaną zmiennej w postaci modelu GARCH-M (p, q) (por. R. Engle, D. Lilien, R. Robins, 1987):

$$y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_i x_{it} + \delta h_t + \varepsilon_t \quad (20)$$

$$h_t = \gamma_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j} \quad (21)$$

gdzie:

$$\varepsilon_t \sim N(0, h_t)$$

y_t - zmienna objaśniana,

x_{it} - i -ta zmienna objaśniająca,

h_t - wariancja warunkowa składnika losowego,

ε_t - składnik losowy modelu.

Parametry powyższego układu oblicza się, maksymalizując logarytm funkcji wiarygodności (por. T. Mills, 1993, s.106) wyrażony wzorem:

$$l = \sum_{t=1}^T -\frac{1}{2} \left(2\pi + \ln h_t + \frac{\varepsilon_t^2}{h_t} \right) \quad (22)$$

używając algorytmu BHHH (por. E. Berndt, B. Hall, R. Hall, J. Hausman, 1974).

Postać modelu

Inwestorzy podejmujący decyzję o lokacie kapitału w Polsce w okresach większej wahlności kursu walutowego oczekują wyższej nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji w złote. Wielkość wpływu premii za ryzyko na nadzwyczajną stopę zwrotu reprezentowana jest za pomocą parametru δ .

Zdecydowano się zastosować liniową postać modelu względem parametrów. Przyjmując hipotezę słabej efektywności rynków finansowych, nałożono zerowe restrykcje na parametry opóźnionych zmiennych objaśniających, ponieważ zgodnie z ową hipotezą rynek natychmiast dyskontuje wszystkie dostępne informacje. Alternatywnym podejściem byłoby zastosowanie modelu z rozkładem opóźnień. Model nadzwyczajnej stopy zwrotu (NSZ) dla inwestora amerykańskiego ma zatem następującą postać (23a):

$$\begin{cases} y_t^{USD} = \alpha_0 + \alpha_1 dWIG_t + \alpha_2 STOBS_t + \alpha_3 dRBS_t + \alpha_4 dSP_t + \alpha_5 STOTB_t + \alpha_6 dRTB_t + \delta h_t^{USD} + \varepsilon_t \\ h_t^{USD} = \gamma_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j}^{USD} \end{cases}$$

a dla niemieckiego (23b):

$$\begin{cases} y_t^{DEM} = \alpha_0 + \alpha_1 dWIG_t + \alpha_2 STOBS_t + \alpha_3 dRBS_t + \alpha_4 dCDAX_t + \alpha_5 STOBW_t + \alpha_6 dRBW_t + \delta h_t^{DEM} + \varepsilon_t \\ h_t^{DEM} = \gamma_0 + \sum_{i=1}^p \gamma_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j h_{t-j}^{DEM} \end{cases}$$

gdzie:

$$\varepsilon_t \subset N(0, h_t) \quad (24)$$

y^{USD}_t, y^{DEM}_t - nadzwyczajne stopy zwrotu dane (1) z inwestycji w złote dla inwestorów amerykańskiego i niemieckiego,

h_t^{USD} i h_t^{DEM} - odpowiednio wariancje warunkowe składnika losowego modeli (23a) i (23b).

Aby zapewnić dodatniość wariancji warunkowej oraz jej stacjonarność, w trakcie estymacji parametrów nałożono następujące restrykcje:

$$\begin{aligned} \gamma_0 &> 0,00001 \\ \gamma_1 &> 0 \\ \beta_i &> 0 \\ \sum_{p=1}^P \gamma_p + \sum_{q=1}^Q \beta_q &< 1 \end{aligned} \quad (25)$$

Prognozowanie na podstawie modelu NSZ

Po oszacowaniu parametrów modelu nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych, można dokonać prognozy przyszłego kursu walutowego. Podstawowym założeniem ekonometrycznego prognozowania jest przyjęcie, że struktura opisywanego przez model zjawiska jest stabilna w czasie, czyli także w okresie, dla którego dokonuje się prognozy. Podobnie, rozkład składnika losowego nie powinien się zmieniać w czasie. Zakłada się też, że dopuszczalna jest ekstrapolacja modelu poza obserwowany w próbie obszar zmienności zmiennych objaśniających (por. A.Zeliaś, 1997, s. 50-51).

Procedura otrzymania prognozy jest następująca: po estymacji parametrów modeli (23a) i (23b) dla danych obserwacji do okresu $t-1$ wykorzystuje się znane w momencie t wartości zmiennych objaśniających do prognozy nadzwyczajnej stopy zwrotu Y (dla obu inwestorów zagranicznych) w momencie t za pomocą oszacowanych właśnie modeli. Prognozowana wartość Y_t może być teraz użyta do obliczenia kursu walutowego S dla okresu $t+1$ za pomocą równania (2):

$$\hat{S}_{t+1} = S_t \frac{1 + i_t}{\hat{Y}_t + (1 + i_t^*)}$$

Należy podkreślić, że wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu Y w momencie t nie jest dana, lecz oszacowana za pomocą modelu NSZ. Jej prawdziwa wartość znana jest bowiem dopiero w momencie $t+1$, kiedy dany jest kasowy kurs walutowy S dla okresu $t+1$.

Prognozowanie na więcej niż jeden okres wprzód jest utrudnione, ponieważ trzeba wtedy prognozować także wszystkie przyszłe wartości zmiennych objaśniających (o dużej zmienności), takich jak: wysokość stóp procentowych w kraju i za granicą, a dla modelu nadzwyczajnej stopy zwrotu: tempa wzrostu indeksów

giełdowych, struktury terminowe stóp procentowych i inne. Możliwe jest natomiast takie skonstruowanie modelu, by ten jedyny okres prognozowany był okresem dziennym, kwartalnym albo rocznym, gdyż pozwala na to konstrukcja modelu i częstość publikacji danych dla zmiennych objaśniających w równaniu (2) i modelu NSZ.

Wyniki empiryczne

Estymacji parametrów dokonano na podstawie danych miesięcznych z okresu luty 1995 r. - luty 2001 r. Wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu oszacowana dla marca 2001 r. służyła do prognozowania kursów kasowych dolara i marki w kwietniu 2001 r.

Przed rozpoczęciem estymacji parametrów modelu nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji w złote dla inwestora amerykańskiego i niemieckiego obliczono statystyki opisowe zmiennych objaśniających modeli. Tabele 1a i 1b przedstawiają wartości średnie, odchylenia standardowe, miarę zmienności klasycznej (odchylenie standardowe podzielone przez wartość średnią) oraz współczynnik korelacji ze zmienną objaśnianą dla modeli dolara amerykańskiego i marki niemieckiej.

Wyniki wskazują na wysoką zmienność zarówno regresorów, jak i zmiennych zależnych. Z tego powodu trudno jest oczekiwać wysokiego współczynnika determinacji R^2 estymowanych modeli. Współczynniki korelacji są zdecydowanie wyższe dla modelu marki niemieckiej, zatem wstępnie można zakładać jego lepsze dopasowanie niż modelu dolara amerykańskiego.

Następnie postanowiono zbadać, czy zmienne objaśniające nie są współliniowe. Zastosowano test Farrara-Glaubera (por. M. Gruszczynski, M. Podgórska, 2000, s. 84-85). Dla modeli dolara amerykańskiego i marki niemieckiej uzyskano wartości statystyk odpowiednio: 11,609 i 16,2045, które są istotne na poziomach istotności 70,83% oraz 36,86%. Nie ma zatem podstaw do odrzucenia hipotezy o braku współliniowości.

Kolejnym etapem badań była estymacja modeli nadzwyczajnej stopy zwrotu bez wprowadzania efektu GARCH-M. Tabele 2a i 2b przedstawiają otrzymane rezultaty.

Miara zgodności kierunku zmian, która określa procent trafnych co do znaku wartości teoretycznych nadzwyczajnej stopy zwrotu, dana jest wzorem (por. A.Welfe, 2000, s. 124):

$$Q = \frac{N(\{y_t \hat{y}_t > 0\})}{N(\{y_t \hat{y}_t \neq 0\})} \quad (26)$$

gdzie:

$y_t \hat{y}_t$ - wartości teoretyczne i rzeczywiste nadzwyczajnej stopy zwrotu
 $N(\{y_t \hat{y}_t > 0\})$ - liczba obserwacji, dla których $y_t \hat{y}_t > 0$
 $N(\{y_t \hat{y}_t \neq 0\})$ - liczba obserwacji, dla których $y_t \hat{y}_t \neq 0$.

Tabela 1a Statystyki opisowe modelu dolara amerykańskiego

Zmienna	Średnia	Odchylenie standardowe	Zmienność	Współczynnik korelacji
DWIG	0,017805	0,10419	585,39%	0,144
STOBS	0,002581	0,00719	278,68%	0,102
DRBS	-0,001352	0,00803	594,81%	-0,050
DSP	0,015815	0,04454	281,65%	-0,033
STOTB	0,000968	0,00229	298,55%	-0,218
DRTB	-0,000114	0,00174	1530,06%	-0,210

Tabela 1b Statystyki opisowe modelu marki niemieckiej

Zmienna	Średnia	Odchylenie standardowe	Zmienność	Współczynnik korelacji
DWIG	0,017805	0,10419	585,39%	0,246
STOBS	0,002580	0,00719	278,68%	0,313
DRBS	-0,001352	0,00803	594,81%	0,114
DCDAX	0,012771	0,05496	430,35%	0,469
STOBW	0,000122	0,00019	156,72%	0,171
DRBW	-0,000204	0,00312	1530,34%	-0,175

Tabela 1c Statystyki opisowe zmiennych zależnych

Zmienna	Średnia	Odchylenie standardowe	Zmienność
y_t^{USD}	0,00375	0,02257	6006,04%
y_t^{DEM}	0,00863	0,02067	239,55%

Tabela 2a NZS dla inwestora amerykańskiego bez efektu GARCH-M

Zmienna	Estymator	Odchylenie standardowe	Statystyka T-studenta	Istotność
STAŁA	0,003816	0,003231	1,181	0,242
DWIG	0,041331	0,026957	1,533	0,130
STOBS	0,434626	0,375247	1,158	0,251
DRBS	-0,094872	0,335711	-0,282	0,778
DSP	-0,052111	0,063822	-0,816	0,417
STOTB	-1,522474	1,230658	-1,237	0,220
DRTB	-2,248321	1,615002	-1,392	0,169

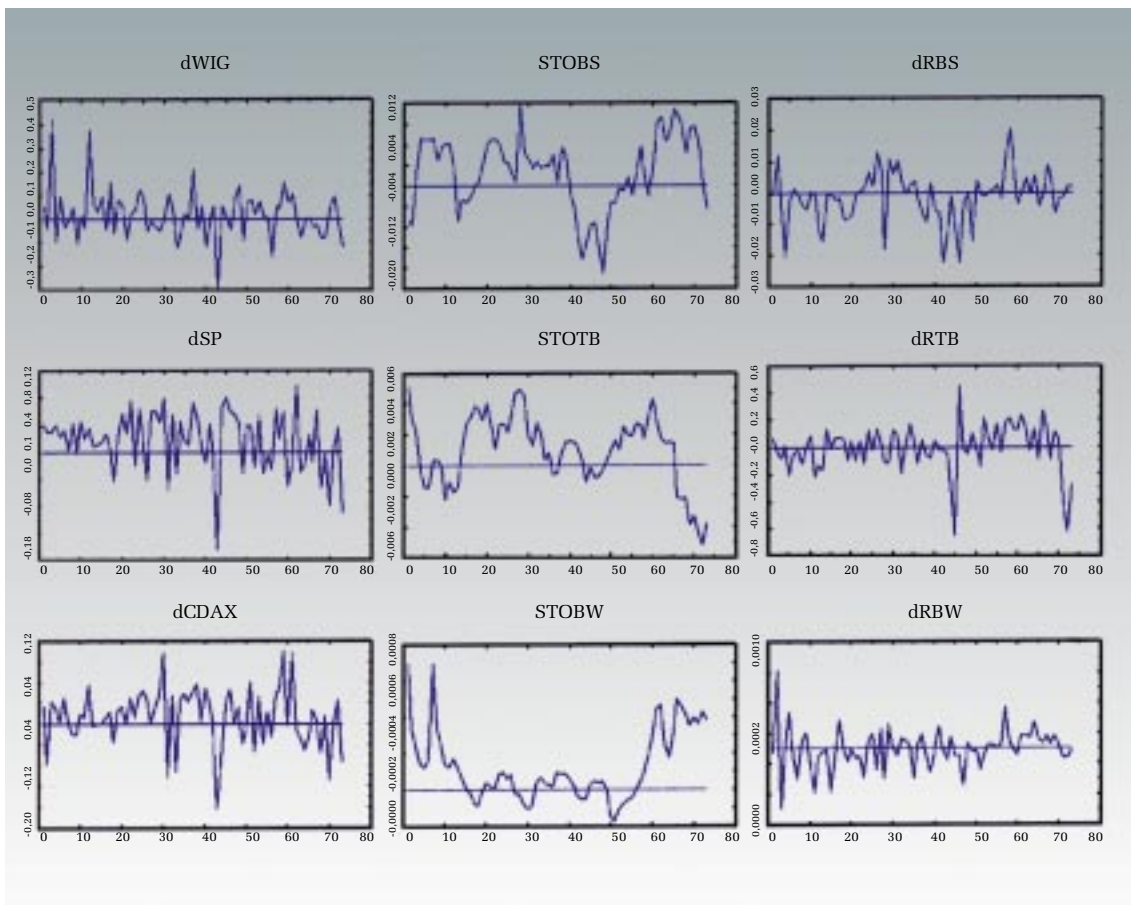
Liczba obserwacji:	73	Durbin-Watson:	1,457
Współczynnik determinacji R^2 :	0,117	Funkcja wiarygodności:	0,789
Suma kwadratów reszt:	0,032	Miara zgodności:	0,586
Istotność statystyki F-Walda:	0,207		

Tabela 2b NZS dla inwestora niemieckiego bez efektu GARCH-M

Zmienna	Estymator	Odchylenie standardowe	Statystyka T-studenta	Istotność
STAŁA	0,003405	0,002613	1,303284	0,197
DWIG	0,013947	0,022254	0,626733	0,533
STOBS	0,557961	0,323216	1,726281	0,089
DRBS	0,223840	0,278331	0,804223	0,424
DCDAX	0,148221	0,042686	3,472339	0,001
STOBW	14,243770	11,837536	1,203272	0,233
DRBW	-12,295425	8,454002	-1,454391	0,151

Liczba obserwacji:	73	Durbin-Watson:	1,646
Współczynnik determinacji R^2 :	0,323	Funkcja wiarygodności:	1,009
Suma kwadratów reszt:	0,021	Miara zgodności:	0,714
Istotność statystyki F-Walda:	0,000		

Wykres 1 Zmienne objaśniające



Porównując współczynniki determinacji, można stwierdzić, że model dla marki niemieckiej, tak jak się spodziewano, dokładniej opisuje zmienną objaśnianą. Świadczą o tym także wyższe wartości statystyki t-Studenta. Oba modele są koincydentne (por. M.Gruszczynski, M.Podgórska, 2000, s. 41-43). Zaobserwowano pozytywny wpływ zmiennych *dWIG* i *STOBS* na nadzwyczajne stopy zwrotu. Potwierdza to teorię, że wzrost indeksu, odzwierciedlając napływ dobrych informacji do polskiej gospodarki, wpływa na atrakcyjność inwestycji w złote. Także oczekiwania wzrostu stóp procentowych, odzwierciedlone przez zmienną *STOBS*, są wyceniane przez inwestorów zagranicznych.

W obu modelach zaobserwowano zjawisko heteroskedastyczności składnika losowego, które postanowiono uwzględnić za pomocą modeli klasy ARCH. Ponieważ posługiwano się danymi miesięcznymi, powyższy efekt nie jest tak wyraźny, jak dla zmiennych o wyższej częstotliwości. Możliwe jest przeprowadzenie poniższych obliczeń dla danych tygodniowych, a nawet dziennych. W przypadku zmiennych y_t^{USD} i y_t^{DEM} można zauważyć, że wahlność od 1998 r. jest zdecydowanie większa niż w okresie wcześniejszym

(patrz: wykresy 2a i 2b). Dla zbadania wpływu wariancji warunkowej na wartość nadzwyczajnej stopy zwrotu użyto modelu GARCH-M. Estymacji modelu dokonano dla arbitralnie ustalonych wartości $P = Q = 3$, a następnie odrzucono opóźnienia dla których wartości parametrów równania pomocniczego nieistotnie różniły się od zera. Dla modelu dolara amerykańskiego jest to model GARCH(3,0) - M, dla marki niemieckiej zaś GARCH(2,1) - M. Wyniki są przedstawione w tabelach 3a i 3b. Zastosowanie modelowania klasy ARCH wyraźnie zwiększyło efektywność estymatorów, czego dowodem są większe współczynniki determinacji, wartości funkcji wiarygodności oraz miary zgodności kierunku zmian.

Z oszacowań dwóch modeli nadzwyczajnej stopy zwrotu przy wykorzystaniu efektu GARCH-M (patrz: tabele 3a i 3b) wynika, że jedynie inwestorzy amerykańscy wyceniają wpływ wariancji warunkowej jako istotnie różny od zera. W obydwu przypadkach parametr δ , mierzący ten wpływ, jest dodatni.

Przy podejmowaniu decyzji o lokowaniu w Polsce swego kapitału inwestor amerykański dodatnio wycenia wpływ struktury terminowej oprocentowania bonów skarbowych na nadzwyczajną stopę zwrotu.

Tabela 3a NZS dla amerykańskiego dolara z efektem GARCH (3,0) - M

Zmienna	Estymacja	Odchylenie standardowe	Statystyka t-studenta	Istotność
Równanie podstawowe				
STAŁA	-0,02484764	0,00832869	-2,98337971	0,00405210
DWIG	0,04235115	0,02978135	1,42206918	0,15993836
STOBS	0,71350059	0,33954980	2,10131354	0,03961943
DRBS	-0,15122363	0,35181092	-0,42984349	0,66877625
DSP	-0,02584883	0,06038350	-0,42807760	0,67005449
STOTB	-1,00501483	1,36200821	-0,73789190	0,46331987
DRTB	-1,63775921	2,21813731	-0,73834899	0,46304407
δ	60,69157524	19,90169245	3,04956854	0,00334958
Równanie pomocnicze				
STAŁA	0,00030984	0,00011695	2,64940301	0,01018088
ARCH1	0,12944089	0,13070136	0,99035604	0,32578867
ARCH2	0,06482569	0,12127231	0,53454653	0,59484501
ARCH3	0,06570891	0,12146289	0,54097934	0,59042961

Współczynnik determinacji R^2 równania podstawowego:	0,227
Współczynnik determinacji R^2 równania pomocniczego:	0,118
Funkcja wiarygodności:	2,492
Miara zgodności:	0,657
Statystyka Lagrange'a istotności parametrów równania podstawowego:	13,188
Istotność:	0,068
Statystyka Lagrange'a istotności parametrów równania pomocniczego:	8,643
Istotność:	0,034

Świadczy to o dodatnim wpływie oczekiwań wzrostu oprocentowania na notowania polskiej waluty.

Model nadzwyczajnej stopy zwrotu dla inwestorów niemieckich jest zdecydowanie lepiej dopasowany. Wykazuje silny dodatni związek między zmienną objaśnianą a tempem wzrostu indeksu CDAX oraz

strukturą terminową oprocentowania niemieckich bonów skarbowych.

Zdecydowano się dokonać prognozy kursu walutowego na kwiecień 2001 r. W pierwszym kroku obliczono marcowe wariancje warunkowe oczekiwane przez inwestorów w lutym, czyli podstawiono wartości

Wykres 2a NZS dla amerykańskiego dolara z efektem GARCH (3,0) - M

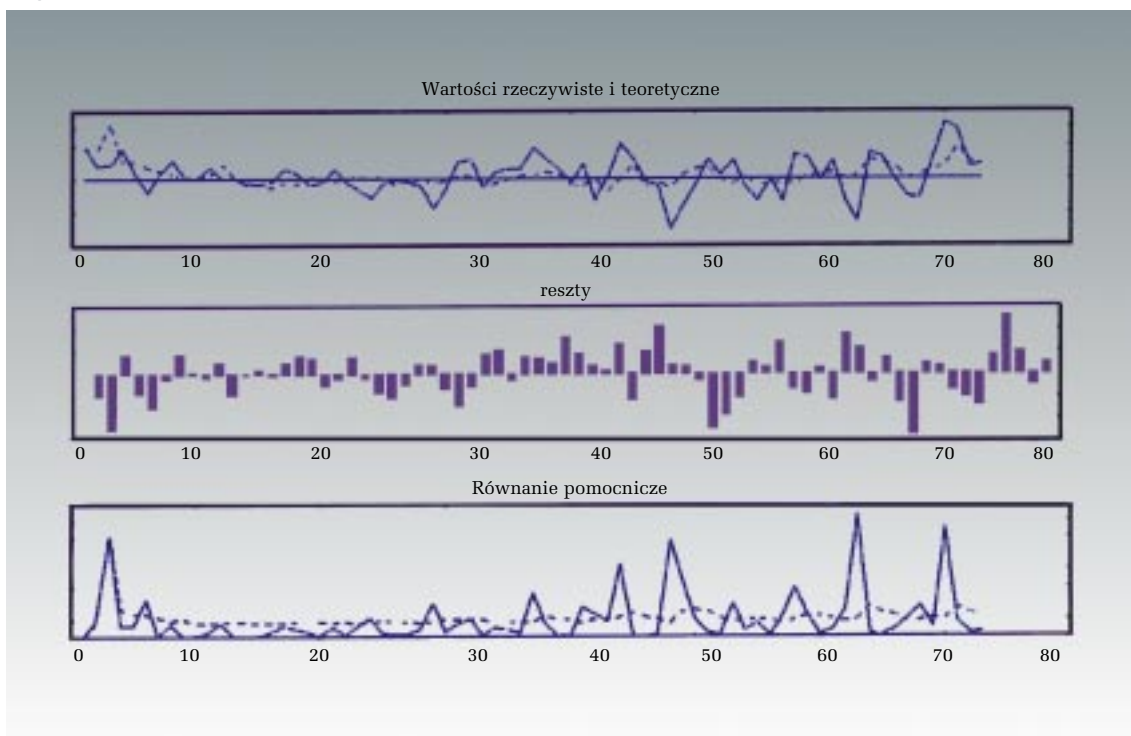


Tabela 3b NZS dla niemieckiej marki z efektem GARCH (2,1) - M

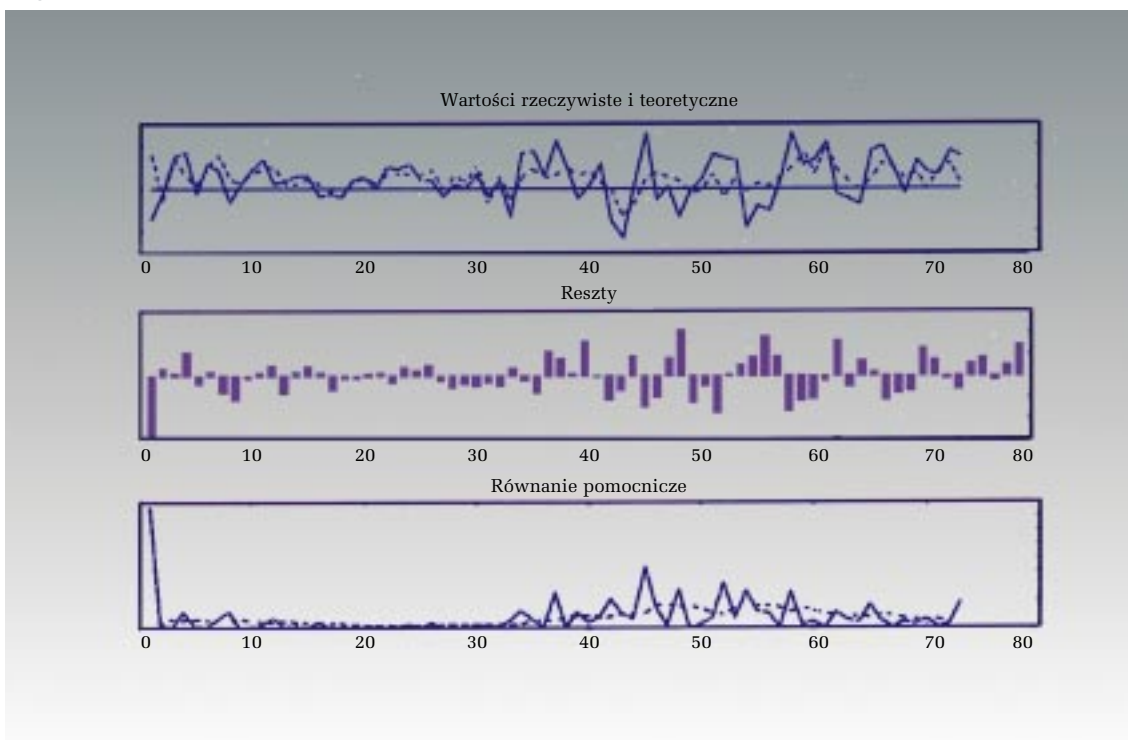
Zmienna	Estymacja	Odchylenie standardowe	Statystyka-studenta	Istotność
Równanie podstawowe				
STALA	0,00117267	0,00290753	0,40332236	0,68807669
dWIG	-0,00044139	0,01515448	-0,02912598	0,97685619
STOBS	0,16064628	0,27110281	0,59256592	0,55559272
dRBS	0,12348325	0,18980772	0,65057020	0,51768964
dCDAX	0,16019900	0,03077236	5,20593731	0,00000225
STOBW	32,34204997	11,85774746	2,72750369	0,00825750
dRBW	-13,49044788	8,70586062	-1,54958234	0,12625108
δ	5,48758474	11,77982752	0,46584593	0,64293237
Równanie pomocnicze				
STALA	0,00000713
ARCH1	0,18311954	0,17991656	1,01780260	0,31266461
ARCH2	0,06360766	0,09411478	0,67585195	0,50160814
GARCH1	0,74327280	0,17996655	4,13006094	0,00010875

Współczynnik determinacji R^2 równania podstawowego:	0,359
Współczynnik determinacji R^2 równania pomocniczego:	0,575
Funkcja wiarygodności:	2,795
Miara zgodności:	0,714
Statystyka Lagrange'a istotności parametrów równania podstawowego:	26,217
Istotność:	0,0004
Statystyka Lagrange'a istotności parametrów równania pomocniczego:	42,008
Istotność:	0,0000

reszt i wariancji warunkowych do równań pomocniczych: $\hat{h}_t^{USD} = 0,00034999$ i $\hat{h}_t^{DEM} = 0,0002778$. Następnie - biorąc wartości zmiennych objaśniających z marca 2001 r. - oszacowano marcowe nadzwyczajne stopy zwrotu dla obu walut: $\hat{y}_t^{USD} = 0,004009$, $\hat{y}_t^{DEM} = -0,022694$. Podsta-

wiając je do wzoru (2), otrzymano prognozę kursów dolara amerykańskiego i marki niemieckiej na kwiecień: $\hat{S}_t^{USD} = 4,0826$ USD/PLN, $\hat{S}_t^{DEM} = 1,9511$ DEM/PLN. Otrzymane prognozy różnią się, odpowiednio o 1,62% i 6,29%, od wartości rzeczywistych średnich kursów w kwietniu.

Wykres 2b NZS dla marki niemieckiej z efektem GARCH(2,1) - M



Wnioski

Przeprowadzone badania potwierdzają, że modele klasy ARCH są w stanie znacznie zwiększyć efektywność modeli ekonometrycznych, nawet jeśli modele te są źle wyspecyfikowane. Dzięki eliminacji heteroskedastyczności składnika losowego udaje się lepiej opisać rzeczywiste zmiany wartości zmiennych rynków finansowych.

Z analizy modeli nadzwyczajnej stopy zwrotu wynika, że w obu przypadkach występował efekt ARCH, co potwierdziły wartości statystyk, mówiące o istotności parametru δ w równaniach. Potwierdzono także istnienie dodatkowej nadzwyczajnej stopy zwrotu zarówno dla inwestorów amerykańskich, jak i niemieckich, chcących lokować kapitał na polskim rynku. Jej wartość ulegała zmianom w czasie, spowodowanym między innymi wahaniami koniunktury na rynkach kapitałowych (np. giełdach zagranicznych), zmianami oczekiwań co do poziomów stóp procentowych w kraju i za granicą oraz nastrojami w badanych gospodarkach.

Modele NSZ dają rezultaty obiecujące dla modelowania kursów walutowych. Stwarzają możliwość prostego prognozowania kursu walutowego na jeden okres wprzód bez potrzeby symulacji lub prognozowania wartości wielu zmiennych objaśniających jego zmiany, gdyż w samej definicji nadzwyczajnej stopy zwrotu

ukryta jest zmienna reprezentująca kurs walutowy w przyszłym okresie. Autorzy mają nadzieję, że otrzymane rezultaty oraz zaprezentowane metody modelowania pomogą instytucjom finansowym lepiej zrozumieć zmiany zachodzące na rynkach walutowych, a także ułatwią prognozowanie zjawisk makroekonomicznych, zachodzących w naszym kraju przyszłości.

Modelowanie badania nadzwyczajnej stopy zwrotu można rozwijać w dwóch kierunkach. Pierwszym z nich jest - postulowane już w artykule - zwiększenie częstotliwości danych. Drugim kierunkiem jest odejście od modeli statycznych, co wiąże się z odrzuceniem hipotezy efektywności rynku walutowego, i zastosowanie modeli dynamicznych. Wstępnie przeprowadzone obliczenia pokazują, że modele z rozkładami opóźnień (ang. *autoregressive distributed lag*), opisujące nadzwyczajną stopę zwrotu charakteryzują się nawet dwa razy większą wartością współczynnika determinacji niż modele statyczne z efektem GARCH. Oznacza to możliwość opisanie znacznie większej części zmienności badanej wartości ekonomicznej. Dlatego postuluje się, by w następnych badaniach kursów walutowych połączono ekonomiczną teorię premii za ryzyko, ekonometryczne metodologie modelowania „od ogólnego do szczególnego” (por. np. W. Charemza, D.F. Deadman, 1997) i metodologie ARCH.

Bibliografia

1. L. Bartolini, L. Giorgianni (1999): *Excess Volatility and the Asset-Pricing Exchange Rate Model with Unobservable Fundamentals*. IMF Working Paper, May.
2. G. Basurto, A. Ghosh (2000): *The Interest Rate - Exchange Rate Nexus in the Asian Crisis Countries*. IMF Working Paper, February.
3. E. Berndt, B. Hall, R. Hall, J. Hausman (1974): *Estimation and inference in Nonlinear Structural Models*. „Annals of Economic and Social Measurement” 4, s. 653-665.
4. W.W. Charemza, D.F. Deadman (1997): *Nowa ekonometria*. Warszawa PWE.
5. N. Chen, R. Roll, S. Ross (1986): *Economic Forces and the Stock Market*. „Journal of Business” (59), s. 383-403.
6. E. Chrabonszczewska (1998): *Polityka kursu walutowego*. W: E. Chrabonszczewska, K. Kalicki: *Teoria i polityka kursu walutowego*. Warszawa SGH.
7. R. Engle (1982): *Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of United Kingdom inflation*. „Econometrica” 50, s. 987-1007.
8. R. Engle, D. Lilien, R. Robins (1987): *Estimating time varying risk premia in the term structure: the ARCH-M model*. „Econometrica” 55, s. 391-407.
9. M. Gruszczynski, M. Podgórska, red. (2000): *Ekonometria*. Warszawa Oficyna Wydawnicza SGH.
10. K. Jajuga, T. Jajuga (1999): *Inwestycje*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN.
11. K. Kalicki [1998]: *Teoria kursu walutowego*. W: E. Chrabonszczewska, K. Kalicki: *Teoria i polityka kursu walutowego*. Warszawa SGH.
12. R. MacDonald (1989): *Floating exchange rates. Theories and evidence*. London Unwin Hyman.

13. R. MacDonald, J. Nagayasu (1999): *The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials: A Panel Study*. IMF Working Paper, March.
14. H.M. Markowitz: *Portfolio selection - efficient diversification of investments*. Yale University Press, New Haven.
15. T. Mills (1993): *The econometric modelling of financial time series*. Cambridge University Press.
16. R.A. Morales (2000): *Czech Koruna and Polish Zloty Currency Options: Information Content and EU - Accession Implications*. IMF Working Paper, May.
17. D. Romer (2000): *Makroekonomia dla zaawansowanych*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN.
18. S.B. Wadhawani (1999): *Currency Puzzles*. A Lecture at the London School of Economics on 16 September.
19. A. Welfe (2000): *Gospodarka Polski w okresie transformacji*. Warszawa PWN.
20. A. Zeliaś (1997): *Teoria prognozy*. Warszawa PWE.

Historia bankowości centralnej - Bundesbank i jego poprzednicy

Wojciech Morawski

Niemiecki system pieniężny kształtował się stopniowo, w miarę jednoczenia politycznego kraju. W 1618 r. powstał pierwszy niemiecki bank publiczny - hamburski Girobank. Pierwsze pieniądze papierowe wyemitowano w 1706 r. w hrabstwie Stolberg. Od roku 1875 do II wojny światowej funkcje banku centralnego spełniał Reichsbank. Reforma 1948 r. doprowadziła do odbudowy bankowości centralnej w zachodniej części Niemiec - początkowo w postaci Bank der Deutscher Laender, w 1957 r. przekształconego w Deutsche Bundesbank. W okresie powojennym, kiedy w większości krajów zrezygnowano z zabezpieczania niezależności banku centralnego poprzez nadanie mu statusu spółki akcyjnej, Bundesbank ustalił pewne standardy niezależności państwowego banku centralnego. Stopniowo, w miarę wzrostu znaczenia gospodarki niemieckiej i postępów integracji europejskiej, problemem stawała się ponadnarodowa odpowiedzialność władz Bundesbanku. Utworzenie euro było, z niemieckiego punktu widzenia, próbą wyjścia z tej sytuacji. W NRD funkcje emisyjne pełnił Deutsche Notenbank (1948-1968), następnie Staatsbank der DDR (1968-1991).

W czasach nowożytnych kilkakrotnie próbowano, bez powodzenia, ujednoczyć system monetarny Świę-

tego Cesarstwa Rzymskiego Narodu Niemieckiego, jak brzmiała oficjalna nazwa Rzeszy Niemieckiej. W 1515 r. podzielono Rzeszę na 10 okręgów mennicznych. Podział ten utrzymał się, w zasadniczych zarysach, do końca XVIII wieku¹. Były to okręgi: burgundzki, dolnoreański, kurreński, górnoreański, dolnosaski, górnosaski, frankoński, szwabski, bawarski i austriacki. Ordynacja augsburska z 1559 r. ujednoczała parytet srebrnych talarów (24,62 g) i złotych guldenów (2,503 g), pozostawiając poszczególnym okręgom monetarnym swobodę w zakresie mniejszych jednostek pieniężnych. Stąd wynikał późniejszy problem kursu lokalnych pieniędzy wobec guldenów (talarów) ogólnoniemieckich.

Tradycje niemieckiej bankowości komercyjnej sięgają przełomu XV i XVI wieku, kiedy na pewien czas dominującą pozycję w finansach europejskich zdobyła augsburska rodzina Fuggerów². W 1619 r. w Hamburgu powstał pierwszy w Niemczech bank publiczny - Girobank. Prowadził on rachunki w markach, księgując sre-

¹ Z. Żabiński: *Rozwój systemów pieniężnych w Europie Zachodniej i Północnej*. Wrocław 1989, s. 42 i nast.

² Klasycznym opracowaniem dziejów Fuggerów jest praca R. Ehrenberga: *Das Zeitalter der Fugger*. T. 1 i 2, Jena 1896. W języku polskim wydana została popularna praca G. Oggera: *Fuggerowie*. Warszawa 1998.

bro na wagę. Pozwalało to na uniknięcie skutków „psucia” monety i, co za tym idzie, na obniżenie stopy procentowej. Hamburski Girobank³ działał do 1875 r., kiedy wszedł w skład Reichsbanku. W 1621 r. powstał podobny Girobank w Norymberdze. Przetwał on do 1827 r.

Spośród walut lokalnych najwyższy nominal miał srebrna marka Wendyjskiego Związku Monetarnego, o wadze 19,6 g. Po powstaniu Banku Hamburskiego, marka ta nabrała nowego znaczenia, stała się bowiem podstawą prowadzonych tam rachunków. Ale już np. marka akwizgrańska zawierała zaledwie około 1 g srebra. System lokalnych walut był bardzo skomplikowany i nie należy, jak widać, dać się zwieść podobieństwu nazw. Niemiecki system walutowy uległ dezorganizacji podczas wojny trzydziestoletniej, zwłaszcza w jej pierwszym okresie, podczas tzw. kryzysu kipper-wipper. Poszczególne władcy psuli własny pieniądz, po czym próbowali wymieniać go po kursie oficjalnym na inne, mniej zepsute. Spekulacja, określana mianem kipper-wipper („wielki”, w odróżnieniu od „małego” kipper-wipper, który miał miejsce w 1680 r.), osiągnęła szczytowy punkt w 1622 r. Potem nastąpiła panika. Sytuację opanowano w grudniu 1623 r. poprzez przywrócenie dawnej wartości talara. Jednocześnie monety z okresu kipper-wipper zostały drastycznie zdewaluowane. Deflacja, która nastąpiła po kryzysie, pogłębiła negatywne skutki wojny.

Porządkowanie stosunków monetarnych po wojnie zaczęło się od porozumienia elektorów nadreńskich w 1663 r. W 1667 r. zawarli oni wraz z Saksonią, Brandenburgią i Brunszwikiem układ w klasztorze Zinna. Ustalono wówczas parytet speziestalera na 105 krajcarów, a dukata na 1,71 speziestalera, co oznaczało ustanowienie bimetalizmu w relacji wartości złota do srebra jak 1 : 12,9. Wobec spadku ceny srebra i jeszcze szybszej deprecjacji monet drobnych w 1690 r. zawarto kolejny układ w Lipsku, ustalający kurs speziestalera na 120 krajcarów, a dukata na 2 speziestalery. Tzw. stopa Lipska została w 1738 r. uznana za państwową stopę Rzeszy, ale już w 1747 r. Austria się z niej wyłamała, dewaluując swoją walutę.

Opierając się na nowym kursie talara austriackiego, utworzono tzw. talar konwencyjny, zawierający 23,387 g srebra. Podstawowa jednostka będąca w obiegu, gulden (w Galicji zwany złotym reńskim) stanowił połowę talara. Podobny parytet przyjęły: Saksonia, Brunszwik, Hanower, Hamburg i inne państwa północnoniemieckie. W 1770 r. Bank Hamburski przeszedł na prowadzenie ksiąg w talarach konwencyjnych

i markach, które stanowiły 1/3 część talara. Prusy w 1750 r. przyjęły dla swego talara nieco niższą stopę. Wyższą natomiast przyjęła w 1755 r. Bawaria i państwa południowoniemieckie.

W XVIII wieku miały miejsce pierwsze doświadczenia z pieniądzem papierowym. W 1706 r. zaczęła się, jak już wspomniano, emisja skarbowa w hrabstwie Stolberg. Podczas wojny siedmioletniej Prusy „psuły” swoją walutę, ale też, dzięki zdobyciu w Saksonii matryc, walutę saską i polską. W latach 60. XVIII wieku Polska zalewana była fałszywymi pieniędzmi bitymi w Prusach. Po zakończeniu wojny siedmioletniej, w 1766 r. powstał w Berlinie Koenigliche Giro- und Lehnbank, emitujący banknoty nominowane w jednostkach zwanych „pfund banco”. W 1798 r. podjęto tam emisję biletów kasowych - tzw. bankkassenschein, a po klęsce pod Jeną w 1806 r. - not skarbowych nominowanych w talarach. W 1811 r. próbowano ustabilizować walutę pruską, ale ostatecznie udało się to dopiero w 1821 r. W Saksonii w latach 1772-1804 emitowano Churfuerstliche Sachsische Cassen-Billets, nominowane w reichtalerach. Po utworzeniu królestwa w 1806 r. na pewien czas zaniechano tej emisji. Pierwsze bilety z nowym tekstem, Koeniglich Saeschisches Cassen-Billets, pojawiły się w obiegu dopiero w 1815 r. W księstwie Saxe-Altenburg w 1785 r. emitowano kassenscheiny. W 1807 r. w Wirtembergii pojawiły się bilety Koenigliche Staat-Haupt-Kasse. Również w 1807 r. zaczęła się emisja Rent-Kammer-Scheinów w Księstwie Anhalt-Coethen-Plessner. Obligacje Reichsschulden-Amortisations-Casse emitował od 1808 r. Hieronim Bonaparte jako król Westfalii. Kwartalne kupony tych obligacji krążyły na zasadzie pieniądza papierowego, choć nie takie było ich przeznaczenie. W 1812 r., w obliczu przygotowań do wojny z Rosją, Westfalia wypuściła bilety skarbowe. W końcowym okresie wojen napoleońskich emisję podjął jeszcze w 1813 r. Brunszwik.

W Austrii, która w omawianym okresie była częścią Niemiec, początki pieniądza papierowego związane były z wojną o sukcesję austriacką w latach 40. XVIII wieku. Funkcjonowały w tym czasie tzw. formulare, emitowane przez różne domy bankowe. Regularną emisję podjął jednak dopiero powołany podczas następnej wojny (siedmioletniej) Wiener Stadt Bank (założony w 1706 r.), który emitował tzw. Banco-Zettels, w Galicji zwane bankocetlami. Nieustanne wojny przekreślały szanse na stabilizację bankocetli. W 1811 r., kiedy po zawarciu małżeństwa Napoleona z Marią Ludwiką wyglądało na to, że Austrię czeka dłuższy okres pokoju, podjęto próbę stabilizacji. Kurs guldenu kruszcowego wynosił wówczas około 8 guldenów papierowych. W relacji 1 : 8 wprowadzono wówczas tzw. Einloesung-Scheine, emitowane przez Privilegirte Vereinigte Einloesung und Tilgungs Deputation. Wojna 1813 r. uniemożliwiła jednak tę stabilizację. W obiegu po-

³ Na przełomie XVII i XVIII wieku Hamburg rywalizował z Londynem o miano finansowego centrum Europy. Szalę przechylił na korzyść Londynu kryzys 1763 r., który towarzyszył zakończeniu wojny siedmioletniej. Obyczaje w Hamburgu były bardziej konserwatywne niż w Londynie. W Londynie np. już dawno traktowano dyskonto weksli jako normalną operację finansową, w Hamburgu kupiec, który dyskontował weksle przed terminem, uważany był za zagrożonego i tracił wiarygodność. Ten konserwatyzm był jedną z przyczyn porażki Hamburga.

jawily się Anticipations-Scheine, oparte na wpływach z przyszłych podatków. W tej sytuacji pieniądz papierowy ulegał dalszej deprecjacji. W 1816 r. wymieniono Antipations-Scheiny na banknoty nowego Oesterreichische National Zettel Bank w relacji 3,5 : 1. Niezależnie od problemów wewnętrznych Austria nadal emitowała srebrne talary Marii Teresy, tzw. talary lewentyńskie, które stały się monetą handlową we wschodnich rejonach Morza Śródziemnego i zachowały to znaczenie aż do XX wieku⁴.

Po Kongresie Wiedeńskim (1815 r.) większość krajów niemieckich przywróciła dawne systemy monetarne, bazujące na srebrnym bimetalizmie⁵. Wyjątek stanowiło Wolne Miasto Brema i związane z nim Księstwo Oldenburga, które zdecydowały się na walutę złotą. Stopniowo złote pistole pojawiały się również w innych krajach, tworząc systemy bimetalistyczne. Unifikacja gospodarcza i walutowa poprzedziła, jak już wspomniano, polityczne zjednoczenie Niemiec. W 1834 r. powstał Niemiecki Związek Celny (Deutscher Zoll- und Handelsverein), zrzeszający państwa północnoniemieckie pod przewodnictwem Prus. W 1837 r. państwa południowoniemieckie utworzyły unię monetarną⁶, która w 1838 r., na mocy konwencji drezdeńskiej, rozszerzona została na Prusy i Saksonię. Wspólną jednostką walutową stał się srebrny Vereinmuenze. Odpowiadał on 2 talarom pruskim, 3 guldenom austriackim i 3,5 guldenom południowoniemieckim. Połowę vereinsmuenze stanowił obiegowy vereinstaler. Docelowo miał to być system bimetalistyczny. W 1857 r. zawarto kolejną konwencję - wiedeńską. Wprowadzała ona nową jednostkę - złotą koronę. Zrezygnowano z bimetalizmu na rzecz waluty paralelnej (tzn. opartej na obu kruszcach, ale bez wyznaczania ich stałego parytetu względem siebie). Konwencja drezdeńska prowadziła do dominacji systemu dziesiętowego. Pionierem w tej dziedzinie była Badenia, która przyjęła system dziesiętny już w 1829 r.

Coraz ważniejszą rolę odgrywał system pruski. Po kilku latach chaosu związanego, m.in. z przyłączeniem nowych prowincji, w 1826 r. przeprowadzono tam reformę. Powstał system bimetalistyczny oparty na złotym fridrichsdorze i srebrnym talarze. Fridrichsdor był odpowiednikiem 5 talarów. Z punktu widzenia dalszych losów niemieckiego systemu monetarnego ważną rolę odgrywała współpraca wolnych miast: Hamburga i Lubeki, gdzie posługiwano się marką, wywodzącą się z dawnej hamburskiej jednostki rozliczeniowej - Hamburger Banco. Marka hamburska posłużyła za podstawę

ogólnoniemieckiego systemu pieniężnego po zjednoczeniu. W 1834 r. powstał w Bawarii pierwszy w Niemczech bank emisyjny (Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank w Monachium). W 1840 r. były w Niemczech cztery takie banki, w roku 1857 już około trzydziestu. W Prusach było ich kilka. W 1847 r. w Berlinie powstał Preussische Haupt-Bank, dawny Königliche Giro-und Lehnbank. Rok później we Wrocławiu podjął emisję Stadtische Bank, w latach 50. powstały: Colnische Privatbank, Danziger Privat-Akcien Bank⁷, Königsberg Privatbank, Magdeburg Privatbank, Provinzial-Akcienbank des Grossherzogthums Posen, w latach 60. jeszcze Communalstaedlische Bank fuer die Preussische Oberlausitz w Goerlitz.

W chwili zjednoczenia sytuacja walutowa wyglądała następująco: w Niemczech Północnych podstawową jednostką był srebrny talar, na Południu srebrny gulden. W Hamburgu i Lubece były w obiegu srebrne marki, w Bremie i Oldenburgu złote talary. W grudniu 1871 r. marka, dzieląca się na 100 fenigów, stała się podstawową jednostką monetarną Rzeszy. Marka stanowiła 1/3 talara pruskiego i 1/6 Vereinmuenze. W 1873 r. wprowadzono faktycznie Gold Standard⁸, według którego zawierała 0,358423 g złota. Funt szterling odpowiadał 20,429 marki, dolar - 4,198. Złote monety 10-markowe zwano koronami. Monety 3-markowe tradycyjnie nazywano talarami, a 10-fenigowe - groszami.

Po zjednoczeniu Niemiec większość krajowych banków emisyjnych (choć nie wszystkie od razu) skupiono w utworzonym w 1875 r. Reichsbanku⁹. Odębność zachowały 4 banki krajowe: Wuerttembergische Notenbank, Badische Notenbank, Bayerische Notenbank i Saechsische Notenbank¹⁰. Reichsbank poza emitowaniem marek pełnił również funkcje banku centralnego. Choć był spółką akcyjną, pozostawał zależny od rządu. Na czele banku stało Reichsbankdirektorium oraz prezes¹¹. Wszystkie te funkcje pochodziły z nominacji cesarskiej. Walne zebranie akcjonariuszy wyłaniało jedynie komisję doradczą, której opinie nie były wiążące dla władz¹². Kapitał ustalono na 120 mln marek,

⁷ Bank ten działał aż do II wojny światowej. W okresie międzywojennym nie pełnił już funkcji emisyjnych, był jednak największym bankiem komercyjnym Wolnego Miasta Gdańska.

⁸ W latach 1871-1873 obowiązywał bimetalizm.

⁹ Reichsbank mieścił się w Berlinie przy Hausvoigtei Platz. Po II wojnie światowej rejon ten znalazł się w Berlinie Wschodnim. Gmach banku nie został odbudowany. Miejsce, w którym stał, zostało splantowane i zmienione w skwer.

¹⁰ Bankom tym wyznaczono maksymalne kwoty emisji: Bayerische Notenbank mógł emitować 32 mln marek, Saesische Bank - 16,7 mln, banki badeński i wirtemberski po 10 mln marek.

¹¹ Była to funkcja wyjątkowo stabilna. Do czasów hiperinflacji w 1923 r. było tylko trzech prezesów: Hermann von Dechend (1875-1890), Richard Koch (1890-1907) i Rudolf Havenstein (1907-1923).

¹² C.L. Holtfrerich: *Relations between Monetary Authorities and Governmental Institutions: The Case of Germany from the 19th Century to the Present*. W: G. Toniolo (red.), op.cit., s. 105-160. *Wahrung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975*. Frankfurt a/M, 1976. Ustrój taki, nieco zmodyfikowany w 1922 r., przetrwał do lat 30., kiedy w Reichsbanku wprowadzono „zasadę wodzostwa”.

⁴ Jeszcze w 1935 r. talary lewentyńskie były faktyczną walutą w Abisynii. Wykorzystał to Mussolini, który - szykując się do podboju tego kraju - wypożyczył z muzeum w Wiedniu oryginalne matryce i wyemitował dużą liczbę talarów, finansując w ten sposób działania swych wojsk.

⁵ Dokładny opis systemów monetarnych w krajach niemieckich patrz: E. Korczyńska, B. Paszkiewicz: *Mennictwo XIX i XX wieku*. Kraków 1989 (Tom X *Zarysu mennictwa europejskiego*, pod red. L. Morawieckiego), s. 124-247.

⁶ N. Olszak: *Histoire des Unions Monetaires*. Paris 1996, s. 26 i nast.

w 1899 r. podwyższono go do 180 mln marek¹³. Bank miał prawo emitować 250 mln marek wolnych od podatku, emisja powyżej tej sumy była opodatkowana. W 1908 r. kwotę wolną od podatku podwyższono do 750 mln marek. Przy okazji tej reformy nadano markom charakter „prawnego środka płatniczego”, jednocześnie wprowadzając oficjalnie wymienialność na złoto (dotychczas prawo mówiło o wymienialności na „pieniądze niemieckie”).

W połowie XIX wieku rozwój bankowości komercyjnej na terenach kontrolowanych przez Prusy hamowany był przez opór władz przeciw zakładaniu banków w formie spółek akcyjnych. Prawo bankowe zezwalające na tworzenie takich instytucji weszło w życie dopiero w 1869 r. Cechą szczególną nowoczesnej bankowości niemieckiej było istnienie silnych banków uniwersalnych, udzielających - obok krótkoterminowego kredytu dyskontowego - również kredytu inwestycyjnego. Pierwszym niemieckim komercyjnym bankiem tego typu był koloński A. Schaaffhausen Bankverein AG, założony w 1848 r. Powstał on w dość niezwykłych okolicznościach. Podczas Wiosny Ludów prywatny bank A. Schaaffhausena znalazł się na progu bankructwa. Rząd pruski, bojąc się rozszerzenia paniki, zgodził się - w drodze wyjątku - na przekształcenie firmy w spółkę akcyjną. W 1853 r. inna grupa finansistów kolońskich podjęła próbę utworzenia drugiego takiego banku. Sprzeciwiły się temu władze pruskie. W drugiej kolejności finansiści zwrócili się do władz Wolnego Miasta Frankfurtu, które jednak, w trosce o los tamtejszych domów bankowych, również odmówiły. W tej sytuacji bank znalazł wreszcie siedzibę w stolicy Wielkiego Księstwa Hesji - Darmstadt. W ten sposób powstał Bank für Handel und Industrie, z czasem przemianowany na Darmstadter und National Bank AG. Darmstadter Bank stanowił już świadome naśladownictwo francuskiego Credit Mobilier. W 1851 r. w Berlinie powstało Disconto-Gesellschaft, początkowo - z uwagi na restrykcje prawne - w formie spółki komandytowej (Kommanditgesellschaft). Po zmianie prawa bankowego w 1869 r. powstały kolejne wielkie banki berlińskie, z których najbardziej znane stały się Deutsche Bank i Dresdner Bank. W tym samym czasie w Hamburgu powstał Commerz- und Disconto-Bank. W okresie II Rzeszy dominującą pozycję w niemieckiej bankowości komercyjnej zdobyła „wielka czwórka” tzw. D-Banków¹⁴: Darmstadter und National Bank, Disconto-Gesellschaft, Deutsche Bank i Dresdner Bank. W okresie tym dokonywał się proces koncentracji bankowości i przejmowania

przez „wielką czwórkę” kontroli nad firmami mniejszymi i prowincjonalnymi. Państwo unikało zaangażowania w sprawy bankowości komercyjnej aż do kryzysu 1907 r., kiedy wzięło udział w akcji sanacyjnej Leipziger Bank.

W koloniach niemieckich emisja skarbowa (kassenscheiny) pojawiła się dopiero podczas I wojny światowej. Wyjątek stanowiły: Niemiecka Afryka Wschodnia, gdzie banknoty w rupiach (podobnie jak w sąsiedniej Brytyjskiej Afryce Wschodniej, ale - co ciekawe - dzielących się na 100 halerzy) emitował Deutsche-Ostafrikanische Bank od 1905 r., oraz Kiaoczaow w Chinach, gdzie od 1907 r. banknoty w dolarach meksykańskich (używanych powszechnie na Dalekim Wschodzie) emitował Deutsche-Asiatische Bank.

4 sierpnia 1914 r., po wybuchu I wojny światowej wymienialność na złoto została zawieszona. Zwiększono emisję pieniądza papierowego, nie tyle jednak banknotów Reichsbanku, ile rządowych Reichskassenscheinów. Do pokrycia emisji Reichsbank miał prawo zaliczać również bilety tzw. Kas Pożyczkowych (Darlehnskassen), utworzonych dla pokrywania potrzeb kredytu prywatnego. W 1916 r. wprowadzono ścisłą reglamentację dewizową. Na terenach okupowanych starano się zachować odrębność walutową, aby dokonujące się tam procesy inflacyjne nie przenosiły się do Rzeszy. Wojna kosztowała Niemcy około 160 mld marek. Szacuje się, że wydatki te mniej więcej w około 11% pokryte były z podatków, reszta - z dodatkowej emisji. Co ważniejsze - o ile stopień pokrycia z podatków w Wielkiej Brytanii wzrastał w kolejnych latach wojny, o tyle w Niemczech malał. Do końca wojny ceny były zablokowane. W 1919 r. obieg pieniężny wzrósł (przyjmując 1913 r. za 100) do 1191, w tym czasie indeks cen hurtowych - jedynie do 217. Po wojnie uwolniono ceny. W 1922 r. indeks obiegu osiągnął 46,8 tys., indeks cen 34,2 tys., a indeks kursu dolara 44,2 tys. Poza bankami emisyjnymi prawo emisji uzyskały władze komunalne miast (emitowały tzw. *notgeldy*) i władze kolejowe. W 1922 r., w ramach przygotowań do walki z inflacją, przyznano „autonomię” Reichsbankowi, uniezależniając jego bieżącą działalność od rządu. Inflacja ułatwiała pozbycie się wewnętrznego zadłużenia z czasów wojny. Problemem pozostawały natomiast zobowiązania zagraniczne, wynikające z reparacji wojennych nałożonych na pokonane państwa. Zobowiązania ciążące na Niemczech Entanta określiła na sumę 31,5 mld dolarów. Wobec niemożności ściągnięcia takiej sumy Francja i Belgia podjęły decyzję o okupacji Zagłębia Ruhry. Odpowiedzią społeczeństwa niemieckiego była akcja biernego oporu. Postawiła ona okupantów w kłopotliwym położeniu, jednocześnie jednak bardzo przyspieszyła procesy inflacyjne. W 1923 r. Niemcy wkroczyły w hiperinflację. W krytycznym miesiącu, listopada

¹³ *Encyklopedia Nauk Politycznych*. T. 1, Warszawa 1936, s. 292.

¹⁴ Dr. Riesser: *Historia rozwoju wielkich banków niemieckich ze szczególnym uwzględnieniem dążeń koncentracyjnych*. Warszawa 1907; R. Tilly: *A Short History of the German Banking System*. W: M. Pohl (red.): *Handbook of History of European Banks*. Frankfurt a/M, 1992, s. 299-312; tam dalsza bibliografia. Por. też: W. Morawski: *Wielkie niemieckie banki komercyjne*. „Bank” nr 4/1997.

dzie 1923 r., inflacja osiągnęła tempo około 30 mld procent¹⁵. Oznaczało to kompletną dezorganizację życia gospodarczego. Towarzyszyło temu przesilenie polityczne. W Hamburgu wybuchło powstanie komunistyczne, w Monachium Hitler podjął nieudaną próbę przejęcia władzy.

Stabilizacja walutowa, przeprowadzona w listopadzie 1923 r., była dziełem Hjalmara Schachta¹⁶. Utworzono Rentenbank, który emitował rentenmarki, teoretycznie zabezpieczone ziemią. Był to pieniądz wewnętrzny, niewymienialny. Na użytek handlu zagranicznego w marcu 1924 r. utworzono Gold Discount Bank¹⁷, emitujący banknoty w goldmarkach, związanych sztywnym kursem z funtami. W 1924 r. zreformowano Reichsbank, który wznowił emisję reichsmarek. Później, aż do 1948 r., wyższe nominały banknotów wyrażane były w reichsmarkach, niższe w rentenmarkach. Nowa marka miała przedwojenny paritet i kurs 4,198 za dolara. Marka miała mieć 40% pokrycie w złocie. Dawne marki wymieniono w relacji 1 bln : 1. Przy okazji reformy rozpoczęto stopniową likwidację czterech mniejszych, krajowych banków emisyjnych¹⁸. Kapitał Reichsbanku przerachowano w momencie stabilizacji na 90 mln marek. W 1925 r. podwyższono go do 122,8 mln, w 1931 r. do 150 mln. Podzielony był na 1,5 mln imiennych akcji po 100 marek¹⁹.

Stabilizacja była możliwa dzięki pomocy zagranicznej. W 1924 r. uregulowano problem reparacji w ramach tzw. Planu Dawesa. Ustalono wówczas roczne raty spłat, zapewniając Niemcom również dopływ kredytów, które miały umożliwić odbudowę gospodarki. Zabezpieczeniem spłat miały być dochody z kolei niemieckich, nad czym mieli czuwać zagraniczni komisarze, ulokowani w niemieckim ministerstwie finansów oraz we władzach Reichsbanku. Obecność zagranicznych przedstawicieli we władzach banku godziła,

oczywiście, w dumę narodową Niemców, była jednak równocześnie postrzegana jako czynnik utrwalający niezależność banku. W 1929 r. wszedł w życie nowy plan, autorstwa Owena Younga. Niemcy odzyskiwały suwerenność w sprawach finansowych. Roczne raty zmniejszono. Regulowaniem zobowiązań powojennych miał się zajmować Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, który istnieje do dziś i jest najtrwalszą pamiątką po Planie Younga. W 1931 r., po wybuchu wielkiego kryzysu, prezydent Stanów Zjednoczonych Herbert Hoover ogłosił moratorium na spłatę zobowiązań powojennych. W sumie Niemcy spłaciły około 5 mld dolarów.

Podczas wielkiego kryzysu w 1931 r. rząd kancлера Heinricha Brüninga wprowadził reglamentację dewizową. Nie zdevaluowano marki ani nie zawieszono, formalnie, Gold Standard. Zasady takie utrzymano także po dojściu Hitlera do władzy, stopniowo zaostrzając tylko przepisy dewizowe²⁰. Od 1936 r. (do 1948) obowiązywała blokada cen i płac. By nie powodować inflacji, wydatki zbrojeniowe pokrywano częściowo tzw. weksłami Mefo²¹, które były formą przymusowej pożyczki wewnętrznej. Wielki kryzys lat trzydziestych, zwłaszcza lato 1931 r., okazały się ciężką próbą dla bankowości niemieckiej. W 1929 r. podupadły Disconto-Gesellschaft został przejęty przez Deutsche Bank, w 1931 r. Dresdner Bank przejął Darmstadter. Obie fuzje, a zwłaszcza druga z nich, połączone były ze wzrostem kontroli państwa. Nowe prawo bankowe z 1934 r., wydane już w czasach III Rzeszy, nie przeprowadziło jednak powszechnie oczekiwanej nacjonalizacji banków. Wprowadzało jedynie utrudnienia w dostępie do kredytów oraz skuteczny nadzór bankowy. Nazyfikacja Reichsbanku polegała na stopniowym wprowadzaniu „zasady wodzostwa”. W 1933 r. zlikwidowano Radę Banku. W lipcu 1939 r. zlikwidowano resztki niezależności Reichsbanku, przeprowadzając jego nacjonalizację²². Na czele znacjonalizowanego banku stanął Walther Funk²³.

¹⁵ Podstawowym opracowaniem na temat inflacji niemieckiej jest książka C. Holfregera: *Die Deutsche Inflation 1914-1923*. Berlin 1980, dostępna też w przekładzie angielskim. W języku polskim istnieje praca A. Całkosińskiego: *Inflacja niemiecka*. Poznań 1924.

¹⁶ Hjalmar Schacht (1877-1970) to jedna z kluczowych postaci w dziejach finansów niemieckich. Rozpoczął karierę w Dresdner Banku jako kierownik archiwum. W listopadzie 1923 r. został komisarzem walutowym Rzeszy, miesiąc później stanął na czele Reichsbanku. Prezesem pozostawał do 1930 r. Po dymisji zbliżył się do narodowych socjalistów. W marcu 1933 r. Hitler postawił go ponownie na czele Reichsbanku. W 1934 r. mianowano go ministrem gospodarki Rzeszy. Podporządkowując gospodarce przygotowaniom do wojny, sprzeciwiał się jednocześnie jej etatyzacji. W 1937 r. ustąpił z rządu, w lipcu 1939 r. również z funkcji prezesa banku. W 1944 r. podejrzany (nieśluszenie) o udział w spisku płk. Stauffenberga, znalazł się w obozie koncentracyjnym w Ravensbrück. Był sądzony w procesie norymberskim, ale został uniewinniony. W latach 50. działał jako doradca finansowy w krajach Trzeciego Świata. W 1953 r. założył w Dusseldorfie własny bank. W tym samym roku opublikował autobiografię: *76 Jahre meines Lebens*. Stabilizację 1923-1924 opisał w pracy *Die Stabilisierung der Mark*. Stuttgart 1927.

¹⁷ Gold Discount Bank był następnie własnością Reichsbanku, który używał go do spełniania funkcji nie objętych własnym statutem.

¹⁸ Ostatecznie rząd Rzeszy wypowiedział tym bankom przywilej emisyjny w 1933 r., a wycofywanie z obiegu ich banknotów trwało aż do 1936 r.

¹⁹ *Encyklopedia Nauk Politycznych*, op.cit., T. 1, s. 293.

²⁰ W październiku 1933 r. zerwano jednak, faktycznie, wszelki związek między posiadanymi zapasami złota a rozmiarami emisji.

²¹ Były to weksle tzw. Spółki Badań Metalowych - Metallurgische Forschung GmbH. Weksle były akceptowane przez wszystkie banki niemieckie. W latach 1935-1939 wyemitowano ich na sumę około 12 mld marek (tyle, mniej więcej, wynosił obieg reichsmarek). Reichsbank miał prawo traktować weksle jako pokrycie własnej emisji. Pomysłodawcą weksli był Hjalmar Schacht. W listopadzie 1937 r. Hitler oznajmił mu jednak, że nie zamierza nigdy spłacić weksli. Było to jednym z powodów dymisji Schachta.

²² Zewnętrznym przejawem reformy 1939 r. była zmiana zasad podpisywania banknotów. Dotychczas na banknotach podpisywał się pełny skład Reichbankdirektorium. Banknoty niemieckie zawsze różniły się od innych dużą liczbą podpisów. Po 1939 r. widniał na nich tylko podpis Walthera Funka.

²³ Walther Funk (1890-1960) minister gospodarki Rzeszy. Schacht, który nie miał powodów, by lubić swego następcę, określał go jako homoseksualistę i alkoholika. W 1942 r. Funk zawarł z Heinrichem Himmlerem umowę dotyczącą przejmowania przez Reichsbank złota konfiskowanego Żydom. Skazany w Norymberdze na dożywotnie więzienie, wyszedł na wolność w 1957 r. „ze względu na stan zdrowia”. Podczas wojny był pomysłodawcą całkowitej likwidacji bankowości polskiej, czemu zdołał przeciwstawić się Urząd Nadzoru Bankowego Generalnego Gubernatorstwa.

Podczas II wojny światowej Wehrmacht podczas kolejnych kampanii posługiwał się w podbijanych krajach bonami Reichskreditkassen. Później w krajach okupowanych tworzono lokalny system pieniężny, podporządkowany interesom Rzeszy. Rzesza, wykorzystując gospodarczo kraje okupowane, formalnie się u nich zadłużała. Dług Rzeszy stanowił pokrycie emisji lokalnych walut. W ten sposób inflacje w krajach okupowanych służyły finansowaniu wysiłku wojennego Niemiec²⁴. Były to inflacje utajone: ceny i płace były zablokowane. Niemcy słusznie obawiali się niepokojów społecznych w wypadku otwartej, wysokiej inflacji. Tylko w jednym kraju - w Grecji - inflacja wymknęła im się spod kontroli i doszło do hiperinflacji. Po 1945 r. zadłużenie Rzeszy w krajach okupowanych zostało całkowicie zignorowane. Polityka bankowa była wypadkową tendencji do zastępowania miejscowego aparatu kredytowego niemieckim i tendencji do maksymalnego wykorzystywania go na potrzeby Rzeszy²⁵.

W 1945 r. alianci wprowadzili w Niemczech własne pieniądze papierowe, utrzymując w obiegu reichsmarki i rentenmarki. Kurs ustalono na 40 marek za funta, 10 za dolara, 2 za rubla. Wobec blokady cen i faktycznej inflacji rozwinął się ogromny czarny rynek. Kurs dolara dochodził na nim do 1000 marek. W 1945 r. władze okupacyjne, w ramach polityki demonopolizacji, zakazały działalności central wielkich banków niemieckich. Zezwolono na dalszą działalność jedynie oddziałom, skupionym w centralach na szczeblu krajów związkowych (landów). Podobnie zdecentralizowano struktury Reichsbanku.

W czerwcu 1948 r. w strefach zachodnich przeprowadzono reformę walutową. Nowa marka, w odróżnieniu od dawnej (RM) określana skrótem DM lub DEM, została wprowadzona w ten sposób²⁶, że dawne marki wymieniono w relacji 1 : 1 do 60 marek na osobę, z tym że 40 marek można było wymienić w czerwcu, kolejne 20 dopiero w sierpniu. Oszczędności i zobowiązania dłużnicze przeliczono w relacji 100 : 5, potem 100 : 6,5, ale tylko do wysokości 5 tys. starych marek. Renty, emerytury, czynsze itp. przeliczono w relacji 1 : 1; przedsiębiorstwa otrzymały kredyt w wysokości 60 marek na każdego zatrudnionego. Około 35% obiegu pieniężnego anulowano. W dniach wymiany pieniądza spekulanci hamburscy urządzili na jednym z placów ognisko, w którym palili unieważnione banknoty o wysokich nominałach, podczas gdy zdarzali się starsi lu-

dzie, nie mający 60 marek na wymianę²⁷. Jednocześnie uwolniono większość cen. Utrzymano blokadę cen kluczowych towarów i płac. Koszty reformy były znaczne. Do 1952 r. bezrobocie rosło, osiągając kilkanaście procent. Uwolnienie cen zapełniło jednak półki sklepowe. Reforma była ostro krytykowana przez SPD, która w listopadzie 1948 r. proklamowała strajk generalny. Głównym żądaniem było zniesienie blokady płac. Rząd na kilka dni przed strajkiem spełnił ten postulat, przez co pozbawił protest dynamiki. Proces uwalniania cen trwał do 1952 r.²⁸ Stabilizacja stała się jednym z filarów późniejszego "cudu gospodarczego". Początkowo jednak negatywne emocje związane z reformą przeważały, a Ludwig Erhard, z którego nazwiskiem ją kojarzono, był bardzo niepopularny. Nawet kanclerz Konrad Adenauer uważał za stosowne zdystansować się od reformy. Pisał: „reforma walutowa nie jest prawem niemieckim. Niemcy chcieli podejść do niej inaczej. Uwzględniając o wiele bardziej aspekt socjalny, aniżeli uczynili to Amerykanie i Anglicy. Reformę taką, jaka została przeprowadzona, trzeba zatem zapisać wyłącznie na konto aliantów”²⁹. W drugiej połowie lat 50. sukces reformy był już oczywisty. Zmieniała się również atmosfera wokół Ludwiga Erharda, który w 1963 r. zastąpił Adenauera na fotelu kanclerza.

W ramach reformy zlikwidowano Reichsbank, tworząc na jego miejsce zdecentralizowany Bank der Deutscher Lander (BDL), który był centralą krajowych banków centralnych (Landeszentralbanken - LZB). Niezależność BDL od rządu zapewniono w ten sposób, że uczyniono go odpowiedzialnym nie przed Bundestagiem (jak rząd), lecz przed Bundesratem. Było to zresztą logiczną konsekwencją „federacyjnego” charakteru banku, dla którego wzorem był amerykański system rezerwy federalnej. Ważnym czynnikiem determinującym zakres niezależności banku była osoba pierwszego prezesa, Wilhelma Vocke'a (1948-1957). Główny cel banku widział on w stabilizacji pieniądza. W Niemczech, które w XX wieku przeżyły dwie hiperinflacje, był to cel dość oczywisty. Vocke wiedział jednak, że w realizacji takiego celu przeszkodą mogą być naciski ze strony rządu. Potrafił przeciwstawić się tak silnej osobowości, jak Konrad Adenauer. Kanclerz, który nie lubił Vocke'a, czuł jednak wobec niego pewien respekt i akceptował zasadę, że jego władza kończy się u bram banku. Dewiza Vocke'a: „Za pomocą miękkich środków nie osiągnie się twardego pieniądza”, dobrze ilustruje ówczesne preferencje.

W marcu 1952 r. nowe prawo bankowe umożliwiło tworzenie central bankowych o zasięgu ponadkrajowym, zabraniało jednak odbudowy przedwojennych

²⁴ Mechanizm ten opisał K. Skubiszewski: *Pieniądz na terenie okupowanym. Studium prawnomiędzynarodowe ze szczególnym uwzględnieniem praktyki niemieckiej*. Poznań 1960 oraz, na przykładzie Polski, F. Skalniak: *Bank emisyjny w Polsce 1939-1945*. Warszawa 1966.

²⁵ Bank Gospodarstwa Krajowego - *German Banks. War Vade-mecum*. London 1943. Por. też: A. Gójski: *Historia bankowości w Polsce; Podczas drugiej wojny światowej*. „Gazeta Bankowa” nr 37/2000.

²⁶ Patrz szerzej: Z. Zawadzka: *Reforma walutowa z 1948 r. i jej wpływ na niemiecki sukces gospodarczy*. Warszawa 1992.

²⁷ B. Czerwiński: *Jak to zrobił Erhard? Reforma walutowa w Niemczech Zachodnich z 1948 r.* „Polityka” nr 37/1989.

²⁸ W 1950 r. uwolniono ceny cukru, w 1951 r. - paliw, w 1952 r. - węgla.

²⁹ B. Czerwiński, op.cit.

banków o zasięgu ogólnoniemieckim. Oddziały dawnych wielkich banków zorganizowały wówczas po 3-4 centrale w Niemczech Zachodnich i po jednej, dodatkowej, w Berlinie Zachodnim. Inicjatorem reformy był czołowy działacz Deutsche Banku, Hermann J. Abs. W grudniu 1956 r. zniesiono zakaz tworzenia central ogólnoniemieckich i historyczne banki wznowiły działalność pod swymi dawnymi nazwami. Z czasem ukształtowała się czołowa wielka trójka banków komercyjnych: Deutsche Bank³⁰, Dresdner Bank³¹ i Commerzbank³². Centrale w Berlinie Zachodnim, ze względu na odrębny status prawny tego miasta, z reguły zachowały formalną odrębność.

W tym samym czasie doszło do przekształcenia banku centralnego. W 1957 r. Bank der Länder zastąpiony został przez Bundesbank, który - w odróżnieniu od Reichsbanku - stał się wzorem niezależności banku centralnego. Niezależność banku zapewniono m.in. poprzez utrzymanie silnej pozycji prezesów oddziałów w poszczególnych landach. Prezesów tych powoływały władze krajowe, co wiązało struktury banku raczej z układem sił w Bundesracie niż Bundestagu. Prezesi oddziałów krajowych wchodził z urzędu do Rady Banku Centralnego (Zentralbankrat). Drugim organem statutowym banku była Dyrekcja Generalna, składająca się z prezesa, jego zastępcy oraz 6 członków. Powoływał ich rząd na ośmioletnią kadencję za zgodą Rady Banku. Do 1992 r. zasadą było, że w każdym landzie działał oddział Bundesbanku. Wobec wzrostu liczby landów po zjednoczeniu zmniejszono liczbę oddziałów do 9 w taki sposób, że niektóre z nich obsługują 2 albo 3 landy³³. Głównym statutowym obowiązkiem banku była troska o kondycję pieniądza. Bank miał obowiązek wspierać politykę gospodarczą rządu, jednak bez uszczerbku dla swych podstawowych powinności. Rząd mógł wstrzymać każdą decyzję banku na dwa tygodnie, ale - jeśli bank odstawał przy swoim - nie mógł zrobić tego ponownie. Takie ogólne zasady zapewniały z jednej strony niezależność banku, z drugiej - współpracę z rządem w rozsądnych ramach. Konkretna realizacja tych zasad może, oczywiście, być źródłem napięć.

W 1957 r., korzystając z reorganizacji banku, Adenauer próbował pozbyć się Vocke'a, krytykując go za zbyt restrykcyjną politykę³⁴. Udało się to osiągnąć w 1958 r., kiedy to Vocke'a zastąpił bardziej spolegliwy wobec kanclerza Karl Blessing. W latach 1966-1967

Blessing, był z kolei krytykowany przez kolejnych kanclerzy: Ludwiga Erharda i Georga Kisingera za zbyt restrykcyjną politykę monetarną. Do jeszcze ostrzejszego konfliktu doszło w kwietniu 1981 r. między kanclerzem Helmutem Schmidtem a prezesem Karlem Otto Pohlem. W obliczu drugiego kryzysu naftowego kanclerz domagał się stanowczo poluzowania polityki monetarnej. Schmidta, co było nowością, poparł prezydent Francji Valéry Giscard d'Estaing. Była to sytuacja zaskakująca z formalnego punktu widzenia, ale logiczna. Wobec ciężaru gatunkowego gospodarki niemieckiej z jednej strony oraz integracji europejskiej z drugiej decyzje Bundesbanku zaczynały mieć ponadnarodowe znaczenie.

Bundesbank mógł udzielać rządowi kredytów, ale tylko na bieżące potrzeby, nie zaś na finansowanie deficytu budżetowego. Władze publiczne (federalne i krajowe) były z kolei zobowiązane do lokowania posiadanych środków w Bundesbanku. Ulokowanie ich w innym banku wymagało zgody Bundesbanku. W 1993 r. prawo niemieckie, idąc za zobowiązaniami wynikającymi z Traktatu w Maastricht, zniosło ten obowiązek, zakazując jednocześnie udzielania rządowi kredytów w jakiegokolwiek formie³⁵.

Kapitał Bundesbanku wynosił 290 mln marek. W całości należał do skarbu państwa. Zasady podziału zysków były następujące: 20% przeznaczano było na zwiększenie rezerwy podstawowej, z tym że rozmiary tej rezerwy nie mogły przekroczyć 5% wartości banknotów w obiegu; 10% przeznaczano na zwiększenie rezerw specjalnych, z tym że łączna wartość tych rezerw nie mogła przekroczyć wielkości kapitału statutowego. Reszta, czyli co najmniej 70%, przekazywana była do skarbu państwa³⁶.

W 1961 r. powołano do życia Federalny Urząd Nadzoru Bankowego. Prezes Urzędu był powoływany przez Prezydenta RFN na wniosek rządu i po uwzględnieniu opinii prezesa Bundesbanku. Ustawa z 1961 r. do dziś reguluje zasady, na których opiera się działalność bankowości niemieckiej. Kilkakrotnie była jednak nowelizowana. W 1976 r., po upadku mającego długie tradycje banku Herstatt, który zaangażował się w spekulacje dewizowe, ograniczyła prawo banków do prowadzenia operacji dewizowych, do określonej relacji wobec kapitału. W 1984 r. rozszerzono prawo niemieckiego nadzoru bankowego na kontrolowane przez kapitał niemiecki banki poza granicami kraju. W 1990 r. wprowadzono nowe standardy ryzyka, dotyczące nowych operacji finansowych. W 1993 r. rozpoczęto dostosowywanie niemieckiego prawa bankowego do standardów Unii Europejskiej³⁷.

³⁰ L. Gall, G. Feldman, H. James, C. I. Holtferich, H. E. Buschgen: *The Deutsche Bank 1870-1995*. München/London 1995; F. Seienzahl: *100 Jahre Deutsche Bank*. Frankfurt a/M. 1970.

³¹ Dresdner Bank, *100 Jahre Dresdner Bank*. Berlin 1972; *Die Dresdner Bank 1952 bis 1992*. Frankfurt a/M. 1992.

³² H. Kurzrock, M. Volkmar, H. Wolf: *100 Jahre Commerzbank 1870-1970*. Frankfurt a/M. 1970.

³³ Z. Zawadzka: *Systemy bankowe. Przykład Republiki Federalnej Niemiec*. Warszawa 1994, s. 14.

³⁴ C.L. Holtferich: *Relations ...*, op.cit., s. 144-148.

³⁵ Z. Zawadzka: *Systemy ...*, op.cit. s. 18-19.

³⁶ W. Baka: *Bankowość centralna. Funkcje - metody - organizacja*. Warszawa 1998, s. 242.

³⁷ J.K. Solarz: *Rozwój systemów bankowych*. Warszawa 1996, s. 82-83.

Początkowo kurs marki wynosił 3,33 za dolara. W 1949 r. zdevaluowano ją do 4,20 za dolara. W 1954 r. wprowadzono w bankach dwa rodzaje rachunków: w całościowo i częściowo wymiennych markach. W grudniu 1958 r. marka stała się walutą wymienną dla obcokrajowców. W 1961 r., wraz z wprowadzeniem pełnej wymiennalności, rewaluowano ją do 4 za dolara. W drugiej połowie lat 60., wobec destabilizacji systemu z Bretton Woods, problemem Niemców była aprecjacja marki. Nie mogąc się doczekać dewaluacji innych walut, zwłaszcza franka i dolara, w październiku 1969 r. ogłoszono rewaluację marki do 3,66 za dolara. Po rozpadzie systemu z Bretton Woods RFN brała udział w zachodnioeuropejskich porozumieniach walutowych, natomiast kurs marki wobec dolara ulegał dalszej aprecjacji.

W strefie radzieckiej, czyli późniejszej Niemieckiej Republice Demokratycznej, w dwa dni po reformie Erharda wprowadzono własne marki, wymieniając stare w relacji 1 : 1, do 70 marek na osobę. Reforma była wymuszona przez reformę zachodnią. Gdyby w strefie radzieckiej pozostały w obiegu Reichsmarki, uniemożliwione na Zachodzie, kraj zalałaby fala banknotów z Zachodu. ZSRR uznał to za dobrą okazję do konfrontacji i odpowiedział, trwającą prawie rok, blokadą Berlina.

W ramach reformy gotówkę wymieniono na nowe marki w relacji 1 : 1 do 70 marek na osobę. Powyżej tego pułapu wymieniano w relacji 10 : 1. Wkłady, zależnie od wysokości, wymieniano regresywnie w różnych relacjach³⁸. Reforma wschodnia, w odróżnieniu od zachodniej, nie była wcześniej przygotowana i robiono ją w pośpiechu. Dlatego pierwsze pieniądze wschodnie były to przestemplowane dawne Reichsmarki. W lipcu 1948 r. powstał Deutsche Notenbank, w 1968 r. przekształcony w Staatsbank der DDR. Marka wschodnia była walutą niewymienną. W latach 1953-1971 obowiązywał oficjalny kurs 2,22 marki za dolara. Potem, oficjalnie, kurs marki wobec dolara wzrastał. W latach 1971-1972, po otwarciu granicy między Polską i NRD, istniała praktycznie nieograniczona wymiennalność marki na złote. Później poddano ją pewnym ogranicze-

niom na osobę. W 1949 r. oddziały banków komercyjnych w Niemczech Wschodnich zostały znacjonalizowane. W NRD, podobnie jak w innych krajach socjalistycznych, emitowane były bony na użytek „eksportu wewnętrznego” i innych podobnych operacji. Bony, nominowane w markach (równych, z założenia, markom zachodniemieckim), emitowało Forum-Aussenhandelsgesellschaft M.B.H.

W 1990 r. stanął na porządku dziennym problem zjednoczenia walutowego Niemiec. W marcu Bundesbank proponował wymianę marek wschodnich na zachodnie w relacji 2 : 1, ale propozycja ta wywołała w NRD falę demonstracji. W maju podpisano układ i utworzono Fundusz Jedności Niemiec³⁹. 2 lipca 1990 r. marka zachodnia została wprowadzona w NRD. Zarobki, renty i stypendia oraz gotówkę w przedziałach zależnych od wieku (do 2 tys. marek dla dzieci i do 6 tys. marek dla emerytów) wymieniono w relacji 1 : 1, resztę w relacji 2 : 1. Dla obcokrajowców ustalono relację 3 : 1. Wymiana, zliberalizowana ze względów politycznych, okazała się niekorzystna gospodarczo. W rezultacie restrukturyzacja gospodarki we wschodnich landach odbyła się kosztem wyższego bezrobocia, a ogólne koszty zjednoczenia przekroczyły wszelkie oczekiwania. Skutkiem tych problemów były europejskie kryzysy walutowe z lat 1992 i 1993. Bundesbank, obawiając się inflacji, podwyższał stopy procentowe. To jednak powodowało przepływ kapitałów europejskich do Niemiec. Konflikt interesów, wynikający z podwójnej: wewnątrzniemieckiej i ogólnoeuropejskiej odpowiedzialności władz Bundesbanku, ujawnił się wyraźnie. Z niemieckiego punktu widzenia celem forsowania unii walutowej i utworzenia Europejskiego Banku Centralnego było m.in. uwolnienie Bundesbanku od odpowiedzialności o zasięgu ponadnarodowym. W 1999 r. marka weszła w skład strefy euro według kursu 1,95583 marki za euro. Mimo zjednoczenia Frankfurt nad Menem zachował pozycję finansowej stolicy Niemiec. Pozostał tam Bundesbank⁴⁰ oraz centrale wielkich banków komercyjnych, ponadto ulokował się tam Europejski Bank Centralny.

³⁸ Do 100 marek w relacji 1 : 1; w przedziale 101-1000 w relacji 1 : 5; w przedziale 1001-5000 w relacji 1 : 10. Wkłady powyżej 5 tys. oraz wkłady osób uznanych za przestępców wojennych anulowano. Środki budżetowe przetrzechowano w relacji 1:1, ubezpieczenia socjalne w relacji 1:2, inne ubezpieczenia w relacji 1:5 itd.

³⁹ Początkowy kapitał postawiony do dyspozycji funduszu wynosił 115 mld marek.

⁴⁰ Główna siedziba mieści się przy Niddastrasse, archiwum historyczne i biblioteka przy Wilhelm-Epstein Strasse.

Cele i niezależność polityki zarządzania długiem publicznym - doświadczenia wybranych krajów

Kamilla Marchewka

Wprowadzenie

Potrzeba redukcji wysokiego poziomu długu publicznego w latach 70., wywołanego wzrostem wymagań pożyczkowych rządów wielu krajów, związanym z kryzysem naftowym, spowodowała, iż w następnym dziesięcioleciu polityka zarządzania długiem publicznym przeszła znaczące zmiany organizacyjne i regulacyjne. Do tego momentu głównym - i w zasadzie jedynym - celem zarządzania długiem rządu było zdobywanie kapitałów pieniężnych na finansowanie niedoborów budżetowych. Dokonywano tego poprzez zaciąganie różnorodnych pożyczek oraz emitowanie i rolowanie kolejnych emisji rządowych papierów wartościowych (przede wszystkim krótkoterminowych) w celu pokrywania wzrastającego zadłużenia. Dodatkowo powyższa polityka często ściśle zależała od prowadzonej strategii władz monetarnych.

W latach 80. zwrócono baczniejszą uwagę na tzw. rynkowe zarządzanie długiem, czyli konieczność poprawy funkcjonowania rynku rządowych papierów wartościowych. Było to również wynikiem światowych zmian w kierunku deregulacji oraz poprawy wydajności krajowych systemów finansowych, zwłaszcza rynku papierów wartościowych. Tak więc reformy w zarządzaniu długiem publicznym były i są nadal częścią szerszego procesu, a ich główne kierunki spowodowały¹:

- zmianę tendencji w wymaganiach pożyczkowych rządów i długu publicznym,
- zmianę priorytetów w polityce zarządzania długiem publicznym,
- szybkie wzmocnienie roli zasad rynkowych w zarządzaniu długiem publicznym,
- zintensyfikowanie działań zmierzających do umiędzynarodowienia rynków rządowych papierów wartościowych,
- poprawę głębokości i płynności hurtowych rynków papierów rządowych,
- poprawę funkcjonowania rynku i zarządzania nim poprzez wprowadzenie odpowiednich specjalistów (*primary dealers*),
- zwiększenie roli automatyzacji na rynku papierów skarbowych,
- bezpieczniejsze i bardziej wydajne procedury rozliczeń i kliringu,
- zwiększone wysiłki w kierunku rozszerzenia bazy detalicznej rynku papierów skarbowych,
- ujednoczenia lub różnicowania arsenału instrumentów zarządzania długiem.

Obecnie polityka zarządzania długiem publicznym w większości krajów jest - obok polityki fiskalnej i monetarnej - traktowana jako zasadniczy element polityki finansowej państwa. Zwiększenie wagi omawianej polityki nastąpiło w ostatnim okresie zwłaszcza w państwach europejskich kandydujących do Unii Gospodarczej i Walutowej. Potrzeba redukcji poziomu deficytu budżetowego oraz długu publicznego, zakaz finanso-

¹ G. Broker: *Government securities and debt management in the 1990s*. OECD 1994, s. 15.

Tabela 1 Poziom długu publicznego w krajach UGW w latach 1997-2000 (%PKB)

Kraj	1997	1998	1999	2000
Belgia	125,3	119,8	116,4	110,9
Niemcy	60,9	60,7	61,1	60,2
Hiszpania	66,7	64,7	63,4	60,6
Francja	59,3	59,7	58,7	58,0
Irlandia	65,1	55,0	50,1	39,1
Włochy	120,1	116,2	114,5	110,2
Luksemburg	6,0	6,4	6,0	5,3
Holandia	70,0	66,8	63,2	56,3
Austria	64,7	63,9	64,9	62,8
Portugalia	59,1	55,3	55,0	53,8
Finlandia	54,1	48,8	46,9	44,0

Źródło: ECB, 2000.

wania deficytów drogą zaciągania kredytów w banku centralnym, całkowita liberalizacja przepływów kapitałowych, a w dalszej kolejności przygotowanie się do wprowadzenia wspólnej waluty oraz wspólna polityka pieniężna postawiły wszystkie te kraje w obliczu konieczności wprowadzenia bardziej intensywnych reform w zarządzaniu długiem i funkcjonowaniu rynku rządowych papierów wartościowych.

Jak się też okazało, kryterium długu publicznego w 1997 r., wyznaczone w Traktacie z Maastricht na maksymalnym poziomie 60% PKB, zostało spełnione tylko przez cztery kraje (Luksemburg, Finlandię, Wielką Brytanię i Francję), zaś zakwalifikowanie pozostałych państw wymusza na nich dalsze działania zmierzające do zmniejszenia zadłużenia w zadowalającym tempie (art. 104 (2b)). Warunek ten dotyczył i nadal dotyczy zwłaszcza takich krajów, jak Belgia, Włochy i Grecja, których zadłużenie w okresie referencyjnym przekraczało prawie (lub ponad) dwukrotnie przyjęty limit.

Problem zadłużenia rządów jest nadal aktualny (patrz tabela 1). W 2000 r. średni poziom długu publicznego w strefie euro wynosił 69,7% PKB². Obecnie jednak nie tylko poziom, ale także skuteczność i wydajność jego zarządzania wpływają na bieżący stan finansów i gospodarki państwa, możliwość prognozowania długoterminowego oraz ogólną ocenę jego wiarygodności.

W artykule tym autorka chciałaby zwrócić uwagę na wybrane dwa aspekty formułowania zasad działania omawianej polityki, które w dalszym ciągu stanowią przedmiot dyskusji i kontrowersji teoretyków, ale przede wszystkim praktyków zarządzania długiem w wielu krajach, o różnym stopniu zaawansowania powyższych reform.

Cele zarządzania długiem publicznym

Zarządzanie długiem publicznym można definiować wąsko: jako decyzje lub proces wprowadzania decyzji, dotyczących zmian w rozmiarach, strukturze i terminach zapadalności rządowych papierów wartościowych stanowiących zadłużenie rządu centralnego³, bądź jako całość szeroko rozumianej obsługi długu publicznego, tzn. zaciągania, spłacania refinansowania, konwersji, wypłaty odsetek itp.⁴

Politykę zarządzania długiem publicznym określa się także jako proces oparty na strategiach zarządzania długiem budżetu państwa, opracowanych dla zdobycia wymaganej ilości funduszy, osiągnięcia założonych celów związanych z kosztem i ryzykiem zaciągania długu, a także spełnienia innych celów poprzez rozwój i utrzymywanie wydajnego rynku rządowych papierów wartościowych⁵.

Powyższe sformułowanie wskazuje przede wszystkim na tzw. cele operacyjne, które obecnie przyjmowane są w polityce zarządzania długiem publicznym. Spośród nich do priorytetów należą:

- pokrywanie potrzeb pożyczkowych rządu na finansowanie deficytów i(lub) długu budżetu państwa,
- minimalizacja kosztów obsługi długu publicznego,
- minimalizacja ryzyka obsługi długu publicznego.

Oprócz powyższych celów podstawowych wyznaczone są również cele dodatkowe, które w znacznym stopniu obejmują działania związane z rozwojem rynku rządowych papierów wartościowych, jako instrumentów gwarantujących realizację celów priorytetowych.

³ S.J. van der Walt: *Public debt management*. S.A. Financial Sector Forum, S.A. Reserve Bank, September 1997, s. 3.

⁴ L. Klukowski, E. Kuba: *Optymalizacja zarządzania długiem Skarbu Państwa. Minimalizacja kosztów obsługi instrumentów dłużnych emitowanych na rynku krajowym*. NBP Materiały i Studia Zeszyt nr 119/ 2001, s. 8.

⁵ *Draft Guidelines for Public Debt Management*. IMF and the World Bank, August 2000, s. 4.

² *Annual Report 2000*. European Central Bank 2001, s. 46.

Tabela 2 Hierarchia celów zarządzania długiem publicznym w wybranych krajach

Cel	Francja	Irlandia	Włochy	Hiszpania	Szwecja	Wielka Brytania*	USA
Pokrywanie potrzeb pożyczkowych rządu			1	1		1	
Minimalizacja kosztów obsługi	1	1	2	2	1	4	1
Minimalizacja zmienności kosztów						5	
Wspieranie polityki monetarnej					2	2	
Rozwój rynku krajowego	3	3			4		
Unikanie zaburzeń rynkowych	2					3	2
Przyciąganie zagranicznych inwestorów			4				
Zachęcenie do oszczędzania		2	6	4	5		
Dywersyfikacja kanałów dystrybucji długu	5		5	5			
Promocja zrównoważonej struktury terminów zapadalności długu	4		3	3	3		3

*Cele wyznaczone przed reformą z 1995 r. Od 1995 r. celami polityki zarządzania długiem publicznym jest pokrywanie potrzeb pożyczkowych rządu i minimalizacja kosztów obsługi długu publicznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.F. Carracedo, P. Dattels: *Survey of Public Debt Management Frameworks in Selected Countries*. W: V. Sundarajan, P. Dattels, H.J. Blommenstein: *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. IMF 1997, s. 104.

Ogólnie zatem kierunki działań omawianej polityki można pogrupować w cztery podstawowe kategorie celów, tj.: budżetowe, rynkowe, monetarne, makroekonomiczne (schemat 1)⁶.

Choć opracowywane przez odpowiednie instytucje, zajmujące się zarządzaniem długiem w poszczególnych krajach, deklarowane cele obejmują zazwyczaj trzy priorytetowe określone wyżej nie są one realizowane w jednakowy sposób i równorzędnie. Należy jednak podkreślić, że muszą być:

- przejrzyste,
- możliwe do realizacji,
- zharmonizowane z celami innych polityk (gospodarczej, fiskalnej, monetarnej).

W formułowanych celach polityki zarządzania długiem coraz bardziej zwraca także uwagę ich średnio- i długoterminowość. Nie są to więc cele obejmujące swoim zasięgiem tylko jeden rok, czyli realizację w wyznaczonych kryteriach budżetowych. Przykładem tak określonego kierunku działalności może być szwedzki cel zarządzania długiem, który dotyczy „zarządzania

oraz finansowania długu rządu centralnego poprzez zaciąganie pożyczek na rynku krajowym i międzynarodowym, przy minimalizacji kosztu w długim okresie, biorąc pod uwagę odpowiedni poziom ryzyka”⁷.

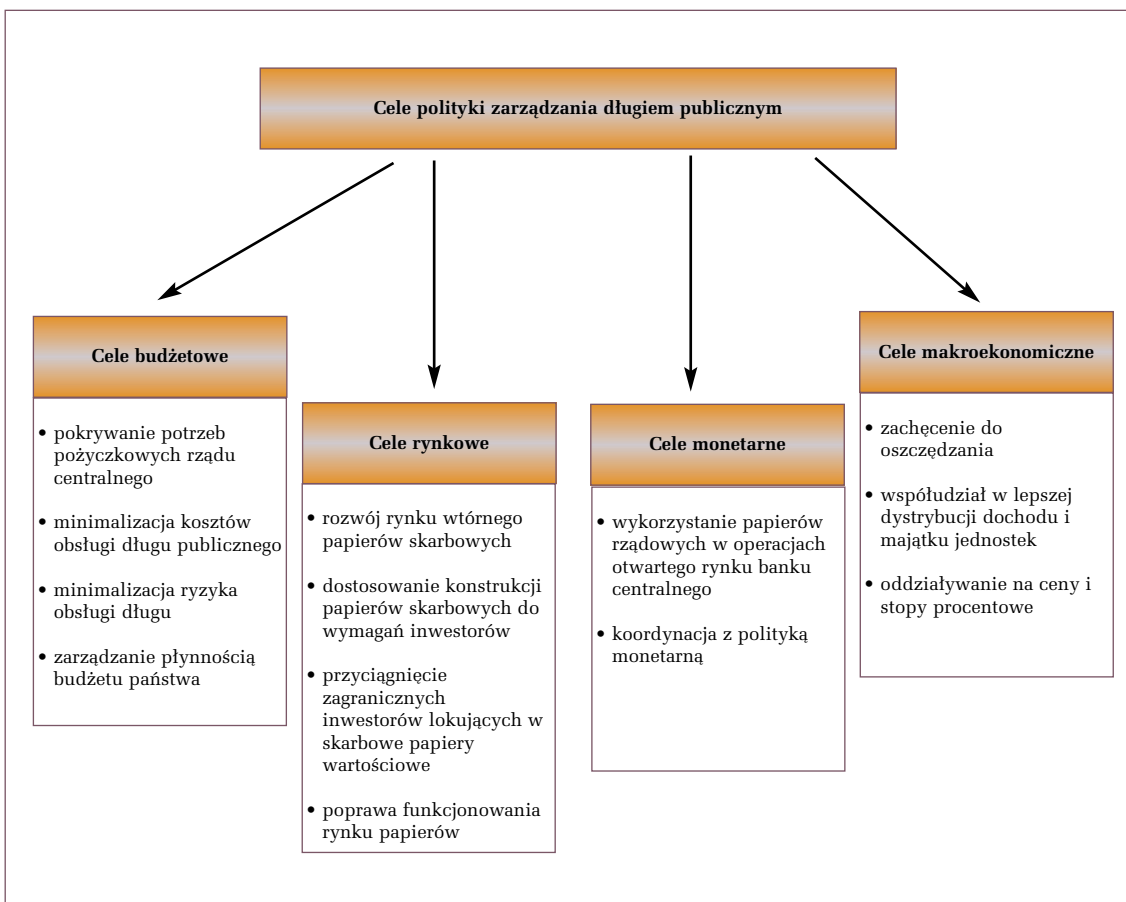
Okazuje się także, iż hierarchie celów polityki zarządzania długiem publicznym w poszczególnych krajach często różnią się od siebie, tak jak różnią się determinanty przyjętych strategii opartych na tych celach, takie jak wysokość i struktura długu publicznego, zakres niezależności polityki zarządzania długiem publicznym, priorytety polityki ogólnogospodarczej czy poziom rozwoju rynku rządowych papierów wartościowych. Przykład celów sformułowanych przez wybrane kraje prezentuje tabela 2.

Pierwotnie celem podstawowym polityki zarządzania długiem publicznym była minimalizacja oczekiwanego kosztu, obecnie zaś staje przed wyborem między ograniczaniem kosztu i ryzyka. Jak się wydaje, trudność polega na ocenie, do jakiego stopnia rząd może pozwolić sobie na ignorowanie określonych rodzajów ryzyka lub do jakiego stopnia może tolerować wyższe koszty obsługi, aby wyeliminować ryzyko (*risk averse government*).

⁶ Mimo że podział ten nie spełnia do końca zasad rozłączności, to ukazuje jednak główne obszary, których dotyczą formułowane cele zarówno podstawowe, jak i dodatkowe.

⁷ Annual Report 2000. *The Swedish National Debt Office*,

Schemat I Cele polityki zarządzania długiem publicznym



Źródło: opracowanie własne.

W polityce zarządzania długiem publicznym wyróżnia się następujące rodzaje ryzyka:

- **ryzyko refinansowania** (rolowania emisji) - emisja papierów rządowych w celu pokrycia poprzednich emisji po wyższej, niż oczekiwano, stopie procentowej w długim okresie powoduje wzrost kosztów obsługi długu; jest to szczególnie istotne dla krajów należących do rynków wschodzących, tzw. *emerging markets*;

- **ryzyko rynkowe** - związane ze zmianami cen rynkowych, czyli stóp procentowych, kursów walutowych, cen towarów i usług; zarówno dla długu krajowego, jak i zagranicznego powyższe zmiany będą wpływały na kształtowanie się kosztów obsługi długu; dług zaciągany i refinansowany instrumentami krótkoterminowymi i zmiennoprocentowymi uważa się za bardziej ryzykowny niż instrumentami stałoprocentowymi i długoterminowymi;

- **ryzyko budżetowe** - występuje w sytuacji niepewności co do realizacji zaplanowanych dochodów i wydatków budżetowych⁸;

- **ryzyko płynności** - występuje wówczas, gdy inwestor nie może natychmiast zbyć, ale także zakupić na rynku papierów skarbowych;

- **ryzyko kredytowe** (wiarygodności) - wiąże się z możliwością niespłacenia przez rząd zaciągniętych pożyczek w terminie ich zapadalności; ocena ratingowa kraju⁹ nabiera obecnie dużego znaczenia szczególnie w krajach strefy euro, gdzie w wyniku wyeliminowania ryzyka kursowego (wspólna waluta euro) premia kredytowa będzie ważnym czynnikiem wpływającym na popyt na papiery rządowe na rynku międzynarodowym, a przez to będzie oddziaływać na koszty obsługi długu poszczególnych państw¹⁰;

- **ryzyko rozliczeń** - wynikające z potencjalnych strat, będących rezultatem błędów w systemie rozliczeń;

⁹ Patrz nowe rozwiązania oceny ryzyka kredytowego wprowadzone przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w: *The Standardised Approach to Credit Risk*, Consultive Document. Basel Committee on Banking Supervision (January 2001), BIS.

¹⁰ Więcej na ten temat K. Marchewka: *Wiarygodność kredytowa kraju determinantą konkurencyjności rządowych papierów wartościowych na międzynarodowym rynku*. Referat przygotowany na konferencji: Bankowość, Finanse, Ubezpieczenia we Wrocławiu, Wrocław 2001.

⁸ A. Missale: *Public debt management* Oxford University Press, New York 1999, s. 5.

- **ryzyko operacyjne** - w tym przypadku rozpatruje się możliwość błędów w zapisach transakcji, w systemach operacyjnych, a także ryzyko wynikłe z niezależnych czynników, jak choćby klęski żywiołowe.

Szczególnie podkreślana jest kwestia granic tolerancji ryzyka obsługi długu; bowiem w celach często omawianej polityki określa się je stwierdzeniem „odpowiedni” czy „tolerowany poziom” (patrz powyższy przykład celu szwedzkiego). Zdaniem G. Wheeler'a, „badania wskazują, iż podmioty indywidualne czy też inaczej przeciętny głosujący (obywatel) prezentuje w swoich decyzjach awersję do ryzyka i oczekuje, iż rząd będzie odzwierciedlał jego preferencje we własnym zarządzaniu”¹¹.

M. Cassard, D. Folkerts-Landau z kolei wskazują, iż zakres tolerancji ryzyka w zarządzaniu długiem może bazować na ryzyku przyjmowanym przez podmioty o podobnym „profilu ryzyka”, jak chociażby fundusze ubezpieczeniowe, międzynarodowe instytucje finansowe czy towarzystwa ubezpieczenia na życie. Określają jednak możliwość definiowania poziomu tolerancji ryzyka poprzez wyznaczenie maksymalnych kosztów odsetkowych oraz ich maksymalnego poziomu zmienności, jaki może być przyjęty w strukturze portfela zadłużenia bez ryzykowania niespełnieniem celów budżetowych (jednorocznych) oraz średniookresowego celu rządu¹². Symulacje te należy jednak określać indywidualnie, biorąc pod uwagę różne - w zależności od kraju - czynniki, takie jak: wielkość długu, walutę, w której denominowany jest dług, i okres jego zapadalności.

Strategie oparte na minimalizacji kosztu, jak podkreśla A. Missale, uzasadnione są przede wszystkim w przypadku, gdy premia za ryzyko jest wynikiem występowania niedoskonałych rynków, asymetrii informacyjnej między zarządzającymi długiem i inwestorami, błędnych oczekiwań oraz niskiej wiarygodności kredytowej rządu.

Przy analizie celów przyjmowanych w praktyce w ramach zarządzania zadłużeniem rządu zwraca uwagę fakt, iż tak jak w przypadku celów polityki pieniężnej występuje wysoka zgodność co do ich zakresu, niekoniernie natomiast co do instrumentów ich realizacji, tak w przypadku polityki zarządzania długiem trudno mówić o jednolitości, a wręcz - jak zauważa G. Piga¹³ - kraje walczą z pomysłami na unikatowy cel. Z kolei widoczna jest wysoka standaryzacja instrumentów, czyli rynku rządowych papierów wartościowych. Przykładowo, wśród krajów strefy euro Włochy nadal mają-

ce bardzo wysoki dług publiczny (110,2 %PKB w 2000 r.) skłonne są w większym stopniu myśleć o minimalizacji płatności odsetkowych, aby osiągnąć cele polityczne, mniej natomiast o ryzyku. Drugi zaś kraj z równie poważnymi problemami zadłużeniowymi (110,9 % PKB w 2000 r.), czyli Belgia, stanowczo zwraca uwagę na ryzyko związane z obsługą długu.

Belgijska strategia zarządzania długiem koncentruje się w dużym stopniu na ograniczaniu występujących ryzyk i unikaniu zmienności w finansowaniu. Wiąże się to głównie z „młodym” jeszcze, około dziesięcioletnim rozwojem rynku papierów rządowych, koniecznością zwiększenia jego atrakcyjności w obliczu wciąż wysokich wymagań pożyczkowych oraz otwarcia i ujednoczenia rynku. Z kolei włoski rynek rządowych instrumentów dłużnych, mający początki w latach 30. XX wieku, należy do jednego z najstarszych, najpłynniejszych i najlepiej funkcjonujących rynków. Umożliwia to formułowanie strategii dążącej głównie do minimalizacji kosztów obsługi długu rządowego, biorąc pod uwagę ryzyko.

Awersję do ryzyka, czyli postawienie sobie za cel jego minimalizację, jasno formułuje również nowozelandzka Agencja Zarządzania Długiem. Z kolei Dania deklaruje głównie minimalizację kosztów przy akceptowalnym poziomie ryzyka.

Szczególną pozycję zajmują także Niemcy i Francja, które koncentrują się przede wszystkim na osiągnięciu statusu liderów (*benchmark status*) na rynku obligacji rządowych w celu zwiększenia atrakcyjności swoich centrów finansowych. Pozostałe państwa w większości walczą o osiągnięcie wyższej płynności i przejrzystości rynku papierów rządowych.

Brak jest oczywiście skrajnych rozwiązań, czyli realizowania tylko jednego z powyższych celów. W zależności natomiast od skoncentrowania się na koszcie czy ryzyku dobierany jest odpowiedni rodzaj instrumentów (według terminów zapadalności, rodzaju oprocentowania itp.). W przypadku wyboru minimalizacji kosztów obsługi długu okres zapadalności bazowego portfela instrumentów dłużnych (*benchmark portfolio*) powinien być krótki, nakierowany na papiery krótkoterminowe lub zmiennoprocentowe. Jeżeli zaś celem jest stabilizacja kosztów obsługi długu, czyli obniżanie ich zmienności poprzez minimalizowanie ryzyka, wówczas terminy wykupu papierów rządowych powinny być dłuższe¹⁴.

Przyjęcie odpowiedniej hierarchii celów polityki zarządzania długiem publicznym jest również uwarunkowane stopniem zależności od celów realizowanych przede wszystkim przez politykę fiskalną i monetarną. Najlepszym tego przykładem jest Wielka Brytania, gdzie przed reformą w 1995 r. zarządzanie długiem było pod-

¹¹ G. Wheeler: *New Zealand's Experience with Autonomous Sovereign Debt Management*. NZDMO 1996, s. 22.

¹² M. Cassard, D. Folkerts-Landau: *Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities*. IMF Working Papers 166/1997.

¹³ G. Piga: *Public debt management in the European Monetary Union*. Osservatorio e Centro di Studi Monetari, Università Luiss Guido Carli, Roma N. 110/1999, s. 3.

¹⁴ M. Cassard, D. Folkerts-Landau: *Risk Management ...*, op.cit., s. 21.

Tabela 3 *Instytucje zarządzające długiem publicznym w wybranych krajach*

Kraj	Instytucja zarządzająca długiem
Austria	Austrian Federal Financing Agency - od 1992 r.
Belgia	Skarb Państwa - Debt Management Agency - od 1998 r.
Dania	Ministerstwo Finansów
Francja	Debt Management Agency - od 2001 r.
Włochy	Skarb Państwa
Irlandia	National Treasury Management (NTMA) - od 1990 r.
Nowa Zelandia	The New Zealand Debt Management Office (NZDMO) - od 1989 r.
Hiszpania	Skarb Państwa
Szwecja	Swedish National Debt Office (SNDO) - od 1789 r.
Wielka Brytania	UK Debt Management Office - od 1998 r.
USA	Skarb Państwa - Bureau of the Public Debt
Japonia	Ministerstwo Finansów

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z poszczególnych państw

porządkowane strategii banku centralnego, a cel sformułowany był jako „popieranie i uzupełnianie celów polityki pieniężnej”, natomiast w dalszej kolejności uwzględniano rynek, koszt i ryzyko. Obecnie cel ten, jak również pozycja omawianej polityki pozwalają minimalizować koszty, przy uwzględnieniu ryzyka i jedynie upewnianiu się, iż cel ten jest zgodny z polityką monetarną. Wyraźnie podkreśla się zatem, iż „zarządzanie długiem nie jest głównym narzędziem polityki pieniężnej ani polityka monetarna nie jest głównym celem zarządzania długiem”¹⁵.

Niezależność polityki zarządzania długiem publicznym

Jakkolwiek nie ma wątpliwości, iż każda z instytucji zajmujących się zarządzaniem długiem publicznym musi oficjalnie wyznaczać cele swojej działalności, to jednak duży wpływ na ich sformułowanie miała i ma nadal niezależność prowadzonej polityki. Waga poszczególnych celów, realizowanych strategii oraz odpowiedni dobór instrumentów mogą się więc różnić w zależności od instytucjonalnych rozwiązań poszczególnych krajów.

Biorąc pod uwagę doświadczenia wybranych instytucji zarządzania długiem wyróżnia się właściwie trzy podstawowe modele:

- pierwszy ogranicza rolę omawianej polityki do działań w obrębie wyznaczonych celów Ministerstwa Finansów lub Skarbu Państwa; w tym przypadku odpowiedni departament jest ściśle podporządkowany decyzjom i planom powyższych instytucji;

- drugi model podporządkowuje zarządzanie długiem publicznym realizacji celów polityki pieniężnej banku centralnego; jest to rozwiązanie najczęściej krytykowane;

- trzecia opcja to niezależna instytucja działająca jedynie pod kontrolą Ministerstwa Finansów (Skarbu Państwa); ta forma zdobywa ostatnio największe poparcie.

Przykładem pierwszego rozwiązania mogą być Stany Zjednoczone, gdzie nowe potrzeby pożyczkowe i zarządzanie nimi są bezpośrednio powiązane z celami polityki fiskalnej.

Drugie rozwiązanie stosowano w Wielkiej Brytanii przed 1995 r., kiedy polityka zarządzania długiem związana była z celem przyjętym przez władze monetarne. Z kolei w Danii strategia dotycząca potrzeb pożyczkowych rządu ustalana jest na kwartalnych spotkaniach Ministra Finansów, Ministerstwa Spraw Gospodarczych i banku centralnego, przy czym strategia ta bazuje głównie na propozycjach ostatniego z tych podmiotów¹⁶.

W ostatnim okresie coraz więcej państw zdecydowało się jednak na wyodrębnienie instytucji (agencji), która odpowiedzialna jest za zarządzanie długiem publicznym. W tym przypadku stopień samodzielności jest także zróżnicowany. Są to jednak agencje powołane na mocy odpowiednich aktów prawnych, w których zapisany jest zakres ich odpowiedzialności, prawa i obowiązki. W związku z tym nie podlegają one bezpośrednio celom ani polityki fiskalnej, ani pieniężnej, przeważnie zaś są zobowiązane do koordynacji działań z Ministerstwem Finansów i bankiem centralnym. Przykładem zastosowania takiego rozwiązania jest Szwecja, Irlandia, Nowa Zelandia oraz powołane w ostatnim okresie agencje w Belgii, Francji, czy też ustanowiona w tym roku na nowych zasadach instytucja na Węgrzech (patrz tabela 3).

Agencje te spełniają powierzone im funkcje zarządzania długiem, znajdując się często tylko pod kontro-

¹⁵ *Debt Management Review*. HM Treasury 1995, s. 8.

¹⁶ Danish Government Borrowing and Debt. Danmarks Nationalbank, 1999.

Tabela 4 Instytucje zarządzania długiem publicznym w wybranych krajach

	Belgia	Nowa Zelandia
Nazwa	The Debt Agency	New Zealand Debt Management Office (NZDMO)
Pozycja instytucji w organizacji rządowej	W obrębie Departamentu Skarbu (drugim organem jest Public Debt Service)	Wydział Skarbu Państwa
Organy kierownicze (decyzyjne) i doradcze	Komitet Wykonawczy Komitet Strategiczny	Rada Doradcza
Data powołania	1998 r.	1988 r.
Organ przyjmujący sprawozdania	Minister Finansów	Ministerstwo Finansów
Zakres odpowiedzialności	Formułowanie strategii, wszystkie operacyjne aspekty zarządzania długiem; pozostałe zadania przejmuje Public Debt Service.	Zarządzanie długiem rządu, wszystkimi przepływami pieniężnymi oraz aktywami dochodowymi
Poziom niezależności	Ograniczony	Ograniczony
Określony limit zaciągania pożyczek krajowych	Dotyczy kosztów zaciągania pożyczek	Żadnych limitów
Organ decydujący o nowych limitach	Parlament	Ministerstwo Finansów ma takie uprawnienia
Organ podejmujący ostateczne decyzje na aukcjach	Agencja	NZDMO
Realizacja zadań w ramach zarządzania płynnością budżetu	Pełny	Pełna NZDMO zobowiązany jest do monitorowania bieżących wymagań departamentów rządu
Agenci i pośrednicy	Bank Centralny Belgii oraz primary i recognized (zagraniczni) dealers	Reserve Bank of New Zealand spełnia funkcje depozytowe i płatnicze, agenta emisji oraz dealera
Zatrudnione osoby i struktura	Urzednicy Skarbu Państwa, specjaliści z zakresu finansów i informatyki z sektora prywatnego; struktura obejmuje: front, middle i back office; w skład Komitetu Wykonawczego wchodzi trzech Dyrektorów powyższych komórek; członkami Komitetu Strategicznego są: reprezentant Ministerstwa Finansów, Dyrektor Departamentu Skarbu, trzej Dyrektorzy Agencji oraz Dyrektor Public Debt Service	Okolo 35 specjalistów pracujących w grupach: I. Badań i Rozwoju, II. Zarządzania Portfelem, III. Rozliczeń. Rada Doradcza składa się z przedstawicieli sektora prywatnego.
	Irlandia	Szwecja
Nazwa	The National Treasury Management Agency (NTMA)	The Swedish National Debt Office (Riksgälds Kontoret)
Pozycja instytucji w organizacji rządowej	Niezależna instytucja działająca pod kontrolą Ministerstwa Finansów	Niezależna instytucja działająca pod kontrolą Ministerstwa Finansów
Organy kierownicze (decyzyjne) i doradcze	Dyrektorzy (6, w tym Dyrektor Generalny powoływany przez MF) oraz Komisja Doradcza (8)	Zarząd (7)
Data powołania	1990 r.	1789 r. (od 1989 r. działa zgodnie z instrukcjami rządowymi)
Organ przyjmujący sprawozdania	Ministerstwo Finansów	Rząd i Parlament
Zakres odpowiedzialności	Zaciąganie pożyczek i zarządzanie długiem państwa w imieniu i pod kontrolą Ministerstwa Finansów, dodatkowe przydzielone funkcje obejmują realizację (zarządzanie) roszczeń przeciwko państwu, obsługę Skarbu Państwa (podmioty sektora publicznego) oraz zarządzanie funduszami, a także funkcję konsultacyjną.	Zarządzanie potrzebami pożyczkowymi rządu oraz zadłużeniem centralnym rządu, zaciąganie pożyczek i emisja papierów w imieniu rządu, koordynacja pożyczek i gwarancji rządowych, spełniania funkcji wewnętrznego Banku dla agencji rządowych, kontrola zarządzania płynnością, prognozowanie wymagań pożyczkowych rządu.
Poziom niezależności	Minister Finansów może przedłożyć pewne propozycje, jednak ostateczna decyzja jest niezależna	Bank centralny określa swoje wymagania co do emisji w obcej walucie.
Określony limit zaciągania pożyczek krajowych	Brak (może być nałożony na pożyczki zagraniczne)	Związany jedynie z wymaganiami banku centralnego, głównie co do pożyczek zagranicznych.
Organ decydujący o nowych limitach	Brak	Brak

cd Tabeli 4 Instytucje zarządzania długiem publicznym w wybranych krajach

Organ podejmujący ostateczne decyzje na aukcjach	Pracownicy Agencji odpowiedzialni za te operacje	Pracownik odpowiedzialny za przeprowadzenie aukcji
Zakres wykonywania zadań w ramach zarządzania płynnością budżetu	Pełny	Pełny
Agenci i pośrednicy	Dealerzy rynku pieniężnego - brokerzy giełdowi, urzędy pocztowe	Dealerzy rynku pieniężnego
Zatrudnione osoby i struktura	Komitet Doradczy tworzą przedstawiciele kierownictwa banków komercyjnych, Forum przedsiębiorstw, Departamentu Finansowego	Zarząd składa się z 8 członków, zatrudnionych jest 140 osób. Istnieją 3 departamenty: Departament Gwarancji i Pożyczek, Departament Długu, Departament Zarządzania Płynnością.
	Francja	Wielka Brytania
Nazwa	Debt Management Agency	UK Debt Management Office (DMO)
Pozycja instytucji w organizacji rządowej	W obrębie Departamentu Skarbu, pod auspicjami Ministerstwa Gospodarki, Finansów i Przemysłu	W obrębie Skarbu Państwa
Organy kierownicze (decyzyjne) i doradcze	Dyrektor Departamentu Skarbu Komisja Strategiczna, Komisja Rynkowa	Chief Executive
Data powołania	2001 r.	1998 r.
Organ przyjmujący sprawozdania	Parlament	Minister Skarbu
Zakres odpowiedzialności	Misją Agencji jest świadczenie usług związanych z wydajnym kosztowo i bezpiecznym zarządzaniem długiem i Skarbem Państwa	Decyzje operacyjne dotyczące zarządzania długiem oraz płynnością budżetu
Poziom niezależności	Ograniczony	Znacznie ograniczony
Określony limit zaciągania pożyczek krajowych	Brak	Występuje
Organ decydujący o nowych limitach	-	Minister Skarbu
Organ podejmujący ostateczne decyzje na aukcjach	Agencja	DMO
Zakres wykonywania zadań w ramach zarządzania płynnością budżetu	Pełny	Pełny
Agenci i pośrednicy	Bank Centralny Francji, dealerzy rynku pieniężnego	Bank Anglii, gilt-edged market - makers
Zatrudnione osoby i struktura	W skład Agencji wchodzi 6 Departamentów: Zarządzania Ryzykiem, Zarządzania Płynnością, Zarządzania Długiem, Badań Makroekonomicznych i Finansowych, Modeli Makrofinansowych oraz Komunikacji; dwie komisje doradcze, w skład których wchodzi specjalistów wielu dziedzin oraz dealerzy rynku pieniężnego	Pod względem spełnianych funkcji DMO składa się z dwóch wydziałów zajmujących się polityką i rynkiem oraz operacjami i Analizami
	Węgry	
Nazwa	Government Debt Management Agency (AKK)	
Pozycja instytucji w organizacji rządowej	Działa jako organizacja quasi-komercyjna (<i>business organization</i>) powołana przez Ministerstwo Finansów	
Organy kierownicze (decyzyjne) i doradcze	Dyrektorzy Zarządzający	
Data powołania	2001 r.	
Organ przyjmujący sprawozdania	Ministerstwo Finansów	
Zakres odpowiedzialności	Przygotowanie długookresowej strategii, opracowanie rocznego raportu finansowania rządu, dokonywanie niezbędnych operacji rynkowych, zarządzanie portfelem papierów rządowych, dalszy rozwój rynku papierów rządowych	
Określony limit zaciągania pożyczek krajowych	Brak (bony skarbowe nie są dostępne dla nierezydentów)	
Organ decydujący o nowych limitach	Brak	
Organ podejmujący ostateczne decyzje na aukcjach	AKK	
Zakres wykonywania zadań w ramach zarządzania płynnością budżetu	Pełny	
Agenci i pośrednicy	Bank centralny Węgier Dealerzy rynku pieniężnego	
Osoby zatrudnione i struktura	AKK składa się z sześciu departamentów - Planowania i Analiz; Operacji na Krajowym Rynku Wtórnym; Rynku Walutowego; Analizy Rynku, Informacji oraz Stosunków Międzynarodowych; Krajowych Operacji Pożyczkowych i Procedur Rozliczeniowych oraz Rachunkowości.	

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z poszczególnych państw.

lą Ministerstwa Finansów lub działając w imieniu państwa. Jednakże - jak się podkreśla przykładowo w Irlandii - „zobowiązania zaciągnięte przez NTMA mają taką samą siłę i efekty, jak podjęte przez Ministra Finansów”¹⁷.

W Szwecji Debt Office podlega rządowi, a działa według prostego schematu¹⁸:

- Debt Office prezentuje własne propozycje ogólnych wytycznych polityki zarządzania długiem (październik, rok 0),
- rząd podejmuje decyzje co do powyższych propozycji (listopad, rok 0),
- wytyczne wchodzi w życie (styczeń, rok 1),
- Debt Office przedkłada rządowi roczny raport Debt Office (luty, rok 2),
- rząd składa sprawozdanie do Parlamentu (kwiecień, rok 2),
- parlament ocenia prowadzoną politykę zarządzania długiem (czerwiec, rok 2),
- Debt Office włącza komentarze Parlamentu do własnych propozycji wytycznych na następny rok.

Szwedzki model instytucjonalnego oddzielenia agencji zarządzania długiem publicznym często jest podawany za przykład, nie tylko dlatego, iż jest on najstarszy (sięga XVIII wieku), ale głównie dlatego, iż jest bardzo klarowny. Obecnie zaś po niedawno przeprowadzonych reformach, jasno precyzuje rolę Debt Office, rządu oraz banku centralnego (Riksbank).

Jak wynika z powyższego schematu Debt Office¹⁹ co roku opracowuje szczegółowy dokument zawierający strategię zarządzania długiem publicznym. Następnie przedstawia go rządowi, wobec którego pełni funkcję doradczą. Propozycje Debt Office zawierają głównie wybór instrumentów finansowania długu, określenie długoterminowych kierunków zarządzania długiem, potencjalne ryzyko wynikające z niego oraz sposoby jego uniknięcia czy zmniejszenia.

Przed podjęciem decyzji o zaakceptowaniu powyższej strategii rząd ma prawo do uzyskania opinii banku centralnego. Rola władz monetarnych skupia się więc na konsultacjach. Tylko w przypadku, gdy kierunek zarządzania długiem będzie kolidował z „wymaganiami stawianymi przez bank centralny”²⁰, można spodziewać się wyraźnych komentarzy z jego strony. W praktyce, w ostatnich latach jedyne uwagi Riksbanku dotyczyły jednak zarządzania długiem zagranicznym, co kolidowało z dużymi i niepożądanymi zmianami poziomu rezerw walutowych banku centralnego.

Należy również podkreślić, iż wszystkie dokumenty w powyższym procesie, a więc propozycje Debt Office, komentarze banku centralnego i rządu, są publikowane i ogólnie dostępne. Wpływa to również na jasne określenie ról poszczególnych podmiotów uczestniczących w tym procesie. Istotne są również publiczne opinie innych podmiotów, jak na przykład graczy rynkowych.

Znacznie mniejszą niezależnością odznacza się agencja belgijska. Mechanizm jej działania opiera się na dyrektywach przekazywanych corocznie przez Ministerstwo Finansów, sprawujące razem z Komitetem Strategicznym nadzór nad wykonaniem przez agencję powyższych wytycznych.

Obserwowana ostatnio wyraźna tendencja ku instytucjonalnemu oddzieleniu polityki zarządzania długiem publicznym zwłaszcza od polityki monetarnej jest widoczna w praktyce oraz w wielu rekomendacjach, m.in. MFW i Bank Światowy.

Oprócz wyżej wymienionych korzyści, takich jak przejrzystość, a przez to ogólna przewidywalność prowadzonych działań, zaletą powołania autonomicznej agencji ma być również:

- zmniejszenie biurokracji,
- uściślenie odpowiedzialności podmiotowej,
- unikanie potencjalnych konfliktów celów i strategii, szczególnie z polityką fiskalną i monetarną,
- upewnienie się, iż zarządzanie długiem nie bazuje na wewnętrznych informacjach dotyczących polityki stóp procentowych banku centralnego,
- ograniczenie wpływów politycznych, a przez to większa wiarygodność polityki zarządzania długiem, co będzie wpływać na zmniejszenie premii za ryzyko kredytowe, a przez to kosztów obsługi długu.

W przypadku powołania nowej instytucji zwraca się także uwagę na możliwość zwiększenia atrakcyjności i konkurencyjności wynagrodzenia dla zatrudnianych pracowników, głównie specjalistów pozyskanych z sektora prywatnego.

Mocno podkreśla się konieczność współpracy (koordynacji) między agencją zarządzania długiem i władzami monetarnymi w zakresie ustalania bieżących i przyszłych potrzeb pożyczkowych rządu oraz stałego przepływu informacji, włączając w to oczywiście Ministerstwo Finansów. Wspólne działania powinny również przyczynić się do zwiększenia poziomu rozwoju rynku rządowych papierów wartościowych. Jest to szczególnie istotne w krajach o jeszcze słabo rozwiniętym rynku powyższych instrumentów, które często wykorzystywane są również w operacjach otwartego rynku banku centralnego. Rezultaty wspólnych działań zwiększają bowiem głębokość i płynność tego rynku, co umożliwi lepsze prowadzenie polityki pieniężnej oraz polityki zarządzania długiem. Ponadto, w dalszej kolejności przyczynia się to do rozwoju innych segmentów rynku kapitałów pieniężnych.

¹⁷ National Treasury Management Agency, Report and Statements for the year ended 31 December 1999, Dublin 2000, s. 5.

¹⁸ The Swedish National Debt Office, Annual Report 2000, s. 6.

¹⁹ T. Franzen: *An Institutional Framework for Government Borrowing*. The Swedish National Debt Office - Director General, Conference on Public Debt Management, London, December 2000.

²⁰ Ibidem.

Oprócz operacyjnej współpracy wprowadza się także instytucjonalne rozwiązania (formalne lub nieformalne) poprzez tworzenie odpowiednich grup lub komisji, w których spotykają się przedstawiciele Ministerstwa Finansów (Skarbu), banku centralnego i agencji zarządzania długiem publicznym. Przykładem może być grupa koordynacyjna działająca w Szwecji, zobligowana do wspólnych spotkań poprzez odpowiednie zapisy prawne.

Zakres działalności wybranych agencji zarządzania długiem prezentuje tabela 4.

Z tabeli 4 wynika, iż wśród agencji zarządzania długiem publicznym można wyróżnić te, których niezależność ogranicza się przede wszystkim do zadań operacyjnych; działają one wówczas w obrębie Ministerstwa Finansów lub Skarbu. Druga grupa to typowo autonomiczne instytucje, których niezależność sprowadza się także do odrębności instytucjonalnej (organizacyjnej), a które według zapisów prawnych działają pod kontrolą Ministerstwa Finansów, zaciągając pożyczki w imieniu państwa.

Na czele agencji stoi zazwyczaj jeden dyrektor, odpowiedzialny za decyzje podejmowane przez agencję, lub Rada Dyrektorów Zarządzających. W niektórych przypadkach w skład organów kierowniczych wchodzi również komisje doradcze, których członkowie pochodzą „z zewnątrz”; są to zazwyczaj specjaliści z zakresu finansów i rynku. Poza tym działalność omawianych instytucji często podlega kontroli i weryfikacji przeprowadzanej przez zewnętrzny audyt.

Zakres odpowiedzialności agencji to, oczywiście, zarządzanie długiem rządu, zarówno krajowym, jak i zagranicznym. Na tym polu agencje odznaczają się zazwyczaj dużą samodzielnością, formułując samodzielne cele i strategie, podejmując ostateczne decyzje co do wyboru instrumentów dłużnych oraz zakresu i sposobu ich sprzedaży na rynku pierwotnym i wtórnym. Zarządzanie obejmuje zarówno dług krajowy, jak i zagraniczny, z tym że w przypadku tego ostatniego szczególnie podkreśla się konieczność współdziałania z bankiem centralnym oraz możliwość nakładania określonych limitów pożyczkowych.

Do obowiązków agencji należy również zarządzanie płynnością budżetu państwa, czyli utrzymywanie zdolności płatniczych rządu w czasie roku budżetowego, w sytuacji nieregularnych wpływów podatkowych. W związku z tym w ostatnim okresie niektóre agencje wprowadziły także specjalne (oprócz klasycznych) programy emisji bardzo krótkich bonów skarbowych (kilkudniowych, kilkutygodniowych) - *cash management bills*, sprzedawanych w systemie sprzedaży bezpośredniej *on tap*, czyli bez udziału pośredników (dealerów) - tabela 5. Taki system daje możliwość szybkiego zdobycia pieniądza na sfinansowanie

agencji nagłych i krótkookresowych niedoborów budżetowych. Instrument ten wprowadzany jest również na rynek w odpowiedzi na coraz większe zapotrzebowanie inwestorów na ten typ papieru płynnego. Papiery o podobnej konstrukcji wprowadzają ostatnio także inne kraje, między innymi Niemcy (*Bundeskassenscheine*).

Funkcje agencji mogą być także rozszerzane, szczególnie w przypadku autonomicznych instytucji. Przykładem może być irlandzka NTMA.

Jednym z niewielu ograniczeń, stawianych przez Ministerstwo Finansów lub Parlament może być limitowanie co do możliwości zaciągania nowych pożyczek (zwłaszcza na rynku krajowym) na dany rok. Restrykcje takie są jednak interpretowane przez rynek jako dodatkowe ryzyko upolitycznienia omawianej polityki i odbierane jako możliwość niespłacenia zobowiązań zaciągniętych przez rząd (ryzyko kredytowe), szczególnie jeżeli wprowadzane są nagle i na różnym poziomie. Dlatego postuluje się ustanowienie limitów średnio- lub długookresowych, najlepiej poprzez odpowiedni zapis prawny.

Jak wynika z zaprezentowanych tabel, agencje zarządzania długiem mogą współpracować z bankiem centralnym, pełniąc zazwyczaj funkcję agenta emisji, organizującego przetargi, przeprowadzającego rozliczenia, utrzymującego rachunki rządu (bank państwa) lub działającego jako doradca. Możliwe jest jednak również całkowite usamodzielnienie się agencji, która przejmując te obowiązki w ramach swoich działań. To rozwiązanie wykorzystywane jest zwłaszcza w przypadku instytucji o wysokim stopniu autonomiczności, jak w Szwecji oraz Irlandii.

Żadna z powyższych agencji, jak również wiele innych państw, nie rezygnuje z pośrednictwa dealerów rynku pieniężnego w plasowaniu swoich klasycznych emisji papierów rządowych (tabela 6). W ostatnim okresie, szczególnie w krajach strefy euro zasięg ich działania oraz powoływania rozszerzył się na rynek międzynarodowy. System dealerski najczęściej obejmuje banki komercyjne, które mają wyłączne prawo do uczestnictwa w aukcjach emisyjnych papierów rządowych, zobowiązując się do dokonywania na nich określonych zakupów. Na rynku wtórnym z kolei odpowiedzialne są przede wszystkim za utrzymywanie płynności i rozwój tego rynku. Banki te często mają również wyłączne prawo do uczestnictwa w operacjach otwartego rynku banku centralnego. Liczba tych podmiotów różni się w poszczególnych krajach Unii Europejskiej i wynosi od 6 (Irlandia) do 28 (Austria)²¹. System dealerów wykorzystywany przez agencje zarządzania długiem prezentuje tabela 6.

²¹ *Progress Report on Primary dealership in EU public debt management*. Economic and Financial Committee, Brussels, 20 November 2000.

Tabela 5 Programy emisji bonów skarbowych w celu zarządzania płynnością w wybranych krajach

Kraj	Nazwa bonu skarbowego	Charakterystyka
Belgia	Belgian Treasury Bill Programme	program wprowadzony we wrześniu 1998 r.
	(BTBs)	bono skarbowe o terminach wykupu maksymalnie do 1 roku denominowane we frankach belgijskich, euro oraz innych walutach (OECD) są podobne do <i>Treasury certificates</i> (standardowych bonów skarbowych) pod względem formy i statusu, ale sprzedawane są w systemie <i>on tap</i> na terminy krótsze niż standardowe w 1998 r. średni ważony termin wykupu wynosił 30 dni
Francja	krótkoterminowe BTFs	z okresem zapadalności od 4 do 7 tygodni, emitowane poza kalendarzem, a wykorzystywane do zarządzania płynnością
Szwecja	<i>on tap-bills</i>	wprowadzone na rynek w maju 1999 r. emitowane z terminami wykupu do 6 tygodni zadłużenie w powyższych bonach w danym terminie nie może przekroczyć 20 mln SEK

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z poszczególnych państw.

Podsumowanie

Przejrzystość działania, wysoka wiarygodność oraz samodzielność w podejmowaniu decyzji to podstawowe zasady, którymi w polityce zarządzania długiem publicznym kieruje się obecnie wiele krajów. Spełnienie powyższych założeń możliwe jest głównie dzięki formułowaniu przejrzystych oraz - przede wszystkim - wiarygodnych celów i strategii, a także prawnemu unormowaniu stopnia niezależności polityki.

Nowe warunki stwarzane dzięki procesom integracyjnym, powodują, iż ranga polityki zarządzania długiem rządu będzie ciągle wzrastać. Dlatego też wszystkie korzyści na omówionych obszarach oraz zakres ich wykorzystania będą wpływały na możliwości dostosowywania się do tych zmian.

Z prowadzonych już wcześniej badań²² wynika, iż w krajach, w których instytucje obsługujące dług rządowy oddzielone są od wpływu innych polityk (monetarnej, fiskalnej), określenie oraz realizacja założonych ce-

²² G. Piga: *Public debt management ...*, op.cit.

Tabela 6 System dealerów rynku pieniężnego w wybranych krajach

Kraj	Rok powołania	Uczestnicy
Belgia	od 1991	16 <i>current primary dealers</i> - banki i instytucje finansowe
		6 <i>recognized dealers</i> - banki i instytucje finansowe za granicą
Francja	od 1987	19 dealerów obligacji i bonów skarbowych
Irlandia	od 1995	6 dealerów tylko na rynku obligacji rządowych
Szwecja	od 1992	8 dealerów obligacji i bonów skarbowych
Wielka Brytania	od 1986	17 market-markets (w tym domy dyskontowe)
		- dotyczy tylko rynku obligacji rządowych
Węgry	od 1996	16 dealerów

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji z poszczególnych państw oraz *Progress Report on Primary dealership in EU public debt management. Economic and Financial Committee, Brussels, 20 November 2000.*

łów są silniejsze. Zwraca się również uwagę, iż państwa, zwłaszcza należące do strefy euro, wypracowują już określone konwencje zarządzania długiem. Ponadto, oprócz koordynacji wewnętrznych polityk makroekonomicznych widoczna jest również koordynacja polityk zarządzania długiem poszczególnych państw (przykład - kalendarze emisji). Należy jednak zazna-

czyć, iż na obszarze międzynarodowym działania te zmierzają na razie raczej w kierunku zwiększenia konkurencyjności między poszczególnymi krajami oraz zdobycia założeń pozycji rynkowych, aniżeli stworzenia wspólnej nadrzędnej polityki zarządzania długiem publicznym, na kształt rozwiązań zastosowanych już w przypadku polityki pieniężnej.

Literatura podstawowa

1. G. Broker: *Government securities and debt management in the 1990s*. OECD 1994, Annual Report 2000, European Central Bank 2001.
2. L. Klukowski, E. Kuba: *Optymalizacja zarządzania długiem Skarbu Państwa. Minimalizacja kosztów obsługi instrumentów dłużnych emitowanych na rynku krajowym*. NBP Materiały i Studia Zeszyt nr 119/ 2001.
3. S.J. van der Walt: *Public debt management*. S.A. Financial Sector Forum, S.A. Reserve Bank, September 1997.
4. *Draft Guidelines for Public Debt Management*. IMF and the World Bank, August 2000.
5. A. Missale: *Public debt management*. Oxford University Press, New York 1999.
6. G. Piga: *Public debt management in the European Monetary Union*. Osservatorio e Centro di Studi Monetari, Universita Luiss Guido Carli, Roma N. 110 / 1999.
7. V. Sundarajan, P. Dattels, H.J. Blommenstein: *Coordinating Public Debt and Monetary Management*. IMF 1997.
8. M. Cassard, D. Folkerts-Landau: *Risk Management of Sovereign Assets and Liabilities*. IMF Working Papers 166 / 1997.
9. *Institutional Arrangement of Government Debt Management in New Zealand*. NZDMO 1993.
10. G. Wheeler: *New Zealand's Experience with Autonomous Sovereign Debt Management*. NZDMO 1996.
11. T. Franzen: *An Institutional Framework for Government Borrowing*. The Swedish National Debt Office- Director General, Conference on Public Debt Management, London, December 2000.
12. The Swedish National Debt Office, Annual Report 2000.
13. Annual Report 2000, European Central Bank 2001.
14. National Treasury Management Agency Act, No 18 / 1990 oraz Amendment of Finance Act 2000, NTMA.
15. National Treasury Management Agency Raport 1999.
16. The Debt Agency, Kingdom of Belgium, The Treasury, January 2000.
17. Debt Management Review, HM Treasury, Great Britain 1995.
18. Danish Government Borrowing and Debt, Denmark's Nationalbank, 1999.
19. J.P. Jouyet: *Managing public debt*. Agency France Tresor, March 2001.
20. L. Buzas: *Public debt management in Hungary*. Government Debt Management Agency Hungarian State Treasury, Hungary 2000.
21. Progress report on EU government bond instruments. Economic and Financial Committee, Brussels, 23 October 2000.
22. Progress report on Primary dealership in EU public debt management. Economic and Financial Committee, Brussels, 20 November 2000.

Ekonomiczna teoria biurokracji

Wojciech Pacho

Celem niniejszego artykułu jest próba naszkicowania elementów teorii zachowania organizacji biurokratycznej utrzymywanej z zasileń z budżetu państwa. Uwagę skupiamy na trzech podstawowych elementach: funkcji użyteczności, funkcji kosztów i optymalnym wyborze poziomu produkcji. Prezentowany model jest rozszerzeniem klasycznego już modelu działania biurokracji autorstwa W.A. Niskanena¹. Wzbogacona została przede wszystkim funkcja użyteczności biurokracji o nowy argument, którym jest zatrudnienie. Na podstawie zmienionej funkcji użyteczności wyprowadzono funkcję kosztów i wybór poziomu produkcji.

Rozpatrujemy przypadek instytucji rządowej, która realizuje wyodrębniony cel polityki. Instytucję tę nazywamy dalej biurem. Przyjmujemy również, iż biuro jest monopolistą na swoim obszarze działania. Jedynym źródłem finansowania biura są środki przekazane z budżetu państwa. Realizacja celu polityki polega na identyfikacji gospodarstw potrzebujących pomocy oraz opracowaniu dla nich sposobu wsparcia z budżetu. Zakładamy, iż podstawową formą pomocy jest transfer kwoty t do gospodarstw domowych. Liczbę gospodarstw domowych Q , do których dotarło z pomocą, będziemy traktowali jako miarę efektu działania biura.

Funkcja użyteczności biura

Celem urzędników nie jest tylko identyfikowanie gospodarstw, którym należy udzielić pomocy, oraz jak najlepsze wywiązanie się z realizacji przydzielonego im celu polityki rządowej. Znane są fakty, opisywane szeroko przez Parkinsona², samoistnego wzrostu biura poprzez zwiększanie zatrudnienia. Można zatem przyjąć, że biurokraci czerpią użyteczność z realizacji produkcji Q i skali swojego biura mierzonej rozmiarami zatrudnienia L . Preferencje kierownictwa biura wyraża funkcja użyteczności U , która jest monotoniczna i wypukła:

$$U = U(Q, L) \quad (1)$$

gdzie:

$$\begin{aligned} U_Q, U_L &> 0, \\ U_{QQ}, U_{LL} &< 0, \\ U_{QL}, U_{LQ} &> 0 \end{aligned}$$

Budżet jest określany zewnętrznie przez polityków. Składa się on z dwóch elementów: z kosztów funkcjonowania biura (C) i globalnej kwoty transferów dla gospodarstw domowych (tQ - gdzie t jest to średnia kwota transferu).

¹ W.A. Niskanen: *The Peculiar Economics of Bureaucracy*. „American Economic Review” May 1967, W.A. Niskanen: *Bureaucracy and Representative Government*. Chicago 1971.

² C. Parkinson: *Prawo Parkinsona czyli w pogoni za postępem*. Warszawa 2001 Bart; C. Parkinson: *Prawo Parkinsona po dziesięciu latach*. Warszawa 1973 Książka i Wiedza.

Załóżmy, iż technologia stosowana w biurze jest opisana funkcją produkcji:

$$Q = f(K, L) \quad (2)$$

Przyjmujemy, że $f_K, f_L > 0$ i $f_{KK}, f_{LL} < 0$.

Dla danego Q funkcja kosztów biura równa się:

$$C = wL + \delta K \quad (3)$$

gdzie:

w - stawka płac,

δ - koszt użycia kapitału.

Biurokraci maksymalizują funkcję użyteczności (1) przy ograniczeniu przydzielonego im budżetu na pokrycie kosztów funkcjonowania (3) przy poziomie produkcji określonym przez (2). Jeśli w i δ kształtują się niezależnie od działania biura (zakładamy, iż zaopatrują się w czynniki na konkurencyjnym rynku), to problem maksymalizacji użyteczności sprowadza się do wyboru optymalnej kombinacji K i L w ramach ustalonego budżetu C . Funkcja Lagrange'a jest zatem równa:

$$Z = U[f(K, L), L] + \lambda(C - wL - \delta K) \quad (4)$$

Warunki pierwszego rzędu:

$$Z_L = U_Q f_L + U_L - \lambda w = 0 \quad (5)$$

$$Z_K = U_Q f_K - \lambda \delta = 0 \quad (6)$$

$$Z_\lambda = C - wL - \delta K = 0 \quad (7)$$

gdzie:

U_Q, U_L - krańcowa użyteczność produkcji i zatrudnienia,

f_K, f_L - krańcowa produktywność kapitału i pracy.

Z równań (6) i (5) otrzymujemy warunek na optymalną kombinację kapitału i pracy wybieraną przez biuro:

$$\lambda = \frac{U_Q f_K}{\delta} = \frac{U_Q f_L + U_L}{w} \quad (8)$$

Iloczyn $U_Q f_K$ jest to krańcowa użyteczność produkcji wynikająca z małego przyrostu kapitału. Natomiast $U_Q f_L + U_L$ można interpretować jako całkowitą krańcową użyteczność z małego przyrostu zatrudnienia. Użyteczność ta powstaje pośrednio poprzez oddziaływanie zatrudnienia na produkcję ($U_Q f_L$) i bezpośrednio (U_L), gdyż samo zatrudnienie jest źródłem użyteczności dla biurokraty. Równość (8) oznacza zatem, iż aby zmaksymalizować użyteczność, biurokraci muszą tak rozdysonować swój budżet na K i L , aby dla każdego z tych czynników proporcja między całkowitą krańcową użytecznością z każdego czynnika i ceną tego czynnika była taka sama i równała się wartości λ . Wiadomo, iż mnożnik Lagrange'a λ mierzy wpływ, jaki

wywiera zmiana ograniczenia budżetowego C na optymalną wartość użyteczności: $\lambda = \frac{\partial U}{\partial C}$. Można zatem interpretować optymalną wartość λ jako krańcową użyteczność budżetowego pieniądza. W równowadze ostatni grosz wydany na opłacenie zatrudnienia i kapitału przynosi identyczną użyteczność.

Warunek (8) można zapisać w postaci:

$$\frac{f_L}{f_K} = \frac{w}{\delta} - \frac{U_L}{U_Q f_K} = \frac{w}{\delta} - \frac{U_L}{\lambda \delta} - \frac{w - \frac{U_L}{\lambda}}{\delta} \quad (9)$$

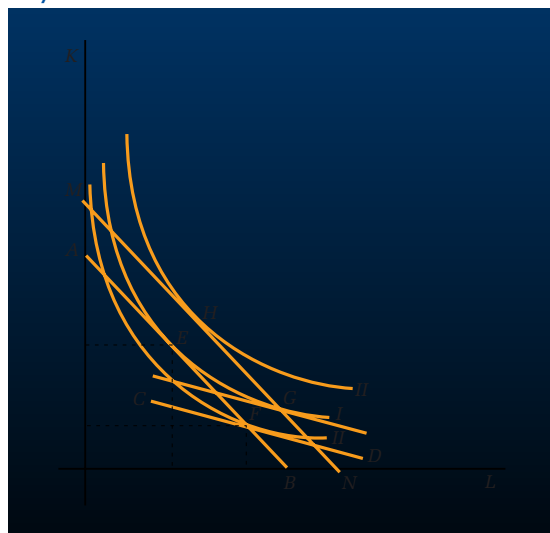
Wiemy, iż U_L, U_Q, λ i f_K są większe od zera. Z tego wynika, że:

$$\frac{f_L}{f_K} \neq \frac{w}{\delta} \quad (10)$$

Warunek (10) oznacza, iż biuro - dążąc do maksymalizacji użyteczności - wybiera odmienną kombinację kapitału i pracy niż podmioty rynkowe. W konsekwencji musi to spowodować wzrost kosztów funkcjonowania biura w porównaniu z przedsiębiorstwem konkurencyjnym przy tej samej produkcji. Ilustruje to wykres 1.

Prosta AB przedstawia ograniczenie budżetowe dla danych w i δ . Punkt E reprezentuje optymalną kombinację kapitału i pracy dla izokwenty produkcji I ($\frac{f_L}{f_K} = \frac{w}{\delta}$). Prosta CD ma nachylenie $-\left(\frac{w}{\delta} - \frac{U_L}{\lambda \delta}\right)$ i przecina linię budżetu w punkcie F , gdzie jest równocześnie styczna do niższej położonej izokwenty produkcji II . W tym punkcie spełniony jest warunek $\frac{f_L}{f_K} = \frac{w}{\delta} - \frac{U_L}{\lambda \delta}$. Wybór następuje zatem na przecięciu linii budżetu z izokwantą produkcji. Jest więc nieefektywny. Charakteryzuje się wyższym stosunkiem $\frac{L}{K}$ przy tym samym poziomie produkcji. W warunkach konkurencji produkcję odpowiadającą izokwancie II można wytworzyć przy niższym budżecie C . Jednostkowe koszty produkcji biura są zatem wyższe niż w konkurencyjnym przedsiębiorstwie. Z drugiej strony, gdyby biuro mało wytworzyć produkcję odpowiadającą

Wykres 1



izokwancie I , wymagałoby to wzrostu budżetu (nowy budżet odpowiada prostej MN). Przecięcie izokwenty I z nową linią budżetu w punkcie G daje optymalny wybór K i L z punktu widzenia maksymalizacji funkcji użyteczności U . Jest to jednak wybór nieefektywny, gdyż dla linii budżetu MN można wytworzyć wyższą produkcję na izokwancie III przy kombinacji K i L w punkcie H . Koszt dostarczenia przez biuro produkcji na izokwancie I jest zatem wyższy niż w warunkach konkurencji.

Problem maksymalizacji funkcji użyteczności przez biuro można przedstawić jeszcze inaczej. Gdy zapiszemy funkcje użyteczności w postaci $U(f(K, L), L)$, to krzywe obojętności można przedstawić w układzie dwuwymiarowym jako kombinację K i L . Aby określić położenie krzywej obojętności w stosunku do izokwant produkcji, obliczmy nachylenie krzywej obojętności. W tym celu obliczmy różniczkę zupełną funkcji użyteczności, która w każdym punkcie krzywej obojętności musi być równa zero:

$$dU = U_Q f_K dK + U_Q f_L dL + U_L dL = 0 \quad (11)$$

Stąd uzyskujemy nachylenie:

$$\frac{dK}{dL} = - \left(\frac{f_L}{f_K} + \frac{U_L}{U_Q f_K} \right) \quad (12)$$

Ponieważ nachylenie izokwant produkcji jest równe: $\frac{dK}{dL} = -\frac{f_L}{f_K}$ oraz wiemy, iż $\frac{U_L}{U_Q f_K} > 0$, to wynika z tego, iż krzywa obojętności jest bardziej stroma niż izokwanta i musi się z nią przecinać (wykres 2, krzywa UU). Punkt styczności krzywej obojętności z linią ograniczenia budżetowego wyznacza optymalną kombinację K i L z punktu widzenia maksymalizacji użyteczności przy danym ograniczeniu budżetowym (punkt F). Zatem warunek maksymalizacji użyteczności można zatem zapisać jako:

$$\frac{w}{\delta} = \frac{f_L}{f_K} + \frac{U_L}{U_Q f_K} = \frac{U_Q f_L + U_L}{U_Q f_K} \quad (13)$$

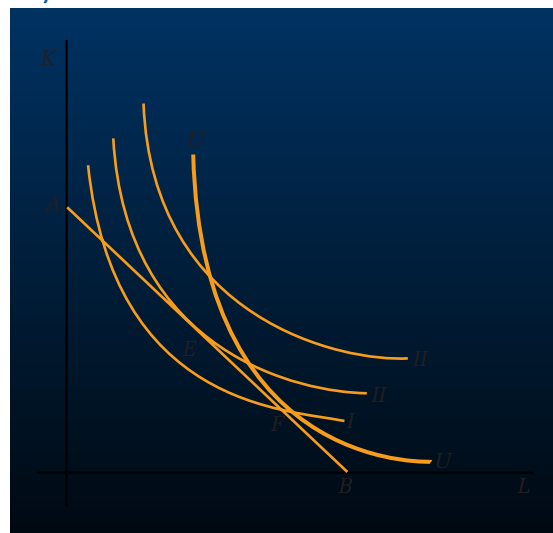
Jest on identyczny z warunkiem (9). Iloraz $\frac{U_L}{U_Q}$ jest to krańcowa stopa substytucji, charakteryzująca nachylenie krzywej obojętności $U = U(Q, L)$. W ten sposób uzyskujemy bezpośrednie powiązanie wyborów kombinacji nakładów z preferencjami biurokratów. Z warunku (13) wynika, iż w równowadze stosunek wynagrodzeń pracy i kapitału musi się równać stosunkowi całkowitej krańcowej użyteczności zatrudnienia do krańcowej użyteczności produkcji powiązanej z zastosowaniem kapitału. Produkcyjności krańcowe są ważone ich wpływem na krańcową użyteczność produkcji. Ponadto, należy zaznaczyć występowanie krańcowej użyteczności zatrudnienia, z którego biurokraci czerpią bezpośrednio użyteczność. Stąd występowanie tego czynnika w liczniku wyrażenia (13).

Koszty funkcjonowania biura

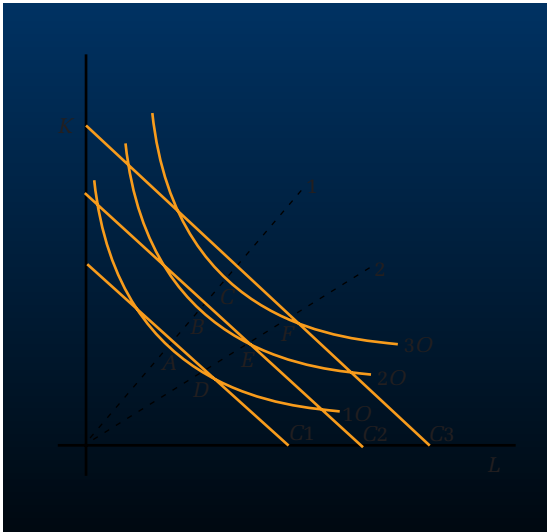
Możemy teraz skonstruować krzywą wiążącą zmiany poziomu produkcji biura Q ze zmianami kosztu całkowitego C (wykres 3). W przypadku przedsiębiorstwa konkurencyjnego każdy punkt A, B, C , wzdłuż promienia 1, jest optymalną kombinacją K i L dla poziomów kosztów, odpowiednio C_1, C_2, C_3 . W każdym z tych punktów stosunek produkcyjności krańcowych czynników wytwórczych równa się stosunkowi ich cen. Ścieżka ekspansji przedsiębiorstwa jest podporządkowana minimalizacji kosztów. Punkty D, E, F odpowiadają natomiast wyborom nakładów w przypadku biura. Jest to ścieżka ekspansji biura. W każdym z tych punktów krzywa obojętności (wykreślona na płaszczyźnie KL) jest styczna do linii jednakowego kosztu, czyli stosunek cen czynników wytwórczych równa się stosunkowi całkowitej krańcowej użyteczności zatrudnienia do krańcowej użyteczności produkcji powiązanej z zastosowaniem kapitału. Ścieżka ekspansji biura jest podporządkowana maksymalizacji użyteczności zatrudnienia i produkcji. Każdy poziom produkcji jest wytwarzany przy wyższym koszcie całkowitym.

Załóżmy, iż funkcja produkcji charakteryzuje się rosnącymi korzyściami skali dla niskich poziomów produkcji oraz malejącymi korzyściami skali dla wysokich poziomów produkcji. Na wykresie 3 przejście z izokwenty Q_1 na Q_2 ilustruje rosnące korzyści skali, natomiast z Q_2 na Q_3 malejące korzyści skali. Ścieżce ekspansji wzdłuż promienia 1 odpowiadają koszty całkowite CE z wykresu 4. Mają one tradycyjny przebieg: rosnącym korzyściom skali odpowiadają koszty rosnące w tempie malejącym, natomiast malejącym korzyściom odpowiadają koszty rosnące w tempie rosnącym. Istotne jest jednak to, iż w przypadku biura optymalna kombinacja kapitału i zatrudnienia jest wybierana na przecięciu linii jednakowego kosztu z izokwantą produkcji. Dla każdego poziomu

Wykres 2



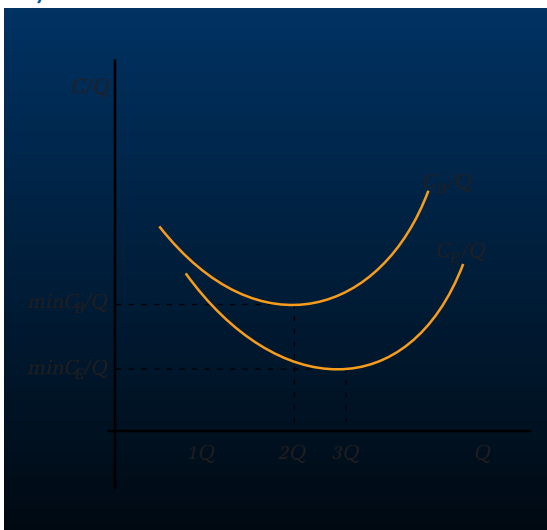
Wykres 3



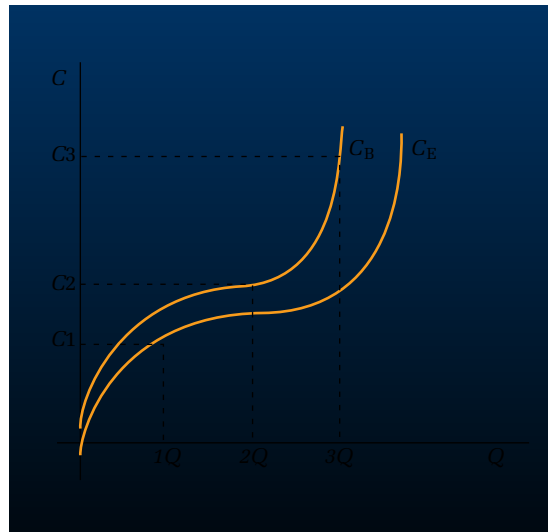
produkcji krzywa kosztów całkowitych biura CB leży zatem powyżej kosztu wyznaczonego przez optymalną kombinację K i L . Można również wykazać, że nachylenie krzywej kosztu biura CB jest większe niż krzywej kosztów CE dla każdego poziomu produkcji i typu korzyści skali (wykres 4). Wypływa z tego ważna obserwacja.

Przede wszystkim jednostkowe koszty biura osiągną swoje minimum przy niższej produkcji niż w przedsiębiorstwie konkurencyjnym (wykres 5). Wynika z tego, iż dla pewnych rozmiarów produkcji koszty jednostkowe CE/Q jeszcze opadają, podczas gdy koszty jednostkowe biura CB/Q już rosną. Ponadto, ponieważ nachylenie krzywej kosztów całkowitych biura CB jest większe niż krzywej kosztów CE , to po przekroczeniu minimum koszty jednostkowe biura wznoszą

Wykres 5



Wykres 4



się do góry bardziej stromo niż jednostkowe koszty przedsiębiorstwa konkurencyjnego.

Wybór poziomu produkcji

Politycy działają w ramach globalnego ograniczenia budżetowego, wynikającego z makroproporcji w gospodarce. Muszą się liczyć z oczywistym faktem, iż wzrost finansowania jednych celów polityki spotyka się ze spadkiem finansowania innych celów. Poza tym muszą brać pod uwagę skalę obciążeń podatkowych związanych ze wzrostem finansowania wydatków budżetowych. Przede wszystkim nadmierne obciążenia podatkowe mogą negatywnie oddziaływać na bodźce do produkcji. Ponadto, każdy podatek jest również wyborcą. Doprowadzenie do wzrostu podatków ponad obietnicę przedwyborcze może być istotną przeszkodą na drodze do ponownej reelekcji polityków.

Można zatem przyjąć, że w procesie formułowania skali danej polityki, mierzonej liczbą objętych nią gospodarstw domowych, będziemy mieli do czynienia z malejącą krańcową stopą wymiany budżetu na wyniki mierzone liczbą gospodarstw domowych objętych daną polityką rządu. W ten sposób wyrażają się rosnące obiekty związane z uszczupleniem środków na inne cele lub koniecznością wzrostu podatków w danym okresie. Można postawić hipotezę, iż preferencje polityków są takie, że istnieje maksymalna kwota budżetu, którą są skłonni wydać na dany projekt budżetowy. Ilustruje to wykres 6. Budżet $B(Q)$ osiąga swoje maksimum dla liczby gospodarstw domowych Q^* , gdzie krańcowa stopa wymiany $dB/dQ = 0$. Miałyby to miejsce, gdyby cały budżet został rozdysponowany na transfery. Jednak z budżetu $B(Q)$ należy pokryć koszty funkcyjnowa-

nia biura. Załóżmy, iż w procesie wewnętrznych uzgodnień politycy ustalają kwotę średniego transferu równą t . Na pokrycie kosztów funkcjonowania pozostaje wartość X :

$$X = B(Q) - tQ \quad (14)$$

Maksymalny przydział budżetu na funkcjonowanie biura ma miejsce wówczas, gdy poziom produkcji spełnia warunek:

$$\frac{dx}{dQ} = \frac{dB(Q)}{dQ} - t = 0 \quad (15)$$

Graficznie krzywą $\frac{dX}{dQ}$ uzyskujemy, przesuwając wykres funkcji $\frac{dB}{dQ}$ do dołu o odcinek równy t (wykres 6). Maksymalny przydział budżetu na funkcjonowanie biura występuje przy maksymalnej produkcji Q_{MAX} . Krzywą dX/dQ można interpretować jako funkcję popytu polityków na wyniki biura. Im większa skala działania biura, tym mniejszą kwotę są skłonni zapłacić za obsługę dodatkowego gospodarstwa domowego. Powstaje pytanie, czy biuro, które jest monopolistą na swoim obszarze działania, może w całości „wyciągnąć” maksymalny przydział budżetu na swoje funkcjonowanie, realizując jednocześnie swoje preferencje dotyczące wyboru technologii.

Rozpocznijmy od sytuacji, gdy w procesie uzgadniania budżetu na dany cel polityki istnieje pełna informacja o funkcji kosztów biura oraz biuro nie ma żadnych preferencji co do zatrudnienia i poziomu produkcji. Koszty biura są zatem minimalne dla każdego poziomu produkcji. Dla uproszczenia załóżmy, iż technologia stosowana przez biuro charakteryzuje się stałymi korzyściami skali. Wówczas koszty jednostkowe i krańcowe są sobie równe $k = \frac{C}{Q} = \frac{dC}{dQ}$ i stałe względem skali produkcji. Przyjmijmy, iż preferencje polityków co do budżetu opisuje funkcja:

$$B = aQ - bQ^2 \quad a, b > 0 \quad (16)$$

Na pokrycie kosztów funkcjonowania biura pozostaje zatem kwota:

$$X = aQ - bQ^2 - tQ \quad (17)$$

Optymalny przydział budżetu na funkcjonowanie biura ma miejsce wtedy, gdy krańcowa stopa wymiany budżetu na wyniki biura $\frac{dX}{dQ}$ jest równa kosztom krańcowym biura (k).

$$a - 2bQ^* - t = k \quad (18)$$

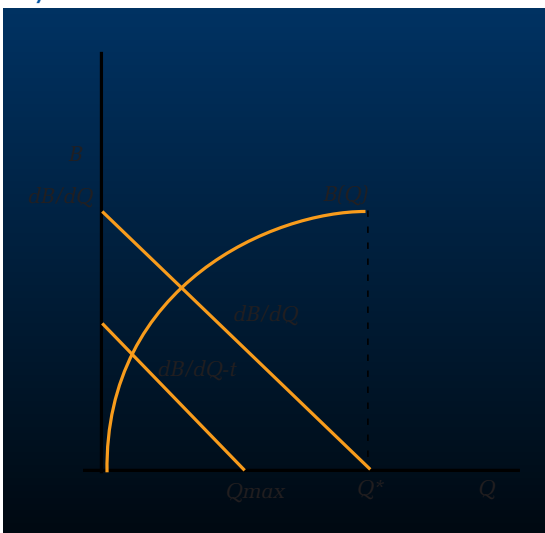
$$Q^* = \frac{a - t - k}{2b} \quad \text{dla } a > t + k \quad (19)$$

Gdyby warunek $a > t + k$ nie był spełniony, to - przyjmując, że k jest dane, gdyż zdeterminowane technologią, i a jest dane, gdyż zdeterminowane preferencjami polityków - albo produkcja nie pojawiłaby się w ogóle, albo trzeba by było zmienić kwotę średniego transferu. Proces uzgodnień między politykami musiałby rozpocząć się od początku.

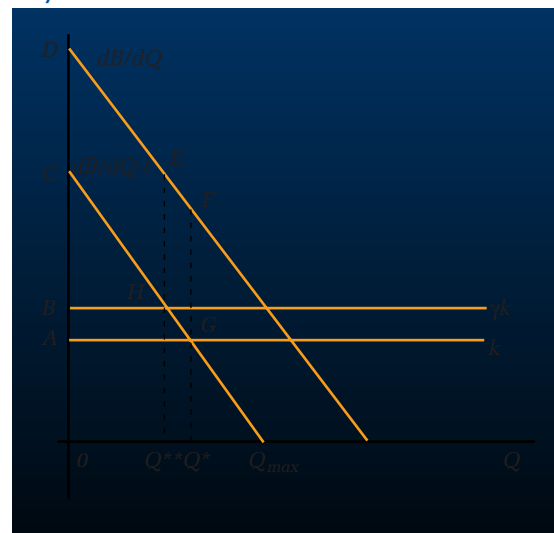
Wybór optymalnego poziomu produkcji Q i rozdział budżetu na transfery oraz koszt funkcjonowania biura ilustruje wykres 7. Powierzchnia $0AGQ^*$ jest kosztem funkcjonowania biura, natomiast powierzchnia $CDFG$ jest to globalna kwota transferów. Powiększenie skali działania ponad Q^* jest nieopłacalne, gdyż korzyść krańcowa jest mniejsza od kosztu krańcowego. Oznacza to, iż politykom bardziej opłaca się przeznaczyć środki na inne cele budżetowe.

Przyjmijmy teraz, iż biuro maksymalizuje funkcję użyteczności $U = U(Q, L)$. Wybierze zatem nieefektywną kombinację nakładów i w konsekwencji koszty jed-

Wykres 6



Wykres 7



nostkowe wzrosną do wysokości γk ($\gamma > 1$). Biuro ma przewagę informacyjną nad politykami, gdyż jest jedynym źródłem informacji o swoich kosztach funkcjonowania. Politycy mogą poznać koszt γk , lecz nie są w stanie ocenić stopnia jego nieefektywności. W tej sytuacji optymalna wielkość produkcji spadnie do:

$$Q^{**} = \frac{a-t-\gamma k}{2b} \quad (20)$$

dla $a > t + \gamma k$

Globalna kwota transferów zmniejszy się do $CDEH$ (wykres 7). Nie można natomiast jednoznacznie stwierdzić, czy kwota na funkcjonowanie biura wzrośnie, czy spadnie. Wszystko zależy od tego, czy przesunięcie w górę kosztu jednostkowego następuje w elastycznej (mniejszej od -1), czy nieelastycznej (większej od -1) części krzywej $dB/dQ - t$. Jeśli w elastycznej - to koszty całkowite biura spadną, jeśli w nieelastycznej - to koszty całkowite wzrosną.

Do tej pory traktowaliśmy proces negocjacji pomiędzy politykami i biurem podobnie jak się to dzieje w wymianie rynkowej. Wydaje się jednak, że proces dochodzenia do ustalenia budżetu na dany cel nie przebiega tak, jak na rynku - według krańcowych stóp wymiany. Projekty budżetowe mogą być sporządzone wprawdzie w różnej skali, lecz biuro nie rozszczepia swojego budżetu C na porcję przypadającą na każde dodatkowo obsługiwane gospodarstwo domowe i nie domaga się na tej podstawie dodatkowych przydziałów środków budżetowych. Biurokraci raczej oferują globalne wyniki (liczba gospodarstw domowych, które mogą efektywnie obsłużyć) w ramach danego projektu budżetowego za przydział globalnego funduszu na funkcjonowanie biura. Można przyjąć hipotezę, że politycy przy takiej formie wymiany nie są w stanie rozróżnić korzyści z krańcowej jednostki wyniku od korzyści z następnej dodatkowej jednostki. W procesie negocjacji operuje się zatem raczej wielkościami globalnym niż krańcowymi.

W tych okolicznościach biurokraci mogą wykorzystać swoją przewagę informacyjną do maksymalizacji przydziału środków na funkcjonowanie biura, aby wejść na wyżej położoną krzywą obojętności. Mogą to zrobić, dążąc do wymiany globalnego maksymalnego budżetu, który politycy są skłonni wydać na funkcjonowanie biura, na zwiększoną liczbę gospodarstw domowych, która ma być objęta projektem budżetowym.

$$X = aQ - bQ^2 - tQ = C = \gamma k Q \quad (21)$$

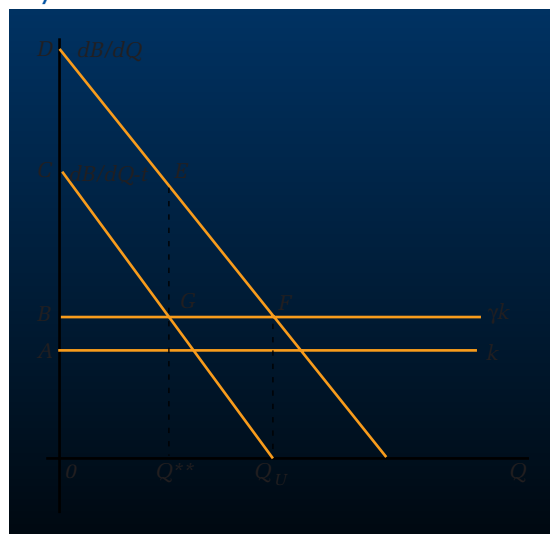
Stąd uzyskujemy optymalną produkcję, która maksymalizuje funkcję użyteczności biurokratów:

$$Q_U = \frac{a-t-\gamma k}{b} \quad (22)$$

Transfery wynoszą $CDFQ_U$ (wykres 8). Koszt funkcjonowania biura jest natomiast równy powierzchni $0BFQ_U$, która równa się $0CQ_U$. Cały maksymalny budżet, który politycy są skłonni przeznaczyć na funkcjonowanie biura, jest całkowicie wyczerpany ($\frac{dX}{dQ} = 0$). Za pomocą globalnej wymiany biurokraci są w stanie pozyskać środki, których krańcowa użyteczność dla polityków jest niższa niż konieczny koszt krańcowy, który trzeba ponieść na powiększenie skali działania biura; (zwróćmy uwagę, iż produkcja jest dwa razy większa niż w przypadku, gdyby wymiana przebiegała według stóp krańcowych (równanie 20).

Podsumowując, możemy powiedzieć, że wprowadzenie do funkcji użyteczności biura - monopolisty dodatkowego argumentu - zatrudnienia - ujawniło możliwe źródło nieefektywności działania biurokracji. Przejawia ona tendencję do produkowania drożej niż przedsiębiorstwo konkurencyjne przy skali, która przekracza optimum społecznych korzyści. Być może na takie kosztowne funkcjonowanie biurokracji, z przerośniętą administracją i rozdętym budżetem, jesteśmy skazani z braku dostępnych alternatywnych form wypełniania niektórych celów polityki.

Wykres 8



Kryzys w japońskim systemie bankowym

Małgorzata Zaleska

Przez kilkadziesiąt ostatnich lat gospodarka japońska określana była mianem potęgi i stawiana za wzór do naśladowania. Czy było tak w rzeczywistości, czy były to tylko pozory? Odpowiadając na tak postawione pytanie, należy stwierdzić, że sukcesy japońskiej gospodarki są niewątpliwe, ale osiągnięciom tym towarzyszyły i towarzyszą coraz częściej, powracające jak bumerang, coraz głębsze kryzysy. Koszt osiągnięcia sukcesu w przeszłości jest bardzo wysoki i przekłada się na pesymistyczną wizję dalszych losów japońskiej gospodarki. Stan gospodarki ma natomiast bezpośredni wpływ na działalność instytucji finansowych, w tym banków. Kryzys nie ominął zatem również japońskiego systemu bankowego.

Korzenie współczesnego rynku finansowego w Japonii

Gospodarka japońska, mimo obecnego międzynarodowego otwarcia, uznawana jest za gospodarkę zamkniętą. Sytuacja taka uwarunkowana jest przede wszystkim czynnikami historycznymi.

Wielowiekowa izolacja japońskiej gospodarki wywarła wpływ na jej kształt i kondycję. Przed epoką Meiji¹ w państwie japońskim szczególną rolę odgrywała władza centralna i tak jest w zasadzie do dnia dzisiejszego.

Działanie japońskiej gospodarki w okresie Meiji opierało się głównie na tzw. *zaibatsu* (wielkich przedsiębiorstwach holdingowych należących do rodzin Sumitomo, Mitsui i Mitsubishi), którego sposób działania pod wieloma względami przypominał mechanizm regulujący tzw. *keiretsu* (grup przemysłowo-finansowych). Mechanizm ten opierał się na szczególnego rodzaju daleko posuniętych, często nieformalnych powiązaniach między przedsiębiorstwami i instytucjami finansowymi.

Po otwarciu japońskiej gospodarki priorytetowym zadaniem było nawiązanie rywalizacji z innymi krajami świata. Po drugiej wojnie światowej Japończycy położyli duży nacisk na rozwój gospodarki. Obarczeni przeszłością dążyli do sytuacji, w której pod kontrolą władz znajdowałaby się każda jednostka gospodarcza, również instytucja finansowa. Japoński system finansowy został oparty na bankach. Rola rynku kapitałowego była niewielka, co wynikało ze świadomego działania władzy japońskiej. Dostęp do rynku kapitałowego został zarezerwowany tylko dla wybranej grupy spółek, które miały odpowiednie rekomendacje władz oraz charakteryzowały się bardzo wysoką rentownością działania w ciągu dwudziestu czy nawet trzydziestu lat. Władze japońskie uważały bowiem, że łatwiej jest kontrolować kilka dużych banków niż wiele spółek na rynku kapitałowym.

Japońskie banki stały się zatem najważniejszym ogniwem rynku finansowego, przy czym były bardzo silnie kontrolowane przez władze, a w praktyce przez Ministerstwo Finansów.

¹ Epoka Meiji określana jest inaczej rewolucją Meiji. Miała ona miejsce w Japonii w latach 1868-1912. Z rewolucją tą wiąże się przede wszystkim obalenie szogunatu i początek modernizacji gospodarki japońskiej na wzór europejski (m.in. wprowadzenie nowoczesnej monety).

Pozorne triumfy japońskiej gospodarki

Lata prosperity japońskiej gospodarki (przeciętny wzrost gospodarczy rządu 10% rocznie) trwały do początku lat 70. XX wieku. W okresie tym miały miejsce dwa istotne dla gospodarki japońskiej wydarzenia. Pierwsze to szok naftowy, w wyniku którego nastąpiło zachwianie gospodarki, przejawiające się m.in. inflacją na poziomie 24%. Drugie wydarzenie to upadek systemu z Bretton Woods, w rezultacie którego jen japoński „opuścił” granice kraju. Wymienialność jena wprowadzono, co prawda, wcześniej, bo w 1964 r., ale do początku lat 70. międzynarodowe zastosowanie jena było niewielkie. Znaczenie tej waluty wzrosło dopiero w wyniku wyłonienia się systemu wielodewizowego, a konsekwencją tego była utrata kontroli nad jenem. Ministerstwo Finansów, chcąc przeciwdziałać temu zjawisku, nakładało regulacje na rynek finansowy. Prawdziwy przełom w stosunku do jena nastąpił jednak w połowie lat 80., kiedy gospodarka japońska święciła „pozorne triumfy”, a aprecjacja jena do dolara wyniosła ponad 100% w ciągu niespełna trzech lat. We wrześniu 1985 r. zawarto porozumienie w La Plaza, zgodnie z którym kraje regionu wprowadziły stałe kursy swoich walut w stosunku do dolara amerykańskiego. Dopiero jednak kryzys walutowy w 1997 r. zwrócił uwagę na bardzo duże zagrożenie, wynikające ze stosowania stałych kursów walutowych. Ponadto, warto zwrócić uwagę na brak zabezpieczenia się przed ryzykiem zmiany kursów walutowych w instytucjach japońskich, co wynikało m.in. z niedoceniań tego rodzaju ryzyka. Takie podejście do zarządzania ryzykiem było krótkowzroczne, gdyż Japonia była głównym kredytodawcą dla państw regionu. Każdy wzrost kursu dolara pociągał za sobą wzrost wartości kredytów denominowanych w jenach, a to zmuszało banki do zwiększania funduszy własnych (m.in. w celu osiągnięcia wysokości współczynnika wypłacalności na wymaganym poziomie).

Sukcesy japońskiej gospodarki miały podstawy przede wszystkim w czynnikach wewnętrznych, tj. w wysokich stopach oszczędności i inwestycji. Relatywnie wysoka akumulacja jest cechą niemal wszystkich gospodarek Dalekiego Wschodu. Jej udział w PKB w 1997 r. wyniósł w Japonii 28,5%. Owocowało to w latach 80. systematycznym wzrostem jakościowym towarów japońskich, przy jednoczesnym obniżaniu ich kosztów produkcji. To zaś skutkowało konkurencyjnymi cenami, szczególnie na światowym rynku, a w konsekwencji stwarzało warunki do ekspansji eksportowej².

Sukcesom gospodarki japońskiej towarzyszyły recesja i deflacja. Krach nastąpił 25 grudnia 1989 r., kie-

dy to Bank Japonii po raz trzeci z rządu podniósł stopy procentowe. Indeks Nikkei, zbliżający się do pokonania bariery 40.000 punktów, zaczął spadać i w 1992 r. jego wartość była mniejsza niż 15.000 punktów. Stopy procentowe podnoszono jeszcze kilkakrotnie (z 2,5% w 1989 r. do 6% w 1991 r.). Poluzowanie polityki pieniężnej nastąpiło w lipcu 1991 r., w opinii ekspertów zbyt późno. Od 1991 r., przez blisko dziesięć lat, bank centralny tylko obniżał stopy procentowe. Potaniecie kredytu miało zmniejszyć koszty działania firm i pomóc im wydzwignąć się z kłopotów finansowych. Dla banków również oznaczało to zmniejszenie kosztów finansowania, ale w celu powiększania wyniku finansowego musiały one poszerzać skalę swojej działalności. Jednocześnie obniżenie stóp procentowych przyczyniło się do wzrostu cen papierów wartościowych i nieruchomości, przede wszystkim gruntów. W lutym 1999 r. stopy procentowe spadły do poziomu zera. Według prezesa banku centralnego Japonii, zerowe stopy są jednak niemoralne i pozbawiają przedsiębiorstwa zdolności do podejmowania ryzyka³.

Lata dziewięćdziesiąte charakteryzowały się generalnie kryzysem japońskiej gospodarki i próbami jej reanimacji. W ostatniej dekadzie XX wieku wystąpiły w Japonii dwie wyraźne fale kryzysu. Pierwsza z nich miała miejsce na początku lat dziewięćdziesiątych i przejawiała się w tzw. problemie *bubble economy*, a druga w 1997 r. i związana była zarówno z sytuacją samych banków (problemem złych kredytów), jak i sytuacją ogólną (kryzysem w Azji Południowo-Wschodniej). W dziedzinie interwencji władze japońskie nadały priorytet m.in. polityce fiskalnej, co przejawiało się we wprowadzeniu specjalnego pakietu ulg podatkowych i subwencji. Ogromne wydatki rządowe nie przyniosły jednak zamierzonego efektu; konieczne były bowiem reformy strukturalne. Dopiero w 1996 r. zanotowano znaczący wzrost gospodarczy (3,9% - najwyższy wśród krajów grupy G-7), co było efektem wprowadzenia kolejnych pakietów fiskalnych oraz słabnącej pozycji jena. Wzrostowi gospodarczemu towarzyszył jednak deficyt budżetowy, co m.in. przyczyniło się do podniesienia podatków w kwietniu 1997 r. Decyzja o podniesieniu podatków okazała się złą decyzją. W połączeniu z kryzysem w krajach Azji Południowo-Wschodniej przyczyniła się do ponownego załamania gospodarki japońskiej⁴.

Oznaki przełamania kryzysu w Japonii pojawiły się w 2000 r. W roku budżetowym, kończącym się w Japonii 31 marca 2000 r., tempo wzrostu gospodarczego - po dwóch latach recesji - wyniosło 0,5%⁵. W lipcu 2000 r. rezerwy dewizowe Japonii osiągnęły bardzo wy-

² C. Guzowski: *Co napędza, a co hamuje koniunkturę*. „Prawo i Gospodarka” z 14-15 sierpnia 2000, s. 17.

³ A. Mackiewicz: *Już nie zero*. „Gazeta Wyborcza” z 12-13 sierpnia 2000 r., s. 26.

⁴ P. Kowalewski: *Japonia na zakręcie*. „Prawo i Gospodarka” z 2 stycznia 2001 r., s. 18-19.

⁵ *Pierwsza od dziesięciu lat*. „Rzeczpospolita” 12-13 sierpnia 2000, s. B1.

soką wartość, tj. 344,89 mld USD, i były największe na świecie⁶. Powyższe wskaźniki gospodarcze były m.in. podstawą do podjęcia dnia 11 sierpnia 2000 r. decyzji o wdrożeniu stóp procentowych banku centralnego do poziomu 0,25%. To zaś spowodowało m.in., że tradycyjna polityka finansowania wydatków publicznych poprzez zaciąganie pożyczek na biliony jenów stała się droższa⁷.

Przyczyny kryzysu japońskiego są złożone i wynikają między innymi z:

- długotrwałego zamknięcia gospodarki japońskiej,
- nieuwzględnienia w odpowiednim momencie procesów globalizacji i liberalizacji w polityce gospodarczej Japonii,
- nieumiejętnego prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny, której celem było między innymi stabilizowanie kursu między jenem i dolarem,
- nietrafnych decyzji w zakresie polityki fiskalnej,
- zbyt dużych oszczędności krajowych (wynikających z niskiej prywatnej konsumpcji oraz niskich wydatków rządowych), co stało się hamulcem wzrostu popytu.

Efektom kryzysu gospodarczego jest m.in.:

- systematyczny wzrost liczby bankructw wśród japońskich przedsiębiorstw (od marca do września 2000 r. roczny wzrost liczby bankructw wyniósł 19,6%),
- znaczny wzrost bezrobocia (począwszy od 1997 r. ponad milion ludzi rocznie traci pracę ze względu na restrukturyzację firm), do poziomu 5% w 2000 r. (co ósma młoda osoba nie może znaleźć zatrudnienia)⁸.

Rola instytucji zewnętrznych w japońskim systemie bankowym

Zasady funkcjonowania japońskiego systemu bankowego kształtowane są przede wszystkim przez Ministerstwo Finansów i bank centralny (Bank Japonii), a także Korporację Ubezpieczenia Depozytów (Deposit Insurance Corporation). Przez długi czas kluczową rolę odgrywało Ministerstwo Finansów, a więc instytucja rządowa. Rola banku centralnego była bardzo ograniczona, a jego działania zależne głównie od Ministerstwa Finansów. Dopiero w 1998 r. bank centralny (powołany w 1882 r.) został wyłączony spod kurateli Ministerstwa Finansów⁹.

Zależność banku centralnego od Ministerstwa Finansów przejawiała się m.in. na następujących płaszczyznach:

- personalnej - Ministerstwo Finansów mianowało wszystkich siedmiu członków zarządu banku centralnego,
- programowej - Ministerstwo Finansów mogło zmieniać przepisy przyjęte przez bank centralny,
- instrumentalnej - np. bank centralny mógł udzielać rządowi pożyczek krótkoterminowych; wysokość i zasady odprowadzania oraz utrzymywania rezerw obowiązkowych kształtowało Ministerstwo Finansów (a nie bank centralny).

Ministerstwo Finansów pełniło funkcje typowe dla tego rodzaju instytucji, a zatem kształtowało i realizowało politykę budżetową, gromadziło dochody budżetu państwa, emitowało skarbowe papiery wartościowe oraz nadzorowało funkcjonowanie rynku dewizowego. Dodatkowo, Ministerstwo tworzyło regulacje dla sektora finansowego i sprawowało nad nim nadzór. Podstawowym celem działania Ministerstwa Finansów było utrzymanie stabilnej sytuacji na rynku finansowym, w tym przede wszystkim na rynku bankowym i rynku papierów wartościowych. W związku z powyższym Ministerstwo nie chciało dopuścić do upadłości instytucji finansowych (mimo to upadłości miały miejsce, zwłaszcza w latach dziewięćdziesiątych XX wieku) i podejmowało dla realizacji tego celu liczne działania. Przykładowo, Ministerstwo Finansów nakazywało bankom zmniejszenie tempa odpisywania w straty należności straconych. Wynikało to z obawy przed utratą zaufania do banków przez deponentów i inwestorów. Innym przykładem podejmowania specyficznych przedsięwzięć na rynku finansowym były działania Ministerstwa Finansów, mające na celu stabilizowanie cen na rynku akcji, a polegające na nakłanianiu funduszy emerytalnych oraz innych inwestorów instytucjonalnych do zakupu lub sprzedaży tych papierów¹⁰.

W obecnym stanie prawnym również nie można stwierdzić pełnej niezależności banku centralnego od Ministerstwa Finansów i innych organów rządowych. Wzajemne powiązania przejawiają się m.in. w:

- finansowaniu działalności banku centralnego przez rząd (co najmniej 55% funduszy banku centralnego pochodzi od rządu),
- udziale przedstawicieli Ministerstwa Finansów w Radzie Polityki Banku Japonii,
- przekazywaniu zysku banku centralnego na rzecz państwa,
- konieczności składania parlamentowi przez bank centralny sprawozdania z działalności (co pół roku),
- wymogu ustalania przez bank centralny ilości emitowanych znaków pieniężnych z Ministerstwem Finansów,
- prowadzeniu przez bank centralny rachunków i rozliczeń rządowych,

⁶ *Stopy procentowe mogą wzrosnąć*. „Rzeczpospolita” z 8 sierpnia 2000 r., s. B1.

⁷ T. Szwiata: *Kres tanich kredytów w Nipponie*. „Prawo i Gospodarka” z 12-13 sierpnia 2000, s. 6.

⁸ M. Łazarowicz: *Wielkie sprzątanie*. „Gazeta Bankowa” z 28 listopada - 4 grudnia 2000 r., s. 25.

⁹ *Pierwsza od dziesięciu lat*. „Rzeczpospolita” z 12-13 sierpnia 2000 r., s. B1.

¹⁰ L. Oręziak: *Japoński system bankowy*. „Bank i Kredyt” nr 6/2000, Bankowe abc nr 63, s. 1.

- udzielaniu przez bank centralny pożyczek rządowi, ale tylko krótkoterminowych (do 1 roku).

Powyższe rozwiązania powodują nakładanie się kompetencji i odpowiedzialności między tymi dwiema instytucjami i siłą rzeczy prowadzą do powstania nieuniknionych sporów.

Bank Japonii wykonuje ponadto typowe zadania przypisane bankowi centralnemu, tj. dokonuje emisji znaków pieniężnych, prowadzi politykę pieniężną, jest bankiem banków i bankiem gospodarki narodowej. Podstawowym celem prowadzenia polityki pieniężnej jest stabilizacja cen, a celami pośrednimi stabilny wzrost gospodarczy i wysoki poziom zatrudnienia. Instrumentami polityki pieniężnej Banku Japonii są: instrumenty pośrednie (stopa procentowa - dyskontowa i operacje otwartego rynku) oraz bezpośrednie (rezerwa obowiązkowa)¹¹.

Powstanie japońskiego systemu gwarantowania depozytów przypada na 1971 r., kiedy to na mocy ustawy o gwarantowaniu depozytów powołano Korporację Ubezpieczenia Depozytów. W japońskim systemie istnieje również odrębna Korporacja Ubezpieczeniowa Oszczędności, która swoim oddziaływaniem obejmuje spółdzielnie rolnicze i rybołówstwa. Działalność Korporacji Ubezpieczenia Depozytów jest finansowana zarówno przez rząd, jak i przez instytucje prywatne. Przynależność banków do systemu jest obowiązkowa. Japoński system gwarantowania ma cechy modelu szerokiego, łączy bowiem zarówno działania typowo gwarancyjne w momencie ogłoszenia upadłości, jak i działania pomocowe na rzecz banków borykających się z trudnościami (np. w postaci preferencyjnych pożyczek). Zadaniem Korporacji jest gromadzenie składek (określonych jako procent depozytów gwarantowanych), wypłacanie depozytów zgromadzonych w upadłych bankach, udzielanie pomocy bankom, wykup aktywów od banków upadłych lub przeżywających trudności, a także zarządzanie funduszem¹².

Zakres i stopień regulowania działalności w japońskim systemie bankowym

Pod względem stopnia regulowania działalności bankowej w Japonii można wyróżnić dwa okresy:

- pierwszy (do lat osiemdziesiątych XX wieku), charakteryzujący się licznymi ograniczeniami w działalności bankowej,
- drugi (od lat osiemdziesiątych XX wieku), w którym nastąpiły procesy liberalizacji przepisów.

Jako główne ograniczenia działalności bankowej w pierwszym okresie należy wymienić:

- ściśle limitowanie dostępu do rynku finansowego dla nowych instytucji,

- zakaz łączenia działalności kredytowej z inwestycyjną, wynikający z przepisów ustawy o papierach wartościowych z 1948 r. (Securities and Exchange Law - SEL), stworzonej na wzór amerykańskiej ustawy z 1933 r. (Glass-Steagall Act),

- określanie poziomu maksymalnego oprocentowania depozytów w bankach przez rząd japoński oraz stałych opłat za usługi bankowe, co ograniczało możliwość wykorzystania tych instrumentów w polityce konkurencyjnej banków.

Od 1980 r. trwał proces liberalizacji przepisów bankowych, przejawiający się w:

- zniesieniu ograniczeń odnoszących się do stóp procentowych,

- wprowadzeniu nowych możliwości oszczędzania, - zezwoleniu bankom na swobodne zaciąganie i udzielanie kredytów w obrocie z zagranicą,

- łagodzeniu restrykcyjnego oddzielenia bankowości kredytowej od inwestycyjnej, poprzez umożliwienie bankom dokonywania subskrypcji i sprzedaży obligacji rządowych, inwestowania w akcje spółek znajdujących się w publicznym obrocie oraz prowadzenia działalności w zakresie instrumentów pochodnych,

- otwarciu rynku finansowego dla instytucji zagranicznych¹³.

Kolejne zmiany przepisów nastąpiły w latach dziewięćdziesiątych (1996 r.) i były odpowiedzią na kryzys gospodarczy, w tym na rynku finansowym (zmiany te zostaną omówione w dalszej części opracowania).

Podsumowując należy stwierdzić, że do początku lat osiemdziesiątych japoński system bankowy charakteryzował się: rozbudowanymi regulacjami prawnymi, ograniczoną konkurencyjnością, dużą ingerencją państwa, izolacją od rynków międzynarodowych oraz funkcjonalną segmentacją instytucji bankowych. Mimo reform systemu bankowego, zapoczątkowanych w latach osiemdziesiątych i kontynuowanych do dnia dzisiejszego, cechy te - choć już w mniejszym stopniu - charakteryzują także obecny system bankowy Japonii¹⁴.

Polityka prowadzona przez banki japońskie

W japońskim systemie bankowym można wyróżnić trzy podstawowe rodzaje banków:

- banki miejskie (*city banks*), np. Bank of Tokyo-Mitsubishi; przedmiotem ich działania jest finansowanie dużych przedsiębiorstw, których źródłem finansowania są duże depozyty i pożyczki z banku centralnego; prowadzą aktywną działalność również w skali międzynarodowej, są największymi bankami w Japonii;

¹¹ R.C. Hsu: *The MIT Encyclopedia of the Japanese Economy*. Cambridge 1995 The MIT Press, s. 254.

¹² V.V. Craig: *Japanese Banking: A Time of Crisis*. „FDIC Banking Review” nr 1/2000, s. 11.

¹³ L. Oreziak: *Japoński system bankowy*, op.cit., s. 2.

¹⁴ Tamże, s. 5.

- banki kredytu długoterminowego (*long-term credit banks*), np. Bank Przemysłowy Japonii, Nippon Credit Bank, oraz banki powiernicze (*trust banks*), np. Mitsubishi Trust&Banking, zajmujące się długoterminowym kredytowaniem przedsiębiorstw;

- banki regionalne (*regional banks*), przede wszystkim udzielające kredytów krótkoterminowych przedsiębiorstwom, często zawężające prowadzoną działalność do określonego obszaru (*prefektur*).

Dwa pierwsze rodzaje banków (miejskie, kredytu długoterminowego i powiernicze) określane są jako banki główne (*major banks*). Ich udział w sumie bilansowej całego japońskiego systemu bankowego przekracza 70% (niecałe 30% przypada na banki regionalne)¹⁵.

W systemie bankowym Japonii można wyodrębnić jednocześnie banki uniwersalne (np. banki miejskie) i banki specjalistyczne (np. banki powiernicze). Drugi podział nie wyklucza zatem pierwszej klasyfikacji. Ponadto, w Japonii funkcjonują również instytucje parabankowe, w tym Poczta Kasa Oszczędności, dysponująca ponad 30% depozytów osób prywatnych.

Charakterystyczną cechą japońskiego systemu bankowego, odróżniającą go od innych systemów, było - i w zasadzie wciąż jest - zajmowanie znaczącego miejsca przez banki w grupach przedsiębiorstw, czyli wspomniane wcześniej *keiretsu*. Centralne miejsce banku w grupie pociąga za sobą odgrywanie przez niego określonej roli, tj. zapewnianie źródeł finansowania przedsiębiorstwom należącym do grupy oraz wywieranie znaczącego wpływu na zarządzanie przedsiębiorstwem, poprzez udział przedstawicieli banku w zarządzie przedsiębiorstw. Jednocześnie należy podkreślić, że przedsiębiorstwa wchodzące w skład *keiretsu*, poprzez wzajemne posiadanie akcji i udziałów oraz relacje dotyczące wzajemnych zakupów i dostaw, również utrzymują między sobą ścisłe więzi o charakterze długoterminowym¹⁶.

Banki japońskie angażowały swoje środki przede wszystkim w akcję kredytową dla przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich dwóch dekad XX wieku poziom zadłużenia przedsiębiorstw w bankach wzrósł trzykrotnie. Jednocześnie brały one czynny udział w kredytowaniu rynku nieruchomości oraz innych instytucji finansowych (niebankowych).

Pogorszenie sytuacji ekonomiczno-finansowej banków, mierzonej jakością aktywów, nastąpiło już w latach osiemdziesiątych, przy czym zjawisko to przybrało na sile w latach dziewięćdziesiątych, kiedy udział należności zagrożonych w należnościach ogółem kształtował się na poziomie około 20%. W rzeczywistości udział ten mógł być jeszcze większy, z uwagi na powszechną niechęć do ujawniania informacji o złej sytuacji japońskich banków.

Podstawowym czynnikiem nagromadzenia w bankach japońskich znacznych należności zagrożonych była nieumiejętna ocena zdolności kredytowej kredytobiorców. O udzieleniu kredytu decydowała ogólna decyzja, a nie rachunek ekonomiczny. Kredyty były zatem często udzielane nierentownym przedsiębiorstwom, przede wszystkim wchodzącym w skład *keiretsu*. Należy ponadto zaznaczyć, że *keiretsu* były tak pomyślane, że nie było możliwości przejęcia jakiegokolwiek ich części przez kogokolwiek, bank miał bowiem ponad 50% akcji w zrzeszonym przedsiębiorstwie. To zaś powodowało, że *keiretsu* nie podlegały mechanizmom rynkowym. Lekkożytność w prowadzeniu polityki kredytowej wynikała z przekonania, iż władze nie dopuszczą do upadku znaczących i zarazem dużych banków, a zatem będą realizowały zasady TBTF (*too big to fail*) i TITF (*too important to fail*).

Banki - mając świadomość, że władze rządowe i bankowe chcą za wszelką cenę zachować stabilność systemu bankowego oraz wiedząc o szerokim zakresie działalności systemu gwarantowania depozytów - powszechnie stosowały zjawisko *moral hazard* (pokusa nadużyć). Zjawisko to przejawiało się w angażowaniu środków banku w ryzykowne przedsięwzięcia, np. udzielaniu kredytów przedsiębiorstwom nie mającym zdolności kredytowej, wchodzącym w skład *keiretsu*. Właściciele banków nie reagowali natomiast na takie funkcjonowanie instytucji, gdyż ponad 50% kapitału banków należało do przedsiębiorstw wchodzących w skład tego samego *keiretsu*, a zatem to właśnie właściciele banków pośrednio na tym korzystali. Z drugiej zaś strony banki były zarówno kredytodawcami dla tych przedsiębiorstw, jak i ich właścicielami.

Przykładem instytucji stosujących w sposób jawny zjawisko *moral hazard* były spółdzielnie kredytowe: Anzen Credit Cooperative i Tokyo Kyowa, których upadłość ogłoszono w 1994 r. Spółdzielnie te, chcąc pozyskać źródła finansowania, oferowały oprocentowanie depozytów na poziomie wyższym niż na rynku międzybankowym. Zdobyte w ten sposób środki lokowały w kredyty wysoko ryzykowne, które w konsekwencji okazały się stracone. W ciągu dwóch ostatnich lat działalności tych spółdzielni depozyty wzrosły w nich o 32%, a kredyty o 22% w skali roku. Działania takie, zdaniem władz tych spółdzielni, miały uzdrowić ich złą sytuację finansową¹⁷.

Na sytuację ekonomiczno-finansową banków japońskich miały wpływ także zmiany zachodzące na rynku kapitałowym oraz rynku nieruchomości.

Obniżanie stóp procentowych przez bank centralny spowodowało wzrost cen papierów wartościowych, o czym była mowa wcześniej. Wywołało to wzrost księ-

¹⁵ Tamże, s. 5.

¹⁶ Tamże, s. 3.

¹⁷ T. Cargill, M. Hutchinson, T. Ito: *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*. Cambridge 1997 The MIT Press, s. 188.

gowych zysków japońskich banków z tytułu posiadania tych akcji w ich portfelach. Było to możliwe, gdyż przepisy prawne zezwalały na zaliczenie części niezrealizowanych zysków (do 45%) do funduszy własnych. To zaś zwiększało wartość tych funduszy, a tym samym zdolność banków do udzielania kredytów. Banki odgrywały zatem dużą rolę w dostarczaniu funduszy różnym podmiotom; kredyty bankowe stanowiły 107% PKB w 1999 r. W odniesieniu do rynku kapitałowego jako źródła środków finansowych wskaźniki w 1999 r. kształtowały się następująco: 126,5% PKB w przypadku papierów dłużnych oraz 137,7% PKB w odniesieniu do kapitalizacji rynku akcji¹⁸.

Jedną z głównych przyczyn kryzysu japońskiego systemu bankowego było również znaczne i nieostrożne angażowanie się banków w finansowanie rynku nieruchomości. Ponadto, banki japońskie na znaczną skalę finansowały bardzo ryzykowne projekty firm działających w sektorze nieruchomości i udzielały kredytów firmom prywatnym nastawionym na spekulacje w tym sektorze. Żłudne poczucie bezpieczeństwa dawał im ciągły i długotrwały wzrost cen rynkowych nieruchomości. Wzrost cen nieruchomości przyczynił się do zwiększenia znaczenia hipoteki jako formy zabezpieczenia kredytów. W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku około 50-70% kredytów miało zabezpieczenie hipoteczne. Banki japońskie nie dążyły zatem do dywersyfikacji ryzyka związanego z przyjmowaniem określonych form zabezpieczenia. Jednakże pogorszenie się sytuacji na rynku nieruchomości i istotny spadek cen zmniejszyły dopływ środków na ten rynek, co poskutkowało dalszym, gwałtownym spadkiem cen i wywołało ogromne straty banków. Żłudna była bowiem wiara, że bezpieczeństwo zapewniają szczególnie cechy hipoteki (wierzyciel hipoteczny może zaspokoić się z nieruchomości obciążonej hipoteką i ma pierwszeństwo przed wierzycielami osobistymi dłużnika i bez względu na to, czyją własnością stała się nieruchomość). Nie zwracano przy tym należytej uwagi na bezpieczne określanie wartości nieruchomości, tzn. uwzględnianie tylko jej długotrwałych i możliwie stabilnych komponentów. Kluczowym wnioskiem, wyciągniętym z problemów banków japońskich związanych z finansowaniem rynku nieruchomości, jest potrzeba umiejętnego interpretowania informacji płynących z rynku nieruchomości¹⁹.

W związku z powyższym kryzys, który nastąpił na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku na rynku kapitałowym (spadek cen walorów szacowano na 60% w porównaniu z najlepszymi latami osiemdziesiątymi) i rynku nieruchomości, musiał odbić się negatywnie na

sytuacji finansowej banków. Banki musiały tworzyć dodatkowe rezerwy (w 1995 r. odpisy na rezerwy wzrosły o blisko 50%, a w 1998 r. udział kredytów złych w kredytach ogółem wyniósł 14%), przy czym wartość zabezpieczenia hipotecznego spadła. Warto przy tym nadmienić, że banki nie tworzyły w zasadzie rezerw na deprecjację papierów wartościowych, gdyż system rachunkowy umożliwiał księgowanie papierów wartościowych według ceny nabycia, a nie ceny giełdowej. Powyższe zjawiska przyczyniły się generalnie do zmniejszenia wyniku finansowego banków. O ile w 1993 r. żaden bank nie generował straty, o tyle w 1998 r. banków takich było już 72 (63% wszystkich banków)²⁰. W 2000 r. zwrot na kapitale w bankach japońskich był niższy o 20-30% niż w bankach amerykańskich²¹. Jako jeden z powodów takiego stanu rzeczy należy wymienić wysokie koszty działania japońskich banków. W celu zmniejszenia kosztów oraz osiągnięcia efektu synergii banki japońskie ujmują w swojej strategii działania procesy połączeń (np. Sanwa Bank, Tokai Bank i Asahi Bank; są to banki specjalizujące się w bankowości detalicznej, o rozproszonej sieci placówek).

Podsumowując należy stwierdzić, że na politykę prowadzoną przez banki i ich sytuację ekonomiczno-finansową miało wpływ wiele złożonych czynników. Ogólnie rzecz ujmując były to: zła sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw, wynikająca przede wszystkim z nadmiernego zadłużenia, a zatem również kosztów obsługi tego zadłużenia, oraz spadek popytu na rynku krajowym²². Nie można też zapominać o czynnikach leżących po stronie banków, które popełniały podstawowe błędy w sztuce bankowej. Ponadto, nie bez znaczenia były czynniki kulturowe, które w bankowości przejawiały się w nadaniu najwyższej rangi departamentowi planowania (współpracującemu z Ministrem Finansów) i departamentowi kadr, w rękach którego leży kariera bankowca (zależna od jego wieku i decyzji zwierzchnika, a nie od jakości pracy).

Zarządzanie sytuacją kryzysową w japońskim systemie bankowym

Lata dziewięćdziesiąte XX wieku to okres kolejnych wstrząsów na rynku bankowym Japonii, wywołanych informacjami o złej sytuacji ekonomiczno-finansowej poszczególnych jednostek bankowych. Najważniejsze wydarzenia nastąpiły w:

- 1995 r., kiedy Daiwa Bank ogłosił wysokie straty, które poniósł na inwestycjach w papiery wartościowe

¹⁸ L. Oreziak: *Systemy bankowe krajów Unii Europejskiej*. „Bank i Kredyt” nr 9/2000, Bankowe abc nr 65, s. 7.

¹⁹ K. Kanigowski: *Nowe doświadczenie*. „Gazeta Bankowa” z 19-25 września 2000 r., s. 24.

²⁰ *Profits and Balance-Sheet Developments of Japanese Banks in Fiscal 1998*. Bank of Japan 1999, s. 150.

²¹ *Państwo ratuje japońskie banki*. „Prawo i Gospodarka” z 1 września 2000 r., s. 13.

²² L. Oreziak: *Japoński system bankowy*, op.cit., s. 9.

dokonywanych w Stanach Zjednoczonych (przy przeprowadzaniu tych transakcji kierownictwo banku naruszyło amerykańskie przepisy prawne);

- 1997 r., w którym nastąpił upadek (pierwszy od czasów drugiej wojny światowej) dużego banku - Hokkaido Takushoku.

Kryzys na rynku bankowym, którego przejawem był m.in. upadek instytucji finansowych, zmienił nastawienie zarówno władz zewnętrznych w stosunku do banków, jak i samych banków.

Władze rządowe, jak też bankowe podjęły bardzo intensywne działania, mające na celu przeciwdziałanie kryzysowi bankowemu. Działania te rozpoczęto jednak dopiero w momencie ujawnienia się oznak zagrożenia. Wcześniej natomiast te same władze w zasadzie stwarzały warunki do podejmowania nadmiernego ryzyka przez banki i nie sprawowały właściwego nadzoru nad bankami.

Wystąpienie sytuacji kryzysowej na rynku bankowym skłoniło japońskie władze do podjęcia następujących działań:

- zamykania banków niewypłacalnych, przekazania kredytów dobrej jakości „zdrowym” bankom, a kredytów złej jakości specjalnej agencji rządowej;

- zmiany przepisów (do najważniejszych należy wprowadzenie w życie przepisów trzech ustaw w 1998 r., tj. ustawy o odbudowie finansowej, ustawy o wzmocnieniu systemu finansowego i ustawy o finansowym wzmocnieniu - dokapitalizowaniu), w tym dotyczących ujawniania przez banki swojej złej sytuacji ekonomiczno-finansowej;

- reorganizacji zasad funkcjonowania Korporacji Ubezpieczenia Depozytów;

- wzmocnienia nadzoru nad bankami, w drodze powołania (w 1998 r.) niezależnej od Ministerstwa Finansów Agencji Nadzoru Finansowego (Financial Supervisory Agency), która odpowiada przed powstałym w wyniku kryzysu Komitetem Odbudowy Finansowej (Financial Reconstruction Committee);

- zwiększenia możliwości zbywania przez banki przyjętych przez nie zabezpieczeń spłaty kredytów;

- dokapitalizowania banków.

Zamykanie banków niewypłacalnych nie było w Japonii zjawiskiem powszechnym (zamknięto w zasadzie wcześniej wspomniany Hokkaido Takushoku oraz kilka małych banków). Wynikało to z niechęci władz do takiego postępowania. Wolały one bowiem doprowadzić do nacjonalizacji banków (przejęcia ich przez państwo) niż do ich likwidacji. Nacjonalizacja banków była zaś przeprowadzana z myślą o ich restrukturyzacji i następnie sprzedaży „zdrowego” banku. Sprzedaż banków nie przebiegała jednak łatwo, gdyż wystąpiły powszechne trudności ze znalezieniem nabywców, z uwagi na posiadanie przez nie wciąż ryzykownych portfeli kredytów, często związanych z ryn-

kiem nieruchomości, w stosunku do których istniało podejrzenie o powiązanie z japońską organizacją przestępczą (*yakuza*).

Na dokapitalizowanie banków oraz na ich nacjonalizację przeznaczono łącznie około 60 bln jenów²³.

W celu umożliwienia przejmowania złych należności od upadłych banków, a następnie ich zbycia, w 1998 r. rozszerzono zakres działalności specjalnej instytucji powołanej przez banki, tj. Resolution and Collection Bank - RCB (Bank Inkasujący i Zbyszający Należności). Ciężar współfinansowania działalności tej instytucji wzięły na siebie bank centralny, Korporacja Ubezpieczeń Kredytów oraz banki. Ponadto, bank centralny Japonii pomagał bankom, nabywając od nich na dużą skalę krótkoterminowe papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa. Wcześniej zaś, w 1996 r., powołano Korporację Administrującą Kredytami Mieszkaniowymi. Jej zadaniem jest rozwiązywanie problemów złych kredytów związanych z firmami, które zbankrutowały, a udzielały kredytów na budowę mieszkań (tzn. *jusen*).

Władze zewnętrzne dokonały zmian w obowiązujących regulacjach bankowych, m.in. przepisach dotyczących współczynnika wypłacalności oraz funduszy własnych.

Władze bankowe uznały, że banki które nie mają współczynnika wypłacalności na wymaganym 8% poziomie, mogą nadal funkcjonować. Ustalono bowiem, że dla banków działających wyłącznie na rynku krajowym minimalna wartość współczynnika wypłacalności wynosi 4% (dla banków działających w skali międzynarodowej 8%). Jednocześnie banki legitymujące się współczynnikiem wypłacalności niższym niż 0% zmuszone zostały do zawieszenia działalności. Spowodowało to, oczywiście, zmniejszenie liczby banków japońskich działających w skali międzynarodowej. Jednocześnie umożliwiono bankom japońskim zaliczanie pożyczek podporządkowanych do ich funduszy własnych.

Inna zmiana przepisów prawnych zobowiązała banki do publikowania informacji o ich sytuacji ekonomiczno-finansowej. Dane publikowane przez banki mogą nie być jednak wiarygodne, ponieważ klasyfikacja należności²⁴ dokonana przez bank nie jest weryfikowana przez zewnętrznego audytora. Warto przy tej okazji nadmienić, że sprawozdania finansowe japońskich banków są mało czytelne (co wynika z przyjętych zasad prowadzenia rachunkowości), a liczba audytorów specjalizujących się w rachunkowości bankowej jest bardzo mała (około 6% audytorów ogółem)²⁵.

²³ Tamże, s. 10.

²⁴ Według japońskiego prawa bankowego należności bankowe dzielone są na: należności zdrowe, zdrowe wymagające uwagi, potencjalnie stracone i stracone. Do tych ostatnich zalicza się m.in. należności, których oprocentowanie obniżono, a opóźnienie w spłacie odsetek przekracza 3 miesiące (wcześniej było to 6 miesięcy).

²⁵ V.V. Craig: *Financial Deregulation in Japan*. „FDIC Banking Review” nr 3/1998, s. 3.

Jeszcze inna nowelizacja przepisów ograniczyła możliwość angażowania się banków w przedsiębiorstwa niefinansowe (do wysokości 5% kapitału danego przedsiębiorstwa). Przepis ten teoretycznie ogranicza możliwości działania banków na rynku kapitałowym, ale w rzeczywistości szacuje się, że około 30% kapitału przedsiębiorstw znajduje się pośrednio w rękach banków.

Istotnym czynnikiem stabilizującym sytuację na rynku bankowym było objęcie wszystkich depozytów (w tym także międzybankowych) gwarancjami państwowymi, w ramach Korporacji Ubezpieczenia Depozytów.

Ponadto, w 1996 r. zreorganizowano zasady funkcjonowania Korporacji Ubezpieczenia Depozytów, tj.:

- utworzono tzw. konto specjalne, z którego wypłacane są depozyty gwarantowane o wartości przekraczającej 10 mln jenów (dla jednego deponenta),
- zwiększono możliwości zaciągania przez Korporację pożyczek z Banku Japonii (do wartości 1 bln jenów),
- umożliwiono wykup depozytów przez Korporację, w celu przyspieszenia możliwości wypłat deponentom upadłych banków,
- podwyższono wysokość składek płaconych przez banki na rzecz Korporacji do poziomu 0,048% depozytów gwarantowanych (poprzednio 0,012%, jeszcze wcześniej 0,008%), przy jednoczesnym wprowadzeniu możliwości ściągnięcia składek dodatkowych w wysokości 0,036% depozytów gwarantowanych²⁶.

Dotychczasowe działania restrukturyzacyjne japońskiego systemu bankowego nie doprowadziły jednak do pełnego uzdrowienia banków, gdyż większość z nich nadal ponosi straty.

Od kwietnia 1998 r. do sierpnia 2000 r. rząd japoński wydał ponad 43 mld USD (planował 73 mld USD) na sanowanie banków zagrożonych upadkiem. Pieniądze te zostały przeznaczone na restrukturyzację siedmiu przeżywających trudności wielkich instytucji finansowych. Za instytucje wymagające szczególnej pomocy uznano: Long Term Credit Bank of Japan oraz Nippon Credit Bank, które specjalizują się w obsłudze sektora przemysłowego. Podstawowym celem sanowania japońskich instytucji, w tym przede wszystkim banków przeżywających trudności, jest wzmocnienie konkurencyjności sektora finansowego na rynkach międzynarodowych²⁷.

Rząd japoński dofinansowuje także branżę budowlaną, której zła sytuacja była jedną z przyczyn powstania strat w japońskich bankach. Od 1992 r. „wpomógł” on w tę branżę 110 mld jenów z pieniędzy podat-

ników, a także zmusił banki do umorzenia miliardów jenów zadłużenia upadających firm budowlanych²⁸.

Dnia 6 kwietnia 2001 r. władze Japonii ogłosiły kolejny, nowy pakiet ekonomicznych decyzji, mających na celu rozwiązanie problemu olbrzymich długów sektora bankowego. Propozycje rządowe koncentrują się wokół dwóch podstawowych przedsięwzięć. Pierwsze z nich dotyczy spisania w straty części tzw. złych długów. Władze zobowiązały bowiem 16 największych banków Japonii do pozbycia się w ciągu 2 lat złych długów na kwotę 12,7 bln jenów, tj. 101,3 mld dolarów, przy czym suma wszystkich tzw. złych długów sięga kwoty 32 bln jenów, a zatem problem blisko 20 bln jenów pozostaje nierozwiązany. Czyszczenie kont bankowych ma bowiem dotyczyć głównie kredytów przyznanych przedsiębiorstwom, które już zostały bankrutami albo prawdopodobieństwo ich upadku jest duże. Drugie przedsięwzięcie polega na uwolnieniu portfeli bankowych od „nadmiaru” akcji, utrzymywanych przez banki, jako swoje własne aktywa (prawo dopuszcza traktowanie papierów wartościowych różnych firm, również nieruchomości, jako aktywów banku). Wartość akcji utrzymywanych w bankach japońskich jako własne aktywa szacuje się na 43 bln jenów, tj. 346 mld dolarów. W tym celu plan przewiduje utworzenie specjalnego funduszu, który będzie uwalniał japońskie banki od części posiadanych przez nie akcji²⁹.

Jednocześnie planowane reformy przewidują zastrzeżenie warunków udzielania kredytów przez banki państwowe oraz ściślejszą kontrolę między nimi.

Właściwe reformy mają polegać na:

- wprowadzeniu nowego systemu podatkowego, stymulującego wzrost gospodarczy i zachęcającego indywidualnych inwestorów do gry na giełdzie,
- stworzeniu lepszych warunków dla konkurencji przez deregulację rynku,
- stworzeniu systemu popierającego mniejsze firmy,
- pozbyciu się przez banki złych kredytów,
- zwiększeniu uprawnień urzędu antymonopolowego³⁰.

Duże nadzieje pokłada się również w efektach tzw. *reform.com*, które mają uzdrowić rynek finansowy. Sektor technologiczny przyczynił się m.in. do rozwoju niedocenianego dotychczas w Japonii rynku kapitałowego³¹. Toteż Komitet Odbudowy Finansowej i Agencja Nadzoru Finansowego opracowały projekt powstania i zasady funkcjonowania e-banków w Japonii. Pokłada się w tym nadzieje na obniżenie kosztów działania i poprawę jakości świadczonych usług.

²⁸ M. Łazarowicz: *Wielkie sprzątanie*. „Gazeta Bankowa” z 28 listopada - 4 grudnia 2000 r., s. 25.

²⁹ T. Barzdo: *Dwa kola ratunkowe dla banków Japonii*. „Prawo i Gospodarka” z 7-8 kwietnia 2001 r., s. 6.

³⁰ M. Droba: *Reformy Koizumiego*. „Prawo i Gospodarka” z 8 maja 2001 r., s. 6.

³¹ P. Kowalewski: *Japonia na zakręcie*. „Prawo i Gospodarka” z 2 stycznia 2001 r., s. 19.

²⁶ A. Nagashima: *Problems of Bank Soundness: Japan. Banking Soundness and Monetary Policy*, s. 203.

²⁷ *Państwo ratuje japońskie banki*. „Prawo i Gospodarka” z 1 września 2000 r., s. 13.

W polityce prowadzonej przez same banki na pierwszy plan wysuwają się natomiast dwa zjawiska:

- po pierwsze, skierowanie akcji kredytowej poza obszar Japonii, przede wszystkim do krajów Azji Południowej,

- po drugie, uwzględnianie poziomu ryzyka kredytobiorcy przy ustalaniu kosztu kredytu, co przejawiało się we wzroście kosztu dla kredytobiorców obarczonych dużym ryzykiem.

Podsumowując należy stwierdzić, że pobudzenie japońskiej gospodarki za pomocą narzędzi makroekonomicznego wzrostu jest bardzo trudne, z uwagi zarówno na zewnętrzne, jak i wewnętrzne uwarunkowania³². Oddziaływanie narzędzi makroekonomicznych powinno być wsparte impulsami oddolnymi (narzędziami oddziaływania mikroekonomicznego).

³² C. Guzowski: *Co napędza, a co hamuje koniunkturę*. „Prawo i Gospodarka” z 14-15 sierpnia 2000 r., s. 17.

Bibliografia

1. M. Aoki, H. Patrick: *The Japanese Main Bank System*. Oxford 1998.
2. *Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*. Praca zbiorowa pod redakcją L. Oreziak i B. Pietrzaka. Warszawa 2000 Olympus.
3. T. Barzdo: *Dwa koła ratunkowe dla banków Japonii*. „Prawo i Gospodarka” z 7-8 kwietnia 2001 r.
4. T. Cargill, M. Hutchinson, T. Ito: *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*. Cambridge 1997 The MIT Press.
5. V.V. Craig: *Financial Deregulation in Japan*. „FDIC Banking Review” nr 3/1998.
6. V.V. Craig: *Japanese Banking: A Time of Crisis*. „FDIC Banking Review” 1/2000.
7. M. Droba: *Reformy Koizumiego*. „Prawo i Gospodarka” z 8 maja 2001 r.
8. C. Guzowski: *Co napędza, a co hamuje koniunkturę*. „Prawo i Gospodarka” z 14-15 sierpnia 2000 r.
9. K. Hamada: *Bubbles, bursts and bailouts. A comparison of three episodes of financial crises in Japan*. Center Paper 537, Yale University, Economic Growth Center, New Haven, Connecticut 1998.
10. R.C. Hsu: *The MIT Encyclopedia of the Japanese Economy*. The MIT Press, Cambridge 1995.
11. K. Kanigowski: *Nowe doświadczenie*. „Gazeta Bankowa” z 19-25 września 2000 r.
12. A. Kołsut: *Japońska fuzja*. „Prawo i Gospodarka” z 13 marca 2000 r.
13. P. Kowalewski: *Japonia na zakręcie*. „Prawo i Gospodarka” z 2 stycznia 2001 r.
14. M. Łazarowicz: *Wielkie sprzątnięcie*. „Gazeta Bankowa” z 28 listopada - 4 grudnia 2000 r.
15. A. Mackiewicz: *Już nie zero*. „Gazeta Wyborcza” z 12-13 sierpnia 2000 r.
16. A. Mackiewicz: *Kłótnia wokół zera*. „Gazeta Wyborcza” z 11 sierpnia 2000 r.
17. A. Nagashima: *Problems of Bank Soundness: Japan*. Banking Soundness and Monetary Policy.
18. L. Oreziak: *Japoński system bankowy*. „Bank i Kredyt” nr 6/2000, Bankowe abc nr 63.
19. L. Oreziak: *Systemy bankowe krajów Unii Europejskiej*. „Bank i Kredyt” nr 9/2000, Bankowe abc nr 65.
20. *Państwo ratuje japońskie banki*. „Prawo i Gospodarka” z 1 września 2000 r.
21. *Pierwsza od dziesięciu lat*. „Rzeczpospolita” z 12-13 sierpnia 2000 r.
22. *Profits and Balance-Sheet Developments of Japanese Banks in Fiscal 1998*. Bank of Japan 1999.
23. *Stopy procentowe mogą wzrosnąć*. „Rzeczpospolita” z 8 sierpnia 2000 r.
24. T. Szwinia: *Kres tanich kredytów w Nipponie*. „Prawo i Gospodarka” z 12-13 sierpnia 2000 r.

Kredyt o stałym strumieniu rat kapitałowych

Andrzej Karpio

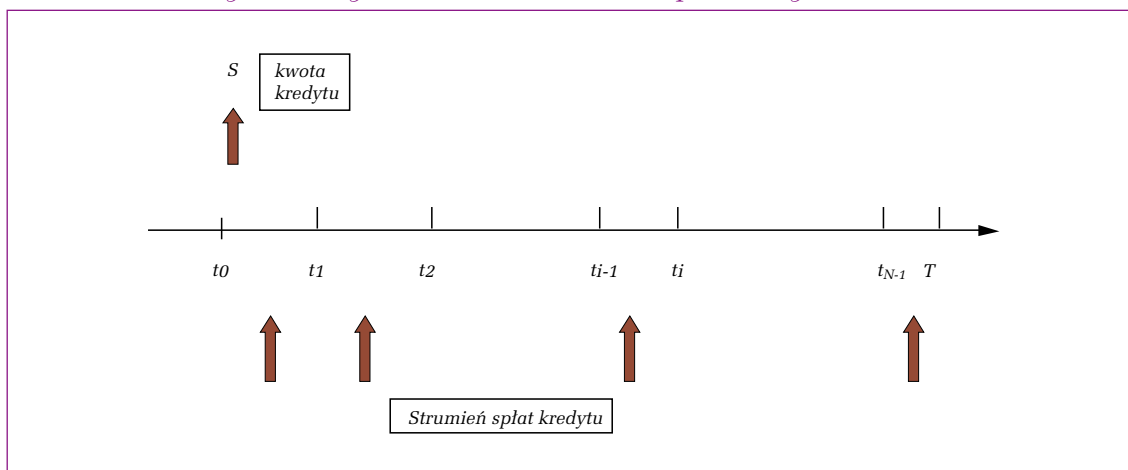
Wstęp

Przedmiotem poniższych rozważań jest analiza kredytu dobrze znanego z codziennej praktyki banków - kredytu o stałych ratach kapitałowych. W większości popularnych podręczników z matematyki finansowej [1], [2], [4] analiza kredytów dokonywana jest przy bardzo specyficznych założeniach, dotyczących okresu stopy procentowej, okresu kapitalizacji, zgodności obu tych okresów itp. Podstawowym argumentem, przemawiającym za takimi szczególnymi założeniami, jest prostota opisu. Jednak w niniejszej pracy autor rezygnuje z nadmiernych uproszczeń, przede wszystkim z dwóch powodów. Po pierwsze, przy pewnej wprawie rachunkowej rozważania ogólne nie są zbyt trudne i można im z powodzeniem podołać. Po drugie, brak założeń upraszczających pozwala zauważyć aspekty, które ulegają zatarciu w szczególnych przypadkach, a same w sobie są na tyle interesujące, że warto poświęcić im

niewiele uwagi. Mają one przy tym poważne konsekwencje ekonomiczne, które były inspiracją do napisania niniejszej pracy.

Na użytek dalszych rozważań wprowadźmy podstawowe oznaczenia. Niech S oznacza kwotę kredytu, którą klient banku otrzymuje jednorazowo w momencie podpisywania umowy. Kredyt będzie spłacany w N , ratach płatnych w kolejnych chwilach czasu zadanych ciągiem $t_0, t_1, \dots, t_{N-1}, t_N = T$. Chwilę końcową t_N , z przyczyn praktycznych, oznaczamy literą T - jest to moment spłaty kredytu. Natomiast t_0 jest momentem uzyskania kredytu; okres kredytowania jest więc równy: $T - t_0$. Nominalna stopa oprocentowania kredytu niech będzie stała i równa r - jest to jedyne uproszczenie, jakie będziemy stosować. W szczególności odstępów czasu między kolejnymi spłatami $\Delta t_{i-1} = t_i - t_{i-1}$ (gdzie $i = 1, 2, \dots, N$) nie są jednakowe. Schemat 1 przedstawia przepływy finansowe związane z rozważanym kredytem, występujące w kolejnych przedziałach czasowych.

Schemat 1 Kredyt o stałym strumieniu rat kapitałowych



Strumień spłat jest ciągiem płatności, następujących między kolejnymi chwilami czasu, na który składają się odsetki i raty kapitałowe. Rata kapitałowa i odsetki przypadające na spłatę między chwilą t_{i-1} oraz t_i oznaczane będą odpowiednio symbolami: $R(t_i)$ i $O(t_i)$. Argumentem t_i jest chwila końcowa przedziału $\langle t_{i-1}, t_i \rangle$ gdyż odsetki będą płatne z dołu. Rata spłaty jest sumą obu wielkości: $K(t_i) = R(t_i) + O(t_i)$.

Nie czynimy żadnych założeń, dotyczących okresu stopy procentowej i okresu naliczania odsetek; można się obyć bez tego. Wystarczy, że wyrazy ciągu $t_0, t_1, \dots, t_{N-1}, t_N$ zawierają wszystkie chwile charakteryzujące rozważany kredyt. Należy jednak pamiętać, że odstęp czasu Δt_{i-1} muszą być wyrażane w takich samych jednostkach co stopa procentowa; umówmy się, że będzie to rok (stąd nazwa nominalna stopa oprocentowania kredytu). Wówczas odsetki należne za okres od chwili t_{i-1} do t_i są obliczane według stopy obowiązującej w tym okresie, równej: $r_{t_{i-1}, t_i} = r \Delta t_{i-1}$. Aby nawiązać do realnie występujących przypadków będziemy zakładali, iż wszystkie odstęp czasu spełniają warunek: $\Delta t_{i-1} < 1$, a więc są częścią roku.

Konstrukcja kredytu

Nazwa kredytu podana w tytule pracy wynika z założenia, iż strumień rat kapitałowych (szybkość spłat kapitału) jest stały. Oznacza to, że kwota udzielonego kredytu S odniesiona do jednostki czasu nie zmienia się w całym okresie kredytowania i jest równa: $\frac{S}{T-t_0}$. Rata kapitałowa płatna w chwili t_i (gdzie $i = 1, 2, \dots, N$) jest natomiast zadana wzorem:

$$R(t_i) = \frac{S}{T-t_0} \Delta t_{i-1}.$$

Jest więc proporcjonalna do czasu Δt_{i-1} , wpływającego między kolejnymi płatnościami. Suma wszystkich wpłaconych rat kapitałowych jest, oczywiście, równa kwocie udzielonego kredytu S :

$$R = \sum_{i=1}^N R(t_i) = \frac{S}{T-t_0} \sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} = \frac{S}{T-t_0} (T-t_0) = S,$$

gdzie skorzystaliśmy z oczywistej relacji między okresem kredytowania $t - t_0$ i sumą okresów czasu wpływających między kolejnymi płatnościami: $\sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} = T - t_0$.

Odsetki naliczane są od aktualnej kwoty zadłużenia. W chwili t_1 liczone są od całej kwoty kredytu S , a więc są równe: $O(t_1) = Sr \Delta t_0$. W chwili t_2 zadłużenie pomniejszone jest o ratę $R(t_1)$, a więc wynosi $s - \frac{S \Delta t_0}{T-t_0}$, stąd należne odsetki: $O(t_2) = \left(s - \frac{S \Delta t_0}{T-t_0} \right) r \Delta t_1$. W zupełnie analogiczny sposób znajdujemy wysokość odsetek płatnych w chwili t_3 : $O(t_3) = \left(s - \frac{S \Delta t_0}{T-t_0} - \frac{S \Delta t_1}{T-t_0} \right) r \Delta t_2$. Kontynuując to rozumowanie, po niewielkich przekształceniach algebraicznych, możemy zapisać ogólny wzór na wartość odsetek płatnych w chwili Δt_i :

$$O(t_i) = S \left(1 - \frac{1}{T-t_0} \sum_{j=1}^{i-1} \Delta t_{j-1} \right) r \Delta t_{i-1}.$$

Suma wpłaconych odsetek w całym okresie kredytowania jest równa:

$$O(\{t_{i-1}\}) = \sum_{i=1}^N O(t_i) = Sr \left(\sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} - \frac{1}{T-t_0} \sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} \sum_{j=1}^{i-1} \Delta t_{j-1} \right) \quad (1)$$

Argument $\{\Delta t_{i-1}\}$ wskazuje na to, że zależy ona od ciągu chwil, w których kredyt jest spłacany, podkreślając zarazem, że w owej zależności ważne są odstęp czasu Δt_i , wpływające między płatnościami. Pierwsza suma jest oczywiście równa $T - t_0$, natomiast druga wymaga nieco przekształceń. Przy niewielkim wysiłku rachunkowym można pokazać, że jest ona równa:

$$\frac{(T-t_0)^2}{2} - \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N (\Delta t_{i-1})^2.$$

W rezultacie suma wpłaconych odsetek ma wartość:

$$O(\{\Delta t_{i-1}\}) = \frac{Sr(T-t_0)}{2} \left(1 + \frac{1}{(T-t_0)^2} \sum_{i=1}^N (\Delta t_{i-1})^2 \right).$$

Uzyskane wartości odsetek oraz rat kapitałowych pozwalają sporządzić plan amortyzacji kredytu spłacanego w różnych odstępach czasu. Ponadto, można za ich pomocą wyznaczyć podstawowe charakterystyki, jak choćby sumę wpłaconych odsetek lub sumę wszystkich wpłaconych kwot w dowolnym momencie.

Własności kredytu o stałym strumieniu rat kapitałowych

Rozważmy całą klasę wyżej opisanych kredytów, które mają taką samą liczbę rat N , jednakową chwilę początkową t_0 i ten sam moment spłaty T , a więc ten sam czas trwania kredytowania $T - t_0$ (tak naprawdę to on ma decydujące znaczenie, a nie chwila początkowa i końcowa). Stopa procentowa, podobnie jak poprzednio, jest cały czas stała i równa r . Postawmy pytanie o optymalne momenty spłat. Optymalność oznacza przy tym maksymalną lub minimalną sumę odsetek. Oczywiście, jeżeli suma jest największa, to jest to korzystne dla kredytodawcy, jeżeli natomiast jest najmniejsza, jest to korzystne dla kredytobiorcy. Z matematycznego punktu widzenia postawione pytanie ma następujące sformułowanie:

$$\begin{cases} O(\{\Delta t_{i-1}\}) = \text{ekstremum} \\ \frac{1}{T-t_0} \sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} = 1. \end{cases}$$

gdzie zamiast nieznanymi chwil t_{i-1} ($i = 1, 2, \dots, N$) jako zmienne zostały wprowadzone odstęp czasu Δt_{i-1} między kolejnymi płatnościami. Jednak muszą one spełniać dodatkowy warunek - ich suma jest równa okreso-

wi kredytowania. Zapisany on został w nieco innej, równoważnej mu postaci (drugie równanie). Lewa strona pierwszego równania jest funkcją zadaną wzorem (1).

Rozwiązanie podanego problemu optymalizacyjnego może być znalezione za pomocą klasycznej metody czynnika nieoznaczonego Lagrange'a. Szukamy więc ekstremum funkcji $N + 1$ zmiennych: Δt_i oraz λ , zadanej wzorem:

$$f(\{\Delta t_{i-1}\}, \lambda) = \frac{Sr(T-t_0)}{2} \left[1 + \frac{1}{(T-t_0)} \sum_{i=1}^N (\Delta t_{i-1})^2 \right] - \lambda \left(\frac{1}{T-t_0} \sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} - 1 \right).$$

Warunek konieczny istnienia ekstremum:

$$\frac{\partial f(\{\Delta t_{i-1}\}, \lambda)}{\partial \Delta t_{i-1}} = 0, \quad \frac{\partial f(\{\Delta t_{i-1}\}, \lambda)}{\partial \lambda} = 0,$$

gdzie $i = 1, 2, \dots, N$, prowadzi do układu równań:

$$\begin{cases} \frac{Sr}{T-t_0} \Delta t_{i-1} - \frac{\lambda}{T-t_0} = 0 \\ \frac{1}{T-t_0} \sum_{i=1}^N \Delta t_{i-1} = 1 \end{cases}$$

W szczególności z pierwszego równania mamy warunek: $\Delta t_{i-1} = \frac{\lambda}{Sr} = \text{const}$, a więc odstępy czasu między płatnościami muszą być jednakowe. Stałą λ wyznaczamy z drugiego równania, co daje: $\lambda = \frac{Sr(T-t_0)}{N} = Sr\Delta t$, gdzie $\Delta t = \frac{T-t_0}{N}$. W konsekwencji rozwiązaniem jest znany z literatury kredyt o stałych ratach kapitałowych równych:

$$R(t_i) = \frac{S}{T-t_0} \Delta t = \frac{S}{N}$$

Suma wpłaconych odsetek przyjmuje wówczas wartość:

$$O(\Delta t) = Sr\Delta t \frac{N+1}{2} \quad (2)$$

W powyższym oznaczeniu ciąg $\{\Delta t_{i-1}\}$ utożsamiliśmy z jego stałą wartością równą Δt .

Okazuje się, że w rozważanym przypadku suma wpłaconych odsetek jest minimalna. Można się o tym przekonać dzięki metodom znanym z analizy matematycznej. Jednak na użytek dalszych rozważań bezpośrednio obliczmy różnicę: $\Delta O = O(\{\Delta t_{j-1}\}) - O(\Delta t)$ między sumą zapłaconych odsetek dla dowolnych momentów spłat a ich sumą, gdy spłaty następują w jednakowych odstępach czasu. Proste przekształcenia pokazują, że różnica ta ma wartość:

$$\Delta O = \frac{Sr(T-t_0)}{2} \sum_{i=1}^N \left(\frac{\Delta t_{i-1}}{T-t_0} - \frac{1}{N} \right)^2 \quad (3)$$

Jest więc nieujemna, co dowodzi, że dla dowolnych momentów spłat zachodzi nierówność: $\Delta O = O(\{\Delta t_j\}) \geq O(\Delta t)$, a więc z definicji minimum mamy: $O(\Delta O = O(\{\Delta t_{j-1}\}) - O(\Delta t) = 0$ min.

Wnioski dla uczestników procesu kredytowania

Jako podstawowy wniosek z dotychczasowych rozważań można postawić tezę, że najkorzystniejszą - z punktu widzenia kredytobiorcy - formą spłaty kredytu o proporcjonalnych ratach kapitałowych jest spłata dokonywana w równych odstępach czasu. Jeżeli jednak zdecyduje się on dokonywać spłat w mniej lub bardziej przypadkowych chwilach czasu, to dodatkowo koszt związany z nadpłaconymi odsetkami można obliczyć ze wzoru (3). Praktyka jest jednak taka, że bank sam ustanawia terminy spłat, najczęściej w jednakowych odstępach czasu, a ich niedotrzymanie wiąże się z karnymi odsetkami. Można więc stwierdzić, że kredytobiorca jest wówczas „karany” podwójnie - raz dodatkowymi odsetkami naliczonymi przez bank, a drugi raz większymi odsetkami wynikającymi z nieregularnej spłaty.

Aby lepiej zrozumieć mechanizm tworzący dodatkowe odsetki pojawiające się przy nierównomierniej wpłacie założmy, że j -ta wpłata nastąpiła z opóźnieniem równym δt , natomiast wszystkie pozostałe płatne są w wyznaczonych momentach czasu. Opóźnienie to powoduje, że czas, który upłynął od poprzedniej płatności do j -tej, jest równy $\Delta t + \delta t$, ale następna wpłata nastąpi szybciej o tę samą wielkość, a więc po upływie $\Delta t - \delta t$. Sytuację taką przedstawia schemat 2.

Wszystkie pozostałe odstępy czasu są jednakowe i równe $\Delta t_{i-1} = \Delta t = \frac{T-t_0}{N}$. W rezultacie wartość nadpłaconych odsetek, wynikająca ze wzoru (3), będzie równa:

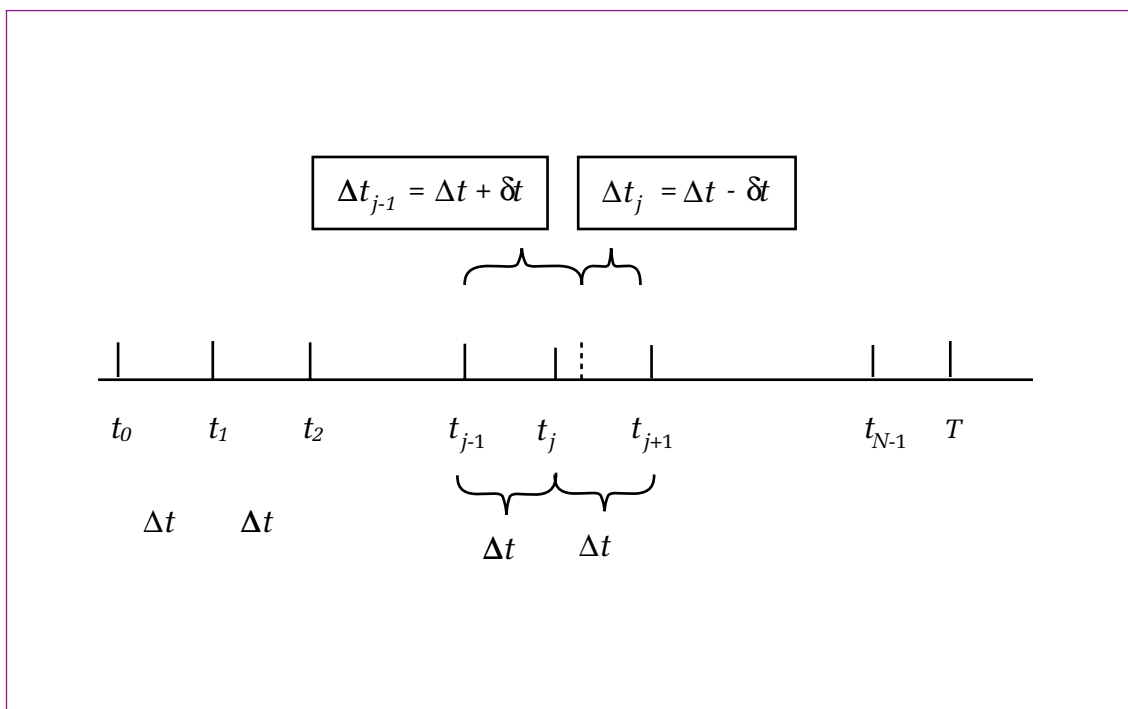
$$\Delta O = \frac{Sr(T-t_0)}{2} \left[\left(\frac{\Delta t + \delta t}{T-t_0} - \frac{1}{N} \right)^2 + \left(\frac{\Delta t - \delta t}{T-t_0} - \frac{1}{N} \right)^2 \right] = \frac{Sr(\delta t)^2}{T-t_0},$$

gdzie skorzystaliśmy z faktu, że $\frac{\Delta t}{T-t_0} = \frac{1}{N}$.

Jako pierwszy nasuwa się wniosek, że nadpłacone odsetki nie zależą od tego, w którym momencie nastąpiło opóźnienie (lub przyspieszenie) spłaty w stosunku do spłat równomiernych. Zależą one jednak od opóźnienia (przyspieszenia) δt , i to od jego kwadratu. Na przykład, dwa razy dłuższa zwłoka będzie więc powodowała czterokrotny wzrost nadpłaty.

Dotychczasowe rozważania wskazują również na to, że bank nie powinien być zbyt zainteresowany regularnymi spłatami, gdyż minimalizuje w ten sposób swoje wpływy z tytułu należnych odsetek. Oczywiście, pozwolenie kredytobiorcom na zupełnie przypadkowe wpłaty, mimo że opłacalne, mogłoby zagrozić płynności banku. Bank nie kontrolowałby swoich wpływów, które miałyby charakter zbyt losowy i - co gorsza - nie można by z góry określić, czy przesunięcie spłat jest zamierzone przez kredytobiorcę, czy wynika z jego trudności finansowych i grozi zupełnym zaprzestaniem spłat. Rozstrzygnięcie tej ostatniej kwestii wymagałoby ciągłego monitorowania sytuacji materialnej kredytobiorcy, co zwiększałoby koszty ponoszone przez bank,

Schemat 2



które z kolei - prawdopodobnie - przewyższyłyby korzyści wynikające z nieregularnych spłat kredytu. Banki oczywiście wybierają spłaty regularne, a tym samym dbają o płynność i o kontrolę wpływów, a więc odpowiedzialność za powierzone im środki finansowe bierze górę nad doraźnymi zyskami.

Widać więc, że zgoda na nieregularne wpłaty - z powodów podanych wyżej stosowana sporadycznie w stosunku do wiarygodnych klientów - może przynieść bankowi dodatkowe wpływy z tytułu odsetek. Jeżeli jednak pozostaniemy przy regularnych spłatach, to strategią mogącą przynieść korzyści dla banku jest rozkładanie kredytu na możliwie najmniejszą liczbę rat. Widać to ze wzoru na sumę wpłaconych odsetek (2), który po prostych przekształceniach przybiera postać:

$$O(\Delta t) = \frac{Sr(T-t_0)}{2} \left(1 + \frac{1}{N} \right)$$

Jeżeli liczba rat maleje to, przy niezmiennym okresie kredytowania, $O(\Delta t)$ rośnie i przyjmuje graniczną wartość równą $Sr(t - t_0)$ przy jednorazowej spłacie ($N = 1$).

Drugą skrajną sytuacją, rozważaną przynajmniej w podręcznikach, jest przypadek kapitalizacji ciągłej, którą uzyskamy wówczas, gdy obliczymy granicę powyższego wyrażenia przy N dążącym do nieskończoności. Wartość wpłaconych odsetek będzie wówczas równa $\frac{Sr(T-t_0)}{2}$ i jest to sytuacja skrajnie niekorzystna dla banku.²

Uwagi końcowe

Zaprezentowana analiza kredytu o stałym strumieniu rat kapitałowych pozwoliła wyciągnąć wiele wniosków użytecznych dla banku oraz dla kredytobiorcy. W szczególności zaskakująca może wydawać się konkluzja, iż bank nie powinien zbyt protestować, gdy padnie propozycja nierównomiernych spłat. Jeżeli wynika ona z wygody kredytobiorcy, a nie z jego potencjalnych trudności finansowych, to bank powinien przystać na tę propozycję.

Prowadzone rozważania dotyczyły kredytu charakteryzującego się stałą stopą procentową oraz stałym strumieniem rat kapitałowych. Jednak można je rozszerzyć na ogólniejszą sytuację, rezygnując z tych założeń. Co więcej, w podobnym duchu daje się przeprowadzić analizę kredytu, którego szczególnym przypadkiem jest kredyt o stałych ratach spłaty. Ten drugi przypadek będzie przedmiotem oddzielnej pracy.

Jako miarę kosztu kredytowania, a tym samym zysku banku, przyjęto sumę odsetek. Warto jednak zwrócić uwagę na to, że takie podejście nie uwzględnia zmiany wartości pieniądza w czasie. W rozważanej sumie poszczególne składniki odnoszą się do innych chwil czasu. Nie jest to podejście poprawne - właściwsze byłoby zdyskontowanie kolejnych wpłat na przykład na chwilę początkową. W szczególności nieprawdziwe będzie wówczas

stwierdzenie, że opóźnienie lub przyspieszenie spłaty powoduje jednakową nadpłatę odsetek bez względu na moment jego zaistnienia. Pojawia się jednak problem wyboru stopy dyskontowej, który wymaga wielu założeń dotyczących

reinwestowania wpływów z udzielonego kredytu. Zagadnienie to wiąże się precyzyjnym określeniem kosztów kredytowania, a to jest problem znacznie wykraczający poza ramy niniejszej pracy.

Literatura

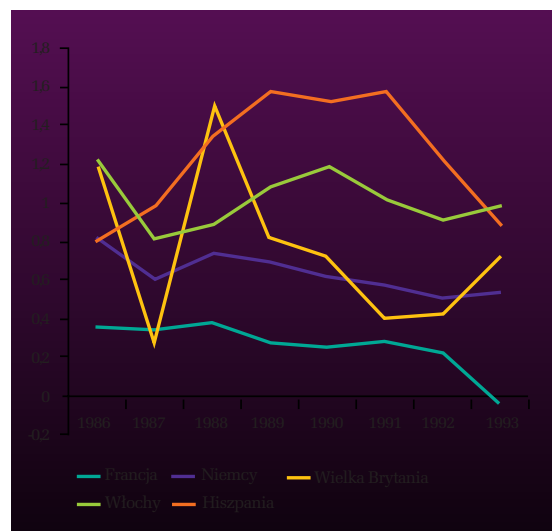
1. W. Bijak, M. Podgórska, J. Utkin: *Matematyka finansowa*. Warszawa 1994 Wydawnictwo „Bizant”.
2. M. Dobija, E. Smaga: *Podstawy matematyki finansowej i ubezpieczeniowej*. Warszawa - Kraków 1996 PWN.
3. R.L. Graham, D.E. Knuth, O. Patashnik: *Matematyka konkretna*. Warszawa 1996 PWN.
4. M. Sobczyk: *Matematyka finansowa*. Warszawa 1995 Agencja Wydawnicza „Placet”.

Rynek bankowości inwestycyjnej - kontratak banków komercyjnych

Rafał Walkiewicz

Lata osiemdziesiąte i dziewięćdziesiąte XX wieku były trudnym okresem dla największych na świecie banków komercyjnych. Zwiększenie konkurencji, praktyczne zniesienie monopolu i rzeczywistego licencjonowania pośrednictwa w procesie transformacji oszczędności w inwestycje doprowadziły do tego, że licencjonowane banki komercyjne stanęły przed problemem sfinansowania kosztów utrzymywania licencji na działalność bankową. Dzięki rozwojowi technologii teleinformatycznych, a w rezultacie - obniżaniu się kosztów transakcyjnych oraz zmniejszaniu się asymetrii informacyjnej, rynek kapitałowy otworzył się nawet dla średnich i małych przedsiębiorstw, a dla przedsiębiorstw dużych oraz ponadnarodowych koncernów stał się niemal koniecznością. W wyniku tego, że przedsiębiorstwa mogą szybko znaleźć finansowanie na rynku papierów komercyjnych czy pozyskać inwestorów kapitałowych, banki przestały być jedyną alternatywą jako pośrednicy w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych. Niestety, utrata niepowtarzalnego charakteru przez usługi

Wykres I *Stopa zwrotu z aktywów banków w latach 1986-1993*



Zródło: opracowanie własne na podstawie: J. Canals: *Universal banking. International and Theoretical Perspectives*. Oxford University Press 1997, s.2.

bankowe nie wiązała się z utratą większości kosztów, będących do niedawna swego rodzaju rentą za unikatość produktu bankowego. Banki nadal muszą ponosić koszty, takie jak:

- utrzymywanie rezerw,
- utrzymywanie kontaktów kredytowych z innymi instytucjami finansowymi,
- koszty poddania się nadzorowi zewnętrznemu.

Dodatkowo pieniądź - podstawowy materiał służący produkcji usług bankowych - nie pochodzi już tylko z tanich depozytów, a w coraz większym stopniu musi być przez banki kupowany na rynku finansowym. Wszystko to prowadzi do kurczenia się marż z podstawowej działalności depozytowo-kredytowej (wykres 1).

Ponad stuletnia historia bankowości inwestycyjnej doprowadziła do sytuacji, w której ten rodzaj bankowości zdominował korporacyjne usługi finansowe na świecie, prowadząc dodatkowo do powstania jednej z najbardziej konkurencyjnych branż na świecie. W rezultacie usługi bankowości inwestycyjnej świadczą, lub próbują świadczyć, banki komercyjne, inwestycyjne, domy maklerskie i inne instytucje finansowe i parafinansowe. W efekcie klienci, w szczególności przedsiębiorstwa, mogą korzystać z niezwykle bogatej, racjonalnie wycenianej gamy usług finansowych o wysokiej jakości, które zastępują i wypierają tradycyjne usługi bankowe. W odpowiedzi na malejącą rentowność podstawowej działalności depozytowo-kredytowej banki rozpoczęły ekspansję na rynek usług wynagradzanych prowizją, co spowodowało zmianę struktury zysku operacyjnego banków komercyjnych. Banki, szczególnie największe międzynarodowe banki komercyjne, rozpoczęły ekspansję na rynek usług bankowości inwestycyjnej, wypowiadając wojnę specjalistycznym instytucjom finansowym.

Etap I - przejmowanie rynku bankowości inwestycyjnej

Zarówno w Unii Europejskiej, jak i w Stanach Zjednoczonych w ciągu ostatnich kilkunastu lat banki komercyjne stanęły przed problemem pojawienia się znaczących barier wejścia na rynek bankowości inwestycyjnej.

W przypadku Unii Europejskiej, na przykład niemieckich Grossbanken, lata dziewięćdziesiąte przyniosły zjawisko przenoszenia się klientów, największych niemieckich przedsiębiorstw, na rynek kapitałowy. Usługi depozytowe i kredytowe banków niemieckich przegrywały z usługami świadczonymi przez międzynarodowe banki inwestycyjne. Niemieckie przedsiębiorstwa zaczęły się finansować na zagranicznych rynkach kapitałowych, wykorzystując usługi działających tam pośredników finansowych. Banki niemieckie nie potrafiły poruszać się po międzynarodowym rynku ka-

pitalowym. Co więcej, organiczny rozwój struktur bankowości inwestycyjnej byłby dla nich zbyt długotrwały i nie pozwoliłby na odwrócenie trendu utraty klientów. W związku z tym jedyną szansą było kupienie kompetencji, reputacji, marki i rynku. Największe dwie transakcje przejęcia brytyjskich banków inwestycyjnych przez niemieckie banki to przejęcie banku Morgan Grenfell przez Deutsche Bank oraz Kleinwort Benson przez Dresdner Bank. Ponadto, w wyniku tych transakcji niemieckie Grossbanken stały się jednymi z najpotężniejszych instytucji finansowych w Europie. W 1998 r. w rankingu Euromoney¹ na największych organizatorów emisji obligacji niemieckich przedsiębiorstw plasowanych na rynkach międzynarodowych pierwsze trzy pozycje, z dużą przewagą nad resztą konkurentów, zajmowały Deutsche Bank, Commerzbank i Dresdner Kleinwort Benson. Mimo że ich otoczenie rynkowe bardzo się zmieniło, udało się im dostosować do nowej rzeczywistości. W obliczu globalizacji i centralizacji rynku kapitałowego na świecie jest to jednak wciąż za mało. Po ekspansji na rynek brytyjski Grossbanken za wszelką cenę chcą znaleźć się na rynku amerykańskim. Chociaż przejęcia Morgan Grenfell i Kleinwort Benson okazały się sukcesem, to ekspansja na rynek amerykański może nie być aż tak korzystna². Wątpliwości budzi przede wszystkim transakcja Deutsche Bank i Bankers Trust, którą niemiecki bank sfinansował głównie gotówką (10,1 mld USD). Wśród kandydatów do przejęcia przez Dresdner Bank ciągle wymienia się znane amerykańskie banki inwestycyjne: CS First Boston, Paine-Webber oraz Donaldson Lufkin & Janrette. Najbardziej wstrzemięźliwy jest Commerzbank, który zapowiedział, że ewentualne powiązanie się z amerykańskim partnerem odbędzie się raczej w drodze fuzji, poprzez wymianę akcji.

W przypadku banków amerykańskich wejście na rynek bankowości inwestycyjnej było w dużej mierze problemem formalnym. Ustawa Glass Steagall Act z 1934 r. zakazywała bankom komercyjnym świadczenia większości usług bankowości inwestycyjnej. Ciągły nacisk środowiska banków komercyjnych doprowadził w 1986 r. do rozpoczęcia liberalizacji przepisów Glass Steagall Act. Stopniowo zaczęto wydawać zezwolenia dla banków komercyjnych na działalność na niektórych obszarach bankowości inwestycyjnej, aż wreszcie zezwolono im świadczyć pełen zakres usług bankowości inwestycyjnej. Uchwalony w 1999 r. Gramm Leach Bliley Act zniósł Glass Steagall Act. Amerykańskie banki komercyjne rozpoczęły pościg za bankami inwestycyjnymi, w iście zawrotnym tempie odrabiając ponad sześćdziesiąt lat straty. Ponieważ liberalizacja Glass

¹ *The Quest For Securitization*. Reuters Business Briefing, 10 września 1998 r.

² A. Krzemirski: *Dresdner szuka partnera w USA. Usługi inwestycyjne receptą na niedomagania niemieckiej bankowości*. Gazeta Giełdy „Parkiet”, nr 4, 7 stycznia 1999 r.

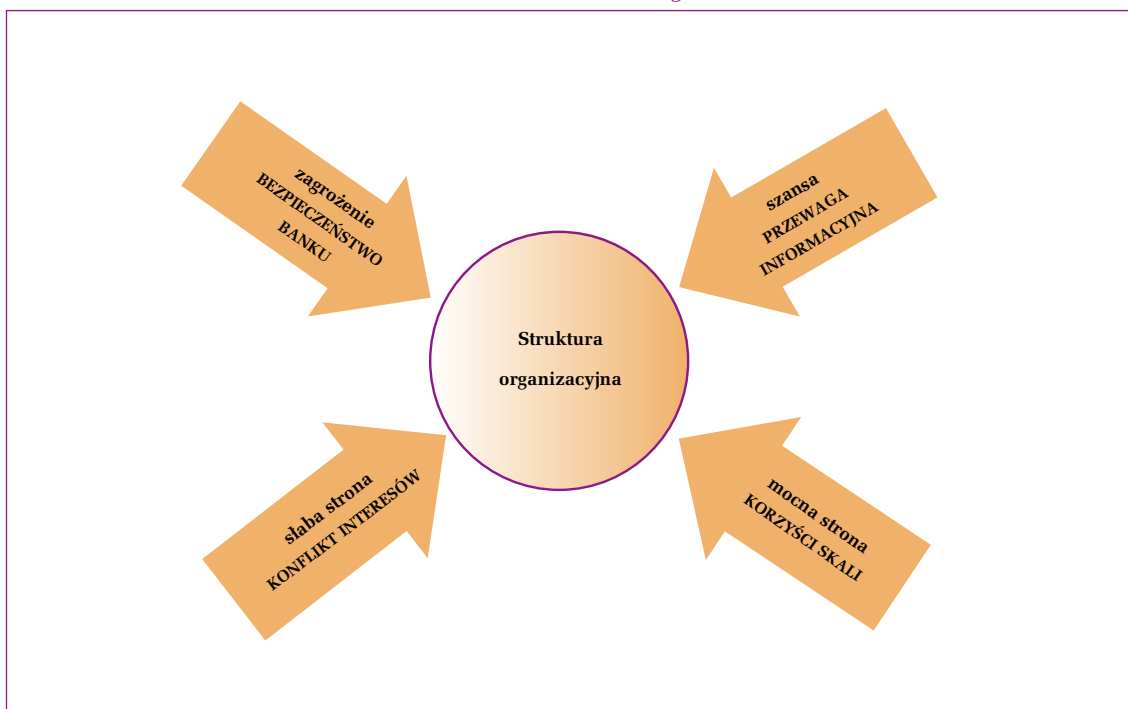
Steagall Act była procesem długotrwałym, to także wprowadzanie nowych usług finansowych do oferty banków komercyjnych mogło być procesem bardziej ewolucyjnym niż w Niemczech. Przykładem realizacji takiej strategii jest bank JP Morgan. Do roku 1986 instytucja ta zajmowała się niemal tylko bankowością komercyjną. Analizując raport roczny grupy JP Morgan za 1998 r., trudno nie odnieść wrażenia, że nie jest to już bank komercyjny. W liście do akcjonariuszy prezes Douglas A. Warner II nazywa swoją instytucję „hurtową firmą finansową”, która łączy bankowość inwestycyjną, bankowość komercyjną i zarządzanie aktywami³. Pośród pięciu sukcesów i rodzajów aktywności kluczowych dla realizacji strategii banku w 1998 r. wymienia on nieprzerwany wzrost udziału w rynku oraz wzrost przychodów z bankowości inwestycyjnej, dalsze umacnianie dominującej pozycji w zarządzaniu aktywami oraz znaczące zmniejszanie ryzyka i kapitału przeznaczonego na działalność kredytową. W latach 1999 i 2000 w strukturze zarówno przychodów, jak i zysku następowało dalsze wypieranie tradycyjnych usług bankowych, zwłaszcza tradycyjnie rozumianych usług kredytowych. W raporcie za 1999 r. pojawia się informacja o tym, że trzyletni program obniżenia aktywności i ryzyka portfela kredytowego zakończył się o rok wcześniej. Osiągnięto trzy podstawowe cele: zmniejszono wielkość portfela kredytowego, zwłaszcza na najbardziej ryzykownych rynkach, w tym tzw. rynkach wschodzących, zwiększono zabezpieczenie (*hedging*) portfela kredytowego dzięki kredytowym instrumentom pochodnym i sekurytyzacji, wprowadzono bardziej selektywne procedury udzielania kredytów, w szczególności w odniesieniu do podmiotów nie będących klientami strategicznymi. Dzięki temu przychody z portfela kredytowego i rynku kredytowego wzrosły ponad dwukrotnie, przy nieznacznym wzroście kosztów. W 2000 r., już po połączeniu z Chase Manhattan Bank, grupa JP Morgan Chase osiągnęła ponad połowę swoich przychodów z pionu nazwanego bank inwestycyjny. W materiałach dotyczących tej fuzji JP Morgan przedstawiany jest jako korporacyjny bank inwestycyjny, a Chase jako detaliczny bank komercyjny. Także w ramach pionu „bank inwestycyjny” widoczna jest dominacja nowoczesnych usług finansowych, które zdecydowanie przeważają nad działalnością kredytową. Już tylko 10% zysku operacyjnego pochodzi z dochodów odsetkowych netto. Trudno nie zauważyć, że JP Morgan, który jeszcze w 1986 r. był korporacyjnym bankiem komercyjnym i praktycznie nie istniał na rynku bankowości inwestycyjnej, przekształcił się w konglomerat komercyjno-inwestycyjny. Jest to wynikiem konsekwentnie realizowanej strategii, która dostosowana jest do stopniowej liberalizacji przepisów Glass Ste-

agall Act. Na rynku amerykańskim można także zaobserwować inne strategie ekspansji banków komercyjnych na rynek bankowości inwestycyjnej. Przykładem może tu być strategia Citibanku, a raczej Citi Group. W tym przypadku zdecydowano się na strategię podobną do strategii banków niemieckich. W 1987 r. Smith Barney, Harris Upham & Co. Inc. został przejęty przez Primerica Corp. W 1993 r. Primerica przejęła działalność maklerską i zarządzanie aktywami Shearson Lehman Brothers, integrując ją ze Smith Barney. W 1993 r. Primerica została przejęta przez Traveler's Group, aby w 1997 r. połączyć się z Salomon Inc. tworząc Salomon Smith Barney. W rezultacie fuzji Citicorp z Traveler's Group w 1998 r., Salomon Smith Barney stał się ramieniem bankowości inwestycyjnej Citi Group. Dodatkowo, w 1998 r. Citi Group przejęła kolejny bank inwestycyjny - Shroeders. W rezultacie tej serii transakcji Citi Group stała się jednym z najważniejszych graczy na rynku międzynarodowej bankowości inwestycyjnej.

Niezależnie od przyjętej strategii, największe grupy bankowe zdobyły znaczną część rynku usług bankowości inwestycyjnej. Można się więc było spodziewać, że nową działalność zaczną integrować z tradycyjnymi usługami bankowymi w taki sposób, by maksymalnie wykorzystać potencjalnie istniejące synergie i osłabić ewentualne wady łączenia bankowości komercyjnej i inwestycyjnej. Bank depozytowo-kredytowy, decydując się na działalność na rynku papierów wartościowych, powinien skorzystać z wynikających ze specyfiki swojej działalności cech, które mogą okazać się przewagami konkurencyjnymi w stosunku do instytucji specjalistycznych. Musi także dążyć do tego, aby niedogodności, wiążące się z łączeniem działalności banku komercyjnego i inwestycyjnego, nie przeważały korzyści pochodzących z tego połączenia. Problemy bankowości uniwersalnej mogą być w większości rozwiązane dzięki właściwemu ukształtowaniu struktury organizacyjnej, która z jednej strony utrudnia działalność na rynku papierów wartościowych poprzez sprzyjanie występowaniu konfliktu interesów, a z drugiej ułatwia ją, dzięki możliwości wykorzystania pojawiających się korzyści skali. Jednocześnie łączenie bankowości depozytowo-kredytowej i bankowości inwestycyjnej naraża bank na większe, a na pewno bardziej zróżnicowane ryzyko, a co za tym idzie stawia przed menedżerami zadanie zapewnienia bezpieczeństwa banku. Z drugiej strony takie połączenie umożliwia uzyskanie przewagi konkurencyjnej na rynku przy odpowiednim wykorzystaniu asymetrii informacyjnej i lepszego dostępu do informacji w stosunku do instytucji specjalistycznych. Do analizy wymienionych czterech czynników wpływających na skuteczność banków w walce konkurencyjnej z innymi instytucjami finansowymi na rynku kapitałowym można zastosować zmodyfikowaną nieco analizę SWOT (schemat 1).

³ J.P. Morgan & Co. Incorporated 1998 Annual Report.

Schemat I Analiza SWOT banku uniwersalnego



Źródło: opracowanie własne.

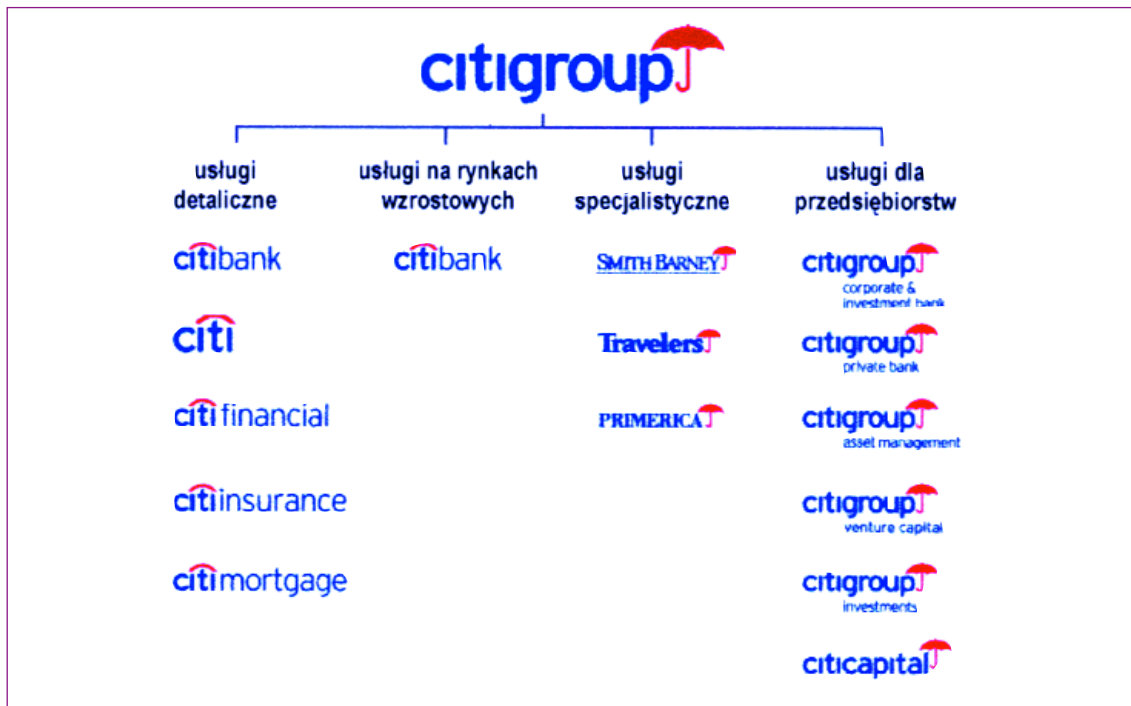
Podsumowując można stwierdzić, że usługi bankowości inwestycyjnej zdominowały rynek usług finansowych dla przedsiębiorstw, w szczególności dużych międzynarodowych korporacji. Największe międzynarodowe banki komercyjne stanęły przed problemem odpływu marż do banków inwestycyjnych. Jedyną możliwą strategią obrony był atak. Banki komercyjne - bądź przez organiczny wzrost, bądź poprzez przejęcia banków inwestycyjnych - zajęły znaczące miejsce na rynku usług bankowości inwestycyjnej. Był to pierwszy etap ekspansji na rynek nowych usług - etap, po którym banki komercyjne zajęły pozycję wyjściową do walki o dominację nad instytucjami specjalistycznymi.

Etap II - Próby zdominowania rynku bankowości inwestycyjnej

Po uzyskaniu pewnego udziału w rynku usług bankowości inwestycyjnej, banki komercyjne, czy raczej konglomeraty finansowe oparte na bankach komercyjnych, starają się zepchnąć instytucje specjalistyczne do roli niszowych butików inwestycyjnych. Paradoksalnie, nie odbywa się to jednak poprzez wykorzystanie produkcyjnych korzyści skali ani też ich przewagi informacyjnej nad instytucjami specjalistycznymi. Podstawą w budowaniu przewagi konkurencyjnej jest rodzaj konsumpcyjnych korzyści skali, a dokładniej sprzedaż wiązana produktów kredytowych i bankowości inwestycyjnej. W rezultacie, pozycji banków inwestycyjnych

coraz bardziej zagrażają ich komercyjni konkurenci. Nie chodzi tu jednak o odwrócenie się procesu wypierania produktów bankowości inwestycyjnej przez produkty bankowości komercyjnej. W rankingach gwarantów emisji akcji i obligacji coraz bardziej umacniają się banki inwestycyjne, mające zaplecze w postaci banków komercyjnych lub - bardziej ogólnie - mające możliwość łączenia oferty bankowości inwestycyjnej z ofertą kredytową. Spośród dwudziestu największych pierwszych ofert publicznych wszechczasów, niezależny bank inwestycyjny Merrill Lynch tylko dwukrotnie nie pełnił funkcji głównego menedżera lub współmenedżera. Obydwie oferty przeprowadzone zostały w 2001 r. i w obydwu przypadkach (oferta Lucent Technologies Inc. oraz oferta Kraft Foods Inc.) Merrill Lynch przegrał w konkurencji z bankowymi konglomeratami. Największe korporacje, które korzystają z oferty banków inwestycyjnych, coraz częściej żądają, aby elementem pakietu usług były znaczące co do wielkości, tanie kredyty komercyjne. W ten sposób korporacje wykorzystują fakt zwiększonej konkurencji między bankami tradycyjnie inwestycyjnymi a dynamicznie wchodzącymi na ich rynek konglomeratami, zbudowanymi wokół banków komercyjnych. David Komansky, prezes Merrill Lynch, poinformował ostatnio swoich brokerów, iż wieloletni klienci firmy informują Merrill Lynch, że nie będą dłużej korzystać z jego usług przy kolejnych realizowanych emisjach instrumentów dłużnych i kapitałowych. Przyczyną rezygnacji z usług Merrill Lynch był w jednym z przypadków fakt, że jeden z pięciu największych

Schemat 2 Nowa struktura marek w grupie Citi



Źródło: strona internetowa Citi Group Inc.

banków komercyjnych zaoferował w pakiecie usług bankowości inwestycyjnej tani kredyt w wysokości około 2 mld USD⁴. Dodatkowo, największe międzynarodowe przedsiębiorstwa - zwłaszcza w najbardziej dynamicznie rozwijających się branżach - są coraz bardziej zadłużone, a ich potrzeby kredytowe są coraz większe. W rezultacie, istnieje niewiele banków, które mogą spełnić oczekiwania kredytowe ponadnarodowych korporacji. Wzmacnia to jeszcze współpracę banków komercyjnych z przedsiębiorstwami. Prowadzi to do zupełnie nowej dla Wall Street sytuacji, gdzie najbardziej dochodowe oferty na rynku kapitałowym są realizowane przez konglomeraty oparte na bankach komercyjnych. Najbardziej drastycznym przykładem jest nieobecność dwóch największych jak dotąd gwarantów: Merrill Lynch i Goldman Sachs, we wspomnianej wcześniej - największej na rynku - nowej ofercie o wartości 8,7 mld USD, zrealizowanej przez Krafta. Coraz częściej mówi się o tym, że aby obronić się przed konkurencją ze strony banków komercyjnych, największe banki inwestycyjne - takie jak Merrill Lynch czy Morgan Stanley - będą musiały połączyć się z grupami bankowymi. Grupy bankowe coraz bardziej intensywnie promują swoją zdolność do świadczenia pełnego zakresu usług dla przedsiębiorstw. Konglomeraty banków komercyjnych zdecydowanie wygrywają walkę na rynku gwarantowania emisji obligacji. Wydaje się, czego nie ukrywają chociażby przedstawiciele JP Morgan

Chase - iż następnym krokiem będzie intensyfikacja ekspansji na rynek organizowania pierwszych ofert publicznych, a kolejnym krokiem - próba zdominowania rynku obsługi fuzji i przejęć.

Jedną z najważniejszych barier wejścia na rynek bankowości inwestycyjnej jest kwestia reputacji banku inwestycyjnego. Transakcje na rynku kapitałowym opierają się na zaufaniu zarówno emitenta, jak i inwestorów do pośrednika, czyli banku inwestycyjnego. Stąd też olbrzymie przywiązanie banków inwestycyjnych do budowanego przez dziesiątki lat wizerunku. Nazwy takie jak Merrill Lynch, Salomon Inc. czy Smith Barney wydawały się być gwarancją sukcesu na rynku, będąc osi strategii promocji usług bankowości inwestycyjnej. Jednak także i w tym przypadku konglomeraty oparte na bankach komercyjnych starają się deprecjonować wagę wieloletniego doświadczenia i dbałości w budowaniu marki. Chociażby strategia budowania marki Citi Group wskazuje, że instytucja ta chce pokazać klientom, że magia ponad stuletniej nazwy banku inwestycyjnego jest niczym w porównaniu z dostępem do pełnego spektrum produktów. Potwierdza to podana przez Citi Group w czerwcu 2001 r. informacja o realizacji programu unifikacji marki i znaków graficznych wewnątrz grupy Citi. Dotychczas działalność Citi Group realizowana była w ramach czterech linii biznesowych: bankowości detalicznej, działalności na rynkach wschodzących, działalności specjalistycznej oraz działalności dla klientów instytucjonalnych. W bankowości detalicznej i działalności na rynkach wschodzą-

⁴ Patrick McGeehan: *Upstart Lenders Invade Turf of the Underwriters*. „The International Herald Tribune”, 16 czerwca 2001 r.

cych wykorzystywano markę Citi, jako Citibank lub też Citifinancial, Citimortgage, Citisolutions lub po prostu Citi. W ramach działalności specjalistycznej i działalności skierowanej do przedsiębiorstw struktura marek nie była już tak jednolita. Marka Citi występowała na równi z markami Travelers i Salomon Smith Barney. Wiązało się to historycznie z transakcjami fuzji i przejęć, w wyniku których Travelers Group i Salomon Smith Barney stały się częściami grupy Citi. W rezultacie realizacji nowej polityki grupa Citi do końca 2002 r. wprowadzi markę Citi do wszystkich grup swoich produktów poza produktami specjalistycznymi. Produkty ubezpieczeniowe nadal będą sprzedawane pod marką Travelers, bankowość prywatna prowadzona będzie pod nazwą Smith Barney, ale cały pion bankowości dla przedsiębiorstw będzie się opierał na marce Citi. W rezultacie zniknie jedna z najbardziej rozpoznawalnych marek w bankowości inwestycyjnej - Salomon Smith Barney. Szefowie Citi Group uznali, że sprzedaż produktów dla przedsiębiorstw powinna być oparta na markach Citigroup corporate & investment bank, Citigroup private bank, Citigroup asset management, Citigroup venture capital, Citigroup investments i Citi capital (schemat 2).

Promując nową strukturę marek, Citi Group podkreśla, że największą przewagą konkurencyjną grupy jest jej jednolitość oraz pełen zakres świadczonych usług. Taką strategię będą z pewnością prezentować także inne grupy bankowe. Jeżeli uda się przekonać klientów, że zamknięty - jak dotąd - świat banków inwestycyjnych, których słynne już nazwy zdominowały rankingi gwarantów emisji akcji i obligacji czy też rankingi doradców w transakcjach fuzji i przejęć, skończył się oraz że to, co istotne dla klienta, to pełen zakres usług, w tym dostęp do taniej oferty kredytowej, oznaczać to będzie konieczność wchodzenia pozostałych na placu boju banków inwestycyjnych w aliansie z bankami komercyjnymi.

Podsumowując można stwierdzić, że drugi etap ekspansji na rynek kapitałowy grup bankowych opartych na bankach komercyjnych to przede wszystkim wiązana sprzedaż produktów kredytowych i produktów bankowości inwestycyjnej. Co więcej, grupy bankowe starają się podkreślać, że to w ich jedności i pełnym zakresie oferowanych usług tkwi siła i klienci powinni zapomnieć o renomowanych bankach inwestycyjnych, których nazwy rozpoczynały rankingi najskuteczniejszych instytucji na rynku bankowości inwestycyjnej.

Etap III - umacnianie pozycji międzynarodowej

Globalizacja jest to proces powstawania współzależności między nabywcami i sprzedawcami instrumentów finansowych w różnych centrach finansowych świata.

W wyniku globalizacji szczególnie radykalne zmiany dotyczą technik finansowania największych przedsiębiorstw i korporacji. Największe przedsiębiorstwa i korporacje zapoczątkowały proces odchodzenia od tradycyjnych metod finansowania na dużą skalę, prowadząc do zmniejszania się udziału depozytów i kredytów bankowych w stosunku do, odpowiednio, inwestycji na rynku finansowym i emisji papierów wartościowych. Dzisiaj, wraz z dynamicznym rozwojem handlu międzynarodowego, zjawisko to dotyczy już nie tylko ponadnarodowych holdingów, ale także dużych przedsiębiorstw działających na rynkach lokalnych. Przykładów globalizacji finansów jest bardzo wiele. W czerwcu 2001 r., korporacja Sony poinformowała, że zamierza skonsolidować swoje cztery centra operacji finansowych. Operacje prowadzone dotychczas w Nowym Jorku, Singapurze, Tokio i Londynie będą prowadzone tylko na rynku w Londynie. Sony oczekuje oszczędności na prowizjach z tytułu transakcji zabezpieczenia pozycji walutowych, pozyskiwania środków i zarządzania ryzykiem finansowym na poziomie ponad 50 mln USD rocznie. Oznacza to w szczególności niemal całkowitą rezygnację z wykorzystywania rynku japońskiego oraz z korzystania z usług skoncentrowanych na nim japońskich instytucji finansowych⁵.

Proces globalizacji znacząco wpływa także na walkę konkurencyjną między bankami komercyjnymi a inwestycyjnymi. W walce konkurencyjnej ze specjalistycznymi bankami inwestycyjnymi instytucje kredytowe opierają się przede wszystkim na możliwości udzielania korzystnych kredytów klientom pionów bankowości inwestycyjnej. Są w stanie utrzymywać koszt tych kredytów na stosunkowo niskim poziomie dzięki temu, że środki pozyskują przynajmniej w znacznej części z taniego rynku depozytowego. Możliwość pozyskiwania depozytów na całym świecie dodatkowo zwiększa tę przewagę konkurencyjną. Instytucje, które nie mają możliwości wykorzystania pieniądza depozytowego, muszą kupować pieniądz drożej - na rynku kapitałowym. Przykładowo, transakcja połączenia JP Morgan z Chase Manhattan podyktowana była właśnie chęcią uzyskania zaplecza depozytowego przez bank korporacyjny JP Morgan. Proces globalizacji powoduje, że rynek, na którym działa przedsiębiorstwo, nie musi już dłużej determinować miejsca, gdzie pozyskuje ono kapitał. W rezultacie instytucje, które nie są w stanie zaoferować swoim klientom możliwości finansowania się na rynkach zagranicznych, zaczynają przegrywać z międzynarodowymi supermarketami finansowymi. Niezależnie od tego, czy na lokalnym rynku dominują banki uniwersalne, czy też banki specjalistyczne, konkurencja międzynarodowa przejmuje najbardziej intratnych klientów. Wspomniana informacja o przeniesie-

⁵ Sony to move financial operations to London. Reuters, 5 czerwca 2001 r.

niu przez Sony operacji finansowych między innymi z Tokio do Londynu rozpętała burzę wśród japońskich instytucji finansowych. Jeżeli na taki krok zdecydowało się Sony, to istnieje duże prawdopodobieństwo, że z giełdy tokijskiej przestaną korzystać także inni japońscy giganci. Rezygnacja z wykorzystania rynku japońskiego przez Nissana, Mitsubishi, Canona i inne przedsiębiorstwa może doprowadzić do marginalizacji japońskiego systemu finansowego, a wręcz upadku wielu japońskich instytucji finansowych. W rezultacie, ze światowych rankingów instytucji najaktywniejszych na rynku bankowości inwestycyjnej znikają obecne tam kiedyś instytucje takie jak: Daiwa czy Nomura. Można również przewidywać, że podobna centralizacja operacji finansowych dotyczy będzie także koncernów pochodzących z innych krajów. Jeżeli tak się stanie, to światowe finanse zdominuje kilka konglomeratów. Prawdopodobnie będą to konglomeraty oparte na bankach komercyjnych. Już dziś władze JP Morgan Chase twierdzą, że na świecie jest co najwyżej pięć instytucji finansowych, z którymi współpracować mogą ponadnarodowe korporacje. Konsekwentnie realizowany przez banki komercyjne atak na rynek bankowości inwestycyjnej powoduje, że niezagrożona w latach dziewięćdziesiątych XX wieku pozycja liderów bankowości inwestycyjnej, takich jak Merrill Lynch, Goldman Sachs czy Morgan Stanley, jest dziś mocno atakowana przez konglomeraty, np.: Citi Group, JP Morgan Chase, czy też niemieckie grupy bankowo-finansowe, jak na przykład Deutsche Bank czy Dresdner Bank. Globalizacja finansów prowadzi do tego, że tylko instytucje mające naprawdę globalną ofertę mogą konkurować w walce o największe przedsiębiorstwa. W szczególności dotyczy to klientów wywodzących się spośród międzynarodowych koncernów. Stąd też etap trzeci ekspansji grup bankowych to umacnianie swojej aktywności zagranicznej. Wspomniane wcześniej transakcje przejmowania przez banki niemieckie instytucji amerykańskich (przejęcie Bankers Trust przez Deutsche Bank) czy też przejmowanie instytucji europejskich przez banki amerykańskie (przejęcie Schrodersa przez Salomon Smith Barney) są przykładami właśnie takiej strategii.

Podsumowując można stwierdzić, że po przejściu części rynku bankowości inwestycyjnej i walce z instytucjami specjalistycznymi opartej na możliwości łączenia oferty kredytowej z bankowością inwestycyjną, największe grupy bankowo-finansowe umacniają swój

międzynarodowy charakter. W rezultacie, pierwsza liga bankowości inwestycyjnej (*bulge bracket firms*) w coraz mniejszym stopniu opiera się na tradycyjnych, specjalistycznych bankach inwestycyjnych. Zaczynają w niej dominować grupy bankowe oparte na bankach komercyjnych; dzięki zapleczu tanich depozytów i globalnej aktywności są one w stanie konkurować na rynku finansowym wszędzie na świecie.

Podsumowanie

Największe banki komercyjne zostały zmuszone do ekspansji na rynek kapitałowy. Przenoszenie się marż klientów korporacyjnych z tradycyjnych usług bankowych do usług bankowości inwestycyjnej spowodowało, że dodanie do oferty nowych usług stało się dla banków komercyjnych prawdziwym być albo nie być. Ich ekspansja na rynek kapitałowy przebiega w trzech etapach. Pierwszy z nich to zdobycie udziału w rynku, najczęściej poprzez przejęcia tradycyjnie obecnych na nim instytucji. Drugi etap to próba marginalizowania udziału banków specjalistycznych poprzez sprzedaż związaną produktów kredytowych i usług bankowości inwestycyjnej. Etap trzeci to promocja międzynarodowego zasięgu największych grup bankowych. W rezultacie można przewidywać, że rankingi największych gwarantów emisji długu i kapitału czy też największych menedżerów transakcji fuzji i przejęć będą w coraz większym stopniu zdominowane przez instytucje, których nazwy wcześniej w ogóle się na nich nie pojawiały - instytucje pochodzące z kręgów bankowości komercyjnej. Pozostaje tylko jedno pytanie - czy zaprezentowane tu procesy dotyczyć będą tylko instytucji koncentrujących swoją uwagę na obsłudze największych ponadnarodowych koncernów przemysłowych? Czy może okaże się, że stopniowo konglomeraty bankowe o międzynarodowym zasięgu przejmować będą rynek dużych, średnich, a może nawet małych przedsiębiorstw? Dziś trudno odpowiedzieć na te pytania. Poszukując analogii, można stwierdzić, że jeszcze dwadzieścia lat temu trudno było wyobrazić sobie, aby możliwość bezpośrednich inwestycji na Wall Street mieli drobni inwestorzy detaliczni. Dzisiaj jest to naturalne. Naturalne wydaje się także to, że po umocnieniu się na rynku największych transakcji finansowych, konglomeraty bankowe rozpoczną międzynarodową ekspansję również na rynki mniejszych transakcji.

Leksykon finansów

Praca zbiorowa pod red. J. Głuchowskiego

Warszawa 2001 Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne

Roli rozmaitych encyklopedii, słowników i leksykonów w rozwoju życia umysłowego nie sposób przecenić. I nie jest to sprawa przejściowych mód, lecz fenomen o zasięgu ponadczasowym i ponadnarodowym, zwłaszcza w warunkach obserwowanego współcześnie w wielu krajach kultu wiedzy i tzw. kapitału intelektualnego oraz wysokiej rangi kształcenia ustawicznego. Wiedza dość szybko „starzeje się”, trzeba ją więc stale aktualizować. Dotyczy to m.in. finansów, które w Polsce znajdują się *in statu nascendi*. Świadomość ta jest coraz powszechniejsza, zarówno wśród absolwentów, jak też obecnie studiujących, którzy próbują przyswoić sobie zarówno finansowy żargon, jak i zasady nowoczesnych finansów oraz towarzyszące im imponderabilia.

Opublikowanie *Leksykonu finansów* jest bez wątpienia interesującym, godnym odnotowania wydarzeniem na krajowym rynku wydawniczym. Za taką oceną przemawia kilka przesłanek, ze specjalną pozycją problematyki finansowej na czele. Finanse zajmują niewątpliwie szczególne miejsce wśród dyscyplin ekonomicznych, odgrywają też nadzwyczajną rolę w praktyce gospodarczej, zarówno w skali mega-, makro-, mezo-, jak i mikroekonomicznej. Tę świadomość mieli członkowie Komitetu Redakcyjnego, z prof. Janem Głuchowskim na czele, nadali bowiem *Leksykonowi finansów* odpowiedni rozmach, na miarę pozycji finansów we współczesnym świecie.

Przesłanką, która niejako *ex definitione* stanowi o randze i powadze tego przedsięwzięcia edytorskiego, jest skład wspomnianego komitetu, a także zestaw na-

zwisk Autorów haseł. Recenzent najchętniej wymieniłby całą listę, z konieczności jednak zmuszony jest ograniczyć się do kilkunastu prominentnych i wysoko cenionych reprezentantów polskiego świata nauk finansowych (mam nadzieję, że wymienieni wybaczą mi, jeśli pominię stosowne - na ogół profesorskie - tytuły i stopnie): Władysław Baka, Witold Bień, Elżbieta Chojna-Duch, Danuta i Leszek Dziawgo, Jan Głuchowski, Antoni Kantecki, Cezary Kosikowski, Bohdan Kosiński, Karol Lutkowski, Stanisław Owsiak, Krzysztof Pietraszkiewicz, Bogusław Pietrzak, Zbigniew Polański, Alicja Pomorska, Eugeniusz Ruśkowski, Grażyna Rytelewska, Jan K. Solarz, Paweł Wyczański, Marek Zwolankowski. Dla każdego Czytelnika *Leksykonu finansów* powyższa lista jest znakomitą jego rekomendacją, a zarazem dobrym zaproszeniem do lektury poszczególnych haseł. Na marginesie dodać należy, że recenzowany *Leksykon finansów* można czytać na dwa sposoby: próbować znaleźć odpowiedź na nurtujące konkretne pytanie lub strona po stronie, zaczynając od dowolnie wybranego hasła.

Autor tej recenzji miał okazję - i z obowiązku i dla przyjemności - zapoznać się ze wszystkimi hasłami leksykonu, a jest tych haseł na 368 stronach łącznie aż około 2000. Trzeba w pełni przyznać rację prof. Janowi Głuchowskiemu, który w przedmowie napisał, że zamiarem było jak najpełniejsze i najbardziej wszechstronne zaprezentowanie bardzo szeroko rozumianej dziedziny finansów. Rzeczywiście, twórcy pomysłu leksykonu oraz Autorzy haseł potraktowali finanse bar-

dzo szeroko. Znamienne jest przykładowo - i w pełni uprawnione - włączenie do zestawu omawianych haseł takich, jak choćby „terms of trade”, czy też „cła”, jako kategorii daniny publicznej, w kilkunastu odmianach i aspektach. Dobór haseł jest oczywiście i rzemiosłem, i sztuką, w każdym bowiem przypadku ma bowiem charakter nieco subiektywny. Potencjalny Czytelnik może odczuć pewien niedosyt, nie znajdując w *Leksykonie finansów* takich haseł, jak przykładowo: „kataster”, „zasada subsydiarności”, „siła finansowa samorządu terytorialnego czy też lokalnego”, „papiery hybrydowe”, „mezzanine”, „zapadalność”, „wymagalność”, „corporate governance”, etc. Może też przeczytać o tak zwanym „efekcie Laffera”, nie dowie się jednak o tym, że ten amerykański ekonomista ma na imię „Arthur” (podobnie, jak na stronie 359 pominięte zostało imię niemieckiego finansisty Wagnera: „Adolf” lub też w oryginalnej pisowni sprzed ponad stu lat „Adolph”). Zdaniem recenzenta, dobrze byłoby też rozważyć celowość podania po każdym haśle w języku polskim odpowiednika w języku angielskim, a może i niemieckim. Takie „umiędzynarodowienie” byłoby pewnym ukłonem pod adresem obecnej, a (zapewne) tym bardziej przyszłej roli języka angielskiego we współczesnym świecie biznesu i finansów, a także dodatkowym atutem *Leksykonu finansów* z punktu widzenia jego walorów poznawczych, praktycznych i edukacyjnych.

Powyższa konstatacja jest *implicit*e równoznaczna z przeświadczeniem o potrzebie opublikowania w nieodległej przyszłości, zapewne za kilka lat, drugiego wydania *Leksykonu*. Architektom i Autorom tego pionierskiego w Polsce przedsięwzięcia należy pogratulować pomysłu i udanej realizacji, ponadto życzyć sukcesu na niełatwym rynku publikacji ekonomicznych. Warto też projektować przyszłe wydanie zgodnie z uznaną w nauce formułą: „wszystko można zrobić jeszcze lepiej”. W tym wypadku wchodzić może w rachubę poszerzenie zestawu haseł (np.: „e-finance” i pokrewne), ponowne opracowanie niektórych spośród nich, uwzględnienie ewentualnych uwag i sugestii Czytelników. Będą nimi głównie absolwenci kierunków ekonomicznych, z finansistami i bankowcami na czele, jak studenci ekonomii, zarządzania oraz prawa. Dla tysięcy polskich studentów, zarówno z uniwersytetów, akademii ekonomicznych, jak i ze szkół biznesu *Leksykon* w obecnej formie (w przyszłości może również w formie elektronicznej?) stanowi solidne, w pełni profesjonalne kompendium wiedzy z dziedziny finansów. Zarazem jest swego rodzaju zaproszeniem do gruntownego, systematycznego zgłębiania tajników i niuansów tak ważnej i przydatnej problematyki finansowej.

rec. Stanisław Flejterski

Trends in the Financial Market of Euro Area

Leokadia Oręziak

The euro area has been in place since 1999, and currently involves 12 European Union countries. The introduction of the joint currency - the euro - is contributing significantly to the growth of the single financial market of the Union. Previously, companies relied on the banks for capital. Direct financing through issue of securities such as shares or commercial papers played only a secondary role. The situation is now beginning to change, as companies increasingly raise funds in the capital market. The new IPOs are met with growing interest from pension funds. In particular, the last three years have seen a steady rise

in trading in euro-denominated company bonds. Thus the euro has become a key currency of debt instrument issue, and not only within the European Union. Trading in commercial papers is additionally boosted by the fact that the supply of treasury securities is shrinking, as the Eurozone countries are consistently implementing the policy of reducing their budget deficits. This, along with the anti-inflationary policies of the European System of Central Banks is strengthening the position of the euro as a world currency.

Exchange Rate Forecasting. The Model of Excess Return Rate on Foreign Investment

Michał Rubaszek, Dobromił Serwa

The paper presents the model of excess return rate (ERR) which describes the change in the yield differential between foreign and domestic security investment over time. The authors relate the ERR on a Polish investment to several variables representing the factors which influence investment climate in Poland, Germany and the USA. ERR is directly affected by, among other things, the growth rate of stock exchange indexes, the term structures of interest rates on T-bills and the increments in the yields from Treasury bills. The authors believe investment in risky securities incurs a risk premium. Therefore it seemed necessary to furnish the ERR model with a conditional variance on the part of the model which is not described by

other macroeconomic variables. It was proposed to use an ARCH type model to build this variance. The result was applied to obtain short-term exchange rate forecasts for the two currencies of major importance for the Polish economy: the American dollar and the German mark. The findings confirm that Polish securities yield the ERR. They also suggest a link between the future exchange rate and the current values of the variables derived from the financial markets. The model can be further extended by abandoning the assumption of efficient financial markets and including lagged variables as regressors capturing the changes in the ERR.

The History of Central Banking - Bundesbank and its Predecessors

Wojciech Morawski

The German monetary system emerged gradually, in step with the progress of the country's unification. In 1618, the first German public bank was created, namely the Girobank in Hamburg. Paper money was first issued in 1706 in the Stolberg county. From 1875 to the beginning of World War II Reichsbank performed tasks typical of a central bank. The 1948 reform led to the restoration of central banking in the western part of Germany - first in the shape of Bank der Deutscher Länder, transformed in 1957 into Deutsche Bank. In the post-war period, with most countries having abandoned granting their central banks joint-stock

company status as a warranty of independence, Bundesbank laid down standards of state-owned central bank independence. Gradually, with the rising position of the German economy and the progress of European integration, the responsibilities of the Bundesbank, extending well beyond Germany itself, became somewhat of a burden. From the German perspective, the establishment of the euro was an attempt to solve the problem. In the German Democratic Republic, the issuing bank role was performed first by Deutsche Notenbank (1948-68) and then by Staatsbank der DDR (1968-91).

The Objectives and Independence of Public Debt Management Policy: Experience of Selected Countries

Kamilla Marchewka

The experience of high debt levels and budget deficits has caused many countries to embark on reforms to their public debt management, some of which are still in under way. These reforms are given particular attention in member states of the Economic and Monetary Union. The common monetary and currency policy and a common market, combined with the necessity to meet the established fiscal criteria, presents these countries with a new and greater challenge. This is especially true of those countries whose debt levels are markedly higher than the Union average.

In her paper, the author highlights two elements which determine the pattern of the entire government debt management policy. These are: its objectives on

the one hand and its degree of independence - as determined by a given country - on the other.

According to the author's observations, objectives for debt management policy tend to be formulated in a transparent and credible manner, with costs and risk of debt servicing carefully balanced, and due attention given to the desired position the country wishes to attain in the market. The paper underlines the growing importance of maintaining the independence of debt management policy (particularly in terms of operations and institutions) and protecting it from direct top-down pressures from the monetary and fiscal authorities. Such pressures have recently become increasingly common. For this as well as other reasons, the issues addressed by the paper are universally relevant to macroeconomic

Bureaucratic Redistribution of Income. The Case of a Monopolistic Office

Wojciech Pacho

policy.

The paper outlines elements of the economic theory of organisational behaviour relating to bureaucratic organisations and illustrates it with an example of a government office. The office is responsible for implementing an isolated policy target, involving redistribution of income. It is assumed to be a monopolist in its area of activity, which consists in identifying households in need of assistance and organising an appropriate form of State support for them. The key form of assistance is budgetary transfers to those households.

The monopolistic office seeks to maximize its utility function incorporating two arguments, the output level and

employment. Output levels are measured by the number of households to which assistance is finally extended. From the utility function, cost function is derived and output level determined. This level is additionally influenced by politicians' „demand” for the services of the office. The politicians' preferences are probably determined by the limited size of the budget they are prepared to assign to a given project. The question arises as to whether the office, the monopolist in its field, is able to „extract” the entire amount potentially earmarked to its activities, at the same time realising its preferences as to the choice of technology (or the cost level)? The final result tends to be that the monopolistic office renders its services at a relatively high cost and on a scale exceeding the optimal social benefit.

The Crisis in the Japanese Banking System

Małgorzata Zaleska

The key objective of the paper is to present aspects of the Japanese banking crisis against the background of the country' overall economic performance. The macroeconomic situation of any country fundamentally influences the position of its banking

sector, affecting directly all its individual participants.

The choice of Japan is not accidental. It serves to emphasise the point that even countries perceived as financial superpowers are not immune to serious financial crises.

The contents of the paper can be summarised in four points:

First, it describes the success and failure of the Japanese economy, along with their possible causes and consequences.

Next, the author discusses the role of „external” institutions - such as the Ministry of Finance, the Bank of Japan and the Corporation for Deposit Insurance - in the shaping of the banking environment in Japan.

Further, the author describes the specifically Japanese risk features of banks' policy. These include their considerable involvement in company clusters („keiretsu”), inaccurate assessment of borrowers'

financial standing, considerable and imprudent involvement in property financing.

Finally, the paper presents the measures undertaken by the Japanese authorities (including the establishment of new institutions, regulatory changes, bank nationalisations, and the implementation of the so-called reform.coms), designed to prevent further crises.

The analysis of the Japanese banking crisis reveals the complexity of its causes and suggests a long and painful path out of it, calling for both the use of macroeconomic instruments and activities at the micro level.

Loan Repaid in Fixed Principal Instalments

Andrzej Karpio

The paper analyses the type of loan where principal is repaid in the form of fixed-amount instalments, at uneven intervals. The rather general approach the author assumes allows him to examine the specific features of this type of instrument, which in turn helps to arrive at precise conclusions, important for both the borrower and lender. In particular, the paper shows

that the fixed-instalment repayment is not to the bank's best advantage: when the maturity and number of instalments are determined, the amount of interest on the loan tends to be minimised. Additionally, the paper examines the impact of late payment of the instalments, suggesting ways to reduce the costs involved.

Commercial Banks Strike Back

Rafał Walkiewicz

Investment banking services have dominated the corporate financial services market, especially with respect to the big multinational corporations. The largest international commercial banks have seen their margins melt - or leak over to investment banks. Under the circumstances, the only defence strategy possible was to strike. And so commercial banks - either through organic growth or acquisitions of investment banks - have seized a significant position in the investment banking services market. This development constituted the first stage of commercial banks' expansion into a new sector - followed by preparations to win advantage over its established institutions. Stage two involved bank groups organised around commercial banks offering packages of traditional credit products combined with those typical of investment banking. The groups advertise the packages as the true

comprehensive offer, implying that household names in investment banking should be forgotten by clients. Having made forays into the new market and won - thanks to the ability to combine the two types of banking - many a battle with incumbents, the groups are now consolidating their international position. As a result, bulge bracket firms increasingly less often include the traditional, specialised investment banks. They are being dominated by groups centred around commercial banks which, given their resource of cheap deposits and the global scale of activities, are capable of competing anywhere in the global financial market. Are we yet to witness a process leading to a gradual takeover - by internationally active banking conglomerates - of the market of large, medium sized and perhaps even small enterprises?