

BANK I KREDYT

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

sierpień
2006

- 3** **Oleksandr Petryk**
History of Monetary Development in Ukraine
Historia przemian monetarnych na Ukrainie
- 25** **Tomasz Bernhard**
Postępy nowych członków Unii Europejskiej w realizowaniu kryteriów konwergencji gospodarczej
Progress of the New EU Member States in Fulfilling the Criteria of Economic Convergence
- 37** **Adam Szyszka**
Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
Momentum at the Warsaw Stock Exchange
- 50** **Witold Srokosz, Marek Kopyściański**
Znaczące transakcje wewnątrzgrupowe w konglomeracie finansowym na tle regulacji polskich i unijnych
Significant Intragroup Transactions in a Financial Group in the Context of the Polish and the EU Regulations
- 61** **Edyta Rudawska**
Zarządzanie relacjami z klientami w bankach spółdzielczych
Managing Relations with Customers at Cooperative Banks
- 72** **Michael M. Weinstein (red.), *Globalization. What's New?*** rec. **Elżbieta Czarny**
Review of the book edited by Michael M. Weinstein, *Globalization. What's New?*
- 76** **Tomasz Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe - aspekty prawnopodatkowe*** rec. **Piotr Stanisławiszyn**
Review of the book by Tomasz Nieborak, *Financial Derivatives - Legal and Tax Aspects*
- Bankowość Centralna od A do Z (educational insert in Polish only)**
Leokadia Oręziak
Bank Anglii jako bank centralny Wielkiej Brytanii
Bank of England as the Central Bank of Great Britain

Rada Naukowa/Scientific Council

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

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

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

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

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

Projekt/Project

DOCTORAD

Skład i Druk/Typesetting and printing

Drukarnia NBP/Printing House of the NBP

Korekta/Editing

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

Prenumerata/Subscription

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmują: jednostki kolportażowe właściwe dla miejsca zamieszkania lub siedziby prenumeratora (dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy „RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa 12401053-40060347-2700-401112-001 lub kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zleceniem dostawy za granicę jest o 100% wyższa od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizową, przyjmowane od osób zamieszkałych za granicą, realizowane są od dowolnego numeru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są przyjmowane na okresy kwartalne w terminie: do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 - na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na IV kw. br. Informacje o warunkach prenumeraty w „RUCH” SA OKDP, ul. Jana Kazimierza 31/33 00-958 Warszawa, można uzyskać pod tel. 532-87-31, 532-88-20.

www.ruch.pol.pl

Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy:

Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej,

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa,

nakład: 1200

konto:

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy

nr konta: NBP DOR 871010-0000-0000-1323-9600-0000

2007 r. - 204,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł

Zgodnie z komunikatem nr 4 ministra Nauki i Informatyzacji z dnia 7 października 2005 r. w sprawie wykazu wybranych czasopism wraz z liczbą punktów za umieszczoną w nich publikację naukową (Dz.Urz. nr 17, poz. 51 z późn. zm.), publikacjom naukowym w „Banku i Kredycie” przyznawane są 3 punkty.

History of Monetary Development in Ukraine

Historia przemian monetarnych na Ukrainie

*Oleksandr Petryk**

Abstract

The aim of the article is to provide an impartial analysis of the monetary and economic developments that have taken place since Ukraine gained independence in 1991 and to answer the question: which monetary regime is optimal now from the point of view of ensuring sustainable economic growth and preventing possible financial crises.

The first part of the paper describes main events that took place during the last fifteen years. There was a hyperinflation period and stagnation of the economy in the early 1990s, economic and currency reforms in 1994-97, the financial crisis of 1998 and a period of real economic growth and moderate inflation in 2000-05. The second part of the paper discusses possible exit strategies to a more flexible exchange rate regime from the current de facto peg to the US dollar. It is argued that the inflation targeting approach is best suited to the needs of the Ukrainian economy and will provide a new "nominal anchor" for the economy. It allows increase in the credibility and transparency of monetary policy and maintenance of low rate of inflation in the long run to support sustainable economic growth.

Keywords: Ukraine, monetary development, exchange rate, inflation targeting.

JEL: E31, E42, E52, E58, E61

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie analizy zmian monetarnych i ekonomicznych, które zaszły na Ukrainie po uzyskaniu przez nią niepodległości w 1991 r., oraz odpowiedź na pytanie: jaki reżim monetarny jest teraz optymalny dla zapewnienia wzrostu gospodarczego oraz zapobieżenia możliwym kryzysom finansowym.

W pierwszej części opisano główne wydarzenia, które wystąpiły w ciągu ostatnich piętnastu lat: okres hiperinflacji i stagnację gospodarczą na początku lat 90., reformy gospodarcze i walutowe w latach 1994–1997, kryzys finansowy w 1998 r., okres wzrostu gospodarczego oraz umiarkowanej stopy inflacji w latach 2000–2005.

W drugiej części omówiono strategię odejścia od wiązania kursu hrywny z dolarem amerykańskim w kierunku bardziej elastycznego reżimu walutowego. Twierdzi się, że strategia bezpośredniego celu inflacyjnego lepiej odpowiada potrzebom gospodarki ukraińskiej oraz idei „kotwicy nominalnej” dla gospodarki. Pozwoli to na zwiększenie wiarygodności i przejrzystości prowadzonej polityki pieniężnej oraz utrzymanie niskiej stopy inflacji w długim okresie celem wspierania wzrostu gospodarczego.

Słowa kluczowe: Ukraina, pieniądz, kurs walutowy, strategia bezpośredniego celu inflacyjnego.

* Director of Economic Analysis and Forecasting Department of the National Bank of Ukraine.

1. Introduction

Ukraine, like many other emerging and transition economies, has to solve the following dilemma: either to continue to support the current de facto peg to the dollar or to start to proceed to a more flexible exchange rate regime. In the case of the latter option, the monetary policy would need another “nominal anchor”. In our view, inflation targeting could provide such a nominal anchor.

This article presents a brief history of monetary, banking and economic developments since Ukrainian independence in 1991 with the view of making policy recommendations about the future course of Ukrainian monetary policy.

The first part of the paper describes past developments and the main macroeconomic and monetary events since Ukraine gained independence in 1991. In particular, in this part we describe the hyperinflation period and stagnation of economy in the early 90s, as well as the main features of economic reforms in 1996, the financial crisis of 1998, cooperation with international financial institutions (IFIs) and the current economic situation.

The second part discusses possible exit strategies to a more flexible exchange rate regime from the current de facto peg to the US dollar. It is argued that inflation targeting approach is best suited to the needs of the Ukrainian economy.

Some important “pros” support this statement. Under a flexible exchange rate regime the central bank should be able carry out a more independent monetary policy, which helps mitigate the negative influence of foreign and domestic shocks on the economy. Other arguments for changing the current monetary regime are avoiding possible financial crises in the process of financial market liberalization and the maintenance of a low and stable rate of inflation in the long-run.

2. History of monetary and economic developments in Ukraine since its independence

2.1. The Soviet banking system and the start of banking reform before 1991

Without understanding the banking system history and conditions prevailing in the period before Ukraine proclaimed its independence, and the process of collapse of the Soviet economic and banking system, respectively, it is difficult to understand the processes which took place in Ukraine in the period following the official establishment of the National Bank of Ukraine, the

separation of the Ukrainian banking system from the post-Soviet one and the formation of the banking system the newly independent state. The main problems of economic development, structural reforms and banking in Ukraine in the first stages of independence were discussed in Sundakov et al. (1994), IMF (1996) and Voronova, Petryk (1998).

Notwithstanding the fact that the Soviet banking system was an integral part of the planning process, banks did not act as financial intermediaries as they do in the market economies. Their main function was that of financial controllers in the planned economy. Credit flows were determined by the centralized plan of goods and services production and was handled by state administrative methods. In the absence of credit and capital markets, the banking system was the channel which allocated the money in accordance with the “real plan”.

The movement of capital to enterprises was regulated by “credit plans” of the USSR State Bank. They were similar to quantitative production plans: a credit to any enterprise was based on its production output plan and its needs for long-term capital investments. A credit, given as short-term working capital, was determined under the plan for short-term credit. On the other hand, long-term investments were financed under the plan for long-term credit. Therefore, size and types of credits extended to enterprises did not depend on the factors which, under market conditions, determine credit decisions in a market economy, in particular a borrower’s creditworthiness and investors’ right to chose the level of risk and interest rates. Thus, the Soviet system ensured a certain indirect financing of the budget by the central bank. In addition, in order to finance budgetary capital expenditures long-term government bonds were issued.

Long-term credits were extended through a centralized long-term crediting fund formed to finance the budget. The USSR State Bank’s relations with the state budget were based on the uninterrupted financing of state needs in accordance with the approved expenditure plans.

Whereas the credit plans provided for the amounts and direction of credits in the banking system, another plan, namely a plan of money emission or “the cash plan” of the USSR State Bank determined cash supply for the population. Enterprises were forbidden to have cash, except money to pay salaries. Citizens received their remuneration in cash solely and bought almost all goods and services for cash; credit possibilities for the population were strictly limited. Savings banks (later the Savings Bank) accumulated deposits and transferred this money to the central bank which placed it at the disposal of the state. Consequently,

the main task of financial policy was to attract cash from the population to the banking system, where it was turned into the resources used by the state to finance its operations.

Before the reforms of 1987–88, the USSR State Bank performed central banking functions in the Soviet financial system (except the function of international reserves management), as well as the majority of commercial bank functions. As the central bank in a planned economy, the USSR State Bank was responsible for distributing cash and credit resources (the cash and credit plans). The State Bank was also the banker of the state and the creditor of enterprises, and it executed settlements between economic entities.

During this period, the payment system served the need in refunding manufacturing costs to enterprises, i. e. in repaying the cost of all listed resources and payments, which also included salaries except taxes. Consequently, the enterprise received payments for its goods from the bank (local branch of the State Bank) after submitting documents confirming the delivery of goods. Then, those documents were sent to the State Bank branch at the buyer's location, where the latter's account was debited. However, because of mailing delays the buyer's account was often debited several months after the delivery of goods. As a result, a considerable credit position in favour of buyers arose in the payment system, since the debit was behind the credit, and thus a substantial amount of money "en route" appeared, i. e. net liabilities of the banking system with respect to the buyers.

In addition to the State Bank, there were two specialized banks, specifically the USSR BUDBANK (Building Bank) and the USSR Foreign Trade Bank, in the period before the reforms of 1987–88.

In 1987–88 the reforms and structural changes started with the purpose of establishing a two-tier banking system, in which newly established specialized banks would perform the functions of commercial banks that were previously executed by the State Bank. Three new specialized banks were established: AGROPROMBANK (Agriculture-Industry Bank), PROMBUDBANK (Industry-Building Bank) and Bank of Social Investments, or ZHYLSOTSBANK, which were to provide credits to enterprises in the respective sectors. Therefore, these banks undertook all commercial functions, previously performed by the State Bank, including acceptance of deposits from and extension of credits to enterprises. In addition, the specialized banks also acted as the government agents. Their books included a complete list of the accounts of the national, republican and local authorities. The Foreign Trade Bank (later renamed ZOVNISHEKONOMBANK)

continued to perform its previous functions. The savings banks of the USSR State Bank were given the status of banks and were reorganized into the USSR Savings Bank.

At the same time, in 1988, a law on cooperatives was adopted. It permitted creation of cooperative banks for servicing the needs of cooperative enterprises which were not served by the state specialized banks. In addition, state enterprises gained the right to create their own banks. These commercial and cooperative banks differed greatly from the specialized ones. First, their activity was much less limited: they could extend both short- and long-term credits, take payments and deposits and handle foreign exchange operations. Second, their customers did not need to come from a specific economic sector. These banks enjoyed the freedom of servicing both population and enterprises in any industry.

Before the Soviet Union collapse, one more significant event occurred that had negative consequences for monetary development in almost all post-Soviet countries. An administrative increase in prices was arranged with a simultaneous change of banknotes of large denominations, more known as the "Pavlov reform" (Mr. Pavlov was the USSR's Minister of Finance at that time). Household deposits were partially indexed with a 3 year delay in payment and there was a small selective rise in wages. It was the government's attempt to remove the inflationary potential in the economy at that time, by administrative measures. From the macroeconomic point of view, such measures had a very small and short-term effect. Yet, the most negative result of this event might be the increased distrust of the authorities and rise in the inflationary expectations of the population.

2.2. The period between 1991 and 1994

After the collapse of the USSR and creation of fifteen independent states, a paradoxical situation arose when the newly established central banks of all these countries became issuing centers, i.e. had the possibility to issue non cash rubles through credits to governments or business. It was the main factor behind the increase in prices in that period. The Central Bank of Russia was the sole issuer of rubles in cash. For instance, in 1992 inflation in Ukraine was almost 2,000 per cent. High inflation was observed in all countries of the ruble area (price increase was much lower in the Baltic countries, especially in Estonia and Latvia, which were the first to leave the ruble area and to create their own currencies).

Of course, rapid growth of ruble supply with continued administrative price control forced each

Box 1. Introduction of temporary currency in Ukraine

In late 1990 and early 1991, the government attempted to prevent citizens of other countries from purchasing goods in Ukraine. This was because other countries had either moved to market economies where prices were higher or faced shortages of goods compared to Ukraine. According to the authors of this measure, it would give Ukrainian citizens, who received a certain amount of coupons in addition to their wages in rubles, the possibility to have priority when shopping in the retail trade network. In practice, this resulted in the growth of corruption and the creation of a market in coupons. Improvement of the coupon system by replacing one-time coupons with reusable ones did not improve the state of affairs. In 1991, the lack of sufficient ruble cash received from the Central Bank of Russia, as well as of information about price liberalization scheduled on January 2, 1992, forced the authorities to employ reusable coupons not as special rights, but as cash. In 1992, within a certain period, two different types of cash circulated in Ukraine, which made arbitrage possible. The events in the cash segment developed as follows. In January 1991, 25 per cent of wages were paid with coupons. It was possible to buy goods and services with coupons whereas rubles could be used only for purchases of services, transport, newspapers etc. The exchange rate of the

coupon against the ruble was not officially established but *a priori* it was supposed to be 1:1 because services could be bought both types of cash. However, in view of the restricted use of cash rubles at the beginning of the introduction of coupons, the exchange rate of the coupon against the ruble fluctuated, de facto, from 3 to 4 rubles per coupon. At the same time, the exchange rate of the coupon against the dollar was set at 10:1 whereas in the black market this rate reached 100:1. It was already in the second month when 50 per cent of wages were paid in coupons, in the third month – 75 per cent and in the fourth month – 100 per cent. The coupon purchasing power, as well as the exchange rate of the coupon against the ruble and the dollar rapidly devalued. It was primarily caused by the rapid growth of the cash coupon supply. Coupons circulated as cash, whereas rubles could also be used for non-cash operations. The exchange rate of coupon against ruble also devalued quickly, since rubles could be invested in mass privatization which started at that time where as coupons could not be used for such purposes. Of course, the coupon against ruble exchange rate existed de facto. The exchange rate was 1:1 de jure since wages were calculated and paid in rubles and coupons on 1:1 basis, and used at this value in retail trade.

new country or even region to create administrative barriers against washing out of goods from this region or country. The Baltic countries made it using more economic measures, i. e. they freed prices and raised wages within the budget sector. By the contrast, Ukraine introduced a temporary currency – coupon-karbovanets without price liberalization.

This introduction was intended to solve the problem of shortage of cash in circulation, which had resulted from controlling the issue of cash by the Central Bank of Russia (CBR), and to defend the internal market of goods. With the purpose of controlling the money supply, in July 1992 the CBR changed the procedure of settlements with former USSR republics. The CBR opened accounts for each of them and respective correspondent accounts with each central bank. This considerably complicated mutual settlements of all post-Soviet countries of the ruble area with Russia.

The year between 1992 and 1993 was a unique period from the point of view of the world experience and disastrous for Ukrainian economy.

Only a few countries in the world had hyperinflation; when average monthly inflation exceeded 50 per cent: Hungary after the World War II, Germany and Austria in the 1920s, Argentina, Bolivia and Brazil in the 1980s. Inflation is a monetary phenomenon over time. From December 31, 1992 to December 31, 1993 the inflation in Ukraine peaked at more than 10,000 per cent. That is to say for the calendar year 1993 prices increased more than 100 times. From November 1, 1992 to the end of 1993, the prices increased 167 times!

It is difficult to say that during that year the National Bank of Ukraine had an opportunity to pursue a monetary policy in the usual sense of its definition. One can recollect direct credits to the coal industry during the miners' strikes in Donbas, credits to the agro-industrial sector, for mutual settlements etc. Almost 100 per cent of the government budget deficit was a direct credit from the NBU. During 1993 the money supply increased almost 20 times and prices increased more than 100 times.

Table 1. *Historical review of the world hyperinflation*

Country	Period	Rise in prices for the period, number of times (1 = beginning of the period)
Hungary	08.1945 – 07.1946	10 ²⁷
Germany	09.1922 – 11.1923	10 ¹⁰
Ukraine	1992 – 1993	2154
Bolivia	10.1984 – 09.1985	236
Brazil	1981 – 1985	146
Argentina	07.1983 – 06.1985	128
Austria	01.1920 – 06.1921	70
Hungary	01.1920 – 06.1921	44

Source: Cagan (1989).

Box 2. Hyperinflation in Ukraine in 1993: Shoe-leather cost' effect

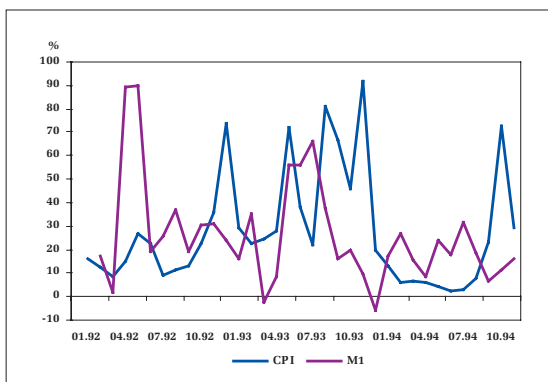
That is how one of hundreds of thousands of citizens of Kyiv, the capital of Ukraine, acted at the end of August 1993. Having received his monthly salary as a programmer at a small private enterprise developing software for commercial banks, which amounted to one million two hundred thousand coupon-karbovanets, Oleksandr Belyakov did not waste time. He understood that every day the coupon-karbovanets value decreased drastically. While his wife stockpiled food, washing powder and other household items for a month or more he used to go to the corner of Khreshchatyk and Lenin Streets where he exchanged his remaining salary for US dollars. Mr. Belyakov, like hundreds of thousands of other

citizens, understood well the main rule of survival in a country whose economy was in the state of hyperinflation. Prices for goods and services changed radically: in September 1993, the official inflation index was 80 per cent. Prices for many goods increased several times. US dollars had a similar growth rate in the black market. What would happen to Mr. Belyakov's salary if he failed to exchange it for USD quickly. The day when he got his salary, one USD was worth about 17,000 coupon-karbovanets which meant that 1,200,000 coupon-karbovanets could be exchanged for USD 70. In a month, one USD was worth about 30,000 and his salary until the next indexation was worth only USD 40.

The situation was typical for all of the countries whose economies suffered from hyperinflation. Prices increased much faster than the central bank printed money (Petryk 1998). The whole society functioned under conditions of permanent inflationary

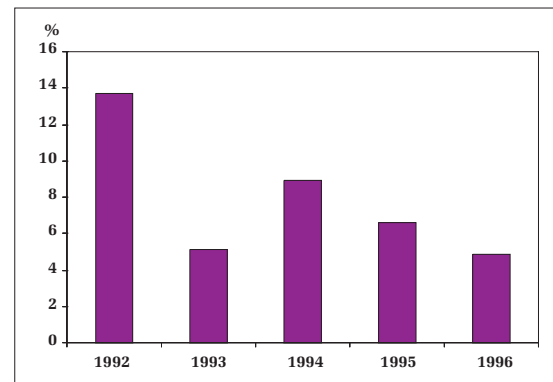
expectations and that was also a determinant of inflation acceleration (coupled with "new money printing"). In fact, high inflation made it too costly to keep money. Ukrainian citizens responded rationally and kept the smallest amount of coupons possible.

Figure 1. *Money supply growth rate and inflation, 1992 - 94*



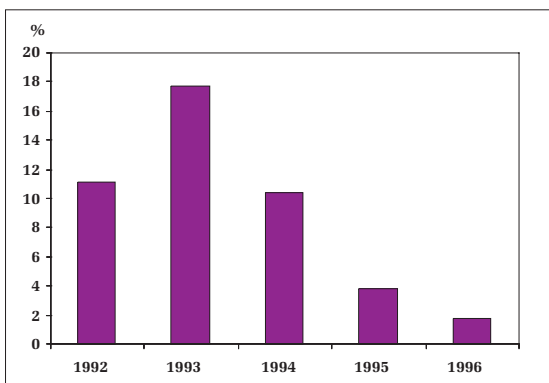
Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Figure 2. *Budget deficit in percentage of GDP, 1992-96*



Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Figure 3. *Seigniorage as a share of GDP, 1992-96*



Note: the ratio of monetary base growth to GDP is used as a measure of seigniorage.

Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Three main interrelated factors caused the hyperinflation of 1992-94.

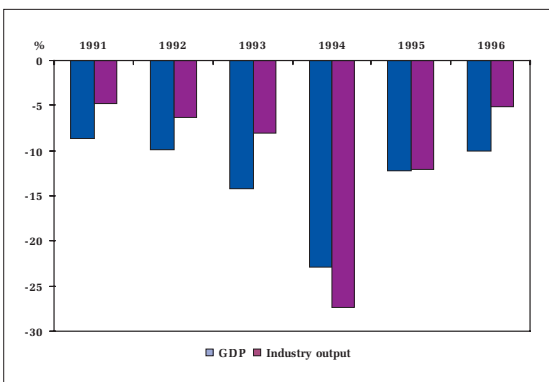
First, the existing tax system did not cover state expenditures in a situation where real GDP declined rapidly and the tax base decreased respectively. A considerable share of economy functioned in the shadow, i. e. taxes were not paid completely or partially. According to different estimates, the shadow sector of the economy made up about a half of the economy. A decrease in real tax receipts was also caused by the time lag and tax collection discretion under high inflation (Tanzi-Oliveira effect).

Second, lack of a capital market for state enterprises in need of cheap credits.

Third, and mainly as a consequence of the two first factors, reliance on seigniorage in budget deficit financing.

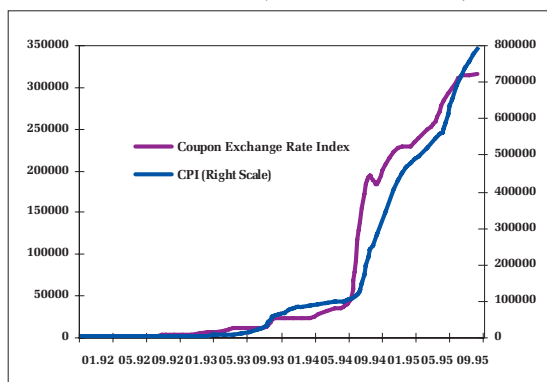
In fact, coupons stopped fulfilling the three functions inherent to money: a unit of account, a medium of exchange and a store of value.

Figure 5. *Real fall in GDP and industry, 1991-96*



Source: State Statistics Committee of Ukraine.

Chart 4. *Consumer Price Index and coupon devaluation, 1992-95 (01.01.1992 = 100)*



Source: NBU, State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

As regards the external value of the currency, in the period starting in September 1993 there were at least four exchange rates in Ukraine: the NBU official exchange rate, the auction rate, the commercial rate of cash purchase-sale and the black market exchange rate. The main negative consequences of this foreign exchange policy were worsening of the current account of the balance of payments, underestimation of the profit from exports and overestimation of the cost of imports, the development of the shadow economy, a loss in foreign exchange reserves etc. All of these factors were related, either directly or indirectly, to the effort of all economic entities to use the difference between the existing exchange rates to earn profits which, led to losses for the state. By comparison, the inflation in Russia in 1993 amounted to approximately 1,000 per cent, which was 10 times less than in Ukraine. The Ukrainian karbovanets became almost 10 times less valued than the Russian ruble during this period. This shows that the internal and external (with respect to ruble) devaluation of the Ukrainian currency was almost equal during the hyperinflation period.

This hyperinflation resulted in the biggest economic downturn in the history of Ukraine. In 1994, the real GDP decreased by 23 per cent.

2.3. The period of macroeconomic stabilization and monetary reform in Ukraine in 1994-97

Macroeconomic stabilization and inflation deceleration were seriously pursued for the first time by the government and the National Bank of Ukraine at the end of 1993.

At the end of 1993, the NBU achieved a success both in the development of the institutional fundamentals and in the fulfillment of the monetary and exchange rate policy. Steps were taken to make

the transition to a single exchange rate and a current account convertibility. Unified reserve requirements and a single refinancing rate were also introduced, the use of subsidized and target credits was reduced and credit auctions were initiated. Notwithstanding an inflationary fiscal policy, the NBU set the grounds for needed anti-inflationary measures, which pushed the economy out of hyperinflation.

The main anti-inflationary measures of the Ukrainian authorities were:

- mechanism of issuing government securities, which allowed state expenditures to be financed by borrowings in the internal market as opposed to using money creation to finance the budget deficit. Simultaneously, a new powerful instrument of monetary policy appeared at the National Bank;

- system of interbank settlements and payments, which, with its main parameters, was one of the best at that time in the Central and Eastern Europe. It allowed all settlement transactions to be carried out in real time for several hours;

- essential progress was achieved in banking supervision. Bank licensing, unified rules of controlling economic ratios, systems of inspecting banks and credit classification were introduced;

- establishment of credit ceilings was the main and, perhaps, the only possible measure of the NBU for rapid inflation slowdown, though this was a shock for the real sector of the economy.

Fiscal adjustment was the centre of the stabilizing measures of 1994-95. The general budget deficit decreased from 15 per cent in 1994 to 5 per cent in 1995, and as a result the inflation fell from 400 per cent in 1994 to 180 per cent in 1995. The domestic currency nominal exchange rate against the USD stabilized in the second half of 1995 and did not change significantly over almost 3 years remaining within the corridor of UAH 1.8 – 2.25 per USD¹. Monetary reform in September 1996 helped to stabilize inflationary expectations and to reduce the inflation to 40 per cent in 1996 and to 10 per cent in 1997. It was also an outstanding political factor since the national currency became an essential attribute of Ukraine as an independent state.

On the eve of the monetary reform of 1996 the macroeconomic situation in Ukraine was favourable. The stabilization of the economy strengthened in 1995 and in the first half of 1996, in particular:

- the inflation slackened considerably;
- the exchange rate (of the Ukrainian coupon-karbovanets of the National Bank of Ukraine against USD) was maintained in a narrow corridor;

- the rate of decline in GDP, as well as of industrial output decelerated;

- activity of households as economic entities increased;

- incomes of households and their savings increased;

- the results of external economic activities improved.

Therefore, the analysis of the economic situation on the eve of reform testifies to the fact that the necessary conditions were created in Ukraine for the introduction of the hryvnia which, in compliance with the Constitution of Ukraine, was to become the monetary unit of the state.

Monetary reform was carried out in compliance with the Order of the President of Ukraine of August 25, 1996, No. 762/96 “On the Monetary Reform in Ukraine”.

The main tasks of monetary reform were:

- replacement of the temporary monetary unit – Ukrainian karbovanets – by the national currency – hryvnia;

- the determination of the terms of the exchange (ratio of new to old currency);

- creation of a stable monetary system and transformation of money into an important stimulating factor of economic and social development.

The reform was transparent and nonconfiscatory; it also ensured the inviolability of savings belonging to the population before the reform (Petryk 1996; Oksymets 1998). The choice of such reform resulted from the need:

- to guarantee absolute confidence in the new national currency and as a result – in the policy and economic reforms of the government;

- to keep stability in the money, consumer and foreign exchange markets of Ukraine, to prevent inflation and interruption of exchange rate stability, which could have negative effects on the living standards of the population;

- to prevent speculative transactions of karbovanets – hryvnia exchange;

- to create an acceptable social climate to prevent great psychological and social tension in society in connection with the implementation of monetary reform.

Two more – rather important – factors favoured the conduction of civilized non-confiscatory monetary reform:

- the absence in the economy of Ukraine on the eve of the reform of a money overhang, when money supply considerably exceeds money demand;

- the creation of confidence between the government and the central bank as well as between all economic entities.

¹ In compliance with the international methodology, the budget deficit of Ukraine was bigger than the official data due to the inclusion of privatization incomes to the budget deficit financing rather than to the budget revenues.

The monetary reform in Ukraine was carried out from September 2 to September 16, 1996. The Ukrainian karbovanets were exchanged for hryvnia at the rate of 100,000 karbovanets against 1 hryvnia. Starting from September 17, 1996, cash circulation of karbovanets was stopped and the hryvnia with the kopec as its coin unit became a single legal tender on the territory of Ukraine.

From September 17 to October 15, karbovanets were still exchanged for hryvnia at the cash desks of commercial banks, and after then for several more years – at regional branches of the National Bank of Ukraine.

The main achievement of monetary reform of 1996 was the maintenance of stability in the money, consumer and foreign exchange markets. The forecasts about the consequences of the reform, developed by the government and the National Bank of Ukraine, came true.

First, inflation was kept within forecasted parameters. Second, from the beginning of the reform, the National Bank of Ukraine maintained a stable exchange rate of hryvnia against foreign currencies, which was the main factor in maintaining inflationary expectations at acceptable level. Third, realization of the reform accelerated money circulation and promoted the improvement of the money and credit markets in the future. It has been proven by a gradual but durable lowering of interest rates in the banking system, which undoubtedly favoured the growth of banking credits to the economy.

The most important achievement of monetary reform was raising the confidence of the population in the new national monetary unit, which was confirmed by the growth of household deposits in the national currency.

2.4. The Russian and Ukrainian crises in 1998

The fall in real GDP continued in 1997-99, after the August crisis of 1998 in Russia. Yet, the rate of fall slowed down year by year. At the same time, in this period a considerable progress was achieved in restricting the inflation rate, mainly due to the monetary policy of the National Bank. The exchange rate was used as a nominal anchor for maintaining inflation and inflationary expectations at an acceptable level. However, the fiscal situation remained difficult and economic activity was greatly influenced by developments at the world capital markets. Foreign investors, mainly short-term capital, came to Ukraine but after the Asian crisis, they began to withdraw from emerging markets, and from Ukraine in particular.

Inflation decreased from 40 per cent in 1996 to 10 per cent in 1997 and to 7 per cent through August 1998. Faster growth of inflation in September and October of that year was caused by a drastic devaluation in September, related to the crisis in Russia.

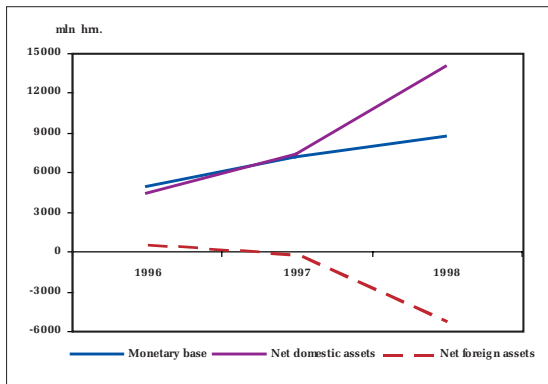
The slowdown in inflation until the financial crises of 1998 was connected with the exchange rate stabilization and the continuation of the tough monetary policy of the NBU.

After GDP fell by 3 per cent in 1997, the fall was suspended during the first 8 months of 1998 due to a large harvest and revival in construction. Still, the world financial crisis and the Russian crisis in particular, contributed to a decrease in world trade and reduced the earlier economic growth in Ukraine. As a result, GDP decreased in 1998 by another 2 per cent.

The root causes of the depreciation of the Russian ruble and Ukrainian hryvnia in the second half of 1998 were largely the same. Both countries suffered from a fiscal crisis and a slowdown in the process of structural and systemic reforms. They also resulted from large budget deficits, bureaucratic restrictions on entrepreneurial activities, and a lack of tax reforms. The fiscal crisis was aggravated by the economic decline.

To rely on monetary policy as an instrument of influencing the situation (when there are large and persistent budget deficits) was possible for only a rather short period of time. Since 1995 Russia, and since 1996 Ukraine, have moved from financing budget deficits through central bank emissions to the issuance of government securities (GKOs) and Federal bonds in Russia and domestic government bonds in Ukraine. Those policies helped to slow down the growth of the monetary base, stabilize the exchange rates of the national currencies, and lower inflation. Both Russia and Ukraine attracted financial capital due to relatively favourable conditions and experienced large inflows of short-term capital. However, it didn't take long for investors to realize that macroeconomic conditions in both countries were unstable. A series of crises in Asian countries became an additional factor that reduced investors' confidence in emerging markets. Large scale capital flight (which intensified as a result of the contagion effect) was initiated by non-residents. Afterwards, residents also joined this process. This led to considerable problems with state budget financing and to a rapid decline in international reserves. The rapid drop in reserves further undermined investors' confidence in the ability of central banks to protect national currencies from sharp devaluation. Both central banks did not resort to sterilization of the capital inflows (and foreign reserves growth) because

Figure 6. National Bank of Ukraine balance sheet dynamics, 1996-98



Source: NBU.

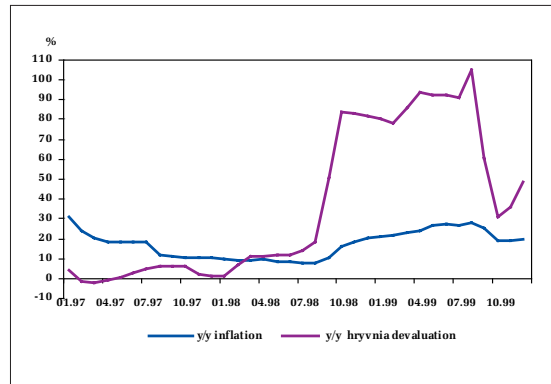
net domestic assets were decreasing. When the outflow of capital started, the levels of foreign reserves did not allow them to provide sufficient support to the national currency in the event of a speculative attack (Figure 6).

In particular, the National Bank of Ukraine resumed, in effect, large scale budget financing through purchases of domestic government bonds (OVDPs) in the primary market. Actually, the central banks could not be blamed for not pursuing tight monetary policies, as fiscal policies were not sufficiently tight and the central banks themselves did not have real independence (a new law on the National Bank of Ukraine was passed by the Supreme Council only in 1998). Monetary policy was, in effect, held hostage by the fiscal imbalances of that period.

In spite of similarities in the root causes of the devaluation crises, the situation in Ukraine was not as dramatic as in Russia. Differences in the dynamics of crises reflected the following:

- in Russia the levels of government debt and the budget deficit were higher than in Ukraine;
- the structure of foreign trade in Russia was quite different from that in Ukraine. As a result, devaluation in Russia led to much worse inflationary effects;
- in contrast to the Russian banking system, the banking system in Ukraine was less developed and as such had no large foreign loans exposure; as a result, depreciation effects in Ukraine were weaker;
- due to the underdeveloped stock market in Ukraine an additional channel for capital flight was in effect removed;
- Ukraine did not declare official default on its OVDP bonds, while the destructive consequences of the Russian default in reality helped to convince investors in Ukrainian debt that it was necessary to voluntarily restructure the debt;

Figure 7. Dynamics of Consumer Price Index and hryvnia devaluation, 1997-99



Source: NBU, State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

- the NBU and the Ukrainian Government avoided making statements about their intention to take resolute actions in respect of commercial banks, introducing instead a number of urgent measures to reorganize the banking system and foreign exchange market. This helped to lower excessive devaluation expectations, prevent massive withdrawals of funds from deposits, and avert speculative attacks;

- the financial crisis in Russia turned rapidly into a government crisis, which in effect, added fuel to the panic in the foreign exchange and financial markets. Ukraine succeeded in avoiding serious political tension.

Starting in 1998, Ukraine cooperated with the IMF under the program of Extended Fund Facility (EFF). Key purposes of this program were the strengthening of state finance and ambitious structural transformations aimed at promoting economic growth and improving the living standards of the population. At the same time, some measures were taken to counteract the negative impacts of regional shocks.

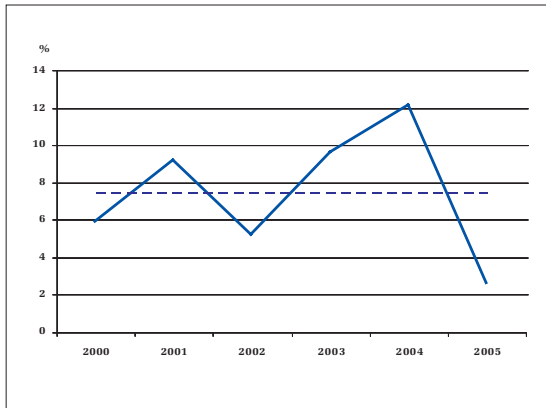
Due to regional shocks and worsening prospects for external financing, the program anticipated a more restrictive fiscal policy, restructuring of debt liabilities and the introduction of a new foreign exchange corridor for a more flexible exchange rate.

Monetary policy was pursued in a framework of meeting the performance criteria, which included a lower limit for the net international reserves change and a ceiling for net domestic assets of the NBU. The monetary base was used as a monitoring indicator.

2.5. The economic situation in 2000-04

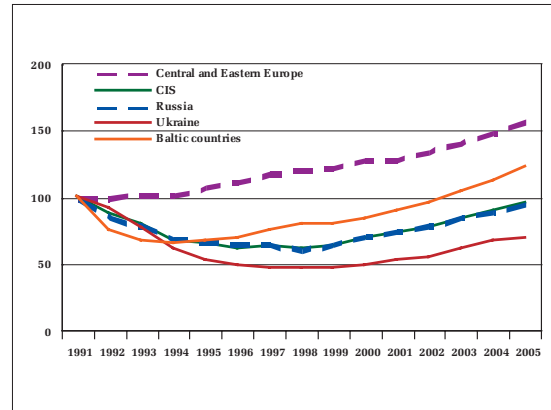
After ten years of economic stagnation, the year 2000 became the first year of real economic growth after Ukraine gained its independence in 1991. Real GDP

Figure 8. *Economic growth in Ukraine and average value, 2000-05*



Source: State Statistics Committee of Ukraine.

Figure 9. *Dynamics of GDP changes in transition economies during the period of reforms, 1991-2005 (1991 = 100)*



Source: IFS, own calculations.

growth of 6 per cent in 2000 began a large-scale recovery of the Ukrainian economy. In 2001 real GDP growth reached 9.1 per cent.

During 2000-04, the real GDP growth exceeded on average 8 per cent per year which was considerably higher than the average for Central and Eastern Europe (3.8 per cent) and the CIS countries (8 per cent). It reached a maximum value of 12.1 per cent in 2004 (Figure 8 and Table 2).

However the economic recovery took place from a very low base. As compared to the majority of other transition economies, real output in Ukraine in the 1990s decreased by more than two times.

The delay in structural reforms and an unfavourable business and investment climate hampered investments. FDI per capita in Ukraine has been very low compared with other transition economies (Figure 10). Moreover, economic growth was not accompanied by significant growth in living standards for the majority of population, because of uneven national income distribution.

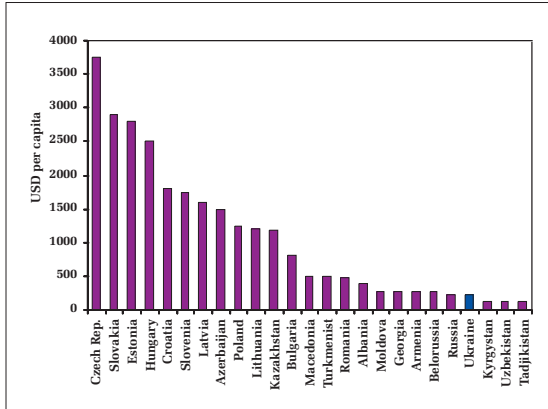
While since 1999 economic growth has been pushed by the growth in exports, domestic demand gradually started to play a bigger role. Stronger world demand stimulated value of Ukrainian steel exports

Table 2. *Economic growth in Ukraine, 2000-05*

Indicators	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Real GDP (% change)	5.9	9.2	5.2	9.6	12.1	2.6
Consumer Price Index						
Year average	28.2	12	0.8	5.2	9	13.5
December to December	25.8	6.1	-0.6	8.2	12.3	10.3
Producer Price Index						
Year average	20.9	8.7	3	7.7	20.4	16.8
December to December	20.8	0.9	5.7	11.1	24.1	9.5
Current account balance (% of GDP)	3.9	3.7	7.5	5.8	10.5	2.7
Budget deficit (% of GDP)	-0.6	0.3	-0.7	0.2	3.2	1.9
Monetary base (% change)	40	37.4	33.6	30.1	34.1	53.9
Money supply (% change)	46.1	41.9	41.8	46.5	32.4	54.8
Exchange rate (hryvnia/USD)						
Year average	5.44	5.37	5.33	5.33	5.32	5.14
End of the year	5.43	5.3	5.33	5.33	5.31	5.05
Real effective exchange rate (December 1999=100)	118.5	124	110.7	101.1	100.3	116.3
Real wage (% change) (Worker's income)	-0.9	19.3	18.2	15.2	23.8	20.3

Source: NBU, State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Figure 10. Direct foreign investments in transition economies (cumulated), 1990-2003 (USD per capita)



Source: IFS, own calculations.

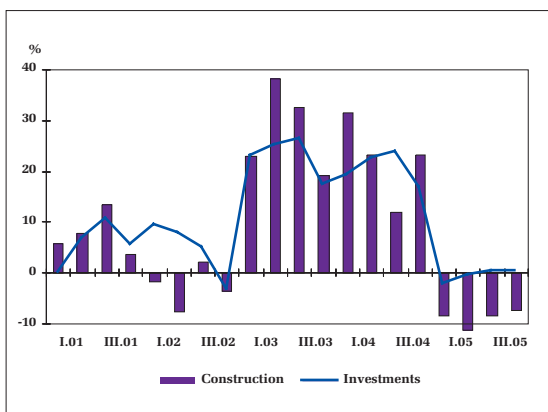
due both to increasing volumes and rising world prices for metal. Together with GDP growth in Russia and the growth of exports of machines and chemistry, annual export growth exceeded 25 per cent starting from the end of 2002 and resulted in a considerable positive current account and international reserve accumulation.

Profits of export industries fed investments and a construction boom. Fast growth of bank credits to the private sector and growing household incomes stimulated domestic demand.

Other powerful factors of the economic upturn were the fast growth of price competitiveness after large hryvnia devaluation in the second half of 1998 and early 1999, and the use of considerable idle production capacity. Figure 13 shows a significant inverse relationship between the real effective exchange rate and the current account of the balance of payments during the 1996-2005.

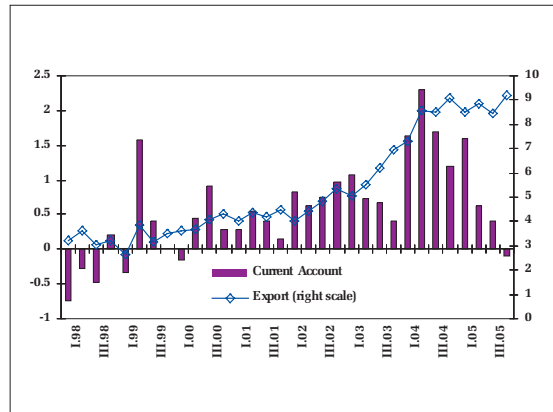
Inflation was moderate, but beginning in the second half of 2002, inflationary pressures and a

Figure 12. Construction and investments, 2001-05



Source: State Statistics Committee of Ukraine.

Figure 11. Exports and current account of Ukraine, 1998-2005 (USD billion)



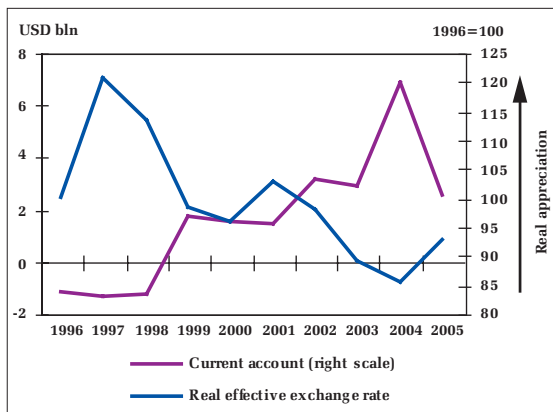
Source: NBU.

stable trend for increases in both consumer and producer prices emerged. Starting from the lowest point in the summer 2002, when 12-month moving inflation was negative, this index exceeded 14 per cent in the first half of 2005.

On the one hand, these price shocks resulted from very large increases in prices for certain foods due to small crops in 2003 and to administrative prices increases for housing, communal and transport services in an undeveloped market and the restructuring in industry and agriculture. On the other hand, there was also a monetary factor, in terms of rise in the growth of money supply. The rise in producers' price index exceeded 24 per cent in 2004, reflecting mainly higher world prices for energy and metals. "Wide" core inflation² exceeded 9 per cent which reflected the influence of the monetary factor.

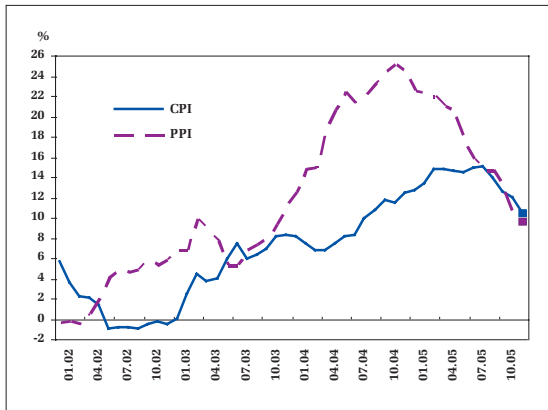
² "Wide" core inflation measure defined as changes in CPI excluding raw food products, fuel and services, regulated administratively. Narrow core inflation defined as changes in price of non-food goods without fuel and market services.

Figure 13. Real effective exchange rate and current account balance, 1996-2005



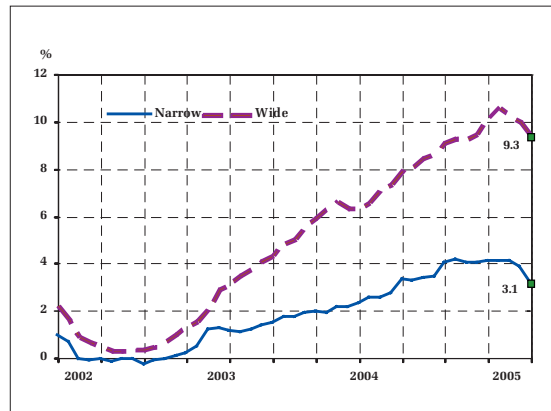
Source: NBU, own calculations.

Figure 14. 12-Month moving inflation of consumer and producer prices, 2002-05



Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Figure 15. 12-Month moving narrow core inflation and wide core inflation, 2002-05



Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

Fiscal policy remained rather restrained until the middle of 2004. In 2003, the consolidated budget deficit, according to the IMF methodology, amounted to 0.7 per cent. However, this situation also reflected a growing indebtedness owing to VAT repayment.

Price competitiveness remained rather high whereas devaluation of the real effective exchange rate starting from 2002 reflected lower inflation in Ukraine as compared to external inflation weighted by trade partners (mainly reflecting high inflation in Russia) and the strengthening of the ruble and the Euro versus the US dollar (and consequently versus the hryvnia).

Starting from 2000, Ukraine introduced the regime of a managed floating exchange rate instead of foreign currency corridor.

In the context of an actual pegging to the US dollar, starting from 2000, the growth of monetary aggregates was nevertheless accompanied by single digit inflation that mirrored the remonetisation process of the Ukrainian economy.

During this period the monetary policy was characterized by massive and largely unsterilized currency interventions of the National Bank of Ukraine.

The NBU decision to conduct only a limited amount of sterilization operations reflected the viewpoint, according to which high growth rates of money supply corresponded to the growing money demand taking into account the real economic growth and the increasing use of bank deposits to make payments (after many years of barter domination in the Ukrainian economy and of different forms of non-money settlements) (Stelmach, Petryk 2003).

For instance, the share of industrial output, including products of the fuel and energy complex which were settled in money increased from 48 per cent in 1999 to about 72 per cent in 2000, whereas the

share of industrial output which was realized under barter agreements decreased from approximately 33 per cent to about 17 per cent. In 2000, the amount of barter agreements in international trade also decreased considerably. Taking into account the annual inflation slowdown starting from October 2000, the NBU gradually decreased the refinancing rate from 27 per cent at the end of September 2000 to 8 per cent in 2004. The NBU also continued its policy of gradually lowering the level of minimum reserve requirements.

Despite the permanent NBU measures taken to improve prudential regulation and banking supervision, rapid credit expansion and the quality of the banking system credit portfolio caused concern in this period. The ratio of the bank credit to the GDP grew to 30 per cent in 2004 as compared with 12.4 per cent in 2000. Loans amounted to more than 2/3 of the total amount of banking assets, which was perhaps the highest share among transition economies.

2.6. Recent developments: 2005

The year 2005 differed significantly from the previous five years of rapid economic growth. Deterioration of trade conditions along with a considerable appreciation of the real effective exchange rate were factors which led to a decrease in the current account (from 10.5 per cent of GDP in 2004 to 3.1 per cent in 2005). GDP growth decelerated considerably from 12.1 per cent in 2004 to 2.6 per cent in 2005.

Monetary policy, in keeping the pegging of hryvnia to US dollar, was not sufficiently flexible to respond to the changing macroeconomic conditions, though NBU has taken first steps toward greater exchange rate flexibility. The first of these was relaxation of foreign exchange rate control measures, including export surrender requirements and the

provision that non-residents pre-deposit the full amount of their T-bill auction bids. In April the NBU – for the first time since the year 2000 significantly revalued the exchange rate of the hryvnia to the dollar (by approximately 4 per cent) mostly in order to slow the growth in money supply and inflation.

In August, the NBU lifted the ban that banks operate only on one side (buy or sell) of the foreign exchange market within the same day, and also allowed forward operations.

The fiscal policy of the new government continued the process of expansionary growth in current expenditures, which had started during the Yanukovich's government, redistributing general expenditures from the high-saving corporate sector to the lower saving-household sector. And, at the same time, drifting structural policies and a sharp hike in the tax burden dampened private investment demand.

Inflation has risen well into double digits in 2005. During the last six years with the monetary policy framework centered on defending the de facto peg to US dollar, inflation remained unanchored and very unstable especially in 2005. Recent inflationary pressures are mainly rooted in strong domestic demand for food items, fuelled by large increases in social spending and wages, as well as upward trends in prices of administrative services. In the second half of 2005 inflation declined (to 10 per cent from 15 per cent in the middle of the year) as a result of aggregate demand deceleration, which was expressed in a negative output gap.

Nevertheless high risks of inflation acceleration exist due to drastically increasing gas import prices and a continuous deterioration in the terms of trade.

The lack of clear and market-friendly structural policies has dampened an already difficult investment climate, restricting the growth of the economy. A protracted debate on the scope and *modus operandi* of reconsidering past privatizations in the first part of 2005 aggravated uncertainties about property rights – domestic and foreign investors responded by adopting a wait-and-see approach. But after the Tymoshenko government resigned a new government team was able to carry out the successful privatization of the biggest metallurgy plant Kriworogstal (4.8 bln USD).

Despite some successful political and economic steps towards WTO accession, a lack of political consensus and delay in structural reforms continued to hinder a fast transformation to a developed market economy.

3. Challenges of monetary and exchange rate policies: Flexible exchange rate regime and inflation targeting

3.1. Which exchange rate regime for Ukraine?

Like many other new economies, Ukraine is facing a dilemma: either to maintain a de facto peg to the US dollar (with an insignificant range of fluctuations) or to adopt a regime under which the exchange rate would fluctuate within a much broader range.

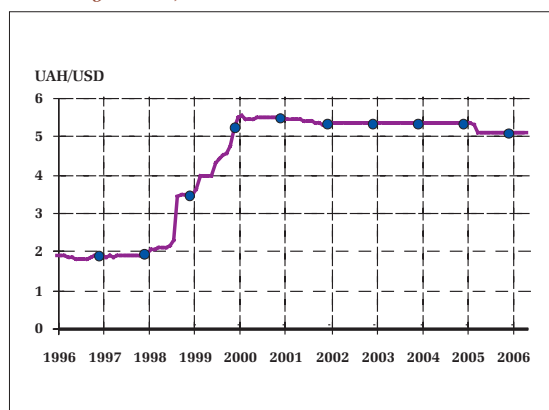
As a matter of fact during the last decade Ukraine used various types of the fixed exchange rate regimes (with a short break during period of sharp devaluation of hryvnia in 1998-99). Before the Russian crisis, the National Bank used a narrow corridor for the exchange rate of hryvnia to dollar. After the crisis, since 2000, the NBU has proclaimed a managed floating exchange rate regime. But from 2000 it has actually been using de facto peg to dollar (Figure 16).

A more flexible exchange rate would allow Ukraine to pursue a more independent monetary policy by including into its economy a stabilizer that would help to neutralize the impact of internal and external shocks. At the same time, under conditions of an expansionary fiscal policy and insufficiently sound financial system, it is not yet possible to move to capital flow liberalization – as it might create significant risks to the macroeconomic stability achieved so far (Petryk 2005a).

What makes the issue of adopting a more flexible exchange rate so important today?

First, in view of a positive balance in the current account, the National Bank is forced to purchase significant amounts of foreign currency to maintain the exchange rate. The accumulation of net international reserves (NIR) is associated with

Figure 16. Ukrainian hryvnia - USD exchange rate, 1996-2006



Source: NBU.

corresponding increases in the monetary base and the money supply.

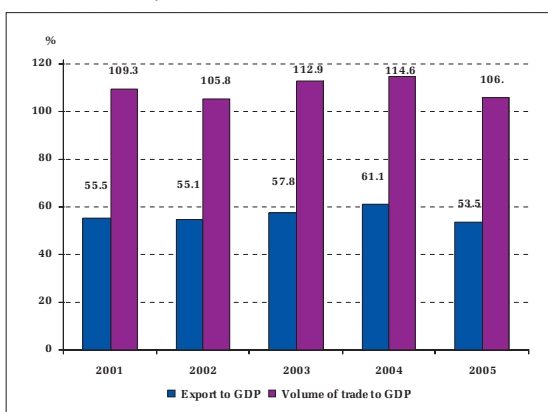
Substantial sterilization of inflows are costly for the NBU and the economy as a whole, both with regard to the contraction of the NBU's earnings and in view of higher interest rates and the crowding out effect. Therefore, sterilization measures cannot be used in the long-term. Thus, a considerable increase in money supply accompanied by a simultaneous slowdown in the rate of real economic growth and the rate of remonetization of the economy creates an inflationary overhang, which, together with easy fiscal policy, translates into a sizeable inflation rate. Inflation becomes very unstable and unpredictable and this is even more important.

Now that a new government has come to power and announced goals of achieving greater transparency in economic policies, reducing corruption, and creating a level playing field for all market participants, foreign investments – particularly foreign direct investments (FDI) – can also be expected to grow. This will become an additional factor of upward pressure on the hryvnia. Other sources of capital inflows are nonresidents' purchases of government securities and growing foreign debt of residents.

However, the main reason why a more flexible exchange rate is required is that Ukraine has a very open economy (the export to GDP ratio in 2004 was 60.6 per cent, and the average export to GDP ratio for the last 4 years exceeded 55 per cent; correspondingly the average ratio of trade turnover to GDP was about 110 per cent) (Figure 17). Therefore, the Ukrainian economy continues to be very vulnerable to both external and internal shocks.

Due to a more independent monetary policy with a more flexible exchange rate the economy may be better equipped to deal with such potential shocks.

Figure 17. Ratio of exports and volume of trade to GDP, 2001-05



Source: State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

While it is widely believed that the hryvnia real exchange rate is undervalued, what we should consider is not a mandatory or, even worse, a planned appreciation of the nominal exchange rate (as some policymakers suggest) but greater flexibility, depending on the situation in the foreign exchange market, the balance of payments, etc. This would encourage economic agents to assume a portion of foreign exchange risks, and encourage foreign exchange speculators to push market in the right direction instead of unsettling it.

3.2. Fear of floating in Ukraine

Although Ukraine has officially operated a managed floating foreign exchange regime since the foreign exchange crisis of 1998, policymakers have always regarded a more flexible exchange rate with caution and kept the foreign exchange rate almost fixed, providing all sorts of arguments and warnings against flexibility. This behavior has become known as “fear of floating”.

The main arguments in support of this attitude toward the introduction of a more flexible exchange rate are:

- loss of price competitiveness by Ukrainian exporters and producers who operate for the domestic market. This would result from cheaper imports under conditions of a considerable hryvnia appreciation;
- growing foreign exchange mismatches in the banking system and businesses;
- loss of an exchange rate benchmark for economic agents.

A fixed exchange rate policy requires a restrained fiscal policy. Therefore, growing domestic borrowing would result in higher inflows of speculative capital and, consequently, a higher risk of a currency crisis.

It is known from international experience that a move to a more flexible exchange rate is facilitated by favourable macroeconomic conditions – a high rate of economic growth, financial stability, and a rising current account surplus. What are the implications of greater exchange rate flexibility under conditions of capital account non-convertibility? The implications are that the National Bank of Ukraine, as a major player in foreign exchange market, will be able to allow the exchange rate to fluctuate within a much wider corridor in response to changing demand and supply. The desire to “learn how to float” should gradually overcome the “fear of floating”. By maintaining control over capital flows one can control the process of floating and, at the same time, avoid considerable instability.

After the assumption of power by the new government, it was announced that the country

would follow a strategic course toward European integration. The main steps in this process should be: recognition of Ukraine as a country with a market economy, joining the WTO, and becoming an associate member of the EU. The increasing integration of Ukraine into the world economy makes the country more vulnerable to external shocks. This creates the need for a more autonomous monetary policy and, consequently, to use market instruments such as the key interest rate set by the National Bank of Ukraine. Restrictions on the use of the interest rate as a monetary policy instrument would, first, lead to excessive liquidity in the banking system and, second, complicate money management.

In this context, there is growing recognition among a growing portion of the top leaders of Ukraine of a need to adopt a more flexible exchange rate policy; however, they seem to associate such flexibility with only an appreciation of the hryvnia against the dollar, or accept flexibility as a remote possibility.

However, the flexibility of the exchange rate does not necessarily mean free floating. Initially, Ukraine can let the hryvnia fluctuate within a broader corridor or peg it to a basket of currencies (for instance, the dollar and the euro) instead of only the dollar. Experiences with transitions from fixed to floating regimes by some transition and emerging economies and keeping a balance between flexibility and stability will be useful for Ukraine in this sense (Morande 2002; Jonas, Mishkin 2003; Schaechter et al. 2000).

3.3. Export and external competitiveness

Export growth is one of the key factors for the economic expansion of Ukraine. That is why a potential hryvnia appreciation against the dollar raises concerns about a fall in exports and the competitiveness of the Ukrainian economy.

To counter such concerns, the following arguments may be presented.

First, price competitiveness is affected by the value of the real exchange rate which, in Ukraine, results more from inflation than from the appreciation of a nominal exchange rate. Therefore, in the long run³, the process of real exchange rate appreciation can result from a combination of nominal appreciation and low inflation rather than from high inflation. In accordance with various assessments (for example: Tiffin 2004, Petryk 2005b) the real exchange rate of the hryvnia against the dollar is considerably undervalued from the point of view of real equilibrium exchange rate in the long term for Ukraine. For example, when valued on the basis of the Purchasing Power Parity (PPP), the undervaluation of the hryvnia against the dollar is over 70 per cent (see Table 3)⁴.

³ The real appreciation of the hryvnia in long term will result from the Balassa-Samuelsion effect.

⁴ Clearly, the single price law is somewhat idealized economic abstraction. It is not always supported by practice. Among its reasons there are: a cost of delivery and storage, and use of trade restrictions, tariffs, quotas, subsidies, various taxes, etc. Each of these factors distorts the parity of good and service prices. Even identical goods may differ in quality or a trade mark, which also has a substantial impact on differences in prices. However, this approach may still be applied (together with other methods and subject to some judgmental corrections) to evaluate effectiveness of the exchange rate in the context of competitiveness of economy.)

Table 3. *Estimates of real exchange rate of the hryvnia against the US dollar, 1991-2005*

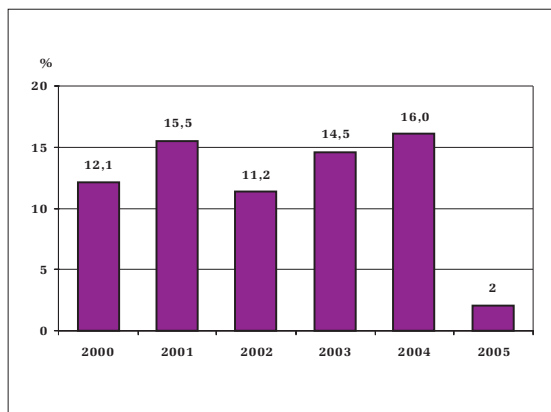
Year	PPP-based per capita GDP (US dollars)	Per capita GDP in current prices (US dollars)	Undervaluation of the national currency
1992	6432,21	399,27	0,94
1993	5624,26	567,62	0,90
1994	4455,36	702,85	0,84
1995	4025,06	718,89	0,82
1996	3718,31	872,74	0,77
1997	3703,47	991,09	0,73
1998	3700,81	834,50	0,77
1999	3768,46	632,64	0,83
2000	4114,61	632,45	0,85
2001	4646,56	776,90	0,83
2002	5021,70	874,85	0,83
2003	5666,97	1044,36	0,82
2004	6570,71	1365,74	0,79
2005	7156,47	1726,59	0,76

Source: IFS, own calculations.

Table 4. *Import component in intermediate consumption in 2003*

Types of economic activities	Import components in intermediate consumption (million Hrv)	Exports (million Hrv)	Ratio of import components to exports (%)
Agriculture, hunting	2941	3629	81.0
Food industry	8617	12110	71.2
Textiles and leather industry	2240	5003	44.8
Oil-refining industry	13199	7764	170.0
Chemical industry, rubber and plastic goods production	9166	13078	70.1
Metallurgy and metal working industry	18384	45356	40.5
Machine- and tool-making industry	12417	22560	55.0
Transportation	5111	17755	28.8

Source: *Experimental import matrix and Input-output table for 2003, State Statistics Committee of Ukraine.*

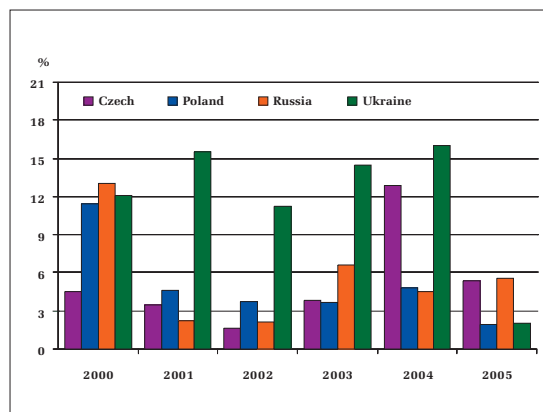
Figure 18. *Labour productivity growth in Ukraine, 2000-05**

* GDP per worker

Source: *State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.*

Second, in view of the real effective exchange rate (REER), the Ukrainian economy has considerable price competitiveness.

Today, the REER index is about the same as at the end of the post-crisis 1999 and the drastic devaluation of the hryvnia. During 2002-04, the devaluation of the REER was equal to 19 per cent. REER depreciation has largely resulted from dollar depreciation *vis-à-vis* other world currencies (the hryvnia was pegged to the dollar and lost value alongside with it) and inflation

Figure 19. *Labour productivity growth in selected countries, 2000-05*

Source: *IFS, own calculations.*

which has been lower than the weighted average inflation in major trade partners.

Third, the hryvnia appreciation will have a moderate direct impact on exports because imported input is a large component of the structure of major exports (see Table 4).

Thus, the share of costs of imported inputs in the exports of metallurgical industry – the biggest component of Ukrainian exports (approximately 40 per cent) – was 39.9 per cent.

Table 5. *Geographical structure of foreign trade in Ukraine, 2000-05 (%)*

Region	2000	2001	2002	2003	2004	2005
CIS countries	43.9	42.2	38.2	38.1	38	39.7
Europe	31.5	33.4	35.1	37.6	35.3	33.4
Asia	15	15.4	17.9	16	17.2	18.4
Africa	3	3.4	3.5	3.3	3.3	4.4
America	6.3	5.5	5.1	5	6.1	4.0
Australia and Oceania	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2

Source: *NBU.*

Table 6. Net foreign assets of the National Bank of Ukraine and commercial banks, 2001-05

Item	2001	2002	2003	2004	2005
Net foreign assets of the National Bank of Ukraine					
In USD millions	1 176	2 571	5 146	8 259	18 619
As a share of M3 (%)	13,6	21,1	28,9	34,8	48,4
As a share of GDP (%)	3,1	6,1	10,3	12,7	22,7
Net foreign assets of commercial banks					
In USD million	123,7	43,7	-360,9	287,7	-2913
As a share of M3 (%)	1,4	0,4	-2	-1,2	-7,6
As a share of GDP (%)	0,3	0,1	-0,7	-0,4	-3,5
Exchange rate of the hryvnia against the US dollar (end of period)					
	5,29	5,33	5,33	5,30	5,05

Source: NBU, State Statistics Committee of Ukraine, own calculations.

The situation in Ukraine is also characterized by a sustained trend towards increasing labour productivity (although it remains at a relatively low level) and by cheap labour (Figure 18).

According to official statistics, the rate of labour productivity growth in recent years has been higher than in many countries of Eastern Europe. This will also be one of the key factors in maintaining competitiveness of the economy under conditions of a real exchange rate appreciation (Figure 19).

A general concern about greater exchange rate volatility is that it may have a negative impact on the development of foreign trade and inflows of foreign direct investments which are key elements of the long-term economic growth of Ukraine. Note that being pegged to the dollar, the hryvnia has recently experienced significant volatility against the euro. Nevertheless, the share of trade turnover with countries that are members of the Euro area or have their currencies pegged to the euro amounted to more than one third of the total volume.

International experience does not provide direct evidence of a high correlation between the flexibility of exchange rate and the level of FDI. Political and economic stability, transparency and the quality of legislation, economic growth, size of the market, and the ability to freely expatriate profits are more important.

3.4. Foreign exchange risks for the banking system and businesses

A high volatility of the exchange rate may give rise to concerns about soundness of the banking system. This problem is typical for countries where a large proportion of balances are denominated in the peg currency.

Because of considerable amounts of net foreign assets, the National Bank will incur significant losses in the event of hryvnia appreciation (see Table 6). However, the long-term positive impact that good monetary policy will have on the economy outweighs the importance of central bank's profits.

Table 7. Net foreign exchange position of the banking system, 2001-05

	2001	2002	2003	2004	2005
1. Net foreign exchange risk exposure of the banking system (2-3)					
In USD million	781	992	1600	1332	3 273
2. Banks' claims under foreign currency credits					
In USD million	2365	3295	5303	7044	12 306
As a share of total credits (%)	44.2	41.8	41.7	42.2	43.3
As a share of M3 (%)	27.4	27.1	29.7	29.7	32.0
As a share of GDP (%)	6.1	7.8	10.6	10.8	15.0
3. Banks' liabilities in foreign currency					
In USD million	1584	2304	3702	5712	9 033
As a share of total deposits (%)	31.9	32	32	36.4	34.3
As a share of M3 (%)	18.3	18.9	20.8	24.1	23.5
As a share of GDP (%)	4.1	5.4	7.4	8.8	11.0

Source: NBU, State Statistics Committee of Ukraine, own calculations

Tabela 8. *Net foreign exchange position of businesses, 2001-05 (USD million)*

Item	2001	2002	2003	2004	2005
1. Net amount exposed to foreign exchange risk of the banking system (p. 2 – p. 3)	-1600	-2184	-3202	-3471	-5 501
2. Foreign exchange assets of enterprises (deposits with commercial banks)	683	860	1 166	2 037	2 889
3. Foreign exchange liabilities of enterprises (domestic loans in foreign currency to enterprises)	2 283	3 044	4 368	5 508	8 390

Source: NBU.

Today, most commercial banks shift their foreign exchange risks to the National Bank which has to keep the dollar peg (even when exchange rate policy might require changes) to support the banking system. Situations like this aggravated the effects of financial crises in Mexico, Argentina, South-East Asia, and Russia.

Therefore, a gradual increase in exchange rate fluctuations will serve as a signal to the banking system that the time has come to introduce their own foreign exchange risk management and to develop forward markets. This will happen if they no longer expect that the NBU will always maintain a fixed exchange rate of the hryvnia against the dollar.

3.5. Why should Ukraine adopt a more flexible exchange rate?

Above, we discussed the possible risks of a transition from a de facto fixed exchange rate to a more flexible one. Now, let us look at the problems that may arise in the event the current regime remains unchanged.

The main reason why some countries adopted the regime of nominal pegging to one of the world currencies (currency board, hard peg, narrow corridor, crawling peg) was to establish a nominal anchor which would lower inflation expectations and enhance discipline in monetary policy. Such a discipline is particularly important for countries with

poor macroeconomic management and weak legislative frameworks, which result in permanently high inflation rates; unsustainably large debts; unsound banking systems, and other elements of macroeconomic instability. Empirical studies contain some evidence that a fixed rate (or types of relatively inflexible exchange rate regimes) provide several advantages in achieving macroeconomic stability, particularly in countries with poorly developed economies and low per capita incomes or with undeveloped financial markets and complete control over capital flows (Rogoff et al. 2004). However, maintaining a fixed rate may very often cover up improper policies and institutional weaknesses and lead to accumulation of imbalances in the economy. Among other things, the foreign exchange imbalances of the government and the business tend to grow and a significant amount of short-term external debt is one of the main causes of currency crises (Gavin, Hausman 1996; Kaminsky, Reinhart 1996).

There are also significant opportunity costs associated with the sterilization of foreign exchange reserves growth. It reduces central bank earnings (and, consequently, budget revenue) and prevents resources of individual commercial banks from being used to provide credits to the real sector of economy. Moreover, fundamental determinants would push the real exchange rate appreciation in the long run. Therefore, it is better to achieve such an adjustment

Table 9. *The structure of foreign debt in Ukraine, 2003-05*

Item	2003	2004	2005
1. Total foreign debt (USD million)	23 811	30 647	38 814
1.1. Of which: short-term debt (USD million)	9 015	10 440	12 068
1.1.1. As a share of total debt (%)	37.9	34.1	31.1
1.1.2. As a share of exports (%)	31.1	26.3	27.2
1.2. Of which: debt of enterprises (USD million)	10 803	14 532	18 108
1.2.1. As a share of total debt (%)	45.4	47.4	46.7
1.2.2. As a share of exports (%)	37.3	36.6	40.8

Source: NBU.

through appreciation of the nominal exchange rate, and not through inflation.

Clearly, a different nominal anchor will be required for the economy.

The current development of Ukrainian economy indicates that inflation targeting seems

more appropriate. And this is so for a number of reasons.

An effective functioning of inflation targeting framework goes well beyond simply setting a target for the inflation rate; rather, it requires many tasks for its implementation.

Box 3. Possible strategies for transition to a flexible exchange rate: Advantages and disadvantages

It is important to consider advantages and disadvantages of the two main exit strategies from a fixed to a more flexible exchange rate while maintaining the objective of monetary policy keeping inflation at a low and stable level.

Accelerated strategy. This is mostly used by countries which have fixed exchange rate regimes, significant capital inflows, and face a potential risk of inflation pressures. Under this strategy the regime allowing the exchange rate to fluctuate within a very wide range is introduced at once.

Disadvantages:

- a significant risk of loss of confidence and a higher degree of uncertainty among market participants because of the lack of sufficiently developed forward markets and risk management;
- the process of implementing of an independent monetary policy requires highly qualified and much better technically equipped personnel.

Advantages:

- provides more possibilities in the choice of monetary policy;
- facilitates exchange rate management through interventions.

Gradual strategy (a stage-by-stage abandonment of the peg). It is used when there is no urgent need to overcome crises associated with the exchange rate; however, it is also used during a relatively short period of time — a few years, as a rule.

The exchange rate fluctuates within a relatively narrow corridor with the possibility of its broadening from one year to another or a crawling peg is used.

Disadvantages:

- significantly constrains monetary policy;
- can lead to frequent speculative capital attacks.

Advantages:

- fewer risks if markets are insufficiently developed, capital movements are subject to controls, and the level of risk management is inadequate;
- requires less technical capacity for effective management;

- reduces excessive exchange rate volatility and uncertainty which is associated with it.

Currently, the main monetary policy instrument in Ukraine is the exchange rate. Introduction of a more flexible exchange rate regime will help to gradually reduce its role while other instruments are still insufficiently effective (in particular, the NBU's interest rates have a very weak impact on the economy). Therefore, until the key monetary policy instrument (which should be an interest rate, and the inflation indicator should become a strategic goal) is fully developed, the exchange rate will have to play an important role; however, it should be somewhat modified*; for instance, by pegging it to a basket of currencies or allowing a greater volatility against the dollar within a broader range.

Trajectory slope

Crawling peg may be used to support competitiveness in a situation when there is persistent differentiation between inflation in a country and the weighted inflation rates of its major trade partners. Such a strategy was used in most of the so-called new economies – Chile, Hungary, and Poland.

Trajectory width

A broader corridor may help the NBU to conduct a more independent monetary policy and make management through intervention easier.

Under a narrower corridor it will be easier to contain inflation expectations and restrict fluctuations. The corridor may be asymmetrical in view of a long-term trend towards appreciation.

The corridor width should not be revised too often.

* Russia, for example, is currently pegging the ruble to the dollar and the euro with weights 0.8 and 0.2, respectively. Therefore, 10 per cent dollar depreciation against the euro during a given period would result in 8 per cent depreciation of the local currency against the euro and its corresponding appreciation by 2 per cent against the dollar. Today about one third of the trade flows of Ukraine is already with euro zone countries or with countries whose currencies are pegged to the euro. In the last two years the hryvnia has lost more than 30 per cent of its value against the euro; lack of forward markets and hedging instruments makes import of investment goods from these countries much less attractive, and a possible reversal of the dollar/euro exchange rate may complicate the position of exporters to Europe.

First, there should be a joint decision and public announcement by the Government and the Central Bank (usually fixed by law) of a medium- or long-term price stability strategy.

Second, there should be an institutional commitment to price stability in the form of rules and procedures for the Central Bank.

Third, a transparent procedure which defines how monetary policy, through the adjustment of an interest rate, through different channels of transmission mechanism is able to bring inflation close to target.

Fourth, a complex communication strategy between the monetary authorities and society to support confidence in monetary policy and keep inflationary expectation at a low level.

Fifth, it needs high transparency and accountability of the Central Bank.

Sixth, a forecasting and analysis system should be created to support the decision making process.

3.6. Control over capital flows

International practice provides various approaches used by countries attempting to integrate into the world economy. The issue of a more flexible exchange rate is very often considered together with the need to liberalize capital flows, though conceptually these are two different issues (Eichengreen 1999; Williamson 2000; Ariyoshi et al. 2000; Prasad et al. 2005). Some countries have initiated capital flow liberalization while maintaining fixed rates, which increases risks. Openness to inflows of short-term capital in a situation when domestic macroeconomic policy was not able to fully meet the requirements of a fixed rate regime was the main determinant of currency and financial crises in a number of countries (in 1994 in Mexico, in 1997 in Asia, and in 1998 in Russia and Brazil). Ukraine also had similar negative experience during 1996-98. Better macroeconomic results were achieved by those economies which introduced flexible exchange rate regimes prior to capital account liberalization, particularly when their own financial market was insufficiently developed.

Currently, Ukrainian officials – if they attempt to reduce upward pressure on the hryvnia while keeping the rate at its current level (or, possibly, allowing it to slightly revalue) – will be forced to remove one by one elements of control over both capital flows and current account transactions⁵. That is why, in Ukraine, one of the fundamental preventive measures against possible currency and financial crises would be to firmly adhere to the following sequencing of steps: first, to adopt a more flexible

exchange rate and then to gradually liberalize capital controls. This issue has become even more relevant after a strategic course towards integration in the European Community was announced. As Ukraine becomes ever more closely linked to the EU, there will be an increase in both foreign direct investment and a short-term capital (in view of a long-term trend towards hryvnia appreciation in real terms, resulting, *inter alia*, from its nominal strengthening to some extent and from the spread between interest rates in Ukraine and the EU). However, in the future, membership in the EU will have to be accompanied by capital flow liberalization as the free movement of capital is one of the main principles of the unified Europe⁶.

4. Conclusions

Although the Ukrainian economy has achieved substantial progress from plan to market, there is still room for considerable improvement. This relates to, *inter alia*, political and managerial arrangements and skills, as well as to deeper and more comprehensive structural reforms in the real sector. The fiscal sector also needs widespread budget and tax reform. The banking system and especially the National Bank of Ukraine also face important challenges. One of the most crucial ones concerns the choice of future monetary policy. The current monetary policy regime, based on strong peg to dollar, provided a “nominal anchor” in the first period of stabilization and later on during the period of moderate level of inflation.

International experience shows that the transition from a fixed exchange rate regime to a more flexible arrangement yields better macroeconomic results under conditions characterized by economic growth and a strong external position of the economy (Schmidt-Hebbel, Tapia 2002; Rogoff et al. 2003; Svensson 2003). Under such conditions it is possible to fully utilize all advantages while alleviating the costs of transition. There are also cases when some countries have missed this opportunity but were forced, at a later stage, to replace their foreign exchange regimes under much less favourable conditions or even under financial crises and with much higher costs for the economy during the period of adaptation to a new regime.

The current state of the development of the Ukrainian economy indicates that a gradual approach towards the adoption of inflation targeting would be the most appropriate course of action from the point

⁵ It is evidenced by the cancellation of the 50 per cent mandatory surrender requirement for exporters.

⁶ Liberalization of balance of payments capital account transactions is a prerequisite for membership in the EU; the plan and schedule of such liberalization is developed in the process of the entry negotiations.

of view of macroeconomic stability. A high degree of domestic economic dependency on external factors, its openness in terms of large flows of goods and services and increasing labour flows, raise its vulnerability to external risks. In this context, efforts aimed at creating domestic markets and conditions of low inflation will ensure a reduction in dependency on external factors. Of course, a prudent fiscal policy would provide additional guarantees of macroeconomic stability under any exchange rate policy, but a hard peg under conditions of an expansionary fiscal policy would introduce an additional significant risk of possible currency or financial crises.

The first steps towards inflation targeting would be to create necessary technical prerequisites,

develop an analysis and forecasting system, prepare an inflation report, and improve the NBU's contacts with the public with a view to achieve greater confidence in and transparency of monetary policy. It would also be necessary to teach market participants to independently manage their foreign exchange risks.

Today, the exchange rate is the main monetary policy instrument in Ukraine. With the introduction of a more flexible regime its role will gradually diminish in an environment where other instruments are not yet sufficiently effective. Therefore, the exchange rate regime will have to play an important role for some time; however, it will also require modification, namely by allowing a greater degree of flexibility.

References

- Ariyoshi A., Habermeier K.-F., Laurens B., Ötoker I., Canales-Kriljenko J.-I., Kirilenko A. (2000), *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, "Occasional Paper", No. 190, IMF, Washington, D.C.
- Cagan P., 1989, *Hyperinflation*, in J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds), *The New Palgrave: Money*, W.W. Norton, New York.
- Eichengreen B. (1999), *Kicking the Habit: Moving for Pegged Rates to a Greater Exchange Rate Flexibility*, "Economic Journal", No. 109, pp. C1-C14.
- Gavin M., Hausman R. (1996), *The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context* in R. Hausman and L. Rojas-Suarez (eds.), *Banking Crises in Latin America*, Interamerican Development Bank and Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- IMF (1996), *Ukraine-Recent Economic Developments*, "Staff Country Report", No. 96/21, IMF, Washington, D.C.
- IMF (2004), *From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility*, Monetary and Financial Systems Department, IMF, Washington, D.C.
- IMF (2005), *Ukraine, Foreign Exchange Risk Management, Dealing with Capital Inflows and Transition Between Exchange rate regimes*, July, IMF, Washington, D.C.
- Jonas J., Mishkin F. (2003), *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects*, "Working Paper", No. 9667, NBER, Cambridge.
- Kaminsky G.L., Reinhart C.M. (1996), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, "International Finance Discussion Papers", No. 544 (March), Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Morande F. (2002), *A Decade of Inflation Targeting in Chile: Developments, Lessons and Challenges* in N. Loayza, R. Soto, *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Banco Central de Chile, Santiago.
- Oksymets V. (1998), *Issues in the Conduct of Monetary Reform*, "Russian and East European Finance and Trade", May-June, vol. 34, No. 3, pp. 37-44.
- Petryk O. (1996), *Nonconfiscatory monetary reform in Ukraine*, "Visnyk NBU", No. 5, Kyiv.
- Petryk O. (1998), *A Strategy for Controlling Inflation in Countries with Transition Economies*, "Russian and East European Finance and Trade", May-June, vol. 34, No. 3, pp. 20-36.
- Petryk O. (2005a), *Transition to Flexible Exchange Rate Regime is a New Challenge for Ukraine*, "Visnyk NBU", No. 6, Kyiv.

- Petryk, O. (2005b), *Hryvnia's Underestimation and its Consequences for Monetary Policy*, "Visnyk NBU", No. 2, Kyiv.
- Prasad E., Rumbaugh T., Wang Q. (2005), *Putting the Cart Before the Horse – Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China*, "Policy Discussion Paper", No. 05/1, IMF, Washington, D.C.
- Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R., Oomes N. (2004), *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, "Occasional Paper", No. 229, IMF, Washington, D.C.
- Schaechter A., Stone M., Zelmer M. (2000), *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, "Occasional Paper", No. 202, IMF, Washington, D.C.
- Schmidt-Hebbel K., Tapia M. (2002), *Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries*, "Working Papers", No. 166, Central Bank of Chile, Santiago.
- Stelmach, V., Petryk O. (2003), *Exchange Rate, Inflation and Competitiveness of Economy*, "Visnyk NBU", No. 9/2001, Kyiv.
- Sundakov A., Ossowski R., Lane T. (1994), *Shortage Under Free Prices: the Case of Ukraine in 1992*, "Working Paper", No. 94/10, IMF, Washington, D.C.
- Svensson L. (2003), *Monetary Policy and Real Stabilization*, "Working Paper", No. 9486, NBER, Cambridge.
- Tiffin A. (2005), *Competitiveness. Convergence and the Equilibrium Real Exchange Rate 2004*, in IMF, *Ukraine: Selected Issues*, "Country Report", No. 05/20, IMF, Washington, D.C.
- Voronova L., Petryk O. (1998), *Monetary Development in Ukraine*, "Herald of the NBU, Digest", No. 3, Kyiv.
- Williamson, J. (2000), *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Postępy nowych członków Unii Europejskiej w realizowaniu kryteriów konwergencji gospodarczej

Progress of the New EU Member States in Fulfilling the Criteria of Economic Convergence

*Tomasz Bernhard**

Streszczenie

Kraje, które przystąpiły do UE w 2004 r., stoją przed koniecznością wprowadzenia wspólnej waluty. Aby uniknąć szoków asymetrycznych i nie zagrozić realizacji wspólnej polityki monetarnej, muszą osiągnąć nominalną i realną zbieżność gospodarczą. W artykule przeanalizowano postępy nowych członków UE w wypełnianiu kryteriów z Maastricht – deficytu i długu publicznego, stabilności cen, zbieżności długoterminowych stóp procentowych i stabilności kursu walutowego. Przedstawiono prognozy Komisji Europejskiej dotyczące tych zmiennych na lata 2006–2007. Przeanalizowane zostały postępy w osiąganiu zbieżności realnej, definiowanej jako poziom PKB na osobę. Dokonano krótkiego przeglądu badań dotyczących wypełniania przez nowych członków UE kryteriów postulowanych przez teorię optymalnych obszarów walutowych. Analizowane dane obejmują, w zależności od ich dostępności, lata 1995–2005.

Słowa kluczowe: integracja ekonomiczna, szok asymetryczny, unia walutowa, zbieżność nominalna, zbieżność realna.

Abstract

The ten countries that joined the EU in 2004 face the necessity of adopting the single currency. To evade asymmetric shocks and not to threaten the pursuance of the common monetary policy they must achieve economic convergence in both nominal and real variables. In this article the new EU Member States' progress in fulfilling Maastricht nominal criteria has been analyzed – fiscal balance, public debt, price stability, long-term interest rates convergence and exchange rate stability. The European Commission 2006-07 forecasts of these variables have been presented. Progress in achieving real convergence in terms of GDP per capita has been analyzed. A brief literature survey of optimum currency area criteria fulfillment has been made to assess new members' progress in that aspect. In general the analyzed period spanned from 1995-2005 but the choice of particular indicators' periods depended on data availability.

Keywords: economic integration, asymmetric shock, economic integration, monetary union, nominal convergence, real convergence.

JEL: F15, F33, F36

* Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamickiego w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów, Zakład Finansów Międzynarodowych.

Wstęp

Unia walutowa wymaga prowadzenia wspólnej polityki pieniężnej dla objętego nią obszaru. Wiąże się to z przekazaniem dotychczasowych uprawnień narodowych banków centralnych na szczebel ponadnarodowy oraz z koniecznością ich rezygnacji z prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej. Tym samym znacznie zmniejsza się arsenał środków, którymi dany kraj może wpływać na swoją gospodarkę w razie jej odejścia od stanu równowagi.

Uczestnictwo danego państwa w unii walutowej może mu przynieść wiele korzyści, zwłaszcza gdy większość jego obrotów w handlu zagranicznym jest dokonywana w ramach unii. Jednak utrata możliwości prowadzenia samodzielnej polityki pieniężnej niesie pewne zagrożenia dla krajów członkowskich i ich uniknięcie jest poważnym wyzwaniem dla całej unii.

Jednym z głównych zagrożeń dla uczestników unii walutowej jest możliwość wystąpienia szoków asymetrycznych, czyli zaburzeń, które powodują odmiennie skutki w poszczególnych krajach członkowskich (NBP 2004b, s. 17–18). W sytuacji pojawienia się takich szoków powrót poszczególnych gospodarek do stanu równowagi makroekonomicznej może wymagać sprzecznych posunięć unijnych władz monetarnych. Ponieważ polityka pieniężna w ramach unii walutowej kieruje się celami dotyczącymi jej obszaru jako całości, unijny bank centralny może nie być w stanie podjąć skutecznych działań przywracających równowagę gospodarczą we wszystkich krajach członkowskich. Brak równowagi makroekonomicznej w danym kraju może więc utrzymywać się dłużej i powodować dotkliwsze skutki społeczne, niż gdyby narodowy bank centralny miał pełną suwerenność prowadzenia polityki pieniężnej (Michalczyk 2006, s. 302–305).

Są pewne warunki, których spełnienie zwiększa prawdopodobieństwo uniknięcia szoków asymetrycznych w unii walutowej lub przynajmniej zapewnia stosunkowo szybki powrót gospodarek do równowagi w razie ich wystąpienia. Jednym z takich warunków jest wzajemne podobieństwo (konwergencja, zbieżność) gospodarek wchodzących w skład obszaru walutowego. Chodzi tutaj o podobieństwo struktury gospodarczej i stopnia rozwoju (zbieżność realna), jak również o podobieństwo kształtowania się wskaźników związanych ze sferą pieniężną gospodarki (zbieżność nominalna).

1 stycznia 1999 r. jedenaście państw wchodzących w skład Unii Europejskiej (UE) przystąpiło do trzeciego, ostatniego etapu Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW), wprowadzając wspólną walutę euro do obiegu bezgotówkowego i przekazując uprawnienia swoich banków centralnych na szczebel wspólnotowy. Europejski Bank Centralny (EBC) prze-

jął pełną kontrolę nad prowadzeniem polityki pieniężnej w strefie euro. 1 stycznia 2002 r. 12 państw UGW (rok wcześniej wspólną walutę przyjęła także Grecja) wprowadziło euro również w obiegu gotówkowym.

Głównym celem postawionym przed władzami monetarnymi UGW, zapisanym w Traktacie o Unii Europejskiej (TUE) z Maastricht z 1992 r. oraz potwierdzonym w Amsterdamie w 1997 i w Nicei w 2001 r. w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE), jest utrzymanie stabilnego poziomu cen. Aby cel ten mógł być realizowany, konieczne jest utrzymanie odpowiedniej zbieżności gospodarek krajów członkowskich w zakresie kształtowania się zmiennych pieniężnych i fiskalnych. Aby zmniejszyć ryzyko wystąpienia wspomnianych wcześniej szoków asymetrycznych, gospodarki krajów członkowskich powinny być do siebie podobne również pod względem stopnia rozwoju i struktury gospodarczej (zbieżność realna).

W Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską (TWE) z Nicei zawarto kryteria nominalne, których spełnienie jest warunkiem przystąpienia danego kraju do UGW. W ich skład wchodzi kryteria monetarne, dotyczące inflacji, długoterminowych stóp procentowych i kursu walutowego, oraz kryteria fiskalne, dotyczące wielkości deficytu budżetowego i długu publicznego. Warunkiem przystąpienia danego kraju do UGW jest również dostosowanie krajowego ustawodawstwa dotyczącego narodowego banku centralnego do wymogów TWE i zapewnienie jego zgodności ze statutem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (ESBC)¹.

Dziesięć krajów, które przystąpiły do Unii Europejskiej 1 maja 2004 r., zobowiązało się do późniejszego przystąpienia do UGW. Wiąże się to z koniecznością spełnienia przez nie kryteriów zbieżności zawartych w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską.

W maju 2006 r. Komisja Europejska, na podstawie opracowanego przez EBC Raportu o Konwergencji (ECB 2006a), uznała, że Słowenia osiągnęła wysoki stopień trwałej konwergencji gospodarczej z innymi krajami członkowskimi UE i spełnia warunki niezbędne do przyjęcia wspólnej waluty. Ostateczną decyzję w tej sprawie podjęła Rada Unii Europejskiej w lipcu 2006 r. Ministrowie finansów krajów unijnych, po konsultacjach z Parlamentem Europejskim i wcześniejszych ustaleniach głów państw i rządów, zdecydowali, że Słowenia może wprowadzić euro od 1 stycznia 2007 r. Wydaje się, że jest to dobry moment, aby przeanalizować postępy dziesięciu nowych członków UE na ich drodze do Unii Gospodarczej i Walutowej.

¹ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, art. 104 i 121; Protokół w sprawie kryteriów konwergencji do art. 121 TW; Protokół w sprawie procedury nadmiernej deficytu, Dziennik Urzędowy UE C 235 z 24.12.2002 r., Urząd Komitetu Integracji Europejskiej (www.cie.gov.pl).

W kolejnych rozdziałach będą przedstawione nominalne kryteria przystąpienia do UGW i dokonane zostaną analiza i ocena postępów nowych członków UE w ich wypełnianiu. Kryteria dotyczące sfery fiskalnej zostaną zaprezentowane w rozdziałach 1. (deficyt budżetowy) i 2. (dług publiczny). Kryteria dotyczące sfery pieniężnej zostaną przedstawione w rozdziałach 3. (stabilność cen), 4. (zbieżność długoterminowych stóp procentowych) i 5. (stabilność kursu walutowego). Problem zbieżności realnej zostanie omówiony w rozdziale 6. Opracowanie kończą wnioski podsumowujące wyniki badań. Analizowane dane statystyczne obejmują, zależnie od dostępności, lata 1995–2005.

1. Kryterium stabilności finansów publicznych: deficyt budżetowy

Luźna polityka fiskalna wywołuje presję inflacyjną. W sytuacji występującej w UGW decentralizacji polityki budżetowej rządy państw członkowskich mogłyby ulegać pokusie napędzania koniunktury we własnych krajach kosztem całej Unii. EBC byłby zmuszony do zacieśniania polityki pieniężnej w celu przeciwdziałania nadmiernemu wzrostowi cen. Tym samym swoista konkurencja fiskalna między krajami członkowskimi prowadziłaby do wzrostu stóp procentowych, spadku poziomu inwestycji (na skutek droższego pieniądza i efektu wypierania inwestycji przez deficyty budżetowe) i – w konsekwencji – do zmniejszenia się tempa rozwoju gospodarczego UGW w długim okresie.

Państwa przystępujące do UGW zobowiązane są do posiadania stabilnych finansów publicznych. Dążenie do zrównoważenia dochodów i wydatków budżetowych w państwach członkowskich i wykazywanie

umiarkowanych poziomów deficytów jest podstawowym warunkiem skutecznego realizowania polityki EBC. Zgodnie z kryterium stabilności finansów publicznych kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty procedurą nadmiernego deficytu w rozumieniu art. 104 TWE. Celem analizy sytuacji fiskalnej w danym kraju jest sprawdzenie, czy faktyczny lub planowany deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych² w relacji do PKB przekracza wartość referencyjną. Jeśli tak, to czy:

- relacja ta znacznie i trwale spadała i zbliżyła się do wartości referencyjnej albo
- przekroczenie wartości referencyjnej ma charakter wyjątkowy i chwilowy, a relacja ta pozostaje bliska wartości referencyjnej.

W protokole w sprawie procedury nadmiernego deficytu określono maksymalny dopuszczalny poziom deficytu w wysokości 3% PKB danego kraju (Ministerstwo Finansów 2005, s. 12).

W tabeli 1 przedstawione zostało kształtowanie się poziomów deficytów finansów publicznych w latach 1998–2005 w dziesięciu badanych krajach oraz prognozy Komisji Europejskiej na lata 2006–2007.

Wszystkie badane kraje w analizowanym okresie obniżyły deficyt finansów publicznych. W latach 1998–2005 największe postępy w obniżaniu deficytu odnotowała Malta (zmniejszenie deficytu o 7,5 punktów procentowych), a następnie Litwa (2,5 punktu), Czechy (2,4 punktu), Cypr, Estonia i Węgry (po 1,9 punktu). Najsłabiej w analizowanym okresie wypadła Polska (wzrost deficytu o 0,4 punktu procentowego), a następnie Słowenia (spadek deficytu o 0,4

² Sektor instytucji rządowych i samorządowych (ang. *general government*) definiowany jest według Europejskiego Systemu Rachunków Narodowych i Regionalnych – ESA95 (ang. *European System of National and Regional Accounts*). ESA95 jest spójnym systemem statystycznym dotyczącym całej gospodarki, obowiązującym wszystkie państwa członkowskie UE (Ministerstwo Finansów 2005, s. 11).

Tabela 1. Deficyty i (lub) nadwyżki sektora instytucji rządowych i samorządowych jako procent PKB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006P	2007P
Cypr	-4,3	-4,5	-2,4	-2,4	-4,5	-6,3	-4,1	-2,4	-2,1	-2,0
Czechy	-5,0	-3,6	-3,7	-5,9	-6,8	-6,6	-2,9	-2,6	-3,2	-3,4
Estonia	-0,3	-3,7	-0,6	0,3	1,0	2,4	1,5	1,6	1,4	0,8
Litwa	-3,0	-5,6	-2,5	-2,0	-1,4	-1,2	-1,5	1,6	1,4	0,8
Łotwa	-0,6	-4,9	-2,8	-2,1	-2,3	-1,2	-0,9	0,2	-1,0	-1,0
Malta	-10,8	-7,6	-6,2	-6,6	-5,6	-10,2	-5,1	-3,3	-2,9	-3,2
Polska	-2,1	-1,4	-0,7	-3,7	-3,2	-4,7	-3,9	-2,5	-3,0	-3,0
Słowacja	-4,7	-6,4	-12,3	-6,6	-7,7	-3,7	-3,0	-2,9	-2,7	-2,1
Słowenia	-2,2	-2,1	-3,5	-3,9	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-1,9	-1,6
Węgry	-8,0	-5,6	-3,0	-3,5	-8,4	-6,4	-5,4	-6,1	-6,7	-7,0
Wartość referencyjna	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Strefa euro (12)	-2,2	-1,3	0,1	-1,9	-2,5	-3,0	-2,8	-2,4	-2,4	-2,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (2004a), ECB (2006b), European Commission (2006), Eurostat.

punktu procentowego) i Łotwa (spadek o 0,8 punktu procentowego).

Kryterium zbieżności w 2005 r. spełniło osiem krajów, z wyjątkiem Malty i Węgier, których deficyty przekroczyły wartość referencyjną i wyniosły odpowiednio -3,3% i -6,1%. Szczególnie niekorzystny wynik Węgier świadczy o tym, że kraj ten stoi przed poważnym wyzwaniem uzdrowienia finansów publicznych. Sytuacja Węgier jest niekorzystna również z tego względu, że prognozy Komisji Europejskiej na lata 2006–2007 sugerują wzrost deficytu o prawie jeden punkt procentowy w stosunku do wyniku za 2005 r. Prognozy Komisji są niekorzystne również w odniesieniu do Czech (wzrost deficytu 0,8 punktu procentowego) i Polski (wzrost o 0,5 punktu). Według prognoz deficyty w tych trzech krajach przekroczą wartość referencyjną (lub zrównają się z nią w przypadku Polski), decydującą o spełnieniu kryterium stabilności finansów publicznych. W odniesieniu do pozostałych siedmiu krajów prognozy Komisji są raczej korzystne – zgodnie z przewidywaniami w 2007 r. żaden kraj nie odnotuje deficytu przekraczającego wartość referencyjną lub niebezpiecznie zbliżonego do niej.

Należy zauważyć, że na poziomy deficytów w 2005 r. pozytywnie wpłynęła ogólna poprawa koniunktury gospodarczej w nowych krajach członkowskich. Ewentualne zakończenie ożywienia może spowodować pogorszenie stanu finansów publicznych. Dlatego okres dobrej koniunktury powinien zostać wykorzystany do ich uzdrowienia. Wymaga to jednak podjęcia decyzji politycznych o ograniczeniu wydatków budżetowych i (lub) zwiększeniu opodatkowania, co przeważnie jest niekorzystnie odbierane przez społeczeństwo. Dlatego partie polityczne mogą przedkładać swój interes wyborczy nad interes ekonomiczny państwa, odwołując się do uzdrowienia finansów publicznych lub nadmiernie ograniczając cieciz wydat-

ków. Zagraża to realizacji kryterium stabilności finansów publicznych.

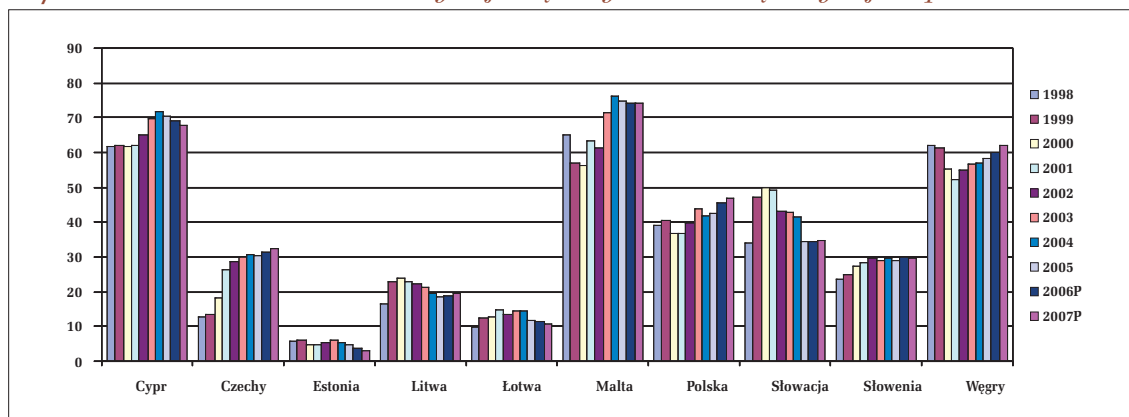
2. Kryterium stabilności finansów publicznych: dług publiczny

Poziom długu publicznego jest jednym z podstawowych wskaźników branych pod uwagę przy ocenie ryzyka inwestycyjnego związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej w danym kraju. Zróżnicowanie poziomu ryzyka inwestycyjnego między krajami w warunkach swobodnego przepływu kapitału wpływa na powstawanie różnic między rynkowymi stopami procentowymi. W unii walutowej może to utrudniać skuteczne prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej i zwiększać ryzyko wystąpienia szoków asymetrycznych. Dlatego dla zwiększenia szans na powodzenie unii walutowej ważne jest doprowadzenie do zbieżności gospodarek krajów członkowskich pod względem poziomu długu publicznego.

Kryterium stabilności finansów publicznych wymaga, by w momencie dokonywania oceny relacja długu sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB danego kraju nie przekraczała wartości referencyjnej. Gdyby okazało się, że przekracza tę wartość, to wymagane jest, by relacja ta malała odpowiednio szybko i zbliżała się do wartości referencyjnej w satysfakcjonującym tempie. Protokół w sprawie procedury nadmiernego deficytu określa maksymalny dopuszczalny poziom długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w wysokości 60% PKB danego kraju.

Na wysokość zarówno długu, jak i deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych, a tym samym na spełnianie fiskalnych kryteriów konwergencji, wpływa klasyfikacja otwartych funduszy emerytalnych. 23 września 2004 r. Eurostat stwierdził, że

Wykres 1. Zadłużenie sektora instytucji rządowych i samorządowych jako procent PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (2004a), ECB (2006b), European Commission (2006), Eurostat.

kraje, które wprowadziły reformy emerytalne polegające na stworzeniu obowiązkowych systemów kapitałowych o zdefiniowanej składce, mogą do marca 2007 r. korzystać z okresu przejściowego w klasyfikacji tych systemów do sektora instytucji rządowych i samorządowych.

Na posiedzeniu w dniach 22–23 marca 2005 r. Rada Europejska przyjęła raport Rady Ecofin z dnia 20 marca 2005 r. *Poprawa wdrażania Paktu Stabilności i Wzrostu* oraz zatwierdziła zawarte w nim ustalenia i propozycje reformy Paktu. Rada postanowiła, że oceniając politykę fiskalną Komisja Europejska i Rada będą uwzględniały koszty netto reform emerytalnych. Koszty te mają być uwzględniane przez pięć lat w sposób regresywny, tj. 100% w pierwszym roku, 80% w drugim, 60% w trzecim, 40% w czwartym i 20% w piątym, począwszy od roku 2005 – w krajach, które już wprowadziły reformy – lub od roku wprowadzenia tych reform. Pojęcie kosztu netto reformy emerytalnej nie zostało przy tym jednoznacznie zdefiniowane i możliwe są jego różne interpretacje. Należy jednak podkreślić, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie mógł zostać skorygowany o koszty reformy emerytalnej tylko w sytuacji, gdy wartość tego deficytu będzie zbliżona do 3% (Ministerstwo Finansów 2005, s. 12–13).

Wykres 1 przedstawia kształtowanie się zadłużenia sektora instytucji rządowych i samorządowych w dziesięciu nowych krajach członkowskich UE w latach 1998–2005 oraz prognozy Komisji Europejskiej.

W latach 1998–2005 tylko dwa kraje (Węgry i Estonia) odnotowały zmniejszenie długu publicznego – odpowiednio o 3,5 i 0,8 punktu procentowego. Pozostałe osiem krajów zwiększyło swoje zadłużenie. Najbardziej zwiększył się dług publiczny Czech (o 17,6 punktów), Malty (o 9,8 punktu), Cypru (o 8,4 punktu) i Słowenii (o 5,5 punktu).

W 2005 r. tylko w dwóch krajach (na Cyprze i Malcie) poziom długu przekroczył wartość referencyjną. Przed 2005 r. poziom długu w tych krajach wykazywał tendencję rosnącą. Dlatego w świetle zapisów TWE należy uznać, że kraje te nie spełniają kryterium stabilności finansów publicznych. Należy zauważyć, że w porównaniu z krajami strefy euro sytuacja finansów publicznych nowych członków UE jest raczej korzystna. W 2005 r. średnie zadłużenie krajów UGW stanowiło 70,8% ich PKB, czyli było podobne do długu Malty i Cypru – krajów o najwyższym zadłużeniu wśród krajów akcesyjnych. W momencie wprowadzenia euro w styczniu 1999 r. zadłużenie wielu krajów przyjmujących wspólną walutę znacznie przekraczało wartość referencyjną. Potwierdza to, że do wypełnienia kryterium stabilności finansów publicznych powinno wystarczyć wykazanie malejącej tendencji rozmiaru długu publicznego.

Prognozy Komisji Europejskiej na lata 2006–2007 w większości przypadków wskazują na dalszy wzrost zadłużenia nowych członków UE. Przewidywania Komisji są szczególnie niekorzystne w odniesieniu do Węgier, gdzie zadłużenie publiczne wzrośnie do poziomu 62% PKB w 2007 r., czyli przekroczy wartość referencyjną. W połączeniu z tendencją do wzrostu zadłużenia oznacza to, że w 2007 r. Węgry prawdopodobnie przestaną spełniać kryterium wielkości długu publicznego. W odniesieniu do pozostałych krajów prognozy Komisji nie dają powodów do niepokoju – w krajach spełniających kryterium zbieżności w 2005 r. zadłużenie publiczne prawdopodobnie nie zbliży się niebezpiecznie do wartości referencyjnej przed 2007 r. Z kolei kraje niespełniające kryterium zbieżności w 2005 r. (Cypr i Malta) zdaniem Komisji odnotują do 2007 r. spadek zadłużenia w relacji do PKB.

3. Kryterium stabilności cen

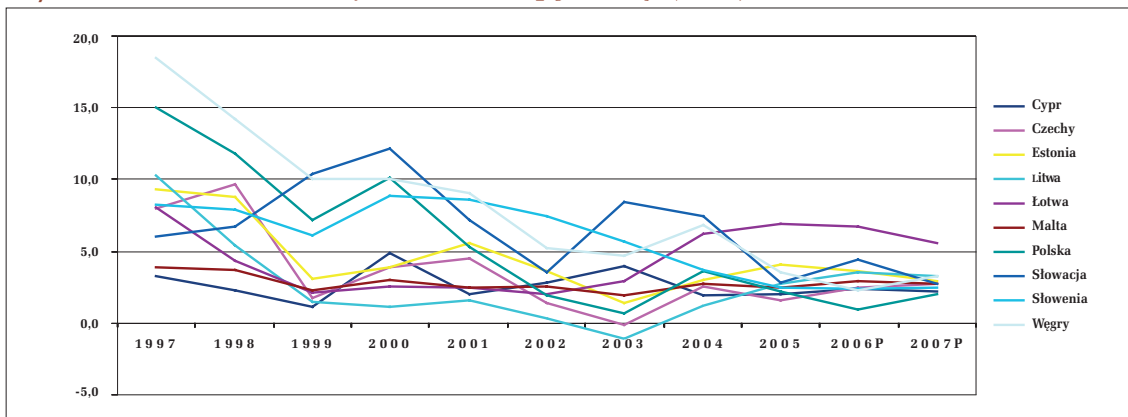
Kraje wchodzące do UGW muszą osiągnąć wysoki stopień stabilności cen. Prowadzenie jednolitej polityki pieniężnej w ramach unii walutowej jest bardziej efektywne, gdy wchodzące w jej skład gospodarki cechują się niską i stabilną inflacją. Jednocześnie wymóg niezależności narodowych banków centralnych wpływa na obniżanie się oczekiwań inflacyjnych i ułatwia utrwalenie się niskiej inflacji³. Podobieństwo stóp inflacji jest również jednym z czynników ograniczających ryzyko wystąpienia szoku asymetrycznego (Mongelli 2002, s. 9–10).

Kryterium stabilności cen przewiduje, że średnia 12-miesięczna rocznych stóp inflacji w danym kraju nie może przekraczać o więcej niż 1,5 punktu procentowego średniej 12-miesięcznej rocznych stóp inflacji trzech krajów członkowskich o najbardziej stabilnych cenach (Ministerstwo Finansów 2005, s. 9). W celu wyeliminowania różnic w sposobach obliczania wskaźnika inflacji za wiążący uznaje się ujednolicony wskaźnik HICP (Harmonised Index of Consumer Prices). Wartości tego wskaźnika w nowych krajach członkowskich UE obrazuje wykres 2.

Większość badanych krajów odnotowała w latach 1997–2005 duże sukcesy w walce z inflacją. W kilku z nich spadła ona z poziomu dwucyfrowego do wielkości charakterystycznych dla krajów „starej Unii”. Średnia arytmetyczna wskaźnika HICP dla dziesięciu krajów w 1997 r. wyniosła 9,1%, a w 2005 r. 3,1%. Jednocześnie poziomy inflacji w badanych krajach stopniowo upodabniały się – o ile w 1997 r. odchylenie standardowe wskaźnika HICP wynosiło 4,7 punktu procentowego, o tyle w 2005 r. jedynie 1,5 punktu.

³ Chodzi tutaj o poruszany przez neoklasyków problem wiarygodności. Szerzej w: Snowdon, Vane, Wynarczyk (1998, s. 213–225).

Wykres 2. Średnie 12-miesięczne roczne stopy inflacji (HICP)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (2003), ECB (2004a), ECB (2004b), ECB (2004c), European Commission (2006), Eurostat.

W badanym okresie znakomite wyniki w walce z wysoką inflacją odnotowały Węgry (spadek z 18,5% do 3,5%), Polska (spadek z 15,0% do 2,2%) i Litwa (spadek z 10,3% do 2,7%).

Wartość referencyjna wskaźnika HICP za 2005 r. wyniosła 2,5%⁴. W tym okresie kryterium stabilności cen spełniło pięć krajów: Cypr, Czechy, Malta, Polska i Słowenia. Pozostałe pięć krajów będzie musiało w nadchodzących latach zmniejszyć poziom inflacji, aby móc przystąpić do UGW. W krajach bałtyckich w latach 2004–2005 pojawił się niepokojący wzrost poziomu inflacji, co może zagrozić realizacji przez nie kryterium stabilności cen w kolejnych latach.

Prognozy Komisji Europejskiej sugerują pewną poprawę stabilności cen w nadchodzących dwóch latach. W 2007 r. liczba krajów niespełniających tego kryterium prawdopodobnie spadnie do trzech (Litwa, Łotwa, Węgry).

4. Kryterium zbieżności długoterminowych stóp procentowych

Warunkiem przystąpienia danego kraju do UGW jest trwały charakter osiągniętej konwergencji, „co odzwierciedla się w poziomach długoterminowych stóp procentowych”⁵. Kryterium stopy procentowej stanowi, że w ciągu jednego roku poprzedzającego moment oceny wypełnienia kryterium średnia długoterminowa stopa procentowa nie może być wyższa więcej niż o 2 punkty procentowe od średniej analogicznych stóp procentowych w trzech krajach UE o najbardziej stabilnych cenach. Konwergencję długookresowej nominalnej stopy procentowej ocenia się na podstawie rentowności długoterminowych obligacji skarbowych

lub porównywalnych papierów wartościowych o terminie wykupu zbliżonym do dziesięcioletniego, których rynek jest wystarczająco płynny (Ministerstwo Finansów 2005, s. 11).

Długoterminowe stopy procentowe mogą być traktowane jako wskaźniki wyprzedzające, które odzwierciedlają oczekiwania rynków finansowych co do kształtowania się sytuacji gospodarczej w przyszłości. Ich poziom „zależy głównie od realnej stopy procentowej, oczekiwań inflacyjnych, oczekiwanego ruchu kursów walutowych oraz premii za ryzyko” (NBP 2004a). O ile więc kryteria dotyczące stóp inflacji, kursu walutowego i finansów publicznych odnoszą się do bieżącej sytuacji makroekonomicznej danego kraju, to kryterium długoterminowych stóp procentowych odnosi się do przyszłości. Zbieżność długoterminowych stóp procentowych pomiędzy członkami UGW wskazuje na trwałość konwergencji wykazanej w wartościach pozostałych wskaźników.

Celem wprowadzenia kryterium stóp procentowych do Traktatu (oprócz wykazania trwałości konwergencji) była również chęć uniknięcia dużego zróżnicowania rynkowych stóp procentowych między krajami wchodzącymi do strefy euro oraz krajami już w niej obecnymi. Duże różnice między stopami procentowymi prowadziłyby do powstawania znacznych strat lub zysków kapitałowych poszczególnych podmiotów gospodarczych po wprowadzeniu wspólnej waluty (NBP 2004a). Do czasu wyrównania się stóp procentowych pod wpływem sił rynkowych mogłyby nastąpić duże, gwałtowne przepływy kapitału, które zagroziłyby stabilności gospodarek krajów członkowskich. Zbliżenie poziomów stóp procentowych w krajach przystępujących do UGW zwiększa szanse uniknięcia wymienionych zagrożeń. Kształtowanie się długoterminowych stóp procentowych w dziesięciu nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej w latach 1999–2005 przedstawia tabela 2.

⁴ Obliczenia własne na podstawie: ECB (2006).

⁵ Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, Artykuł 121, ustęp 1.

Tabela 2. Średnioroczne oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Cypr	7,36	7,55	7,65	5,37	4,70	6,08	5,16
Czechy	b.d.	6,94	6,31	4,87	b.d.	4,05	3,61
Estonia	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	4,28	3,94
Litwa	b.d.	b.d.	b.d.	5,97	5,22	4,43	3,73
Łotwa	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	4,85	3,57
Malta	b.d.	5,75	6,11	5,74	4,98	4,68	4,57
Polska	9,53	11,79	10,68	7,32	5,78	6,92	5,23
Słowacja	b.d.	8,33	8,05	6,91	4,99	5,02	3,52
Słowenia	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	2,49	3,81
Węgry	9,91	8,55	7,94	7,09	6,83	8,19	6,60
Wartość referencyjna	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	6,28	5,37

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (2004a), ECB (2006b), Eurostat.

Dostępne dane wskazują na rosnącą zbieżność stóp procentowych w badanym okresie. Ich poziomy stopniowo zbliżały się do średniej dla strefy euro i coraz mniej różniły się od siebie. W 2005 r. dziewięć krajów miało długoterminowe stopy procentowe niższe od wartości referencyjnej (5,37%), spełniając tym samym kryterium zbieżności. Kryterium nie spełniły jedynie Węgry.

Poziomy nominalnych stóp procentowych są w dużym stopniu zdeterminowane obecnymi i oczekiwanymi poziomami inflacji. Oczekiwania mają szczególnie duże znaczenie w przypadku stóp długoterminowych. Przytoczone wcześniej prognozy Komisji Europejskiej dotyczące inflacji w latach 2006–2007 nie sugerują, aby w tym okresie ogólny wzrost cen miał zagrozić realizacji kryterium długoterminowych stóp procentowych przez kraje członkowskie UE, które wypełniły to kryterium w 2005 r. W przypadku Węgier na 2007 r. prognozowane jest obniżenie stopy inflacji o 0,2 punktu procentowego względem wyniku za 2005 r., co powinno korzystnie wpływać na zbliżanie się poziomów stóp długoterminowych do wartości referencyjnej.

Długi horyzont czasowy stóp procentowych stosowanych do pomiaru konwergencji powoduje, że na ich poziom wpływają również długoterminowe oczekiwania rynków finansowych co do kształtowania się zjawisk gospodarczych i politycznych w danym kraju. Dlatego sama perspektywa przyjęcia przez dany kraj wspólnej waluty, związanych z tym zobowiązań w polityce makroekonomicznej i ogólnego wzrostu bezpieczeństwa inwestycyjnego powinna sprzyjać obniżaniu się długoterminowych stóp procentowych. I przeciwnie – ewentualne odwołanie członkostwa w UGW może niekorzystnie wpłynąć na zaufanie do gospodarki danego kraju, co ma niekorzystny wpływ na poziom stóp procentowych. Inwestorzy wymagają bowiem rekompensaty za zwiększony poziom ryzyka.

5. Kryterium stabilności kursu walutowego

Z punktu widzenia efektywności alokacji czynników produkcji w unii walutowej ważnym zagadnieniem jest ustalenie odpowiednich kursów wymiany walut państw członkowskich na wspólną walutę. Kursy te powinny ukształtować się w ten sposób, aby występujące między krajami różnice cen odzwierciedlały realne różnice między kosztami wytworzenia poszczególnych dóbr. Zawyżone lub zaniżone kursy wymiany prowadziłyby do nieefektywnych decyzji alokacyjnych po utworzeniu unii walutowej, przynajmniej do czasu zmiany cen dóbr w efekcie działania sił rynkowych.

Kryterium stabilności kursu walutowego stanowi, że przez okres co najmniej dwóch lat przed oceną gotowości kraju do członkostwa w strefie euro wahania kursu waluty krajowej muszą mieścić się w normalnym przedziale wahań wokół kursu centralnego. Kurs waluty krajowej nie może w ciągu tych dwóch lat podlegać silnym napięciom, a także nie może być na wniosek danego kraju dewaluowany w stosunku do żadnej waluty krajów UE. Podczas oceny stabilności kursu walutowego dokonywana jest analiza, czy w okresie referencyjnym na rynku waluty krajowej występowały silne napięcia, o których mogą świadczyć takie czynniki, jak długość i zmienność odchylenia kursu rynkowego od parytetu oraz sposób odpowiedzi na nie polityki gospodarczej kraju, ze szczególnym uwzględnieniem interwencji na rynku walutowym i (lub) zmian krótkoterminowych stóp procentowych.

Kraje chcące przyjąć wspólną walutę są zobowiązane do co najmniej dwuletniego uczestnictwa w systemie ERM II. Należy jednak podkreślić, że istnieje różnica pomiędzy standardowym pasmem wahań w ramach systemu ERM II a interpretacją kryterium stabilności kursu walutowego. ERM II jest wielostronnym systemem stałych, ale dostosowywanych kursów

walutowych, z kursem centralnym i standardowym pasmem wahań $\pm 15\%$ ⁶. Zgodnie z interpretacją kryterium kursowego przez KE i EBC wymagane jest natomiast osiągnięcie znacznie wyższej stabilizacji kursu wobec parytetu centralnego. Zgodnie z tą interpretacją przy ocenie spełnienia kryterium kursu walutowego będą uwzględniane czynniki, które mogły doprowadzić do aprecjacji, takie jak efekt Balassy-Samuelsona⁷ czy znaczny napływ kapitału zagranicznego.

Kwestia niewystępowania „poważnych napięć” jest natomiast zasadniczo rozstrzygana poprzez:

- badanie zakresu odchylenia kursu wymiany od kursu centralnego,
- wykorzystywanie takich wskaźników, jak różnice względem krótkookresowych stóp procentowych w strefie euro i ich ewolucja,
- rozważenie roli odgrywanej przez interwencje walutowe (Ministerstwo Finansów 2005, s. 10 – 11).

Zgodnie z wynikami badań przeprowadzonych przez EBC za okres 1.10.2002 – 30.09.2004 r. waluty dziewięciu nowych krajów UE zmieściły się w referencyjnym przedziale wahań kursu walutowego⁸ względem średniego kursu odnotowanego w październiku 2002 r. Jedynie Polska musiałaby w badanym dwuletnim okresie dokonać interwencji w celu zapobieżenia ponad 15-procentowej deprecjacji kursu złotego. Jednak, jak wcześniej wskazano, dwuletnie uczestnictwo w systemie ERM II może nie być wystarczającą przesłanką do uznania, że dany kraj wypełnił kryterium stabilności kursu walutowego. Poza tym w warunkach pełnej swobody przepływu kapitału nawet 30-procentowe pasmo wahań mogłoby nie być wystarczająco szerokie, gdyby pojawiły się gwałtowane zaburzenia na rynkach finansowych. Banki centralne mogą mieć za małe rezerwy dewizowe, aby przeciwdziałać destabilizującym skutkom nagłych przepływów kapitału spekulacyjnego.

6. Zbieżność realna

Osiągnięcie zbieżności nominalnej w dziedzinie finansów publicznych, inflacji, stóp procentowych

⁶ Do systemu ERM II przystąpiło dotąd siedem nowych krajów członkowskich UE: Cypr, Estonia, Litwa, Łotwa, Malta, Słowacja i Słowenia. W systemie obecna jest również Dania. Źródło: EBC (www.ecb.int).

⁷ W przypadku integracji gospodarczej krajów o odmiennym poziomie rozwoju zróżnicowanie stóp inflacji może być nieodłącznym skutkiem procesu integracji realnej, polegającej na wyrównywaniu się poziomu PKB na mieszkańca. Chodzi tutaj o tzw. efekt Balassy-Samuelsona, związany z różną produktywnością pracy w sektorach dóbr handlowych i niehandlowych w gospodarkach krajów rozwijających się w połączeniu z nieproporcjonalnym, w stosunku do wzrostu produktywności, wzrostem płac w tym ostatnim sektorze. Szerzej w: Michalczyk (2006, s. 305–306).

⁸ Stopień ewentualnych napięć, jakim władze nowych krajów członkowskich będą musiały w przyszłości sprostać, aby spełnić kryterium stabilności kursu walutowego, określono na podstawie analizy kształtowania się kursów ich walut w ciągu dwóch lat (minimalny okres uczestnictwa w ERM II) (ECB 2004a).

i kursu walutowego jest formalnym warunkiem uczestnictwa w UGW. Udane uczestnictwo w unii walutowej (uniknięcie szoków asymetrycznych) jest jednak bardziej prawdopodobne w sytuacji, gdy kraje członkowskie osiągnęły oprócz zbieżności nominalnej również zbieżność realną.

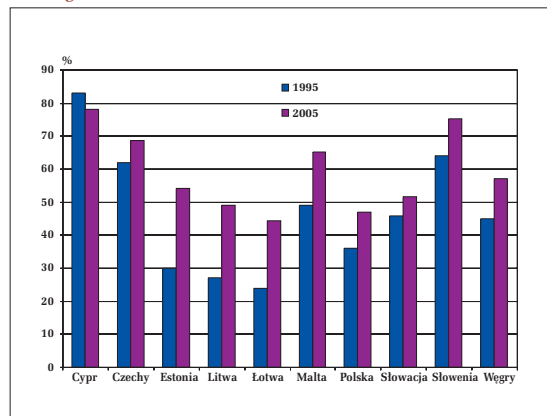
Zgodnie z teorią ekonomii w gospodarkach otwartych o swobodnym przepływie kapitału dysproporcje między poziomem rozwoju gospodarczego są stopniowo niwelowane. Dzieje się to w wyniku przemieszczania się kapitału z krajów bogatszych (mających wyższą proporcję między kapitałem a pracą, w których kapitał wykazuje niższą produktywność krańcową) do krajów biedniejszych (o niższej proporcji między kapitałem a pracą, w których kapitał wykazuje wyższą produktywność krańcową)⁹.

Wskaźnikiem, który syntetycznie charakteryzuje stopień zbieżności realnej, jest PKB na jednego mieszkańca (Żabińska 2003, s. 6). Kształtowanie się tego wskaźnika według standardu siły nabywczej w dziesięciu krajach przyjętych do UE w maju 2004 r. pokazano na wykresie 3.

W latach 1995–2005 w dziewięciu krajach zmniejszył się dystans dzielący je od średniej dla strefy euro – od 6–7 punktów procentowych w przypadku Czech i Słowacji do 24 punktów w przypadku Estonii. Pogorszenie (o 5 punktów procentowych) odnotował jedynie Cypr. W badanym okresie najszybsze tempo wzrostu gospodarczego osiągnęły gospodarki relatywnie małe, startujące z najniższego wyjściowego poziomu wskaźnika PKB na osobę (kraje bałtyckie). Większe gospodarki oraz kraje, które w 1995 r. dzielił mniejszy dystans od średniej dla strefy euro, rozwijały się nieco wolniej. W 2005 r. największy dystans wobec średniej dla strefy euro wykazała Łotwa

⁹ Szerzej w: Caves, Frankel, Jones (1998, s. 230-250).

Wykres 3. PKB na osobę według standardu siły nabywczej jako procent średniej dla strefy euro



Źródło: opracowanie własne na podstawie: ECB (2002), ECB (2004a), ECB (2006b).

Tabela 3. *Metody operacjonalizacji kryteriów wyboru optymalnego obszaru walutowego*

Kryterium	Metody operacjonalizacji
Mobilność czynników produkcji	<ul style="list-style-type: none"> • międzyregionalne zróżnicowanie dochodów na osobę • międzyregionalne zróżnicowanie stóp bezrobocia • relacja migracji do liczby ludności • relacja inwestycji bezpośrednich do PKB
Otwartość gospodarki	<ul style="list-style-type: none"> • relacja eksportu i importu do PKB • udział dóbr handlowych w strukturze produkcji i konsumpcji • krańcowa skłonność do importu
Elastyczność cen i płac	<ul style="list-style-type: none"> • testowanie tempa reakcji poziomu cen na szoki popytowe i podażowe • korelacja dynamiki płac realnych i stopy bezrobocia
Dywersyfikacja produkcji	<ul style="list-style-type: none"> • wskaźniki koncentracji branżowej struktury produkcji
Podobieństwo stóp inflacji	<ul style="list-style-type: none"> • miary zróżnicowania stóp inflacji (odchylenie standardowe, współczynnik zmienności)
Integracja fiskalna	<ul style="list-style-type: none"> • relacja wielkości budżetu wspólnotowego do PKB • relacja wielkości transferów międzyregionalnych do PKB
Integracja polityczna	<ul style="list-style-type: none"> • indeksy integracji instytucjonalnej (tworzone głównie na podstawie danych jakościowych – wprowadzonych rozwiązań prawnych i instytucjonalnych)
Zgodność cykli koniunkturalnych	<ul style="list-style-type: none"> • korelacja dynamiki PKB • korelacja dynamiki produkcji przemysłowej • korelacja zmian wartości indeksów giełdowych
Integracja finansowa	<ul style="list-style-type: none"> • wskaźniki oparte na cenach (testujące prawo jednej ceny odnośnie do wartości i stopy zwrotu jednakowych instrumentów finansowych) • wskaźniki oparte na informacjach (testujące reakcje cen instrumentów finansowych na pojawiające się informacje rynkowe) • wskaźniki oparte na ilościach (posiłkujące się danymi o wielkościach przepływów kapitału i międzynarodowej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych) • wskaźniki służące do szacowania prawnych i instytucjonalnych barier integracji finansowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Adam et al. (2002), Baele et al. (2004), Dorrucci et al. (2002), Eichengreen (1991), Horvath (2003), Mongelli (2002).

(56 punktów procentowych), za nią znalazły się Polska (53 punkty) i Litwa (51 punktów). Cypr w latach 1995–2005 nie odnotował wprawdzie konwergencji realnej pod względem poziomu PKB na osobę, jednak w 2005 r. cechował go najmniejszy dystans względem średniej dla strefy euro (22 punkty). Za Cyprzem znalazły się Słowenia (25 punktów) i Czechy (31 punktów).

Mimo różnic między poszczególnymi krajami ogólna tendencja rozwojowa jest korzystna, co pozwala oczekiwać stopniowego redukcji dysproporcji występujących w tej dziedzinie w poszerzonej UE. Jednak porównanie dotychczasowego tempa wzrostu i występujących obecnie dysproporcji sugeruje, że realna konwergencja stopnia rozwoju jest wyzwaniem na kolejne dziesięciolecie.

Realna konwergencja to nie tylko podobny poziom rozwoju, ale również zbliżenie struktur gospodarczych krajów członkowskich. Wymagane jest także powołanie do życia odpowiednich instytucji i wprowadzenie jednolitych procedur w obszarach funkcjonowania rynku (Żabińska 2003, s. 13).

Przed przystąpieniem do UE dziesięć badanych krajów musiało dostosować swoje prawodawstwo i strukturę instytucjonalną do wymogów wspólnego rynku. Wejście do UE wiązało się również z koniecznością dostosowania regulacji dotyczących banków centralnych.

Szeroko rozumiana zbieżność realna jest jednym z głównych problemów, którymi zajmuje się teoria optymalnych obszarów walutowych. Teorię tę uważa się obecnie za teoretyczną podstawę funkcjonowania unii walutowych. Jest ona ważnym punktem odniesienia w procesie wyboru reżimu kursowego dla poszczególnych krajów. Odegrała również główną rolę przy projektowaniu Unii Gospodarczej i Walutowej w Europie (Horvath 2003, s. 7).

Literatura związana z teorią optymalnych obszarów walutowych oprócz identyfikacji korzyści i kosztów związanych z przystąpieniem kraju do unii walutowej, skupiła się na określeniu cech strukturalnych gospodarki, które pozytywnie wpływają na bilans korzyści i kosztów utworzenia na danym obszarze unii walutowej (Tavlas 1993, s. 33). Wśród cech strukturalnych gospodarek, zwiększających korzyści

(i zmniejszających straty) utworzenia przez nie unii walutowej, najczęściej wymienia się¹⁰:

- mobilność czynników produkcji,
- otwartość gospodarki,
- elastyczność cen i płac,
- dywersyfikację produkcji,
- podobieństwo stóp inflacji,
- integrację fiskalną,
- integrację polityczną,
- zgodność cykli koniunkturalnych,
- integrację finansową.

Kryteria postulowane przez teorię optymalnych obszarów walutowych zostały formalnie skonkretyzowane w toku wielu badań empirycznych. W tabeli 3 wymieniono najczęściej spotykane w literaturze metody operacjonalizacji.

Operacjonalizacja kryteriów wyboru optymalnego obszaru walutowego umożliwiła prowadzenie badań empirycznych różnych grup krajów, w tym między innymi dziesięciu nowych członków UE. Badania te były prowadzone przeważnie pod kątem synchronizacji cykli koniunkturalnych nowych i dotychczasowych członków UE, jak również wypełniania przez nowe kraje członkowskie pozostałych kryteriów postulowanych przez teorię optymalnych obszarów walutowych.

J. Fidrmuc i F. Schardax wskazali na rosnącą korelację cykli koniunkturalnych tych krajów ze strefą euro i coraz silniejszą integrację handlową. Stwierdzili, że wyniki ich badań nie potwierdzają w pełni tezy, że poszerzona UE jest optymalnym obszarem walutowym. Jednocześnie uznali, że nowe kraje członkowskie są na dobrej drodze do wypełniania kryteriów optymalnego obszaru walutowego w takim samym stopniu, jak w krajach „starej” UE (Fidrmuc, Schardax 2000). C. van de Coevering wskazał na rosnącą otwartość gospodarek krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie zwrócił uwagę na małą mobilność siły roboczej zarówno w nowych, jak i w starych krajach członkowskich UE (Coevering 2003). M. Błaszkiwicz i P. Woźniak stwierdzili, że gospodarki nowych krajów członkowskich są bardzo otwarte na wymianę handlową z UE, często bardziej niż dotychczasowi członkowie Unii. Jednocześnie autorzy wskazali na niską (z wyjątkiem Słowenii i Węgier) korelację cykli koniunkturalnych z cyklem strefy euro. Jest to szczególnie widoczne w dynamice stopy bezrobocia (Błaszkiwicz, Woźniak 2003). Badając synchronizację cykli koniunkturalnych ośmiu nowych członków UE z Europy Środkowo-Wschodniej z cyklem koniunkturalnym strefy euro w latach 1993–2002, Z. Darvas i G. Szapáry wyodrębnili trzy grupy krajów: kraje o wysokiej synchronizacji cy-

kli, zbliżonej do strefy euro (Polska, Słowenia, Węgry), kraje o mniej zsynchronizowanych cyklach (Czechy, Słowacja) oraz kraje o cyklach niesynchronizowanych, do których zaliczyli Estonię, Litwę i Łotwę (Darvas, Szapáry 2004). S. Eickmeier i J. Breitung, po analizie danych za lata 1993–2003, wskazali Estonię, Polskę, Słowenię i Węgry jako kraje o wysokiej synchronizacji cykli koniunkturalnych ze strefą euro oraz dużą wymianą handlową z tym obszarem. Na przeciwnym biegunie usytuowali Litwę, wskazując na bardzo niską korelację jej cyklu koniunkturalnego (Eickmeier, Breitung 2006).

J. Fidrmuc i I. Korhonen dokonali metaanalizy 35 publikacji dotyczących synchronizacji cykli koniunkturalnych nowych członków UE z Europy Środkowo-Wschodniej z cyklem strefy euro. Wskazali na wysoką korelację cykli koniunkturalnych, szczególnie w przypadku Estonii, Polski, Słowenii i Węgier. Za główną przyczynę różnic między wynikami badań podanych w niektórych publikacjach Fidrmuc i Korhonen uznali odmienne metodologie stosowane przez ich autorów (Fidrmuc, Korhonen 2006).

Podsumowanie

Kraje, które 1 maja 2004 r. przystąpiły do Unii Europejskiej, stoją przed kolejnym wyzwaniem w procesie pogłębiania integracji gospodarczej. Przystąpienie do Unii Gospodarczej i Walutowej oraz przyjęcie wspólnej waluty mogą przynieść gospodarkom tych krajów wiele korzyści, ale niosą również pewne zagrożenia.

Aby przystąpienie nowych krajów do UGW nie zagroziło realizacji celów polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego i nie prowadziło do zaburzeń równowagi gospodarek krajów członkowskich, konieczne jest osiągnięcie zbieżności gospodarek krajów kandydujących z gospodarkami krajów już należących do UGW. Kryteria nominalne zawarte w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską, dotyczące deficytu i długu finansów publicznych, stabilności cen, zbieżności długoterminowych stóp procentowych i stabilności kursu walutowego, są formalnym warunkiem wstąpienia do UGW.

W latach 1998–2005 największe postępy w obniżaniu deficytu finansów publicznych odnotowały Malta, Litwa, Czechy, Cypr, Estonia i Węgry. Najslabiej wypadły Polska, Słowenia i Łotwa. Kryterium zbieżności spełniło w 2005 r. osiem krajów, z wyjątkiem Malty i Węgier. Szczególnie niekorzystny wynik Węgier świadczy o tym, że kraj ten stoi przed poważnym wyzwaniem uzdrowienia finansów publicznych. Sytuacja Węgier jest niekorzystna również z tego względu, że prognozy Komisji Europejskiej na lata 2006–2007 sugerują dalszy wzrost deficytu. Pro-

¹⁰ Por.: Bień (1988), Horvath (2003), Horvath, Komarek (2002), Mongelli (2002).

Tabela 4. Spełnianie 4 z 5 kryteriów zbieżności według danych za 2005 r.

	Deficyt budżetowy	Dług publiczny	Inflacja	Długoterminowe stopy procentowe
Cypr	TAK	NIE	TAK	TAK
Czechy	TAK	TAK	TAK	TAK
Estonia	TAK	TAK	NIE	TAK
Litwa	TAK	TAK	NIE	TAK
Łotwa	TAK	TAK	NIE	TAK
Malta	NIE	NIE	TAK	TAK
Polska	TAK	TAK	TAK	TAK
Słowacja	TAK	TAK	NIE	TAK
Słowenia	TAK	TAK	TAK	TAK
Węgry	NIE	TAK	NIE	NIE

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i EBC.

gnozy Komisji są niekorzystne również dla Czech i Polski. Deficyty w tych trzech krajach zgodnie z prognozami przekroczą wartość referencyjną lub w przypadku Polski zrównają się z nią. W odniesieniu do pozostałych siedmiu krajów prognozy Komisji są raczej korzystne – zgodnie z przewidywaniami w 2007 r. żaden z tych krajów nie odnotuje deficytu przekraczającego wartość referencyjną lub niebezpiecznie do niej zbliżonego.

W latach 1998–2005 tylko Węgry i Estonia zmniejszyły dług publiczny. Pozostałe osiem krajów zwiększyło swoje zadłużenie. W 2005 r. jedynie Cypr i Malta nie spełniały kryterium stabilności finansów publicznych. Prognozy Komisji Europejskiej na lata 2006–2007 w większości przypadków wskazują na dalszy wzrost zadłużenia nowych członków UE. Przewidywania Komisji są szczególnie niekorzystne dla Węgier, które prawdopodobnie przestaną spełniać kryterium długu publicznego. W odniesieniu do pozostałych krajów prognozy Komisji nie są tak pesymistyczne.

Ewentualne zakończenie ożywienia gospodarczego może spowodować pogorszenie stanu finansów publicznych w badanych krajach. Dlatego okres dobrej koniunktury powinien zostać wykorzystany do ich uzdrowienia. Wymaga to jednak podjęcia niepopularnych decyzji politycznych.

Większość badanych krajów odniosła w latach 1997–2005 duże sukcesy w walce z inflacją. Jednocześnie poziomy inflacji w badanych krajach stopniowo się upodabniały. W 2005 r. kryterium stabilności cen spełniło pięć krajów: Cypr, Czechy, Malta, Polska i Słowenia. W krajach bałtyckich w latach 2004–2005 pojawił się niepokojący wzrost poziomu inflacji, co może zagrozić realizacji przez nie kryterium stabilności cen w kolejnych latach. Prognozy Komisji Europejskiej dotyczące krajów akcesyjnych sugerują pewną poprawę stabilności cen w nadchodzących dwóch latach. W 2007 r. liczba krajów niepełniających tego kryterium prawdopodobnie spadnie do trzech (Litwa, Łotwa, Węgry).

Dostępne dane wskazują wzrost zbieżności stóp procentowych w latach 1999–2005. Ich poziomy stopniowo zbliżały się do średniej dla strefy euro i coraz mniej różniły się od siebie. W 2005 r. dziewięć krajów spełniło kryterium ich zbieżności. Nie spełniły go jedynie Węgry. Z prognoz Komisji Europejskiej dotyczących inflacji w latach 2006–2007 nie wynika, że ogólny wzrost cen w tym okresie zagrozi spełnieniu kryterium długoterminowych stóp procentowych przez kraje członkowskie UE, które wypełniły to kryterium w 2005 r.

Badania przeprowadzone w 2004 r. przez EBC wskazały w większości przypadków na brak silnych wahań kursów walut nowych członków UE względem euro. Dwuletnie uczestnictwo w systemie ERM II może jednak nie być wystarczającą przesłanką, aby uznać, że dany kraj wypełnił kryterium stabilności kursu walutowego. Poza tym w warunkach pełnej swobody przepływu kapitału nawet 30-procentowe pasmo wahań mogłoby nie być dostatecznie szerokie, gdyby pojawiły się gwałtowne zaburzenia na rynkach finansowych. Tabela 4 przedstawia obecny stopień spełniania czterech z pięciu kryteriów zbieżności nominalnej przez nowych członków UE.

W celu zmniejszenia ryzyka wystąpienia szoków asymetrycznych ważne jest również osiągnięcie przez kraje kandydujące do UGW zbieżności realnej. Większość badań nowych członków UE pod kątem wypełniania przez nie kryteriów postulowanych przez teorię optymalnych obszarów walutowych dostarczyła raczej optymistycznych wniosków. Zwiększa się korelacja ich cykli koniunkturalnych z cyklem strefy euro oraz rośnie integracja handlowa z UE. Zgodnie z przewidywaniami teorii ekonomii nowi członkowie UE w ostatnich latach nadrabiali dystans dzielący ich od krajów strefy euro pod względem rozwoju gospodarczego. Wzrost PKB na osobę świadczy o zwiększaniu się zbieżności realnej. Dystans jest jednak wciąż bardzo duży i jego usunięcie będzie wymagało wielu lat dynamicznego wzrostu gospodarczego.

Literatura

- Adam K. et al. (2002), *Analyse, Compare, and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union*, Centre for Studies in Economics and Finance, Department of Economics and Statistics, University of Salerno, Salerno.
- Baele L. et al. (2004), *Measuring financial integration in the euro area*, "Occasional Paper Series", No. 14, ECB, Frankfurt am Main.
- Bień A. (1988), *Optymalny obszar walutowy. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa.
- Błaszkiwicz M., Woźniak P. (2003), *Do Candidate Countries Fit the Optimum-Currency-Area Criteria?*, "Studies & Analyses", No. 267, CASE, Warszawa.
- Caves R.E., Frankel J.A., Jones R.W. (1998), *Handel i finanse międzynarodowe*, PWE, Warszawa.
- Coevering C. van de (2003), *Structural convergence and monetary integration in Europe*, "MEB Series", No. 2003-20, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- Darvas Z., Szapáry (2004), *Business Cycle Synchronization in the Enlarged EU: Comovements in the New and Old Members*, "Working Paper", No. 2004/1, Magyar Nemzeti Bank, Budapest.
- Dorrucci E. i inni (2002), *European integration: What lessons for other regions? The case of Latin America*, "Working Paper Series", No. 185, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2002), *Monthly Bulletin*, July, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2003), *Monthly Bulletin*, November, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2004a), *Convergence Report 2004*, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2004b), *Monthly Bulletin*, November 2004, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2004c), *Statistics Pocket Book*, November 2004, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2006a), *Convergence Report 2004*, ECB, Frankfurt am Main.
- ECB (2006b), *Statistics Pocket Book*, July 2006, ECB, Frankfurt am Main.
- Eichengreen B. (1991), *Is Europe an optimum currency area?*, "Working Papers Series", No. 3579, NBER, Cambridge.
- Eickmeier S., Breitung J. (2006), *How Synchronized are Central and Eastern European Economies with the Euro Area – Evidence from a Structural Factor Model*, "Journal of Comparative Economics", Vol. 34, No. 3, s. 538-563.
- European Commission (2006), *European Economy*, No. 2/2006, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels.
- Fidrmuc J., Korhonen I. (2006), *Meta-analysis of the business cycle correlation between the euro area and the CEECs*, "Working Paper Series", No. 1693, CESifo GmbH, Munich.
- Fidrmuc J., Schardax F. (2000), *More "Pre-Ins" Ante Portas – Euro Area Enlargement, Optimum Currency Area, and Nominal Convergence*, "Focus on Transition", 2/2000, Oösterreichische Nationalbank, Vienna.
- Horvath J. (2003), *Optimum currency area theory: A selective review*, "BOFIT Discussion Papers", No. 15, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Helsinki.
- Horvath R., Komarek L. (2002), *Optimum Currency Area Theory: An Approach for Thinking About Monetary Integration*, "Warwick Economic Research Papers", No. 647, The University of Warwick, Coventry.
- Michalczyk W. (2006), *Teoria i praktyka międzynarodowej integracji gospodarczej*, w: J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa.
- Mongelli F. P. (2002), *"New" views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?* "Working Papers", No. 138, ECB, Frankfurt am Main.
- Ministerstwo Finansów (2005), *Integracja Polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*, Ministerstwo Finansów, Warszawa.
- NBP (2004a), *Euro coraz bliżej*, Multimedialny kurs e-learning, <http://www.nbportal.pl>
- NBP (2004b), *Raport na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, NBP, Warszawa.
- Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P. (1998), *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa.
- Tavlas G.S. (1993), *The Theory of Optimum Currency Areas Revisited*, "Finance & Development", June, s. 32-35.
- Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską*, Dziennik Urzędowy UE C 235 z 24.12.2002 r., Urząd Komitetu Integracji Europejskiej (www.cie.gov.pl).
- Żabińska J. (2003), *Droga Polski do Unii Europejskiej*, Europejska Akademia na Śląsku, Katowice.

Zjawisko kontynuacji stóp zwrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*

Momentum at the Warsaw Stock Exchange

Adam Szyszka**

Streszczenie

Strategia *momentum* opiera się na założeniu, że w perspektywie średnioterminowej notowania walorów przejawiają tendencję do kontynuacji dobrej lub złej passy. W różnych wersjach zaleca, aby sprzedawać akcje, które w ciągu ostatnich 3–12 miesięcy najwięcej straciły na wartości oraz nabywać walory, które doświadczyły najwyższych wzrostów. Portfele inwestycyjne tworzone zgodnie z tą zasadą powinny być utrzymywane przez kolejnych 3–12 miesięcy.

Niniejszy artykuł dokumentuje teoretyczną skuteczność 16 wersji strategii *momentum* na GPW w Warszawie w okresie od października 1994 r. do końca września 2005 r. Najbardziej zyskowna byłaby strategia konsekwentnego nabywania akcji, których notowania najbardziej wzrosły oraz sprzedaży walorów, które najwięcej straciły na wartości w ciągu ostatnich 3 kwartałów, a następnie utrzymywanie tak skonstruowanych portfeli, złożonych z pozycji długich i krótkich, przez kolejny kwartał. W praktyce skuteczność tej strategii jest ograniczona ze względu na trudności z przeprowadzaniem krótkiej sprzedaży i koszty transakcyjne.

Słowa kluczowe: kontynuacja stóp zwrotu, strategię *momentum*, efektywność rynku kapitałowego, finanse behawioralne, anormalne stopy zwrotu.

Abstract

Momentum strategy assumes that the quotations of securities tend to continue positive or negative tendencies of development over a medium-term horizon. In its different versions, the strategy recommends to sell stocks that have performed worst ("losers") and to buy stock that have performed best ("winners") during last 3-12 months prior to assets allocation. Portfolios constructed in such a way should be then held for another 3-12 months.

This paper documents profitability of 16 versions of momentum strategy at the Warsaw Stock Exchange in the period since October 1994 till the end of September 2005. The most profitable strategy would be to construct a portfolio of long and short positions based on the observation period of three recent quarters and to hold such a portfolio for the next quarter. Consequently, this investment rule would generate (before transaction costs) an average quarterly return of 9.25%, however a big portion of this profit (7.17%) would come from short positions. Restrictions of short selling and transaction costs are crucial limitations for this strategy.

The paper starts with a literature review, particularly focused on a discussion about possible sources of momentum profits. It continues with the methodology, data description, and presentation of results of the research on the Polish capital market. The paper concludes with a summary and postulates for further research in this field

Keywords: momentum, market efficiency, behavioral finance, market anomalies, emerging markets, Warsaw Stock Exchange.

JEL: G11

*Autor pragnie podziękować Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej za wsparcie finansowe otrzymane w ramach programu Stypendiów dla Młodych Naukowców.
** Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Wydział Zarządzania, Katedra Inwestycji i Rynków Kapitałowych.

1. Wprowadzenie

Możliwość przewidywania przyszłego kierunku zmian cen akcji na podstawie obserwacji notowań historycznych przeczy hipotezie o efektywności rynku, nawet w formie słabej (Fama 1970). Powszechnie wiadomo, że na rynkach rozwiniętych, a także w Polsce, proste testy autokorelacji przeprowadzane na seriach danych dotyczących pojedynczych walorów na ogół nie wykazują statystycznie istotnych związków między przeszłymi a przyszłymi poziomami notowań i nie są w stanie zanegować hipotezy o błędzeniu losowym (Szyszka 2003a). Niemniej istnieje bogata literatura przedmiotu, która dokumentuje skuteczność strategii inwestycyjnych o charakterze portfelowym opartych wyłącznie na obserwowaniu dotychczasowych zmian kursów akcji.

Wśród tego rodzaju strategii można wyróżnić dwie zasadnicze kategorie: strategie przeciwnego inwestowania oraz tzw. strategie *momentum*. W myśl pierwszych należy nabywać spółki, które dotychczas istotnie traciły na wartości, oraz sprzedawać te walory, które doświadczyły najbardziej spektakularnych wzrostów. Z kolei rekomendacja płynąca ze strategii *momentum* jest dokładnie odwrotna – kupuj to, czego cena ostatnio najbardziej rosła, a sprzedawaj akcje przynoszące najwyższe straty. Wbrew pierwszemu wrażeniu, reguły te nie są ze sobą sprzeczne. Główną różnicą jest bowiem horyzont czasowy, w którym ocenia się spółki przed konstrukcją portfela, oraz czas utrzymywania otwartych pozycji. Strategie przeciwnego inwestowania dotyczą horyzontów albo bardzo krótkich (tygodnia – Lehmann 1990; Jegadeesh i Titman 1995, miesiąca – Jegadeesh 1990; Jegadeesh i Titman 1995), albo bardzo długich (3–5 lat – DeBondt i Thaler 1985). Strategia *momentum* zakłada natomiast, że okresy obserwacji i utrzymywania portfeli wahają się – w różnych wersjach – od 3 do 12 miesięcy (Jegadeesh i Titman 1993; 2001a).

Krótkoterminowe strategie przeciwnego inwestowania zakładają bardzo dużą częstotliwość rekonstrukcji portfela inwestycyjnego, a co za tym idzie generują wysokie koszty transakcyjne. Ich praktyczna użyteczność jest zatem bardzo ograniczona i raczej są przedmiotem dociekań czysto akademickich (Lehmann 1990; Jegadeesh i Titman 1995 dla rynku amerykańskiego; Bacmann i Dubois 1998 we Francji; Antoniou, Galariotis i Spyrou 2003 w Wielkiej Brytanii; Antoniou, Galariotis i Spyrou 2001 w Grecji oraz Chan et al. 2003 w Australii). Z kolei długoterminowe strategie przeciwnego inwestowania wzbudzają wiele kontrowersji metodologicznych, związanych przede wszystkim z doбором próby oraz zmianami poziomu ryzyka w długim okresie (Chan 1988 oraz Ball i Kothari 1989). Na tym tle najistotniejszym zagadnieniem są strategie *momentum*, których skuteczność zo-

stała wyraźnie udokumentowana na wielu rozwiniętych giełdach papierów wartościowych na świecie i może mieć także wymierne znaczenie praktyczne (Jegadeesh i Titman 1993; 2001a; 2002; Rouwenhorst 1998a; 1998b; 1999; Chui, Titman i Wei 2001 oraz Scowcroft i Sefton 2005). Spór w literaturze światowej na temat *momentum* w zasadzie nie dotyczył samego faktu występowania tego zjawiska, ale odpowiedzi na pytanie o jego źródła i przyczyny, a także implikacje praktyczne¹.

Dotychczasowa literatura polska poświęcona zagadnieniu *momentum* jest bardzo uboga i zasadniczo ogranicza się do wzmianek o występowaniu tego zjawiska na rynkach światowych (Szyszka 2003a). Jedynie Grotowski (2003a; 2003b) przeprowadził wycinkowe badania, które wstępnie zasugerowały, że zjawisko to może być obecne również na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W niniejszym artykule starałem się wypełnić istniejącą lukę, prezentując wyniki szeroko zakrojonych badań, obejmujących symulacje 16 różnych odmian strategii *momentum* w ciągu 10 lat, uwzględniając wszystkie kwalifikujące się spółki notowane w tym czasie na GPW w Warszawie.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że celem przeprowadzonych badań nie jest weryfikacja zyskowności określonej strategii inwestycyjnej w praktyce. Uwarunkowania polskiego rynku kapitałowego (w szczególności w początkowej fazie jego rozwoju), takie jak niska płynność i ograniczone możliwości przeprowadzania krótkiej sprzedaży, sprawiają, że rozważania dotyczące strategii *momentum* mają przede wszystkim charakter teoretyczny, choć ciągle z pewnymi ważkimi implikacjami praktycznymi. Celem pracy jest natomiast zbadanie, czy zjawisko *momentum* w ogóle występuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a jeśli tak, to jakie jest jego natężenie w porównaniu z obserwacjami poczynionymi na rozwiniętych giełdach świata.

Na początku artykułu Czytelnik odnajdzie bogaty przegląd literatury światowej, ze szczególnym uwzględnieniem aktualnych nurtów w dyskusji na temat przyczyn zjawiska *momentum*. W dalszej kolejności przedstawiono metodologię przeprowadzonych badań dotyczących rynku polskiego oraz ich wyniki wraz z interpretacją i komentarzem. Całość wieńczą podsumowanie i postulaty dalszych studiów w tym zakresie.

2. Przegląd literatury

Pionierami w badaniach nad skutecznością *momentum* byli Jegadeesh i Titman (1993), którzy przeprowadzili symulacje strategii zakładających okresy oce-

¹ Keim (2003), Lesmond, Schill i Zhou (2004) oraz O'Shaughnessy (2004) podają w wątpliwość możliwość wykorzystania strategii *momentum* w praktyce ze względu na koszty transakcyjne.

ny walorów oraz utrzymywania portfeli w przedziale od 3 do 12 miesięcy. Wykorzystali dane z giełd NYSE i AMEX z lat 1965–1989. Każdorazowo nabywano równoważony portfel złożony z decyla akcji, które w poprzednim okresie wypadły najlepiej oraz sprzedawano równoważony portfel złożony z decyla akcji o najniższych stopach zwrotu. Wszystkie strategie pozwalały osiągnąć dodatnie stopy zwrotu. Świadczy to, że przeciętne akcje, które dostarczyły najwyższych (najniższych) stóp zwrotu w ciągu ostatnich 3–12 miesięcy, kontynuują dobrą (złą) passę także w ciągu kolejnych 3–12 miesięcy. Najlepsze rezultaty osiągnięto dla strategii, w myśl której dokonywano selekcji walorów na podstawie ich stóp zwrotu w ostatnich 12 miesiącach, a skonstruowane portfele (złożone z odpowiednich długich i krótkich pozycji) utrzymywano przez kolejne 3 miesiące. Różnica między portfelem spółek najlepszych i najgorszych wynosiła przeciętnie 1,49% w skali miesiąca. Strategia oparta na wyborze walorów na podstawie ich zwrotów w ostatnim półroczu i utrzymywaniu ich przez kolejne 6 miesięcy przyniosłaby około 1% miesięcznie. W dalszych badaniach z uwzględnieniem szerszej próby danych (lata 1965–1998 oraz wszystkie spółki z giełd NYSE, AMEX i Nasdaq, z wyłączeniem spółek o niskiej płynności), Jegadeesh i Titman (2001a) dodatkowo potwierdzili istotność efektu *momentum*. Co ważne, zjawisko to utrzymywało się z niemniejszą siłą również w latach 90., a więc już po opublikowaniu pierwszego doniesienia o tej anomalii.

Efekt *momentum* zaobserwowano również poza rynkiem amerykańskim. Rouwenhorst (1999) udokumentował obecność tego zjawiska w 12 rozwiniętych krajach europejskich, z czego najsilniejsze w Hiszpanii, Holandii, Belgii i Danii, a Chui, Titman i Wei (2001) wykazali podobną prawidłowość na rynkach azjatyckich, z wyjątkiem Japonii i Korei Południowej. W dalszych badaniach Rouwenhorst (1998a) także potwierdził obecność *momentum* na rynkach rozwijających się. Strategia ta okazała się też skuteczna w odniesieniu do portfeli tworzonych z uwzględnieniem dywersyfikacji międzynarodowej (Rouwenhorst 1998b; Scowcroft i Sefton 2005).

Jegadeesh i Titman (1993) zademonstrowali, że różnice między zyskami z poszczególnych portfeli nie mogą być wyjaśnione współczynnikami beta, a Fama i French (1996) pokazali, że nie pomaga też uwzględnienie ewentualnej dodatkowej premii za wielkość spółki lub relację wartości księgowej do wartości rynkowej. Z kolei Conrad i Kaul (1998) zasugerowali, że zyskowność strategii *momentum* nie wynika z przewidywalności rynku, lecz po prostu z dyspersji między oczekiwanymi stopami zwrotu. Argumentowali, że wielokrotne inwestowanie w spółki, które w ostatnim okresie przyniosły najwyższe zyski oznacza, że częściej nabywane są walory o wysokiej oczekiwanej

stopie zwrotu, a co za tym idzie zapewne o wysokim poziomie ryzyka. Niemniej Jegadeesh i Titman (2002) wykazali, że bardzo małą część (jeśli w ogóle) zysków z proponowanej przez nich strategii można uzasadnić dyspersją poziomu oczekiwanych stóp zwrotu.

Można sobie wyobrazić kilka scenariuszy kształtowania się cen, które mogą być odpowiedzialne za efekt *momentum* w perspektywie od kilku do kilkunastu miesięcy. Pierwszym wytłumaczeniem może być zbyt wolna reakcja na napływające informacje. Gdyby jednak miała to być jedyna systematyczna nieprawidłowość w przetwarzaniu informacji, to skuteczność długookresowej strategii przeciwnego inwestowania trzeba by postrzegać jako skutek zbyt słabej reakcji inwestorów na napływające w przyszłości nowe wiadomości, sprzeczne z pierwotnie wyrobionym poglądem o spółce.

Drugą możliwością jest wystąpienie zjawiska *momentum* wyłącznie w wyniku nadreaktywności rynku. Według tej wersji, w ciągu kilku – kilkunastu miesięcy ceny stopniowo oddalałyby się od wartości fundamentalnych, powodując kontynuację stóp zwrotu, a dopiero później rynek poprawnie korygowałby wycenę. Co prawda, w tym czasie mogłyby występować przejściowe drobne korekty, jednak miałyby ograniczony zakres i nie sprowadzałyby wyceny walorów do ich rzeczywistej wartości.

Można też wyobrazić sobie sytuację, w której rynek zarówno zbyt słabo, jak i zbyt silnie reaguje na informacje, w zależności od rozpatrywanego horyzontu czasowego, bądź rodzaju sygnałów informacyjnych. Można przyjąć, że początkowo ceny tylko częściowo odzwierciedlają pojawiające się wiadomości, stopniowo dostosowując się do wartości fundamentalnych. Wywoła to kontynuację stóp zwrotu, którą naiwni inwestorzy będą ekstrapolować na przyszłość, nawet jeśli ceny walorów zdążyły już osiągnąć wartości fundamentalne. Dalsze działania nieracjonalnych graczy sprawią, że kursy walorów zaczną odchylać się w drugą stronę, powodując nadreakcję rynku, która zostanie skorygowana dopiero w długim okresie. Również w tym scenariuszu możliwe jest jednoczesne występowanie przejściowych wahań, które mogłyby wpływać na skuteczność strategii przeciwnego inwestowania w krótkim terminie, nie eliminując jednak zjawiska *momentum* w średnim horyzoncie oraz efektu zwycięzców – przegranych w długim okresie.

Jegadeesh i Titman (2001a) pokazali, że konstruowane przez nich portfele oparte na strategii *momentum* od 13. do 60. miesiąca po skonstruowaniu przynoszą przeciętnie ujemne stopy zwrotu. Obserwacja ta jest zbieżna z wcześniejszymi badaniami długookresowej strategii przeciwnego inwestowania. Na tej podstawie Jegadeesh i Titman (2001a) skłaniają się do twierdzenia, że przynajmniej część efektu *momentum* można przypisać nadreaktywności rynku. Do-

puszczają jednocześnie możliwość zbyt słabej reakcji rynku, która – ich zdaniem – może przyczynić się do powstania *momentum* w szczególności w początkowej fazie. Nie biorą jednak pod uwagę, że długookresowa odwrotność w kształtowaniu się stóp zwrotu może być wynikiem zbyt słabej reakcji na nowe wiadomości sprzeczne z wcześniejszymi poglądami inwestorów.

Chan, Jegadeesh i Lakonishok (1996) łączą efekt *momentum* z opóźnioną odpowiedzią inwestorów na niespodziewane zmiany wyników finansowych. Wykazali oni, że niemal połowa zysków z 6-miesięcznej strategii *momentum* realizowana jest w ciągu kilku sesji wokół dat publikacji kolejnych raportów kwartalnych. Innymi słowy, jeżeli rynek był zaskoczony ostatnimi wynikami spółki, z reguły będzie również zaskoczony wynikami co najmniej w dwóch następnych kwartałach. Oznacza to, że inwestorzy przejawiają tzw. konserwatyzm poznawczy, czyli podchodzą początkowo z rezerwą do niespodziewanie dobrych lub złych wyników spółek i nie potrafią od razu właściwie ocenić szans spółki na kontynuację dobrej lub złej passy. Jednak z upływem czasu ich optymizm lub pesymizm (choć ten wolniej) stopniowo rosną, aż w końcu, na skutek błędu ekstrapolacji, stają się nieracjonalne. Istotny związek między efektem *momentum* a nieadekwatnymi przewidywaniami zysków wykazano też m.in. w pracach Soffera i Walthera (2000) oraz Chordi i Shivakumara (2005).

Jeszcze innego argumentu za tym, że zjawisko *momentum* przynajmniej częściowo wywoływane jest zbyt powolnym uwzględnianiem informacji, dostarczyli Hong, Lim i Stein (2000). Zauważyli oni, że efekt *momentum* jest wyraźniejszy wśród spółek, które rzadziej są przedmiotem zainteresowania profesjonalnych analityków². Oznacza to mniejszą dostępność informacji, co skutkuje wolniejszą reakcją rynku³.

Warto także zwrócić uwagę, że większość wspomnianych prac dokumentuje niesymetryczne kształtowanie się stóp zwrotu z portfeli konstruowanych zgodnie z zasadą *momentum*. Hong, Lim, Stein (2000) pokazali, że negatywne wiadomości spotykają

się z wolniejszą reakcją rynku. Wyjaśnienia tej obserwacji można poszukiwać w psychologii, która wskazuje m.in. na powszechną wśród ludzi, w tym także wśród graczy giełdowych, nadmierną pewność siebie (Weinstein 1980; Svenson 1981; Tyszka i Zaleskie-wicz 2001; Barberis i Thaler 2002) oraz na zjawisko wybiórczej atrybucji, polegające na przypisywaniu sukcesów (nawet jeśli były przypadkowe) samemu sobie i własnym zdolnościom, natomiast tłumaczeniu porażek czynnikami niezależnymi (Langer i Roth 1975; Miller i Ross 1975; Fischhoff 1982; Taylor i Brown 1988). Połączenie tych dwóch zjawisk psychologicznych powoduje, że wiadomości niepomysłne, sprzeczne z wcześniejszymi przewidywaniami i oczekiwaniami trudniej trafiają do świadomości inwestorów i wolniej znajdują odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych.

Grinblatt i Han (2005) zaprezentowali model, który miał wytłumaczyć *momentum* na gruncie teorii perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979) oraz związanego z nią tzw. efektu dyspozycji⁴. W związku z awersją do ryzyka na obszarze zysków inwestorzy chętniej sprzedają akcje, które właśnie przyniosły im dodatnie stopy zwrotu (realizują zyski). Zwiększona podaż wywołuje chwilowe niedowartościowanie, które zostanie skorygowane, kiedy minie presja podaźowa. Mimo że kursy akcji dopiero wzrosły, przez moment i tak pozostają niedowartościowane w stosunku do ich rzeczywistej wartości, gdyż chwilowo dalszy wzrost hamuje presja podaźowa ze strony chętnych do realizacji zysków. Gdy presja ta ustanie, nastąpią dalsze wzrosty, co spowoduje okresowe wystąpienie dodatnich ponadnormalnych stóp zwrotu. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku akcji, których zbycie wiązałoby się ze stratą. Niechęć do sprzedaży po niższym kursie wstrzymuje przez pewien czas podaź, co powoduje okresowe przewartościowanie waloru. Przyszłe krótkookresowe stopy zwrotu będą zatem niższe, niż można by oczekiwać dla danego poziomu ryzyka. W związku z tym, że awersja do strat jest większa niż awersja do ryzyka na obszarze zysków, odchylenie od wartości fundamentalnej, a co za tym idzie również późniejsza korekta będą większe w przypadku walorów spadkowych.

² Oczywiście jest, że małe spółki będą się cieszyły mniejszym zainteresowaniem analityków. Dlatego Hong i in. (2000) w pierwszej kolejności segregują spółki pod względem wielkości kapitalizacji, a dopiero później, w wyróżnionych decylach, starają się wychwycić sam wpływ liczby rekomendacji i analiz publikowanych o spółce.

³ Hong i in. (2000) zasugerowali także, że mniejsza liczba analityków zarządzających rekomendacje na temat danej firmy będzie oznaczać w szczególności mniejszy dostęp do informacji negatywnych, gdyż zarządy spółek nie będą same skłonne do publikowania niepomysłnych wieści. Taka argumentacja niekoniecznie musi być słuszna. Po pierwsze, analitycy wykazują systematyczny optymizm poglądów i z różnych względów rzadziej publikują analizy negatywne niż pozytywne. Po drugie, wiele obowiązków informacyjnych narzuconych jest spółkom przez uregulowania prawne i muszą one komunikować inwestorom również informacje niepomysłne. Wolniejsza reakcja na wiadomości negatywne może raczej mieć podłoże w psychologii inwestorów oraz ograniczeniach krótkiej sprzedaży.

⁴ Teoria perspektywy Kahnemana i Tversky'ego (1979) głosi m.in., że decydecnt postawiony przed wyborem wariantów decyzyjnych, które mają mu przynieść zysk, przejawia awersję do ryzyka, czyli preferuje mniejszy, ale pewny zysk, a za podjęcie ryzyka wymaga odpowiednio wyższego wynagrodzenia (premię za ryzyko). W przypadku konieczności wyboru między wariantami, które mają narazić decydecnta na stratę, decyduje się natomiast na podjęcie ryzyka, próbując uniknąć straty lub opóźnić ją. Innymi słowy, decydecnti przejawiają awersję do strat, czyli niechęć do poniesienia pewnej straty, jeśli istnieje możliwość jej uniknięcia, nawet za cenę ryzyka jeszcze większej straty. Efekt dyspozycji to zjawisko zauważone na giełdach papierów wartościowych polegające na skłonności inwestorów do przedwczesnej sprzedaży akcji, których kurs wzrósł, a także zwlekania ze sprzedażą akcji, których notowania spadły w stosunku do ceny zakupu. Więcej szczegółów na temat tych i innych zjawisk związanych z psychologią inwestorów giełdowych można odnaleźć m.in. w artykule A. Szyszkii (2004).

W poszukiwaniu wyjaśnienia zjawiska *momentum* nie chodzi tylko o to, czy wywołują je zbyt wolne, czy zbyt gwałtowne reakcje na informacje. Kolejnym pytaniem jest to, czy *momentum* powstaje przez niewłaściwą reakcję na informacje specyficzne dla spółki, czy informacje systemowe. Jegadeesh i Titman (1993; 2001b) praktycznie wykluczyli czynniki ogólnorynkowe. Moskowitz i Grinblatt (1999) oraz O'Neal (2000) na rynku amerykańskim, a Swinkels (2002) za pomocą danych portfolio globalnego udokumentowali natomiast występowanie efektu *momentum* w odniesieniu do poszczególnych gałęzi gospodarki. Portfel złożony z sektorów, które najbardziej wzrastały w poprzednich 6 miesiącach, zyskiwał na wartości również w kolejnym półroczu. Analogicznie, portfel obejmujący spółki z sektorów, które w ostatnim czasie wypadły najgorzej, będzie kontynuował złą passę. Moskowitz i Grinblatt (1999) zaprezentowali, że sektorowy efekt *momentum* niemal w całości wyjaśniał skuteczność strategii stosujących indywidualne walory.

Na tej podstawie niektórzy zwolennicy efektywności rynku sugerowali, że zjawisko *momentum* wynika ze zmieniającego się poziomu ryzyka sektorowego i może się wiązać z cyklami makroekonomicznymi. Wyniki badań nie są w tej kwestii jednoznaczne. Bacmann, Dubois i Isakov (2001) oraz Chordia i Shivakumar (2002) dostarczyli np. pewnych przesłanek wskazujących na relacje między dochodami ze strategii *momentum* a zmiennością cyku koniunkturalnego. Przeciwnie spostrzeżenia są jednak w pracach Liew i Vassalou (2000) oraz Griffina i Martina (2002).

Efekt *momentum* jest także jedną z tych anomalii, która przynajmniej w pewnym zakresie może być wywoływana lub przynajmniej wzmocniana działaniami profesjonalnych uczestników rynku, a niekoniecznie musi wynikać z braku racjonalności drobnych inwestorów. Womack (1996) udokumentował, że analitycy przeciętnie wydają lepsze rekomendacje spółkom, których notowania wcześniej odnotowały już serię wzrostów. Takie informacje, płynące niezadko z renomowanych instytucji finansowych, mogą wywoływać w inwestorach przekonanie o możliwości dalszych wzrostów i skłaniać ich do kolejnych zakupów pomimo coraz wyższych cen. W rezultacie może to spowodować kontynuację dodatnich stóp zwrotu i niejako odegrać rolę samosprawdzającej się przepowiedni.

Według niektórych autorów dużą rolę w wywołaniu efektu *momentum* mogą odgrywać fundusze inwestycyjne. Grinblatt, Titman i Wermers (1995) oraz Chen, Jegadeesh i Wermers (2002) pokazali, że zarządzający aktywami funduszy częściej kupują akcje, których notowania uprzednio wzrosły, i sprzedają walory spadkowe. O tym, że fundusze raczej destabilizują ceny, niż przyczyniają się do odzwierciedle-

nia informacji fundamentalnych (przynajmniej w krótkim okresie), mogą także świadczyć badania Burcha i Swaminathana (2001), którzy pokazali, że decyzje menedżerów o zakupie lub sprzedaży walorów w większym stopniu zależą od stóp zwrotu osiągniętych przez te papiery w ostatnim czasie niż od wyników finansowych raportowanych przez spółki. Warto także zwrócić uwagę na wyniki prac Siasa (2002) oraz Fonga et al. (2005), którzy wykazali silną skłonność do tzw. zachowań stadnych wśród menedżerów funduszy, przy czym przejawiała się ona nie tyle w stosunku do tych samych walorów, ile w stosunku do spółek z tego samego sektora. Zakup przez niektórych zarządzających akcji z określonego sektora skłaniał innych menedżerów do zainwestowania niekoniecznie w te same spółki, ale przynajmniej w akcje przedsiębiorstw z tej samej branży.

Podsumowując przegląd światowej literatury można stwierdzić, że przy obecnym stanie wiedzy na temat *momentum* niemal wszyscy zgadzają się, że zjawisko to występuje, choć niektórzy podają w wątpliwość jego praktyczne znaczenie (Keim 2003; Lesmond, Schill i Zhou 2004 oraz O'Shaughnessy 2004), a inni dyskutują nad możliwymi wyjaśnieniami w ramach obowiązującej doktryny finansów. Ostatecznie nierozstrzygnięta pozostaje kwestia dokładnych przyczyn i stwierdzenia, czy *momentum* może zostać racjonalnie wytłumaczone w świetle klasycznej teorii rynku kapitałowego, czy jest zaprzeczeniem efektywności rynku i przykładem występowania systematycznych anomalii w wycenie papierów wartościowych.

3. Metodologia badań

Badania przeprowadzono, skupiając się na analizie skuteczności różnych wersji strategii inwestowania opartych na efekcie *momentum*⁵. Przedmiotem symulowanych inwestycji były wszystkie akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w ciągu 10 lat, począwszy od października 1994 r. do końca września 2005 r., w tym również akcje spółek, które w tym czasie zostały wycofane z obrotu giełdowego. Początek okresu objętego badaniami został zdeterminowany wprowadzeniem na GPW w Warszawie pięciu sesji w tygodniu, począwszy od 3 października 1994 r. Wcześniejsze badania pokazały, że miało to krytyczne znaczenie dla szybkości odzwierciedlenia nowych informacji w cenach walorów, a co za tym idzie dla efektywności rynku (Szyszka 2003a).

Łącznie w analizie wykorzystano notowania 255 spółek. Jednak liczebność i skład badanej populacji

⁵ Metodologia badań została opracowana na podstawie pionierskiej w tym zakresie pracy Jegadeesha i Titmana (1993) z odpowiednimi adaptacjami, które uwzględniają uwarunkowania i specyfikę polskiego rynku.

przez cały okres badań zmieniały się w ten sposób, że z jednej strony dołączały spółki wprowadzane na parkiet, a z drugiej strony ubywało podmiotów wycofywanych z obrotu.

Wszystkie analizowane strategie polegały na doborze akcji do portfela inwestycyjnego w zależności od wysokości stóp zwrotu z poszczególnych walorów na tle całego rynku w ciągu minionego okresu obserwacji o długości J miesięcy, a następnie utrzymywaniu otwartych pozycji, odpowiednio długich i krótkich, przez kolejnych K miesięcy. Zastosowane okresy obserwacji oraz utrzymywania portfeli wynosiły 3, 6, 9 i 12 miesięcy, co dało razem 16 różnych kombinacji strategii. Co kwartał wszystkie akcje notowane co najmniej od J miesięcy szeregowano pod względem wysokości stopy zwrotu w okresie obserwacji J , a następnie dzielono na decyle. Akcje spółek stanowiących 10% badanej populacji, które przyniosły w okresie obserwacji najwyższe stopy zwrotu, dołączano do portfela inwestycyjnego (nazwijmy go portfelem „zwycięzców”), natomiast na akcjach spółek z dolnego decyla zajmowano pozycję krótką (nazwijmy go portfelem „przegrywanych”). Wszystkie walory w ramach jednego portfela inwestycyjnego były nabywane lub sprzedawane w tych samych proporcjach (tzw. portfolio równoważone). Zbudowane portfele inwestycyjne utrzymywano następnie przez kolejnych K miesięcy. Warto podkreślić, że teoretycznie strategia taka nie wymaga angażowania kapitału, bowiem wydatki na zakup jednych akcji powinny być finansowane jednoczesnymi wpływami z krótkiej sprzedaży innych walorów.

W celu zwiększenia mocy analiz w symulacjach dopuszczono możliwość budowy portfeli z nakładającymi się na siebie okresami utrzymywania. Przyjęto, niezależnie od wersji strategii oraz wielkości J i K , że hipotetyczny inwestor mógł konstruować portfel raz na kwartał. Oznacza to, że np. w przypadku strategii $J = 6$ i $K = 6$ w każdym momencie *de facto* utrzymywane były dwa portfele, budowane co kwartał, na podstawie obserwacji z 6 miesięcy przed datą konstrukcji każdego z nich, a następnie utrzymywane przez kolejne pół roku od daty utworzenia.

Należy mieć świadomość, że symulowanie pozycji krótkich ma w dużej mierze charakter teoretyczny. Na początku analizowanego okresu na polskim rynku zupełnie nie można było przeprowadzać transakcji krótkiej sprzedaży, a później stało się to praktycznie możliwe tylko w odniesieniu do nielicznej grupy najbardziej płynnych walorów. Jednakże celem prowadzonych badań nie jest weryfikacja praktycznej skuteczności strategii *momentum*, lecz sprawdzenie, czy ewenement ten w ogóle występuje na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a jeśli tak, to jaka jest jego skala w porównaniu z obserwacjami poczynionymi na rozwiniętych giełdach świata. Z tego

względem symulacje przeprowadzono w oderwaniu od ich realnej wykonalności i raczej skupiono się na tym, aby metoda analizy była możliwie podobna do stosowanej wcześniej w pracach dotyczących rozwiniętych rynków.

We wszystkich kalkulacjach wykorzystano logarytmiczne stopy zwrotu. Podobnie jak w większości prac anglojęzycznych z tego zakresu, w obliczeniach pominięto kwestie kosztów transakcyjnych⁶, opodatkowania, ewentualnych dochodów z dywidend⁷ oraz zbycia praw poboru. Uwzględniono natomiast przypadki splitów akcji. W każdym kwartale osobno policzono wyniki uzyskane z portfeli „zwycięzców” oraz portfeli „przegrywanych”, a następnie z łącznego portfela obejmującego pozycje długie w akcjach „zwycięzców” i krótkie na walorach „przegrywanych”. Statystyczną istotność uzyskanych wyników zweryfikowano za pomocą statystyki t .

4. Wyniki badań

Uzyskane wyniki badań wskazują na zaskakująco dużą skuteczność strategii *momentum* w odniesieniu do akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Tabela 1 prezentuje wartości przeciętnych kwartalnych stóp zwrotu z portfeli złożonych zarówno z długich, jak i krótkich pozycji.

Można zauważyć ogólną prawidłowość, że im dłuższy był okres utrzymywania portfela, tym gorsze uzyskiwano wyniki inwestycyjne. Najlepsze rezultaty osiągnięto z symulacji, która zakładała, iż odpowiednie pozycje długie i krótkie były dobierane do portfela inwestycyjnego na podstawie historycznych 9-miesięcznych stóp zwrotu, a następnie utrzymywane przez kolejne 3 miesiące. Konsekwentne stosowanie

⁶ Większość symulacji inwestycyjnych z zastosowaniem strategii *momentum* przeprowadza się bez uwzględnienia kosztów transakcyjnych. Keim (2003), Lesmond, Schill i Zhou (2004) oraz O'Shaughnessy (2004), uważają jednak, że zyski ze strategii *momentum* są iluzoryczne i zanikają po uwzględnieniu wszystkich kosztów transakcyjnych, w szczególności dotyczących utrzymywania pozycji krótkich.

⁷ Uproszczenie polegające na pominięciu dywidend może zostać usprawiedliwione co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, znaczenie dywidend na rozwiniętych giełdach świata systematycznie spada na rzecz zysków kapitałowych, np. blisko 80% spółek notowanych w Stanach Zjednoczonych w ogóle nie wypłaca dywidend (Fama i French 2001). W Polsce wypłaty dywidend w spółkach giełdowych do 2003 r. były znikome, z jednej strony za sprawą nie najlepszej rentowności, a z drugiej strony w związku z powszechnymi procesami inwestycyjnymi i zapotrzebowaniem na kapitał. W ostatnich latach obserwuje się pewien wzrost znaczenia dywidend na naszym rodzimym rynku. Odsetek spółek z GPW wypłacających jakąkolwiek dywidendę wynosił 25% w 2003 r., 28% w 2004 r. oraz 32% w 2005 r. Drugą przesłanką upoważniającą do pominięcia dywidend w badaniu jest fakt, że przyjęte okresy obserwacji (J) i utrzymywania portfeli (K) wynoszą od 3 do 12 miesięcy. O ile niespodziewana informacja o zamiarze wypłaty dywidendy może wpłynąć na dzienną stopę zwrotu w chwili ogłoszenia, o tyle ewentualny wpływ na łączną stopę zwrotu za kwartał lub nawet kilka kwartałów jest relatywnie bardzo mały. Z tego względu wątpliwe jest, aby uwzględnienie dywidend mogło istotnie wpłynąć np. na klasyfikowanie poszczególnych spółek do portfeli „zwycięzców” lub „przegrywanych”.

Tabela 1. Przeciętne kwartalne stopy zwrotu z portfeli inwestycyjnych złożonych z akcji, których kursy najbardziej wzrastały w ciągu ostatnich J -miesięcy oraz z pozycji krótkich na walorach, których notowania najbardziej spadały w ciągu ostatnich J -miesięcy; okres utrzymywania pozycji długich i krótkich wynosił K -miesięcy

J/K	3	6	9	12
3	6,85%	4,15%	3,83%	3,42%
t -stat	2,72	2,67	2,95	3,08
6	6,78%	6,51%	5,53%	4,56%
t -stat	2,92	2,24	1,72	0,96
9	9,25%	6,01%	5,09%	3,66%
t -stat	4,22	2,05	1,29	0,77
12	8,47%	5,91%	3,18%	-0,84%
t -stat	3,25	1,28	0,44	0,87

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Przeciętne kwartalne stopy zwrotu z portfeli inwestycyjnych złożonych z akcji, których kursy najbardziej wzrastały w ciągu ostatnich J -miesięcy; okres utrzymywania wynosił K -miesięcy

J/K	3	6	9	12
3	2,76%	1,57%	0,70%	0,33%
t -stat	0,94	0,81	0,45	0,25
6	1,90%	1,05%	0,78%	0,21%
t -stat	0,70	0,26	0,14	0,03
9	2,08%	0,83%	0,12%	-0,58%
t -stat	0,81	0,20	0,02	- 0,08
12	2,54%	0,78%	-0,75%	-4,19%
t -stat	0,97	0,18	- 0,13	- 0,56

Źródło: opracowanie własne.

tej wersji strategii *momentum* w ciągu całego badanego okresu pozwoliłyby osiągnąć przeciętną kwartalną stopę zwrotu na poziomie aż 9,25% bez uwzględnienia kosztów transakcyjnych. Warto także zauważyć, że jest to ponad dwa razy więcej niż stopa zwrotu udokumentowana przez Jegadeesha i Titmana (1993) dla rynku amerykańskiego, która przy zastosowaniu najlepszej strategii $J = 12/K = 3$ wynosiła przeciętnie około 4,5% w skali kwartału, również bez uwzględnienia kosztów transakcyjnych.

Tabele 2 i 3 prezentują przeciętne kwartalne stopy zwrotu z portfeli złożonych odpowiednio tylko z długich bądź tylko z krótkich pozycji.

Jeśli ograniczymy w symulacji możliwości inwestycyjne tylko do pozycji długich (co bardziej odpowiada realnym uwarunkowaniom, w szczególności we wczesnej fazie rozwoju polskiego rynku), okaże się, że skuteczność *momentum* jest dużo mniejsza. Najlepszą strategią byłoby nabywanie akcji, których notowania najbardziej wzrastały w ciągu ostatniego kwartału, a następnie ich sprzedaż po upływie kolejnych 3 miesięcy. Przeciętna kwartalna stopa zwrotu z takiej strategii wyniosła w badanym okresie 2,76%, przy czym wartość ta nie przekracza poziomu statystycznej istotności ($t = 0,94$). Ze statystycznego punktu widzenia nie można zatem odrzucić hipotezy, że sto-

Tabela 3. Przeciętne kwartalne stopy zwrotu z portfeli złożonych z pozycji krótkich na akcjach, których kursy najbardziej spadały w ciągu ostatnich J -miesięcy; okres utrzymywania wynosił K -miesięcy

J/K	3	6	9	12
3	4,09%	2,58%	3,13%	3,08%
t -stat	1,24	1,12	1,79	2,03
6	4,88%	5,46%	4,76%	4,35%
t -stat	1,61	1,34	0,87	0,61
9	7,17%	5,19%	4,97%	4,25%
t -stat	2,34	1,16	0,81	0,55
12	5,93%	5,13%	3,93%	3,35%
t -stat	1,85	1,06	0,61	0,42

Źródło: opracowanie własne.

sowanie strategii *momentum* wyłącznie w odniesieniu do pozycji długich pozwoliłoby uzyskać zyski istotnie różne od zera. Co więcej, stosowanie strategii *momentum* wyłącznie na podstawie pozycji długich konsekwentnie w całym analizowanym okresie nie pozwoliłoby uzyskać lepszych wyników niż średnia dla indeksów giełdowych. W tym samym okresie przeciętna kwartalna stopa zwrotu z indeksu WIG wyniosła bowiem 3,51%, natomiast z indeksu WIG20 2,87%.

W zestawieniu z portfelami złożonymi wyłącznie z pozycji długich, portfele oparte na krótkiej sprzedaży wypadają znacznie lepiej we wszystkich odmianach przeprowadzonej symulacji, choć przeciętne kwartalne stopy zwrotu przekraczają poziom statystycznej istotności tylko w dwóch wersjach strategii. Teoretycznie najlepsze rezultaty można było osiągnąć, sprzedając walory, które miały najniższe stopy zwrotu za ostatnie 9 miesięcy, i utrzymując pozycje krótkie przez kolejny kwartał. Konsekwentne stosowanie takiej zasady w ciągu całego analizowanego okresu pozwoliłoby osiągnąć przeciętną kwartalną stopę zwrotu na poziomie 7,17% ($t = 2,34$). Oczywiście tak wysoki wynik rzutuje na skuteczność łącznej strategii *momentum*, w której wykorzystywano zarówno długie, jak i krótkie pozycje.

Dalsza analiza wyników symulacji wykorzystującej pozycje długie i krótkie została przeprowadzona na przykładzie najlepszej strategii $J = 9/K = 3$. Na podstawie przeprowadzonych badań można dokonać kilku interesujących obserwacji. Po pierwsze, na 41 kwartałów, z których składa się badany okres, tylko w 8 przypadkach portfel zbudowany zgodnie z tą strategią naraziłby inwestora na stratę. Po drugie, zestawienie stóp zwrotu z tworzonych portfeli ze zmianami indeksu WIG w poszczególnych kwartałach pokazuje, że strategia *momentum* jest skuteczniejsza w okresach bessy. We wszystkich kwartałach, w których WIG spadł, z wyjątkiem dwóch, konstruowane portfele pozwalały uzyskać dodatnie stopy zwrotu. Przeciętna stopa zwrotu ze strategii w kwartałach spadkowych wyniosła aż 13,05% ($t = 3,32$), przy czym przeciętna stopa zwrotu z pozycji długich wyniosła -10,86% ($t = -3,99$), a z pozycji krótkich 23,91% ($t = 5,41$). Nie oznacza to jednak, że *momentum* jest skuteczne tylko w czasie bessy. Strategia ta była zyskowna również w 18 z 24 kwartałów, w których odnotowano wzrost indeksu WIG. Przeciętna stopa zwrotu z portfeli wyniosła w tych kwartałach 7,06% ($t = 2,74$), przy czym z pozycji długich wyniosła 9,55% ($t = 3,35$), natomiast wynik z pozycji krótkich ze statystycznego punktu widzenia nie różnił się istotnie od zera, osiągając wartość -2,48% ($t = -0,92$).

Dekompozycja wyników dość jednoznacznie wskazuje, że źródłem zyskowności strategii *momentum* są przede wszystkim pozycje krótkie. Sugeruje

to, że wiadomości negatywne na ogół spotykają się z wolniejszą reakcją rynku, a ich dyfuzja jest stopniowa. Pod tym względem rezultaty badań z rynku polskiego nie różnią się istotnie od wcześniejszych doniesień z rynku amerykańskiego i innych krajów świata, a pomocy w ich wyjaśnieniu dostarczają finanse behawioralne. Połączenie takich zjawisk psychologicznych, jak nadmierna pewność siebie, wybiórcza atrybucja oraz awersja do strat, powoduje, że wiadomości niepomyślne, sprzeczne z wcześniejszymi przewidywaniami i oczekiwaniami trudniej trafiają do świadomości inwestorów i trzeba więcej czasu na ich właściwe odzwierciedlenie w cenach papierów wartościowych. Inwestorzy, którzy popełnili błąd inwestycyjny do końca liczą na to, że to nie oni się pomylili, tylko rynek chwilowo niewłaściwie wycenia zakupione przez nich walory. Łudzą się, że zła passa spółki jest przejściowa i wkrótce wartość akcji zacznie wzrastać. Dodatkowo tzw. błąd kotwiczenia, czyli w tym przypadku przywiązanie do kursu zakupu, sprawia, że inwestorzy uważają akcje za niedowartościowane. W rezultacie trudno jest im podjąć decyzję o sprzedaży walorów ze stratą (tzw. efekt dyspozycji). Dopiero kiedy rozwój sytuacji definitywnie wskazuje, że popełniono błąd inwestycyjny, w końcu decydują się na sprzedaż. Zachowania takie powodują kontynuację ujemnych anormalnych stóp zwrotu z akcji spółek spadkowych i wysoką zyskowność pozycji krótkich na tego rodzaju walorach. Jednocześnie ograniczenia i dodatkowe koszty związane z krótką sprzedażą powodują, że racjonalni inwestorzy nie są skory do szybkiego i pełnego wykorzystania faktu przewartościowania tych walorów.

Skala potencjalnych zysków płynących z krótkich pozycji jest w Polsce bardzo duża i znacznie przewyższa poziomy obserwowane na dojrzałych giełdach świata. Trzeba jednak pamiętać, że początkowo w ogóle nie można było dokonywać krótkiej sprzedaży, a od połowy 2002 r. stało się to możliwe tylko w odniesieniu do niewielkiej liczby najbardziej płynnych spółek i jest relatywnie drogie. Istotne ograniczenia w przeprowadzeniu krótkiej sprzedaży mogą więc tłumaczyć, dlaczego potencjalne duże zyski ze zbyt powolnego przetwarzania informacji o charakterze negatywnym nie mogły być wykorzystane przez inwestorów dokonujących racjonalnej wyceny papierów wartościowych, a przez to nie zostały zniwelowane.

Należy jeszcze raz podkreślić, że wyniki przeprowadzonych symulacji mają w dużej mierze charakter teoretyczny i byłoby trudno uzyskać je w rzeczywistości. Mimo to nie można im odmówić znaczenia praktycznego. Po pierwsze, płynie z nich wyraźna wskazówka dla inwestorów posiadających feralne akcje, o których właśnie pojawiły się złe informacje, aby nie zwlekali z decyzją o sprzedaży tych papierów,

nawet gdyby musieliby sprzedać je ze stratą. Zbyt długie oczekiwanie może bowiem sprawić, że strata będzie jeszcze większa. Po drugie, nowi inwestorzy powinni ostrożnie podchodzić do pomysłu inwestowania w akcje wyłącznie dlatego, że po ostatnich spadkach wydają się tanie. Niestety istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że zła passa będzie kontynuowana. Należy być cierpliwym i dopiero po dłuższym okresie spadków rozważać zakup walorów, zgodnie ze strategią przeciwnego inwestowania.

Dodatkowa analiza zyskowości *momentum* z uwzględnieniem podziału na podokresy pozwala zauważyć, że strategia ta charakteryzowała się szczególnie skuteczną skutecznością od 2000 r. do końca badanego okresu. W tym czasie średnia kwartalna zmiana indeksu WIG wyniosła 2,72% ($t = 1,14$), natomiast konsekwentne stosowanie strategii *momentum* pozwoliłoby osiągnąć przeciętnie aż 13,16% ($t = 5,12$) w skali kwartału. Spośród 24 kwartałów w tym okresie strategia ta przyniosłaby stratę (i to zaledwie w wysokości -3,82%) tylko w jednym przypadku. Na tak dobry wynik złożyły się zarówno wyższe dochody z długich pozycji (średnia kwartalna 3,21%, $t = 1,03$), jak i z pozycji krótkich (średnia kwartalna 9,95%, $t = 2,54$).

Warto zauważyć, że szczególna skuteczność strategii *momentum* zbiega się w czasie z rozpoczęciem funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych, a także z bardzo szybkim rozwojem rynku nieobligatoryjnych funduszy inwestycyjnych w naszym kraju. Jest to szczególnie interesująca obserwacja w świetle hipotez wysuwanych w literaturze zagranicznej sugerujących, że efekt *momentum* przynajmniej częściowo wiąże się działaniami dużych profesjonalnych uczestników rynku. W polskich warunkach, gdzie rynek jest stosunkowo płytki, ma niski *free-float* i ograniczoną płynność, wpływ inwestorów instytucjonalnych może być jeszcze większy.

Szybko rosnące aktywa funduszy emerytalnych i stosunkowo regularny charakter tego wzrostu (kolejne składki periodycznie przekazywane do OFE), przy braku wypłat z funduszy (na tym etapie emerytury nie są jeszcze wypłacane) sprawiają, że zarządzający aktywami muszą systematycznie inwestować dość duże środki na stosunkowo niedużym rynku. Dodatkowo zmiana przyzwyczajzeń Polaków co do sposobu alokacji oszczędności zaowocowała bardzo dużym napływem kapitału do pozostałych funduszy inwestycyjnych: akcyjnych i hybrydowych. Wszystko to powoduje silne impulsy popytowe ze strony inwestorów instytucjonalnych, które mogą wywołać wrażenie utrzymywania się tendencji wzrostowej na rynku akcji. To z kolei może zachęcać coraz liczniejszą grupę inwestorów i przyciągać jeszcze więcej kapitału, nakręcając spiralę wzrostów, które bynajmniej nie muszą być uzasadnione czynnikami fundamentalnymi po stronie emitentów.

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w kreowaniu efektu *momentum* może być dodatkowo wzmocnione przez skłonność zarządzających aktywami do zachowań stadnych, tj. do podejmowania decyzji inwestycyjnych nie autonomicznie, lecz na podstawie obserwacji zachowań innych uczestników rynku (Szyszka 2005; 2006). Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest wykorzystywanie do oceny wyników osiągniętych przez zarządzających (oraz ustalanie ich osobistego wynagrodzenia) określonego punktu odniesienia, tzw. benchmarku, który zwykle ma charakter jakiejś wielkości średniej w danym segmencie rynku. Strach przed uzyskaniem wyników inwestycyjnych poniżej przeciętnej (i stratą części premii) jest zwykle większy niż motywacja do bycia najlepszym. W rezultacie ograniczony zostaje indywidualizm, a bezpieczniejsze wydają się naśladowanie innych i podążanie za generalnymi trendami na rynku.

W polskich warunkach zachowaniom tego typu dodatkowo sprzyja ustawowo określony system oceny otwartych funduszy emerytalnych i mechanizm tzw. minimalnej stopy zwrotu⁸. Celem przyjętych rozwiązań jest zapewnienie minimalnej rentowności środków gromadzonych na poczet przyszłych emerytur oraz zabezpieczenie przed ewentualnymi znacznymi dysproporcjami między efektami końcowymi osiągniętymi przez poszczególne towarzystwa zarządzające funduszami. Przyjęte zasady oceny, choć być może uzasadnione z punktu widzenia ograniczenia ryzyka przyszłych emerytów, istotnie zmieniają politykę inwestycyjną towarzystw zarządzających funduszami. Po pierwsze, zasadniczo skracają horyzont czasowy, w którym dokonywana jest ocena efektywności inwestycji. Po drugie, motywacja do bycia najlepszym spośród zarządzających jest dużo mniejsza niż obawa przed zbyt niską stopą zwrotu w odniesieniu do średniej i koniecznością pokrywania niedoboru. W rezultacie zarządzający mają zdecydowanie mniejszą skłonność do podejmowania ryzyka krótkookresowego w celu maksymalizacji stóp zwrotu w długim okresie oraz do praktykowania indywidualnych strategii inwestycyjnych. Z ich punktu widzenia mniejsze znaczenie ma fakt, czy inwestycja jest optymalna pod względem na relację oczekiwanej stopy zwrotu do ryzyka, a ważniejszą przesłanką staje się to, jak inwestują inne fundusze. W ten sposób

⁸ Minimalna wymagana stopa zwrotu to stopa zwrotu niższa o połowę od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich funduszy albo o 4 punkty procentowe, w zależności od tego, która z tych wielkości jest niższa. Średnia ważona stopa zwrotu wszystkich funduszy, obejmująca ostatnie 36 miesięcy, podawana jest do publicznej wiadomości przez Komisję Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych na koniec marca i września. Jeżeli stopa zwrotu któregoś z funduszy jest niższa od minimalnej wymaganej, powstały niedobór pośrednio lub bezpośrednio obciąża powszechne towarzystwo emerytalne, które zarządza funduszem, i rodzi obowiązek dopłat. Więcej szczegółowych rozważań na ten temat odnaleźć można w pracy A. Szyszki (2005b).

ograniczają ryzyko odbiegania od przeciętnej, choć być może jest ona dużo niższa od stopy zwrotu, którą moglibyśmy uzyskać, opierając się przy tworzeniu portfela inwestycyjnego wyłącznie na własnej wiedzy i przekonaniu. W rezultacie struktury portfeli inwestycyjnych OFE jest bardzo podobne, a uzyskiwane wyniki tylko w niewielkim stopniu odbiegają od średnioważonej stopy zwrotu liczonej dla wszystkich funduszy emerytalnych.

Można sobie wyobrazić następujący model koegzystencji na rynku inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych, który mógłby tłumaczyć zjawisko *momentum*. Załóżmy, że na rynek dociera pozytywna informacja o charakterze fundamentalnym, stanowiąca pierwotny sygnał dla profesjonalnych inwestorów. Działania funduszy inwestycyjnych, wzorujących się wzajemnie na sobie, przyczyniają się do wywołania kontynuacji stóp zwrotu w początkowej fazie. Kolejne fundusze mogą decydować się na inwestycję niezależnie od znaczenia pierwotnej informacji fundamentalnej, raczej dlatego, że inne fundusze postąpiły podobnie. Dodatkowo profesjonalni gracze antycypują, że zapoczątkowany przez nich wzrost będzie kontynuowany w wyniku naśladowania przez innych inwestorów, także drobnych inwestorów w późniejszej fazie. Dlatego fundusze mogą zawczasu decydować się na bardziej agresywny zakup walorów niż wynikałoby to tylko z pierwotnego znaczenia sygnału fundamentalnego, co spowoduje dodatkowe przewartościowanie notowań. Na kolejnym etapie do gry przyłączają się drobni inwestorzy, zachęteni zaobserwowanymi wzrostami i w sumie zgłaszają na tyle istotny dodatkowy popyt, że tendencja wzrostowa jest kontynuowana. W pewnym momencie na rynku pojawia się jednak informacja negatywna lub po prostu odchylenie notowań od wartości fundamentalnych walorów jest już na tyle duże, że profesjonalni uczestnicy rynku decydują się na zamknięcie pozycji. Wyprzedaż akcji przez fundusze daje początek fali spadków. Niemniej tym razem drobni akcjonariusze są mniej skory do podążania śladem dużych graczy. Bardziej pragną wierzyć, że mają do czynienia z chwilową korektą, a notowania za chwilę powrócą na ścieżkę wzrostów. Ich niechęć do sprzedaży jest szczególnie wysoka, jeżeli stosunkowo późno przyłączyli się do gry, nierzadko nabywając walory na samym szczycie notowań, i teraz musieliby je sprzedać ze stratą. Takie czynniki o podłożu psychologicznym, jak nadmierna pewność siebie, myślenie życzeniowe i awersja do realizacji strat, powodują, że negatywne informacje spotykają się z wolniejszą reakcją rynku, a okresowe przewartościowanie walorów nie jest niwelowane działaniami racjonalnych inwestorów ze względu na trudności z zajęciem krótkich pozycji oraz inne ograniczenia możliwości arbitrażu

(Szyszka 2003b). W rezultacie kontynuacja ujemnych stóp zwrotu jest wyraźniejsza, a efekt *momentum* jest silniejszy w przypadku walorów spadkowych niż wzrostowych.

5. Podsumowanie

Podsumowując należy stwierdzić, że efekt *momentum* został dość dobrze udokumentowany na rozwiniętych giełdach papierów wartościowych. W zasadzie polemika w światowej literaturze na ten temat nie dotyczy samego faktu jego występowania, lecz raczej przyczyn i praktycznego znaczenia tego zjawiska. Do rozstrzygnięcia pozostaje kwestia, czy momentum może zostać racjonalnie wytłumaczone w świetle klasycznej teorii rynku kapitałowego, czy też jest zaprzeczeniem efektywności rynku i przykładem występowania systematycznych anomalii wycenienia papierów wartościowych.

Obrońcy hipotezy o efektywnym rynku kapitałowym uważają, że zyskowość strategii inwestycyjnych opartych na efekcie *momentum* nie ma charakteru nadzwyczajnego (anormalnego), lecz uzasadniają ją czynniki ryzyka o charakterze systemowym, tzn. niedywersyfikowalnym. Albo wynika ona z prostej dyspersji w przeciętnym poziomie ryzyka, a co za tym idzie naturalnej różnicy między oczekiwanymi wartościami stóp zwrotu z walorów wzrostowych i spadkowych (Conrad i Kaul 1998), albo powodują ją trudne do zdywersyfikowania czynniki o charakterze sektorowym, które mogą się wiązać np. ze zmiennymi makroekonomicznymi i różnymi fazami cyklu koniunkturalnego (Bacmann, Dubois i Isakov 2001 oraz Chordia i Shivakumar 2002).

Przedstawiciele finansów behawioralnych uważają natomiast, że zjawisko *momentum* wynika z niewłaściwej reakcji rynku na informacje. Sugerują oni, że kontynuacja wzrostowych stóp zwrotu może być wywołana zarówno zbyt słabą, jak i zbyt silną reakcją rynku na sygnały informacyjne o charakterze pozytywnym. Z kolei w przypadku walorów spadkowych, wśród których efekt *momentum* jest dużo wyraźniejszy, wytłumaczenia należy raczej poszukiwać w zbyt wolnym przetwarzaniu informacji negatywnych. Wiele wskazuje na to, że czynniki o charakterze psychologicznym mogą wpływać na to, że inwestorzy niechętnie akceptują złe informacje i zwlekają z podjęciem decyzji na ich podstawie, nierzadko przejawiając nieuzasadniony optymizm bądź myślenie życzeniowe. W rezultacie dyfuzja negatywnych sygnałów informacyjnych następuje stopniowo, a ujemne anormalne stopy zwrotu występują dłużej i osiągają wyższe skumulowane wartości.

Dodatkowo wskazuje się, że istotną rolę w destabilizacji cen i wywoływaniu efektu *momentum* mogą

odgrywać profesjonalni uczestnicy rynku, zarówno zarządzający aktywami (Grinblatt, Titman i Wermers 1995; Chen, Jegadeesh i Wermers 2002; Burch i Swaminathan 2001), jak też analitycy udzielający rekomendacji (Womack 1996).

Wyniki badań przedstawione w niniejszym artykule, po raz pierwszy przeprowadzonych na taką skalę w odniesieniu do Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, potwierdziły występowanie efektu *momentum* także na naszym rodzimym rynku. Siła tego zjawiska w Polsce wydaje się nawet większa niż na dojrzałych giełdach, przy czym praktyczne możliwości jego wykorzystania mogą być mniejsze ze względu na ograniczenia realnych możliwości przeprowadzania krótkiej sprzedaży. Dopiero wraz z rozwojem rynku, gdy liczba walorów dostępnych dla pozycji krótkich będzie odpowiednio duża, możliwa będzie weryfikacja skuteczności strategii *momentum* w ujęciu bardziej praktycznym, tj. z zastosowaniem tylko tych spółek, dla których faktycznie można utrzymywać pozycje długie i krótkie, a także z uwzględnieniem rzeczywistych kosztów transakcyjnych towarzyszących tego typu operacjom.

Pełne i konsekwentne stosowanie strategii *momentum* na obecnym etapie rozwoju polskiego rynku nie jest praktycznie możliwe, jednak wyniki prze-

prowadzonych badań mogą dostarczać pewnych praktycznych wskazówek do zarządzania portfelem papierów wartościowych. Kształtowanie się notowań spółki na tle całego rynku w ciągu ostatnich 3–9 miesięcy może być dodatkowe kryterium doboru walorów do portfela inwestycyjnego (najlepsze spółki w okresie obserwacji) lub kryterium eliminacji w procesie rekonstrukcji portfela (najgorsze spółki w okresie obserwacji, jeżeli akurat się w nim znalazły).

Na obecnym etapie trudno jednoznacznie przysądzać o przyczynach zjawiska *momentum* w Polsce. W dalszych badaniach z jednej strony można poszukiwać związków między skutecznością strategii *momentum* a różnymi fazami cyklu makroekonomicznego, natomiast z drugiej strony próbować bliżej powiązać to zjawisko z efektywnością określonych grup inwestorów. W szczególności należałoby zwrócić uwagę na możliwość występowania zachowań stadnych wśród zarządzających funduszami inwestycyjnymi i wpływ działań funduszy na koniunkturę na giełdzie. Być może nieprzypadkowo okres zwiększonej skuteczności strategii *momentum* pokrywa się z rozpoczęciem działalności funduszy emerytalnych i rozwojem pozostałych funduszy inwestycyjnych na naszym rynku.

Bibliografia

- Antoniou A., Galariotis E., Spyrou S. (2001), *Contrarian Profits and the Overreaction Hypothesis: The Case of the Athens Stock Exchange*, materiały konferencyjne, EFMA 2001 Lugano Meetings, Lugano.
- Antoniou A., Galariotis E., Spyrou S. (2003), *Are Contrarian Investment Strategies Profitable in the London Stock Exchange? Where do These Profits Come From?*, materiały konferencyjne, EFMA 2003 Helsinki Meetings, Helsinki.
- Bacmann J.F., Dubois M., Isakov D. (2001), *Industries, Business Cycle and Profitability of Momentum Strategies: An International Perspective*, materiały konferencyjne, EFMA Lugano Meetings 2001, Lugano.
- Ball R., Kothari S.P. (1989), *Nonstationary Expected Returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlation in Returns*, "Journal of Financial Economics", Vol. 25, No. 1, s. 51–74.
- Barberis N., Thaler R. (2002), *A Survey of Behavioral Finance*, "Working Paper", No. 9222, NBER, Cambridge.
- Burch T., Swaminathan B. (2001), *Are Institutions Momentum Traders?*, <http://ssrn.com/abstract=291643>
- Chan H., Faff R., Kalev P., Lee D. (2003), *Short-term contrarian investing – is it profitable?... Yes and No*, "Journal of Multinational Financial Management", Vol. 13, No. 4/5, s. 385–405.
- Chan K.C. (1988), *On the Contrarian Investment Strategy*, "Journal of Business", Vol. 61, No. 2, s. 14–163.
- Chan L., Jegadeesh N., Lakonishok J. (1996), *Momentum Strategies*, "Journal of Finance", Vol. 51, No. 5, s. 1681–1713.
- Chen H., Jegadeesh N., Wermers R. (2002), *The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of Stockholdings and Trades of Fund Managers*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 35, No. 3, s. 343–369.
- Chordia T., Shivakumar L. (2002), *Momentum, Business Cycle, and Time-varying Expected Returns*, "Journal of Finance", Vol. 57, No. 2, s. 985–1019.
- Chui A.C.W., Titman S., Wei K.C.J. (2001), *Momentum, Legal Systems and Ownership Structure: An Analysis of Asian Stock Markets*, <http://ssrn.com/abstract=265848>
- Conrad J., Kaul G. (1998), *An Anatomy of Trading Strategies*, "Review of Financial Studies", Vol. 11, No. 3, s. 489–519.

- De Bondt W., Thaler R. (1985), *Does the Stock Market Overreact?*, "Journal of Finance", Vol. 40, No. 3, s. 793–805.
- Fama E. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Finance", Vol. 25, No. 2, s. 383–417.
- Fama E., French K. (1996), *Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies*, "Journal of Finance", Vol. 51, No. 1, s. 55–84.
- Fama E., French K. (2001), *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics Or Lower Propensity To Pay?*, "Working Paper", No. 509, CRSP, <http://ssrn.com/abstract=203092>
- Fischhoff B. (1982), *For those condemned to study the past: Heuristics and biases in hindsight*, w: D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky (red.), *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Fong K., Gallagher D., Gardner P., Swan P. (2005), *A Closer Examination of Investment Manager Herding Behaviour*, <http://ssrn.com/abstract=508822>
- Griffin J., Martin S. (2002), *Momentum Investing and Business Cycle Risk: Evidence from Pole to Pole*, materiały konferencyjne, EFA Berlin Meetings 2002, Berlin.
- Grinblatt M., Han B. (2005), *Prospect theory, mental accounting, and momentum*, "Journal of Financial Economics", Vol. 78, No. 2, s. 311–339
- Grinblatt M., Titman S., Wermers R. (1995), *Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior*, "American Economic Review", Vol. 85, No. 5, s. 1088–1105.
- Grotowski M. (2003a), *Momentum (1)*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 2/2003, s. 133–139.
- Grotowski M. (2003b), *Momentum (2)*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 4/2003, s. 103–108.
- Hong H., Lim T., Stein J. (2000), *Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies*, "Journal of Finance", Vol. 55, No. 1, s. 265–295.
- Jegadeesh N. (1990), *Evidence of Predictable Behavior of Security Returns*, "Journal of Finance", Vol. 45, No. 3, s. 881–898.
- Jegadeesh N., Titman S. (1993), *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*, "Journal of Finance", Vol. 48, No. 1, s. 65–89.
- Jegadeesh N., Titman S. (1995), *Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits*, "Review of Financial Studies", Vol. 8, No. 4, s. 973–993.
- Jegadeesh N., Titman S. (2001a), *Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations*, "Journal of Finance", Vol. 56, No. 2, s. 699–720.
- Jegadeesh N., Titman S. (2001b), *Momentum*, "Working Paper", University of Illinois, <http://ssrn.com/abstract=299107>
- Jegadeesh N., Titman S. (2002), *Cross-Sectional and Time Series Determinants of Momentum Returns*, "Review of Financial Studies", Vol. 15, No. 1, s. 143–158.
- Kahneman D., Tversky A. (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, "Econometrica", Vol. 47, No. 2, s. 263–292.
- Keim D.B. (2003), *The Cost of Trend Chasing and the Illusion of Momentum Profit*, "Working Paper" No.11-03, The Rodney L. White Center for Financial Research, Wharton.
- Langer E., Roth J. (1975), *Heads I Win Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 32, s. 951–955.
- Lehmann B. (1990), *Fads, Martingales, and Market Efficiency*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 105, No. 1, s. 1–28.
- Lesmond D.A., Schill M.J., Zhou C. (2004), *The illusory nature of momentum profits*, "Journal of Financial Economics", Vol. 71, s. 349–380.
- Liew J., Vassalou M. (2000), *Can book-to-market, size and momentum be risk factors that predict economic growth*, "Journal of Financial Economics", Vol. 57, No. 2, s. 221–246.
- Miller D., Ross M. (1975), *Self-Serving Bias in Attribution of Causality: Fact or Fiction?*, "Psychological Bulletin", Vol. 82, s. 213–225.
- Moskowitz T., Grinblatt M. (1999), *Do Industries Explain Momentum*, "Journal of Finance", Vol. 54, No. 4, s. 1249–1290.
- O'Shaughnessy L. (2004), *The Truth Behind Momentum Investing. The theory works, until you factor in trading costs*, "Financial Advisor Magazine", No. 3, www.financialadvisormagazine.com
- O'Neal E. (2000), *Industry Momentum and Sector Mutual Funds*, "Financial Analysts' Journal", Vol. 56, No. 4, s. 37–49.

- Rouwenhorst G. (1998a), *Local Return Factors and Turnover in Emerging Stock Markets*, <http://ssrn.com/abstract=115788>
- Rouwenhorst G. (1998b), *International Momentum Strategies*, "Journal of Finance", Vol. 53, No. 1, s. 267–284.
- Rouwenhorst G. (1999), *European Equity Markets and the EMU*, "Financial Analysts Journal", Vol. 55, No. 3, s. 57–65.
- Scowcroft A., Sefton J. (2005), *Understanding Momentum*, "Financial Analysts Journal", Vol. 61, No. 2, s. 64–83.
- Sias R. (2002), *Institutional Herding*, <http://ssrn.com/abstract=307440>
- Soffer L., Walther B. (2002), *Returns Momentum, Returns Reversals and Earnings Surprises*, <http://ssrn.com/abstract=212368>
- Svenson O. (1981), *Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers?*, "Acta Psychologica", Vol. 47, s. 143–148.
- Swinkels L. (2002), *International Industry Momentum*, "Journal of Asset Management", Vol. 3, No. 2, s. 124–141.
- Szyska A. (2003a), *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*. Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań.
- Szyska A. (2003b), *Ograniczenia arbitrażu a efektywność rynku kapitałowego*, „Studia Ekonomiczne”, nr 3, s. 211–226.
- Szyska A. (2004), *Zachowania inwestora a teoria rynku kapitałowego*, „Ekonomista”, nr 3, s. 379–400.
- Szyska A. (2005), *Działalność otwartych funduszy emerytalnych a funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego*, „Bank i Kredyt”, nr 2, s. 72–79.
- Szyska A. (2006), *Zachowania stadne a efektywność informacyjna rynku kapitałowego*, „Ekonomista” (w druku).
- Taylor S., Brown J. (1988), *Illusion and Well-Being: A Social Psychological Perspective on Mental Health*, "Psychological Bulletin", Vol. 103, s. 193–210.
- Tyszką T., Zaleśkiewicz T. (2001), *Racjonalność decyzji. Pewność a ryzyko*, PWE, Warszawa.
- Weinstein N. (1980), *Unrealistic Optimism About Future Life Events*, "Journal of Personality and Social Psychology", Vol. 39, s. 806–820.
- Womack K. (1996), *Do Brokerage Analysts' Recommendation Have Investment Value?*, "Journal of Finance", Vol. 51, No. 1, s. 137–167.

Znaczące transakcje wewnątrzgrupowe w konglomeracie finansowym na tle regulacji polskich i unijnych

Significant Intragroup Transactions in a Financial Group in the Context of the Polish and the EU Regulations

*Witold Srokosz, Marek Kopyściański**

Streszczenie

Celem artykułu jest przybliżenie czytelnikowi skomplikowanego zagadnienia znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeracie finansowym oraz wskazanie i próba wyjaśnienia kwestii kontrowersyjnych. Granicę prowadzonych rozważań wyznacza zastosowana metoda dogmatyczno-prawna, charakterystyczna dla analiz prawnych.

W artykule podejmuje się próbę wskazania powodów objęcia nadzorem znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeracie finansowym, a także próbę sprecyzowania kryteriów, którymi należy się kierować, przeprowadzając takie transakcje. Poruszono również problematykę stron transakcji wewnątrzgrupowych, kwalifikowania transakcji wewnątrzgrupowej do kategorii „znaczących” transakcji, a także obowiązków związanych z przeprowadzaniem takich transakcji. Artykuł uzupełniają uwagi poświęcone systemom kontroli wewnętrznej oraz kompetencjom koordynatora związanym ze znaczącymi transakcjami wewnątrzgrupowymi

Słowa kluczowe: nadzór uzupełniający, transakcje wewnątrzgrupowe, konglomerat finansowy, instytucja kredytowa.

Abstract

The aim of the article is to shed some light on a somehow unclear matter of significant intragroup transactions in a financial group and to indicate and attempt to explain any controversial areas. The dogmatic-legal method applied for legal analyses determined the range of our considerations.

The attempt was made to show the reasons for which significant intragroup transactions in a financial group underwent supervision. Besides, it was attempted to state the criteria for establishing such transactions. The article also discusses the problem of parties of intragroup transactions, their classification to significant transactions as well as duties connected with their completion. Additionally, attention was also paid to the systems of internal control and coordinator competence related to significant intragroup transactions.

Keywords: supplementary supervision, intragroup transactions, financial conglomerate, credit institution.

JEL: K22, K23, K29

* Uniwersytet Wrocławski, Wydział Prawa, Administracji i Ekonomii, Katedra Prawa Finansowego.

Zjawisko łączenia się w grupy (bardzo często o charakterze międzynarodowym) instytucji kredytowych, towarzystw ubezpieczeniowych i firm inwestycyjnych wymusiło na ustawodawcy unijnym przygotowanie regulacji prawnej, mającej na celu objęcie nadzorem funkcjonowanie takich grup. Tą regulacją jest dyrektywa 2002/87/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 16 grudnia 2002 r. w sprawie nadzoru uzupełniającego nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi w konglomeracie finansowym oraz w sprawie zmian dyrektywy Rady 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC i 93/22/EEC oraz dyrektywy 98/78/EC i 2000/12/EC Parlamentu Europejskiego i Rady¹. Do polskiego porządku prawnego postanowienia dyrektywy 2002/87/EC wprowadziły: ustawa z 15 kwietnia 2005 r. o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego² (nazywana dalej ustawą) oraz rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 sierpnia 2005 r. w sprawie transakcji wewnątrzgrupowych konglomeratu finansowego³ (nazywane dalej rozporządzeniem). Tym samym obok dotychczasowego nadzoru ostrożnościowego i skonsolidowanego, sprawowanego przez odpowiednie organy w ramach poszczególnych sektorów rynku finansowego pojawił się zupełnie nowy nadzór uzupełniający. Celem nadzoru uzupełniającego jest ochrona stabilności finansowej instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeń i firm inwestycyjnych wchodzących w skład konglomeratu finansowego. Nadzór ten jest prowadzony poprzez badanie adekwatności kapitałowej konglomeratu finansowego i strategii postępowania w tym zakresie, znaczących transakcji wewnątrzgrupowych, poziomu koncentracji ryzyka występującego w konglomeracie finansowym, ryzyka konfliktu interesów podmiotów wchodzących w skład takiego konglomeratu, a także prawidłowości zarządzania ryzykiem oraz rzetelności i poprawności kontroli wewnętrznej. Są to dość skomplikowane zagadnienia, wymagające odrębnych analiz. Wydaje się, że z praktycznego punktu widzenia szczególnie interesujący jest nadzór uzupełniający nad transakcjami wewnątrzgrupowymi i tej problematyce zostanie poświęcony niniejszy artykuł. Takie praktyczne ujęcie wymaga zagłębienia się w szczegóły, w tym poświęcenia uwagi rozwiązaniom przyjętym w rozporządzeniu. Celem artykułu jest przybliżenie czytelnikowi skomplikowanego zagadnienia znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeracie finansowym oraz wskazanie i próba wyjaśnienia kwestii kontrowersyjnych. Granicę prowadzonych rozważań wyznacza zastosowana me-

toda dogmatyczno-prawna, charakterystyczna dla analiz prawnych.

Z nadzorem uzupełniającym wiąże się jeszcze wiele innych problemów, które również wymagają odrębnych opracowań, a których pełnej listy nie sposób podać, przede wszystkim z powodu krótkiego czasu obowiązywania polskich (i unijnych) regulacji w tym względzie. Chodzi tu np. o rolę koordynatora w sprawowaniu nadzoru uzupełniającego (Kohutek 2006a), definicję konglomeratu finansowego i jego identyfikowanie (jest to bardzo skomplikowana, budząca wiele kontrowersji regulacja – zob. Srokosz 2006b; Spyra 2006; Szuster 2006), spójność regulacji sektorowych w kontekście wykonywania nadzoru uzupełniającego (mającego ze swojej istoty charakter ponadsektorowy), stosowanie sankcji w ramach tego nadzoru, obowiązki banków (instytucji kredytowych) w związku ze sprawowaniem nadzoru uzupełniającego (Srokosz 2006a). Wydaje się, że spójne i wartościowe opracowanie dotyczące nadzoru uzupełniającego będzie możliwe dopiero po uporaniu się przez doktrynę (przynajmniej pobieżnym) z tymi cząstkowymi zagadnieniami. Należy ponadto zauważyć, że ze względu na krótki okres obowiązywania polskich (i unijnych) regulacji dotyczących nadzoru uzupełniającego trudno jest obecnie kompetentnie ocenić te regulacje z punktu widzenia praktyki ich stosowania. Artykuł uwzględnia stan prawny na dzień 31 stycznia 2006 r.

1. Potrzeba objęcia nadzorem znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeracie finansowym (według regulacji prawnych)

Polska ustawa tylko częściowo wyjaśnia, dlaczego objęcie nadzorem uzupełniającym transakcji wewnątrzgrupowych jest tak ważne, że wymaga odrębnej, specjalistycznej regulacji prawnej. Kwestii tej w pewnym stopniu został poświęcony jedynie art. 2 ustawy, według którego celem nadzoru uzupełniającego jest ochrona stabilności finansowej instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeń i firm inwestycyjnych wchodzących w skład konglomeratu finansowego, przy czym nadzór ten jest sprawowany m.in. poprzez badanie **znaczących transakcji wewnątrzgrupowych**.

Więcej o potrzebie objęcia nadzorem uzupełniającym znaczących transakcji wewnątrzgrupowych stanowi dyrektywa 2002/87/EC. W preambule stwierdza ona, że nowe zmiany na rynkach finansowych doprowadziły do utworzenia grup finansowych zwanych konglomeratami finansowymi, świadczących usługi i oferujących produkty w różnych sektorach rynków finansowych. Do wejścia w życie dyrektywy 2002/87/EC nie istniał nadzór ostrożnościowy nad grupą skupiającą instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń i firmy inwestycyjne, w szczególności w odniesieniu do transakcji

¹ OJ L 035 z 11.02.2003. Więcej o tej dyrektywie i o nadzorze uzupełniającym zob. Sobczyński (2004) i Jurkowska (2005).

² Dz.U. z 2005 r., nr 83, poz. 719.

³ Dz.U. z 2005 r., nr 174, poz. 1450.

między przedsiębiorstwami należącymi do grupy. Według preambuły niektóre z tych konglomeratów są największymi grupami finansowymi aktywnie działającymi na rynkach finansowych oraz świadczącymi usługi globalnie. Gdyby takie konglomeraty, a w szczególności należące do nich instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń oraz firmy inwestycyjne, miały się zmierzyć z trudnościami finansowymi, mogłoby to doprowadzić do poważnej destabilizacji systemu finansowego oraz wpłynąć na indywidualnych deponentów, posiadaczy polis ubezpieczeniowych i inwestorów. Dlatego w preambule dyrektywy 2002/87/EC wyraźnie zaznacza się, że właściwe władze powinny móc ocenić, na poziomie grupy, sytuację finansową instytucji kredytowych, zakładów ubezpieczeń oraz firm inwestycyjnych wchodzących w skład konglomeratu finansowego między innymi w zakresie transakcji dokonywanych między instytucjami wchodzącymi w skład grupy.

Na marginesie należy wspomnieć o dokumencie, który co prawda nie jest źródłem prawa, ale ma duży wpływ na kształt regulacji prawnych. Jest to dokument zatytułowany „Intra-Group Transactions and Exposures Principles” („Zasady transakcji wewnątrzgrupowych i zaangażowań”). Zawiera on ustalenia Wspólnego Forum (Joint Forum) w kwestii transakcji wewnątrzgrupowych i zaangażowań (ITEs).

Wspólne Forum powstało w 1996 r. pod egidą Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego (Komitetu Bazylejskiego), Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) i Międzynarodowego Stowarzyszenia Nadzorów Ubezpieczeń (IAIS). Zajmuje się kwestiami wspólnymi dla sektora bankowego, ubezpieczeniowego i sektora papierów wartościowych, w tym problematyką konglomeratów finansowych. W jego skład wchodzi (w równej liczbie) przedstawiciele władz nadzorczych trzech segmentów rynku finansowego: bankowości, ubezpieczeń i papierów wartościowych, trzynastu wysoko rozwiniętych krajów (Australii, Belgii, Kanady, Danii, Francji, Niemiec, Włoch, Japonii, Holandii, Hiszpanii, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii oraz USA), Bazylejskiego Komitetu ds. Nadzoru Bankowego, IOSCO i IAIS. Komisja Europejska ma status obserwatora.

W „Zasadach transakcji wewnątrzgrupowych i zaangażowań” stwierdzono, że transakcje wewnątrzgrupowe mogą ułatwić synergii w różnych częściach konglomeratu i tym samym prowadzić do znacznego zwiększenia wydajności oraz maksymalizacji zysku, a także polepszenia zarządzania ryzykiem i efektywniejszej kontroli nad kapitałem. Jednocześnie znaczące ITEs są zagrożeniem dla finansów konglomeratu, tworzą potencjalne komplikacje i możliwość niepowodzenia. Celem prowadzenia nadzoru uzupełniającego powinno więc być osiągnięcie odpowiedniej równowagi pomiędzy korzyściami i ryzykiem, które są konsekwen-

cją stosowania transakcji wewnątrzgrupowych, przy czym stosowny bilans może zmieniać się w zależności od aktywności i typów ITEs⁴

2. Ustalanie znaczących transakcji wewnątrzgrupowych

Niewątpliwie najważniejszą kwestią przy analizie problematyki ustalania, czy w danej sytuacji występuje transakcja wewnątrzgrupowa, jest podanie definicji takich transakcji i co za tym idzie ich katalogu. Z całą pewnością przy dokonywaniu wykładni odpowiednich przepisów polskich i unijnych w konkretnym przypadku, w razie powstania wątpliwości, można podjąć próbę odwołania się do uzgodnień dokonanych w łonie Wspólnego Forum (Joint Forum).

Zgodnie z treścią dokumentu „Zasady transakcji wewnątrzgrupowych i zaangażowań” **transakcje wewnątrzgrupowe mają formę bezpośrednich i pośrednich roszczeń pomiędzy podmiotami należącymi do konglomeratów finansowych**. Definicja podana przez Wspólne Forum kładzie nacisk na podstawowy element prawny wyróżniający transakcję wewnątrzgrupową, którym jest roszczenie (*claim*). Brak roszczenia w relacjach pomiędzy podmiotami konglomeratu finansowego wyklucza zatem daną relację z kategorii transakcji wewnątrzgrupowych.

Wspólne Forum nie poprzestało na podaniu definicji, lecz również podjęło się próby podania przykładowego katalogu sytuacji, które mogą sprzyjać zawieraniu transakcji wewnątrzgrupowych, wyraźnie akcentując przykładowy charakter tego katalogu. W pkt 4 „Zasad transakcji wewnątrzgrupowych i zaangażowań” stwierdza się, że transakcje wewnątrzgrupowe mogą powstawać w różny sposób, na przykład przez:

- a) krzyżowe posiadanie akcji (*cross shareholdings*),
- b) operacje handlowe, na podstawie których jedno przedsiębiorstwo z grupy zawiera transakcję z innym przedsiębiorstwem z grupy lub na rzecz takiego przedsiębiorstwa,
- c) centralne zarządzanie krótkoterminową płynnością (*short-term liquidity*) w konglomeracie,
- d) gwarancje, pożyczki i zobowiązania przyznawane innemu przedsiębiorstwu w grupie lub otrzymane od niego,
- e) świadczenie usług zarządzania lub innych usług na podstawie umowy, np. usług księgowych,
- f) zaangażowanie głównych akcjonariuszy (włącznie z pożyczkami i zaangażowaniami pozabilansowymi),
- g) zaangażowanie rosnące ze względu na lokatę aktywów (*assets*) klienta, pochodzących z innej grupy przedsiębiorstw,

⁴ Intra-Group Transactions and Exposures Principles, The Joint Forum, Basel, December 1999, s. 3.

h) zakup lub sprzedaż aktywów z innej grupy przedsiębiorstw,

i) transfer ryzyka poprzez reasekurację,

j) transakcje pomiędzy przedsiębiorstwami w konglomeracie, przesuujące ryzyko związane z osobą trzecią pomiędzy przedsiębiorstwami objętymi konglomeratem finansowym.

Jeszcze raz należy zaznaczyć, że chodzi tu jedynie o sytuacje, które mogą (ale nie muszą) spowodować powstanie relacji definiowanych jako transakcje wewnątrzgrupowe. Lista ta nie zawiera natomiast przykładów takich transakcji.

Dyrektywa 2002/87/EC zawiera również definicję transakcji wewnątrzgrupowych. Jest to definicja bardziej rozbudowana od tej, którą przygotowało Wspólne Forum.

Według art. 2 pkt 18 tej dyrektywy **transakcjami wewnątrzgrupowymi są wszystkie transakcje dokonywane przez podmioty konglomeratu finansowego objęte regulacją, dotyczące bezpośrednio lub pośrednio innych przedsiębiorstw tej samej grupy lub jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej powiązanej z przedsiębiorstwem należącym do grupy na podstawie „bliskich powiązań” w celu wykonania zobowiązania, bez względu na to, czy mają one charakter umowny, czy dotyczą płatności.**

Podmiotami objętymi regulacją są, według art. 2 pkt 4 dyrektywy 2002/87/EC, instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń lub firmy inwestycyjne, natomiast według pkt 13 tego artykułu „bliskie powiązania” oznaczają sytuację, w której dwie lub więcej osób fizycznych lub prawnych są powiązane ze sobą przez:

a) „udziały kapitałowe”, który oznacza bezpośrednie posiadanie lub kontrolę co najmniej 20% praw głosu lub kapitału przedsiębiorstwa, lub

b) „kontrolę”, która oznacza powiązanie zachodzące między przedsiębiorstwami dominującym i zależnym, we wszystkich przypadkach określonych w art. 1 ust. 1 i 2 dyrektywy 83/349/EEC⁵, bądź podobne powiązanie między dowolną osobą fizyczną lub prawną a przedsiębiorstwem; jakiegokolwiek przedsiębiorstwo zależne przedsiębiorstwa zależnego również uznaje się za przedsiębiorstwo zależne przedsiębiorstwa dominującego stojącego na czele tych przedsiębiorstw.

Sytuację, w której dwie osoby fizyczne lub prawne bądź więcej takich osób jest trwale związanych z jedną i tą samą osobą stosunkiem kontroli, również uznaje się za bliskie powiązanie między tymi osobami.

W definicji transakcji wewnątrzgrupowych element występowania roszczenia nie jest już tak wyraźny, jednak wydaje się, że występuje ukryty w pojęciu „transakcja”, które ze swojej istoty zakłada uprawnienia i obowiązki ciążące na uczestnikach transakcji, a więc i wystąpienie roszczenia w znaczeniu prawnym. Można jednak odnieść wrażenie, że w stosunku do definicji

przygotowanej przez Wspólne Forum w definicji unijnej przeniesiono akcent z roszczenia (*claim*) na zobowiązanie (*obligation*). W takim kierunku zmierza również definicja transakcji wewnątrzgrupowej zawarta w polskiej ustawie o nadzorze uzupełniającym. **Zgodnie z art. 3 pkt 22 tej ustawy transakcja wewnątrzgrupowa oznacza transakcję, na podstawie której należący do konglomeratu finansowego podmiot regulowany lub podmiot, wobec którego podmiot wchodzący w skład konglomeratu finansowego pełni funkcję organu zarządzającego, bezpośrednio lub pośrednio zobowiązuje się wobec innego podmiotu z tej samej grupy lub innego podmiotu blisko powiązanego z podmiotem z tej grupy do określonego zachowania lub do spełnienia określonego świadczenia.**

Aby ułatwić ustalanie, czy występują transakcje wewnątrzgrupowe, ustawodawca w art. 34 ustawy o nadzorze uzupełniającym przyznał ministrowi właściwemu do spraw instytucji finansowych (czyli obecnie Ministrowi Finansów) kompetencje do wydania (po zasięgnięciu opinii krajowych organów nadzoru) rozporządzenia określającego „rodzaje transakcji dokonywanych przez podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego, które mogą zostać wskazane przez koordynatora jako podlegające obowiązkowi sprawozdawczemu, o którym mowa w art. 33”. Chodzi tutaj o art. 33 ustawy o nadzorze uzupełniającym, nakładający na podmiot wiodący, który ma siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, obowiązek przekazania koordynatorowi lub koordynatorowi zagranicznemu sprawozdania na temat znaczących transakcji wewnątrzgrupowych na poziomie konglomeratu finansowego za dany rok kalendarzowy. Ustawodawca zdecydował się więc na uzupełnienie definicji transakcji wewnątrzgrupowej w ten sposób, że upoważnił Ministra Finansów do podania konkretnego katalogu takich transakcji.

Ministerstwo Finansów przygotowało rozporządzenie w sprawie transakcji wewnątrzgrupowych konglomeratu finansowego. Według §3 tego rozporządzenia obowiązkowi sprawozdawczemu, o którym mowa w art. 33 ustawy o nadzorze uzupełniającym, mogą podlegać następujące rodzaje transakcji wewnątrzgrupowych:

1) transakcje, których przedmiotem są instrumenty finansowe w rozumieniu art. 3a ust. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁶, emitowane przez podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego lub podmioty, dla których podmiot

⁵ Siódma dyrektywa Rady 83/349/EEC z dnia 13 czerwca 1983 r. w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych (OJ L 193 z 18.07.1983).

⁶ Dz.U. z 2002 r., nr 49, poz. 447 z późn. zm. (ustawa ta została uchylona 24 października 2005 r.). Przykładami transakcji wewnątrzgrupowej, podlegających obowiązkowi sprawozdawczemu, mogą być: sprzedaż akcji, sprzedaż tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, konwersja akcji (udziałów) na wierzytelności czy przeniesienie praw majątkowych, których cena bezpośrednio lub pośrednio zależy od oznaczonych co do gatunku rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (są to tzw. pochodne instrumenty towarowe).

wchodzący w skład konglomeratu finansowego pełni funkcję zarządzającego,

2) umowy pożyczki lub kredytu, w wyniku których powstają zobowiązania podporządkowane, nieprzewidujące obowiązku ustanowienia zabezpieczeń zwrotu pożyczki lub kredytu oraz niedopuszczające możliwości odstąpienia od nich przed upływem okresu wymagalności wynikających z nich zobowiązań, z wyłączeniem takich okoliczności jak likwidacje lub upadłość podmiotu,

3) umowy handlowe, które są przez rozporządzenie identyfikowane dla jego potrzeb, jako umowy sprzedaży, najmu, dzierżawy, dostawy towarów lub umowy o świadczenie usług,

4) umowy lokaty bankowej, z wyłączeniem umów zawieranych przez fundusze inwestycyjne w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych⁷,

5) inne niż wymienione wcześniej umowy pożyczki lub kredytu, a także umowy o podobnym charakterze,

6) umowy gwarancji oraz inne transakcje pozabilansowe,

7) umowy o lokatę w ramach ubezpieczeniowej grupy kapitałowej,

8) transakcje dotyczące środków będących pokryciem marginesu wypłacalności w ramach ubezpieczeniowej grupy kapitałowej,

9) porozumienia w zakresie podziału kosztów w ramach ubezpieczeniowej grupy kapitałowej,

10) umowy ubezpieczenia,

11) pozostałe transakcje wewnątrzgrupowe, które mogą mieć wpływ na sytuację finansową podmiotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego.

Uwagę zwraca szczególnie ostatni punkt (11). Ze względu na jego treść katalog §3 rozporządzenia należy uznać za otwarty i jedynie przykładowy. Punkt ten oznacza, że oprócz wcześniej wymienionych relacji mogą występować również inne relacje, które na potrzeby nadzoru uzupełniającego można uznać za transakcje wewnątrzgrupowe.

W literaturze podnosi się nawet, iż niekoniecznie muszą to być umowy, ponieważ pojęcie „transakcji” ma być szersze od pojęcia umowy i obejmować również wszelkiego rodzaju wpłaty oraz wypłaty (w formie gotówkowej i bezgotówkowej), a także przelewy (Kohutek 2006b).

Tak więc analiza przepisów ustawy o nadzorze uzupełniającym oraz rozporządzenia prowadzi do wniosku, że dla samej kwalifikacji danej relacji jako transakcji wewnątrzgrupowej wystarczy spełnienie przez nią warunków wyznaczonych przez ustawową definicję transakcji wewnątrzgrupowej. Powstanie obowiązku raportowania o danej transakcji wewnątrzgru-

powej jest już natomiast uzależnione głównie od ustalenia, czy dana transakcja jest znaczącą transakcją wewnątrzgrupową.

Pewne kontrowersje może budzić posłużenie się w rozporządzeniu terminem „umowy lokaty bankowej” – takiego terminu nie zna ustawa Prawo bankowe. Według tej ustawy banki mogą prowadzić między innymi rachunki lokat terminowych oraz rachunki terminowych lokat oszczędnościowych. Mogą zatem istnieć umowy o rachunki lokat terminowych oraz umowy o rachunki terminowych lokat oszczędnościowych, jednak te ostatnie mogą być zawierane wyłącznie z osobami fizycznymi, szkolnymi kasami oszczędności oraz pracowniczymi kasami zapomogowo-pożyczkowymi. Należy więc sądzić, że użyty w rozporządzeniu termin „umowa lokaty bankowej” odnosi się do umowy o rachunek lokaty terminowej. Pozostaje jednak niepewność, gdyż pojęcie lokaty można zawsze postrzegać szeroko i utożsamiać umowę lokaty bankowej generalnie z umową rachunku bankowego. Nie wydaje się jednak, aby miało to większe znaczenie, skoro katalog przewidziany w §3 rozporządzenia ma charakter otwarty i przykładowy.

Po 24 października 2005 r. większość przepisów ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi (zwanej dalej p.o.p.w.) została uchylona, w tym powoływany w rozporządzeniu art. 3a ust. 1. Rozporządzenie nie zostało dotąd odpowiednio znowelizowane. Powstała więc luka prawna, którą jednak można usunąć dzięki analogii. Wydaje się, że w takim przypadku należy stosować art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, którego treść jest właściwie identyczna z treścią art. 3a ust. 1 p.o.p.w.

3. Strony transakcji wewnątrzgrupowych

Do wystąpienia transakcji wewnątrzgrupowej konieczne jest istnienie zobowiązania pomiędzy konkretnymi, wskazanymi w definicji, podmiotami. Zarówno w polskiej, jak i unijnej definicji podmiotami tymi mogą być przede wszystkim podmioty regulowane należące do tego samego konglomeratu. Dyrektywa stanowi, że transakcja może ich dotyczyć pośrednio – nie precyzuje jednak, co może to oznaczać. Polska definicja jest pod tym względem nieco bardziej precyzyjna, bo mówi o „pośrednim zobowiązaniu się”. Co jednak z punktu widzenia prawa miałyby oznaczać „pośrednie zobowiązanie się”, trudno jednoznacznie ustalić. Niewątpliwie należy to określać odrębnie dla każdego przypadku. Można jednak żądać od ustawodawcy większej jasności w konstruowaniu przepisów. Na to niedociągnięcie w treści art. 3 pkt 22 ustawy o nadzorze uzupełniającym, mogące mieć praktyczne

⁷ Dz.U. z 2004 r., nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

znaczenie, zwracano już uwagę w opinii do projektu tej ustawy⁸.

Transakcje wewnątrzgrupowe mogą być także dokonywane między podmiotami należącymi do konglomeratu finansowego (ewentualnie podmiotem, dla którego któryś z podmiotów z grupy jest „organem zarządzającym”) a podmiotami blisko z nimi powiązanymi. Przez bliskie powiązania ustawa rozumie:

- a) znaczny udział kapitałowy w innym podmiocie lub
- b) pozostawanie z innym podmiotem w stosunku dominacji lub zależności, lub
- c) posiadanie jako akcjonariusz, wspólnik lub udziałowiec innego podmiotu uprawnienia do wykonywania większości praw głosu na podstawie umowy o zarządzanie, o której mowa w art. 7 §1 Kodeksu spółek handlowych, lub innej umowy o podobnym charakterze zawartej z innymi akcjonariuszami, wspólnikami lub udziałowcami tego podmiotu.

4. Kwalifikowanie określonej aktywności jako znaczącej transakcji wewnątrzgrupowej

Dyrektywa 2002/87/EC, a za nią polska ustawa odróżniają transakcje wewnątrzgrupowe od znaczących transakcji wewnątrzgrupowych. Jedynie z dokonywaniem tych pierwszych ustawa nie wiąże żadnych obowiązków. Jest więc istotne ustalenie, kiedy transakcja uznana za wewnątrzgrupową staje się „znacząca”.

Artykuł 8 ust. 2 zdanie 2 dyrektywy 2002/87/EC stanowi, że „**ponieważ do tej pory nie ustalono definicji progów określonych w załączniku II akapit pierwszy zdanie ostatnie, transakcję dokonaną między przedsiębiorstwami należącymi do tej samej grupy uznaje się za istotną, jeżeli jej kwota przekracza 5% ogólnej kwoty wymagań adekwatności kapitałowej na poziomie konglomeratu finansowego**”. Chodzi tu o progi, które koordynator ustala po konsultacji z innymi odpowiednimi właściwymi władzami oraz konglomeratem w celu określenia istotnych (znaczących) transakcji wewnątrzgrupowych na podstawie ich kapitału własnego wymaganego przez prawo i (lub) przepisy techniczne. Niestety regulacja przewidziana w art. 8 ust. 2 zdanie 2 dyrektywy 2002/87/EC nie jest do końca jasna. Nie wiadomo, czy chodzi o to, że organy Unii nie ustaliły dotąd definicji progów, czy o to, że takie definicje nie obowiązują w całej Unii, a więc również w prawodawstwie państw członkowskich. Jeśli przyjmie się pierwszą interpretację, należy postanowienia art. 8 dyrektywy rozumieć w ten sposób, że ustawodawca unij-

ny, stwierdzając brak obiektywnego sposobu ustalenia progów przez koordynatora, narzuca mu próg 5% ogólnej kwoty wymagań adekwatności kapitałowej na poziomie konglomeratu finansowego – do czasu wypracowania wspólnych dla wszystkich państw Unii metod ustalania takich progów. W literaturze (Meyers, Ballegger 2004) stwierdza się jednak, że dyrektywa 2002/87/EC nie definiuje jakichkolwiek ilościowych limitów. Drugi sposób interpretacji prowadzi do wniosku, że próg 5% został przewidziany w sytuacji, kiedy to koordynator nie dysponuje odpowiednią techniczną metodą ustalenia wysokości takiego progów, a zatem koordynator może ale nie musi ustalić progów na poziomie 5%.

Konsekwentnie można na dwa sposoby rozumieć postanowienia art. 8 ust. 3 dyrektywy 2002/87/EC. Przepis ten stanowi, że do czasu dalszej koordynacji prawodawstwa wspólnotowego państwa członkowskie mogą określać limity ilościowe i wymogi jakościowe lub umożliwić swoim właściwym władzom określenie limitów ilościowych i wymogów jakościowych, albo podjąć inne środki nadzorcze, które pozwoliłyby na osiągnięcie celów dodatkowego nadzoru w odniesieniu do transakcji podmiotów objętych regulacją, należących do konglomeratu finansowego, dokonywanych między przedsiębiorstwami z tej samej grupy. Przy pierwszym sposobie interpretacji art. 8 ust. 2 zdanie 2 dyrektywy 2002/87/EC należy przyjąć, że chodzi tu o inne limity, niż progi służące do ustalania istotnych transakcji wewnątrzgrupowych (przepis art. 8 ust. 2 dyrektywy 2002/87/EC, jako zakresowo węższy, wyłączałby w takim wypadku stosowanie przepisu art. 8 ust. 3 tej dyrektywy). Natomiast przy drugim sposobie interpretacji art. 8 ust. 3 korespondowałaby z art. 8 ust. 2 zdanie 2 dyrektywy 2002/87/EC w ten sposób, że państwo członkowskie mogłoby umożliwić koordynatorowi ustalenie stosownych progów, a w razie gdyby koordynator nie posiadał odpowiedniego narzędzia (odpowiedniej metody), to wówczas mógłby posiłkować się przewidzianym w art. 8 ust. 2 progiem 5%.

Biorąc pod uwagę całokształt przepisów dyrektywy 2002/87/EC, należy się przychylić do tego drugiego sposobu interpretacji. Wskazuje na to chociażby treść art. 31 ust. 1 dyrektywy 2002/87/EC, według którego do dnia 11 sierpnia 2007 r. Komisja ma przedłożyć Komitetowi ds. Konglomeratów Finansowych sprawozdanie w sprawie praktyk państw członkowskich oraz, w razie konieczności, w sprawie potrzeby dalszej harmonizacji w odniesieniu do, między innymi, definicji istotnych transakcji dokonywanych między przedsiębiorstwami należącymi do tej samej grupy, a także nadzoru nad transakcjami wewnątrzgrupowymi, określonego w załączniku II, w szczególności w odniesieniu do wprowadzania limitów ilościowych i wymogów jakościowych do tego celu.

Tą drogą poszedł również polski ustawodawca. Według art. 31 ust. 1 i 2 ustawy o nadzorze uzupeł-

⁸ Zob. W. Srokosz, Opinia prawna dotycząca projektu ustawy o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (druk nr 3318), opubl. [http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk4.nsf/\(\\$All\)/1010D6C97FBF125C-C1256F340034EF55/\\$File/I2239_04.tif?OpenElement](http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk4.nsf/($All)/1010D6C97FBF125C-C1256F340034EF55/$File/I2239_04.tif?OpenElement)

niającym koordynator, niezwłocznie po zidentyfikowaniu konglomeratu finansowego i zasięgnięciu opinii zainteresowanych organów nadzoru, określa, w drodze decyzji skierowanej do podmiotu wiodącego, rodzaje transakcji wewnątrzgrupowych zawieranych przez podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego objętych obowiązkiem sprawozdawczym. Jednocześnie w tej decyzji może wskazać próg uznania transakcji wewnątrzgrupowej za znaczącą. Oznacza to, że zgodnie z polską regulacją koordynator może określić inny próg niż 5% ogólnej kwoty wymagań adekwatności kapitałowej na poziomie konglomeratu finansowego. Zgodnie z art. 31 ust. 5 ustawy o nadzorze uzupełniającym dopiero gdy koordynator lub właściwy krajowy organ nadzoru na wniosek koordynatora zagranicznego nie określi takiego progu, za znaczącą uznaje się każdą transakcję wewnątrzgrupową, której wartość przekracza 5% wartości wymogu z tytułu adekwatności kapitałowej konglomeratu finansowego.

5. Obowiązki związane z wykonywaniem znaczących transakcji wewnątrzgrupowych

W pierwszej kolejności należy wspomnieć o obowiązku gromadzenia informacji o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych. Art. 32 ust. 2 ustawy nakłada taki obowiązek właściwie tylko na podmiot wiodący mający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Oznaczałoby to, że taki obowiązek nie spoczywa na podmiotach regulowanych wykonujących transakcje wewnątrzgrupowe. Zgodnie z ustawą informacje o takich transakcjach muszą być **niezwłocznie** przekazywane podmiotowi wiodącemu. Oczywiście podmioty regulowane będą gromadzić dane dotyczące transakcji wewnątrzgrupowych (w tym znaczących), ale do innych celów niż nadzór uzupełniający (np. do celów podatkowych).

Artykuł 32 ust. 2 ustawy zobowiązuje podmiot wiodący jedynie do gromadzenia informacji o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych. Jego celem nie jest zakazywanie gromadzenia takiej informacji przez podmioty regulowane, inne niż podmiot wiodący.

Ustawa nakłada ten obowiązek wyłącznie na polskie podmioty wiodące (z siedzibą na terytorium Polski). Na podmioty wiodące z innych państw członkowskich obowiązek gromadzenia informacji o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych będą nakładać regulacje tych państw członkowskich. Jest to konsekwencją stosowania przepisów dyrektywy 2002/87/EC.

Obowiązek raportowania o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych wprowadza art. 32 ust. 1 ustawy, według którego **podmioty regulowane, które uzyskały zezwolenie na wykonywanie działalności wydane przez krajowe organy nadzoru, niezwłocz-**

nie informują podmiot wiodący o każdym przypadku zawartej z ich udziałem znaczącej transakcji wewnątrzgrupowej, ze wskazaniem rodzaju transakcji, jej przedmiotu i wartości. Przepis art. 32 ust. 1 ustawy dotyczy wyłącznie tych podmiotów regulowanych, które uzyskały zezwolenie na wykonywanie działalności przez krajowe organy nadzoru (np. KNB). Oznacza to w praktyce, iż przepis ten dotyczy głównie podmiotów regulowanych z siedzibą w Polsce. Nie będą tym przepisem objęte podmioty regulowane z siedzibą poza granicami RP, także w krajach członkowskich UE.

Podmioty regulowane z państw członkowskich będą objęte obowiązkiem przewidzianym w art. 32 ust. 1 ustawy na mocy stosownych przepisów krajowych.

Wydaje się, że czasami w praktyce kontrowersje może budzić użyte w art. 32 ust. 1 słowo „niezwłocznie”. Skoro informacje o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych dla celów nadzoru uzupełniającego ma gromadzić podmiot wiodący, to podmiot regulowany powinien tak szybko jak to jest konieczne dla celów tego nadzoru dostarczyć te wiadomości podmiotowi wiodącemu. Biorąc pod uwagę fakt, że podmiot wiodący przygotowuje sprawozdanie raz do roku, należy przyjąć, że dane z pozostałych podmiotów w grupie powinny do niego spłynąć w takim terminie, aby mógł właściwie to sprawozdanie przygotować.

Podmiot regulowany powinien według art. 32 ust. 1 ustawy podać:

- rodzaj transakcji,
- przedmiot transakcji,
- wartość transakcji.

Już na pierwszy rzut oka widać, że dane te mogą być niewystarczające. Potwierdzeniem tego wrażenia jest rozporządzenie, według którego **podmiot wiodący powinien zawrzeć w sprawozdaniu skierowanym do koordynatora oprócz informacji o rodzaju, przedmiocie i wartości transakcji także informację o jej dacie dokonania, stronach transakcji oraz ewentualnie informacje dodatkowe (§4 pkt 1)**. Jest więc oczywiste, że tego rodzaju informacje podmiot wiodący powinien otrzymać od podmiotów regulowanych wchodzących w skład grupy.

W treści rozporządzenia występuje pewna niekonsekwencja, która (zależnie od okoliczności) może budzić kontrowersje w praktyce. W §4 ust. 1 jest mowa o „dacie dokonania transakcji”, natomiast we wzorze sprawozdania dołączonym do rozporządzenia mówi się o „dacie zawarcia transakcji”. Pomijając kwestię tego, iż sformułowanie „dokonanie transakcji” wydaje się bardziej poprawne na gruncie praktyki stosowania prawa niż „zawarcie transakcji” to w płaszczyźnie prawnej te dwa odrębne sformułowania mogą nieść z sobą różne znaczenia. W pierwszym przypadku chodzi o moment zrealizowania transakcji, natomiast drugi sugeruje postrzeganie transakcji w kategoriach umowy, którą się „zawiera”, ewentualnie może oznaczać czynności fak-

tyczne, tyle że takie, które dopiero są realizowane, a więc jeszcze „niedokonane”. Może to sprawić kłopot z ustaleniem daty, jaką w sprawozdaniu powinien podać podmiot wiodący.

Reasumując, podmiot regulowany powinien przesłać do podmiotu wiodącego następujące dane dotyczące znaczącej transakcji wewnątrzgrupowej:

- nazwę stron transakcji,
- datę zawarcia transakcji (dokonania transakcji?),
- rodzaj transakcji,
- jej przedmiot,
- wartość transakcji,
- ewentualnie informacje dodatkowe.

Można się również zastanawiać, co oznacza użyty w art. 32 ust. 1 ustawy zwrot „z ich udziałem”. Gdyby ustawodawcy chodziło wyłącznie o sytuacje, w których podmiot regulowany jest stroną transakcji, wówczas użyłby zwrotu „zawartej przez”, „dokonanej przez” podmioty regulowane. Użycie sformułowania „z ich udziałem” sugeruje, że może tu chodzić również o takie transakcje, w których podmiot regulowany nie jest stroną. Jednak w większości przypadków (np. transakcji wymienionych w rozporządzeniu) podmiot regulowany byłby stroną transakcji.

Ciekawie kształtuje się problem wzajemnych relacji art. 20 i 32 ust. 1 ustawy. Artykuł 20, według którego podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego są obowiązane udzielać koordynatorowi informacji niezbędnych do sprawowania nadzoru uzupełniającego nad tym konglomeratem finansowym, ma nieco inny charakter niż art. 32 ust. 1. Z wykładni systemowej wynika, że zawiera on ogólną zasadę nadzoru uzupełniającego (art. 20 znajduje się w Oddziale 1 Rozdziału 3, zatytułowanym „Zasady nadzoru uzupełniającego”). O ile art. 32 ust. 1 ustawy nakłada szczegółowo określony obowiązek na konkretną grupę podmiotów wchodzących w skład konglomeratu (są to podmioty regulowane, które uzyskały zezwolenie na wykonywanie działalności wydane przez krajowe organy nadzoru), o tyle art. 20 ustawy dotyczy wszystkich podmiotów konglomeratu finansowego i każdego rodzaju informacji, jeżeli tylko jest to informacja niezbędna do sprawowania nadzoru uzupełniającego. Art. 32 ust. 1 należy więc postrzegać jako uszczegółowienie ogólnej zawartej w art. 20.

Podmiot wiodący ma obowiązek przesłać do koordynatora (krajowego lub zagranicznego) sprawozdanie w zakresie znaczących transakcji wewnątrzgrupowych na poziomie konglomeratu finansowego za dany rok kalendarzowy w terminie określonym w art. 33 ust. 1 ustawy. Treść tego sprawozdania określa ustęp 2 tego artykułu. Dla praktyki istotny jest załącznik do rozporządzenia, który zawiera wzór (w postaci tabeli) sprawozdania w zakresie transakcji wewnątrzgrupowych.

Rozporządzenie uzupełnia art. 33 ustawy także w ten sposób, że precyzuje, w jakiej formie sprawozda-

nie dotyczące znaczących transakcji wewnątrzgrupowych powinno być przekazane koordynatorowi. Sprawozdanie to może mianowicie zostać przekazane w formie pisemnej oraz w formie elektronicznej (§5 rozporządzenia). Na uwagę zasługuje posłużenie się przez prawodawcę spójnikiem „oraz”. Oznacza to, że podmiot wiodący będzie musiał przekazać koordynatorowi sprawozdanie w postaci dwóch dokumentów – na piśmie (dokument papierowy) i w postaci elektronicznej. Rozporządzenie nie precyzuje, w jaki sposób dokument w postaci elektronicznej powinien zostać przesłany do koordynatora. Dlatego należy przyjąć, że może zostać wysłany za pomocą poczty elektronicznej lub może zostać zapisany na dyskiecie (płyce CD) i dołączony do sprawozdania sporządzonego w formie pisemnej.

Wydaje się, że najwięcej kontrowersji w art. 33 ust. 2 ustawy może wzbudzać punkt 4, według którego sprawozdanie powinno zawierać informację dodatkową w zakresie stwierdzonych przez podmiot przekazujący sprawozdanie zagrożeń dla wypłacalności podmiotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego w związku ze znaczącymi transakcjami wewnątrzgrupowymi na poziomie konglomeratu finansowego bądź braku takich zagrożeń oraz działań, które zostały podjęte lub mają być podjęte w celu przywrócenia prawidłowych stosunków w przypadku stwierdzenia takich zagrożeń.

Nałożenie na podmiot wiodący tego obowiązku oznacza, że będzie musiał badać transakcje wewnątrzgrupowe pod kontem zagrożeń dla wypłacalności podmiotów regulowanych, przy czym należy zauważyć, że przepis dotyczy wszystkich transakcji wewnątrzgrupowych, a nie tylko „znaczących” transakcji. W sprawozdaniu należy określić, czy transakcje powodują powstanie takiego zagrożenia, czy też nie. Co więcej przepis nakazuje podmiotowi wiodącemu przekazać informację o tym, czy zostały podjęte działania (lub czy takie działania są planowane), zobowiązuje właściwie podmiot wiodący do przeciwdziałania takim zagrożeniom. Oznacza to zobowiązanie podmiotu wiodącego do badania możliwości wystąpienia zagrożenia przynajmniej raz do roku przy okazji sporządzania sprawozdania, **choćby skuteczność i właściwe zrealizowanie obowiązku przewidzianego w art. 33 ust. 2 ustawy wymaga monitorowania zagrożeń na bieżąco. Ponadto podmioty regulowane również powinny informować podmiot wiodący o wszelkich zagrożeniach wypłacalności wynikających z transakcji wewnątrzgrupowych.**

W art. 33 ust. 2 występuje zwrot, który w praktyce może, zależnie od okoliczności, budzić wątpliwości. Chodzi o „[...] przywrócenie prawidłowych stosunków w przypadku stwierdzenia takich zagrożeń”.

Biorąc pod uwagę całość treści art. 33 należy sądzić, że „prawidłowe stosunki” to takie stosunki, które, powstając na skutek wykonywania transakcji wewnątrzgrupowych, nie zagrażają wypłacalności pod-

miotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego. Wydaje się, że słowo „prawidłowy” należy tu w takim razie rozumieć bardzo wąsko. Tym samym i działania, o których musi raportować podmiot wiodący na podstawie art. 33 ust. 2 pkt. 4 ustawy, to tylko te działania, które prowadziły lub mają prowadzić do usunięcia zagrożenia wypłacalności podmiotów regulowanych na skutek wykonywania transakcji wewnętrzgrupowych, ewentualnie, nieco szerzej – usunięcia zagrożenia braku stabilności finansowej (wynika to z art. 2 ustawy). Trudno jest też zakreślić jakieś ścisłe ramy dla pojęcia „stosunki” użytego w kontekście postanowień art. 33 ust. 2 pkt. 4 ustawy. Wydaje się, że te ramy powinny być ujmowane tak szeroko jak to jest tylko możliwe (z całą pewnością nie należy ograniczać znaczenia pojęcia „stosunki” do stosunków prawnych). Podobnie szeroko podmiot regulowany powinien przestrzegać zagrożenie wypłacalności (ewentualnie zagrożenie stabilności finansowej).

6. Systemy kontroli wewnętrznej

Z prawnego punktu widzenia postanowienia przepisów art. 43 i 44 ustawy, które dotyczą systemów kontroli wewnętrznej (również w kontekście transakcji wewnętrzgrupowych) są raczej jasne. Uwagę zwraca ustawowy wymóg adekwatności i efektywności systemów kontroli wewnętrznej, ponieważ adekwatność i efektywność mogą być brane pod uwagę przez koordynatora w przypadku oceny kontroli wewnętrznej konglomeratu finansowego (jest to jedno z zadań koordynatora według art. 54 pkt. 4 ustawy). „Adekwatność” i „efektywność” są zwrotami niedookreślonymi, stąd też wiele zależy od interpretacji tych zwrotów przez koordynatora w konkretnym przypadku, nie oznacza to jednak dowolności takiej interpretacji.

7. Kompetencje koordynatora związane ze znaczącymi transakcjami wewnętrzgrupowymi

7.1. Zadania koordynatora na tle rozwiązań unijnych

Dyrektywa w sprawie dodatkowego nadzoru stwierdza w preambule, że wszystkie konglomeraty finansowe podlegające dodatkowemu nadzorowi powinny posiadać koordynatora wyznaczonego spośród właściwych zaangażowanych władz. Nie oznacza to bynajmniej możliwości przyjmowania takich rozwiązań prawnych, które dawałyby koordynatorowi możliwość przejmowania zadań i obowiązków właściwych władz. Podstawowe obowiązki i zadania – co wynika z reguł funkcjonowania poszczególnych sektorów – powinny być nadal domeną organów sprawujących nadzór nad działalnością bankową, ubezpieczeniową i inwestycyjną. Rola

koordynatora powinna w największej mierze sprowadzać się do uzupełniania działalności sektorowych organów nadzorczych, z uwagi na specyfikę konglomeratów finansowych. Nawet tak syntetycznie wyznaczona płaszczyzna aktywności koordynatora wymaga jednak określenia, w ramach prawnych regulacji krajowych, odpowiedniego „zasobu” środków, którymi dysponowanie pozwoli uzyskiwać, od podmiotów konglomeratu finansowego lub od innych właściwych władz, informacje konieczne do sprawowania dodatkowego nadzoru.

Artykuł 10 ust. 1 dyrektywy stanowi, że w celu zapewnienia właściwego dodatkowego nadzoru nad podmiotami objętymi regulacją, należącymi do konglomeratu finansowego, koordynatorem indywidualnym odpowiedzialnym za koordynację i sprawowanie dodatkowego nadzoru jest organ wyznaczany spośród właściwych władz danych państw członkowskich, włącznie z państwem członkowskim, w którym znajduje się siedziba zarządu finansowej spółki holdingowej o działalności mieszanej. Jednocześnie dyrektywa wprowadza szczegółowe kryteria, na podstawie których należy wyłonić właściwego koordynatora, przy czym unijny prawodawca nie ogranicza możliwości ustanawiania w tym zakresie dodatkowych reguł. Specyfika poszczególnych rynków sektorowych w danych państwach może bowiem wskazywać na potrzebę odmiennego ujęcia. *Ratio legis* takiego rozwiązania przejawia się w chęci optymalizacji nadzoru uzupełniającego.

Artykuł 11 ust. 1 dyrektywy określa ogólne zadania wykonywane przez koordynatora w odniesieniu do dodatkowego nadzoru. Obejmują one:

- koordynację gromadzenia i rozpowszechniania odpowiednich lub niezbędnych informacji dla kontynuacji działalności w sytuacjach nadzwyczajnych, w tym rozpowszechniania informacji, które mają znaczenie dla zadań właściwego organu w zakresie sprawowania nadzoru na mocy zasad sektorowych;
- kontrolę nadzorczą oraz ocenę sytuacji finansowej konglomeratu finansowego;
- ocenę zgodności z zasadami dotyczącymi adekwatności kapitałowej oraz koncentracji ryzyka i transakcji dokonywanych między przedsiębiorstwami należącymi do tej samej grupy;
- ocenę struktury konglomeratu finansowego, organizacji oraz systemu kontroli wewnętrznej;
- planowanie i koordynację czynności nadzoru dla kontynuowania działalności w sytuacjach nadzwyczajnych, we współpracy z odpowiednimi właściwymi władzami;
- inne zadania, środki oraz decyzje powierzone koordynatorowi na mocy dyrektywy lub wynikające ze stosowania dyrektywy.

Syntetycznie rzecz ujmując, można powiedzieć, że w treści art. 11 ust. 1 dyrektywy ujęto zadania koordynatora bardzo szeroko, tym niemniej mają one charakter jedynie analityczno-informacyjny. Nasuwa się za-

tem wniosek, iż w zamierzeniu prawodawcy unijnego koordynator występuje jako swoistego rodzaju obserwator, choć uproszczeniem byłoby stwierdzenie, że jest to obserwator bierny. Ostatni punkt komentowanego przepisu, wskazujący, jako na zadanie koordynatora, na możliwość podejmowania środków oraz wydawania decyzji, uaktywnia działalność koordynatora.

7.2. Kompetencje koordynatora w polskiej ustawie o nadzorze uzupełniającym

W polskiej ustawie przyjęto podobne rozwiązania, chociaż w niektórych przypadkach można mówić o szerszym ujęciu. Podstawowym zadaniem koordynatora jest oczywiście sprawowanie nadzoru uzupełniającego (art. 46 ustawy). Szczegółowe zadania ujęto w art. 54 ustawy, obejmującym:

- gromadzenie oraz udostępnianie krajowym i zagranicznym organom nadzoru informacji istotnych do wykonywania przez nie zadań ustawowych z zakresu nadzoru nad podmiotami działającymi w poszczególnych sektorach,
- analizę oraz ocenę sytuacji finansowej konglomeratu finansowego,
- ocenę zgodności działalności z zasadami dotyczącymi adekwatności kapitałowej i koncentracji ryzyka oraz transakcji wewnątrzgrupowych,
- ocenę struktury, organizacji i systemów kontroli wewnętrznej konglomeratu finansowego,
- planowanie i koordynowanie bieżących działań nadzorczych we współpracy z zainteresowanymi organami nadzoru,
- wykonywanie innych zadań, podejmowanie działań i decyzji wynikających z ustawy.

Polski ustawodawca silnie akcentuje zatem konieczność gromadzenia – a nie tylko koordynowania gromadzenia – i udostępniania informacji potrzebnych do realizowania zadań wynikających z nadzoru. Ponadto rolą koordynatora jest sporządzanie analiz sytuacji finansowej konglomeratu finansowego. Szczególnie to ostatnie zadanie skłania do pewnych wniosków. Należy oczywiście przyjąć, że wspomniana analiza musi dotyczyć całego konglomeratu, a więc podmiotów działających w różnych sektorach. Oznacza to w istocie konieczność ścisłej współpracy w tym zakresie sektorowych organów nadzoru. Żaden z nich nie jest bowiem przygotowany do samodzielnej analizy sytuacji finansowej podmiotów należących do innego sektora. Jak się zatem wydaje, szczególnie w tej materii koordynator powinien korzystać z uprawnienia, które wynika z treści art. 54 ustawy. Zgodnie z tym przepisem koordynator może zawrzeć z innymi zainteresowanymi organami nadzoru porozumienia dotyczące współpracy w sprawowaniu nadzoru uzupełniającego, w szczególności przy podejmowaniu rozstrzygnięć dotyczących

podmiotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego.

Szczególne znaczenie mają zadania koordynatora dotyczące znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeracie finansowym. Zgodnie z treścią art. 29 ustawy podlegają one nadzorowi uzupełniającemu, przy czym podstawowym kryterium sprawowania nadzoru w tym zakresie jest stabilność finansowa podmiotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego (art. 30 ustawy).

Istotne znaczenie dla realizacji kompetencji przez koordynatora ma oczywiście moment zidentyfikowania konglomeratu finansowego. Niezwłocznie bowiem po zidentyfikowaniu koordynator określa rodzaje transakcji wewnątrzgrupowych zawieranych przez podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego, objętych obowiązkiem sprawozdawczym. Określenie następuje w drodze decyzji, której adresatem jest podmiot wiodący. Zgodnie z treścią art. 31 ustawy warunkiem wydania decyzji jest zasięgnięcie opinii zainteresowanych organów nadzoru. Opinia taka jednak nie jest dla koordynatora wiążąca. Za takim znaczeniem analizowanego przepisu przemawia nie tylko jego leksykalny sens, lecz także wykładnia systemowa i funkcjonalna. Przede wszystkim należy stwierdzić, że zarówno dyrektywa, jak i polska ustawa przekazują koordynatorowi ogólną kompetencję do sprawowania nadzoru dodatkowego (uzupełniającego). Koordynator jest zatem organem odpowiedzialnym za osiągnięcie celu, którym jest uzupełnienie (w zakresie określonym ustawą) nadzoru sprawowanego przez organy sektorowe. Nie można jednak nie zauważyć, że ostateczna decyzja powinna być wynikiem współdziałania. Kryterium rzetelności sprawowania nadzoru uzupełniającego zmusza do ingerencji we właściwych przypadkach, tj. tych, które ze względu na ustawowe kryteria (a także te, które zostały określone w rozporządzeniu) grożą naruszeniem stabilności finansowej. Wyrażenie negatywnej opinii musi zatem prowadzić do przeprowadzenia konsultacji pomiędzy koordynatorem a organem, który wydał negatywną opinię. Treść ostatecznej decyzji *de lege lata* zależy jednak od koordynatora.

Zasadniczą kwestią jest jednak określenie charakteru decyzji wydawanej na podstawie art. 31 ust. 1 ustawy. Ustalenia w tej mierze należy poprzedzić kilkoma uwagami wstępnymi. Niewątpliwie analiza przepisów dyrektywy uprawnia do sformułowania wniosku, że unijny prawodawca nie nakłada na państwa członkowskie obowiązku wydania tożsamy z nią przepisów krajowych. Najistotniejsze jest, aby uwzględniwszy warunki lokalne, osiągnąć podstawowe cele nadzoru⁹. Ponadto osiągnięcie celu możliwe jest wyłącznie przy jednoczesnym doborze właściwych (skutecznych) środków.

⁹ Przepisy preambuły pozwalają, aby do osiągnięcia celów nadzoru uzupełniającego przyjmowano w porządkach krajowych rozwiązania nawet bardziej restrykcyjne niż w dyrektywie.

Wykładnia gramatyczna analizowanego przepisu nie daje podstaw do przyjęcia, że decyzja w sprawie określenia rodzajów transakcji wewnątrzgrupowych zawieranych przez podmioty wchodzące w skład konglomeratu finansowego jest decyzją administracyjną. Taki sam efekt przynosi przeprowadzenie wykładni systemowej. Przepisy regulujące działalność i kompetencje sektorowych organów nadzorczych nie pozwalają na przyjęcie administracyjnoprawnego charakteru decyzji. Prakseologiczne ujęcie analizowanego zagadnienia skłania niewątpliwie do wniosku, że decyzja w sprawie rodzajów transakcji jest w zasadzie dla podmiotu wiodącego wiążąca. Przemawia za tym, w pewnej mierze, funkcjonalne podporządkowanie podmiotów działających w danym sektorze sektorowym organom nadzorczym. Istotny problem pojawia się jednak w przypadku, gdy podmiotem wiodącym, a więc tym, do którego należy adresować decyzje, jest podmiot nieregulowany. W takiej sytuacji otwarte pozostaje pytanie o podstawę związania, a w konsekwencji pytanie o prawną skuteczność działań koordynatora. Wątpliwości stają się zresztą jeszcze donioślejsze w związku z przepisem art. 31 ust. 4 ustawy. Decyzja jest bowiem natychmiast wykonalna. Wydaje się, iż ta kwestia powinna zostać rozstrzygnięta z większą precyzją, powodowaną dbałością o efektywność sprawowania nadzoru uzupełniającego.

W szczególnych przypadkach, gdy podmioty objęte nadzorem uzupełniającym wchodzą w skład konglomeratu finansowego mającego koordynatora zagranicznego, obowiązkom sprawozdawczym podlegają znaczące transakcje wewnątrzgrupowe, których wartość przekracza próg określony przez właściwe krajowe organy nadzoru. Próg ten jest jednak ustalany w drodze decyzji wydawanych na wniosek koordynatora zagranicznego.

Ostatnią istotną kompetencją koordynatora w zakresie znaczących transakcji wewnątrzgrupowych jest żądanie, a w konsekwencji gromadzenie i przekazywanie właściwym organom, sprawozdań sporządzanych zgodnie z przepisami art. 33 ustawy. Omawiane przepisy nakładają na podmiot wiodący mający siedzibę

na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej obowiązek przekazywania koordynatorowi albo koordynatorowi zagranicznemu sprawozdań o znaczących transakcjach wewnątrzgrupowych na poziomie konglomeratu finansowego za dany rok kalendarzowy, przy czym powinno to nastąpić nie później niż z upływem 3 miesięcy od końca roku kalendarzowego. Sprawozdanie powinno odpowiadać wymogom formalnym określonym w art. 33 ust. 2 ustawy, tj. obejmować:

- informacje przekazane, zgodnie z art. 32 ust. 1, przez podmioty regulowane, które uzyskały zezwolenie krajowych organów nadzoru na prowadzenie działalności, na temat każdego przypadku zawartej z ich udziałem znaczącej transakcji wewnątrzgrupowej, ze wskazaniem rodzaju transakcji, jej przedmiotu i wartości,
- informacje przekazane przez inne podmioty regulowane wchodzące w skład konglomeratu finansowego i mające siedzibę w państwach członkowskich,
- informacje zgromadzone przez podmiot wiodący, zgodnie z art. 32 ust. 2,
- informację dodatkową o stwierdzonych przez podmiot przekazujący sprawozdanie zagrożeniach wypłacalności podmiotów regulowanych wchodzących w skład konglomeratu finansowego w związku ze znaczącymi transakcjami wewnątrzgrupowymi na poziomie konglomeratu finansowego bądź braku takich zagrożeń oraz działaniach, które zostały podjęte lub mają być podjęte w celu przywrócenia prawidłowych stosunków w przypadku stwierdzenia takich zagrożeń.

Przyjęte w ustawie rozwiązania odnoszące się do gromadzenia rocznych sprawozdań przesadzają o możliwości stałego „monitorowania” przez koordynatora znaczących transakcji wewnątrzgrupowych w konglomeratach finansowych. W konsekwencji, ze względu na cele nadzoru uzupełniającego, kompetencje określone w art. 33 ustawy mają niewątpliwie zasadnicze znaczenie. Są bowiem podstawą analizy sytuacji finansowej konglomeratu dokonywanej przez koordynatora, a także inne, działające w porozumieniu z nim, sektorowe organy nadzoru.

Bibliografia

- Jurkowska A. M. (2005), *Nadzór nad konglomeratami finansowymi a przyszły kształt nadzoru nad jednolitym rynkiem finansowym Unii Europejskiej*, „Gdańskie Studia Prawnicze”, tom XIV, s. 641–658.
- Kohutek K. (2006a), *Koordynator jako podmiot sprawujący nadzór uzupełniający*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Kohutek K. (2006b), *Znaczące transakcje wewnątrzgrupowe w ustawie o nadzorze uzupełniającym*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Meyers J., Ballegeer D. (2004), *What EU rules mean for financial conglomerates*, „International Financial Law Review”, s. 22.
- Sobczyński D. (2004), *Konglomeraty finansowe – nowy wymiar nadzoru nad instytucjami finansowymi w Unii Europejskiej*, „Glosa”, nr 4, s. 4–12.
- Spyra T. (2006), *Pojęcie konglomeratu finansowego*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Srokosz W. (2006a), *Obowiązki instytucji kredytowych związane z wykonywaniem nadzoru uzupełniającego według dyrektywy 2002/87/EC i ustawy o nadzorze uzupełniającym*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Srokosz W. (2006b), *Pojęcie konglomeratu finansowego według dyrektywy 2002/87/EC*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Szuster S. (2006), *Identyfikowanie konglomeratów finansowych na podstawie art. 10 ustawy o nadzorze uzupełniającym*, „Profesjonalny Serwis Bankowy” (CD), Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

Zarządzanie relacjami z klientami w bankach spółdzielczych

Managing Relations with Customers at Cooperative Banks

*Edyta Rudawska**

Streszczenie

Zasadniczym celem artykułu jest wskazanie roli rozwiązań informatycznych, w tym szczególnie systemów CRM, w procesie kształtowania trwałych i zarazem rentownych relacji banków spółdzielczych z klientami. W artykule zwrócono uwagę na rolę klientów w działaniach podejmowanych przez banki spółdzielcze na zmieniającym się rynku usług finansowych. Wskazano również na potrzebę stosowania przez banki spółdzielcze zasad marketingu partnerskiego i nawiązywania trwałych relacji z klientami w celu utrzymania się na silnie konkurencyjnym rynku (inne banki spółdzielcze, banki komercyjne, SKOK-i). W artykule zaprezentowano również wyniki własnych badań autorki dotyczących korzyści, jakie systemy CRM oferują bankom w zakresie tworzenia relacji z klientami, aktywności banków spółdzielczych we wprowadzaniu systemów CRM, ich świadomości istoty tych systemów oraz zakresu korzystania z nich przez banki spółdzielcze.

Słowa kluczowe: rynek usług finansowych, marketing partnerski, relacje z klientami, systemy CRM, nowoczesne technologie.

Abstract

The primary aim of the article is to point to the importance of information technologies, in particular CRM systems, in the process of creation long-term and effective relations with customers by cooperative banks. Keeping in mind a changing environment on financial services market, the author focuses on the role that customers fulfill in activities run by cooperative banks. The need of using relationship marketing and building long-lasting relations by cooperative banks in order to hold their position on a very competitive market (other cooperative banks, commercial banks etc.) was stressed in the article. Finally, the results of market research run by the author were presented. They deal with benefits, which CRM systems offer to banks as far as long-term relations are concerned, the activity of cooperative banks in implementing CRM systems, their awareness of the nature of the systems and the scope of using them by cooperative banks.

Keywords: financial services market, relationship marketing, relations with customers, CRM systems, new technologies.

JEL: G21, M31, O14, O16, O32

* Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Marketingu.

Wprowadzenie

Wysoki poziom konkurencji na rynku powoduje konieczność zmiany sposobu prowadzenia działalności. Podstawowym celem działań staje się nie tyle pozyskiwanie nowych klientów, ile utrzymanie dotychczas obsługiwanych klientów, zbudowanie z nimi trwałych relacji i pozyskanie ich lojalności. Warunkiem skutecznej realizacji tego zadania jest umiejętność pozyskiwania informacji dotyczących zachowań klientów, wielowymiarowych analiz tych informacji oraz dbałości o jakość obsługi klientów. W tym procesie konieczne wydaje się wykorzystanie nowoczesnej technologii, która z jednej strony pozwoli zgromadzić niezbędne informacje, z drugiej natomiast odpowiednio je przetworzy, aby wspomóc zarządzanie relacjami z klientami. Jedną z takich technologii jest CRM – *Customer Relationship Management*.

W pierwszej części artykułu zwrócono uwagę na znaczenie klientów oraz trwałych i rentownych relacji z nimi dla utrzymania i wzmocnienia pozycji banków spółdzielczych w warunkach wzrostu konkurencji na rynku usług bankowych. Następnie skoncentrowano się na roli nowoczesnych technologii, w szczególności systemów CRM, w budowaniu trwałych relacji z klientami. Ostatnia część opracowania została poświęcona prezentacji wybranych wyników badań przeprowadzonych przez autorkę. Miały one na celu przede wszystkim sprawdzenie, czy banki spółdzielcze uwzględniają budowanie relacji z klientami w swoich działaniach marketingowych, czy są świadome, na czym polega CRM, oraz jaki jest zakres korzystania przez banki spółdzielcze z systemów CRM.

Klient na rynku usług bankowości spółdzielczej

Za jeden z głównych czynników determinujących przeobrażenia na rynku usług bankowych, którego istotnymi uczestnikami są banki spółdzielcze, należy uznać postęp techniczny związany z rozwojem informatyki, telekomunikacji i Internetu. Coraz większy zakres wykorzystania nowoczesnych technologii w polskiej bankowości może spowodować spadek znaczenia lokalizacji placówek bankowych – źródła przewagi konkurencyjnej akcentowanego szczególnie przez banki spółdzielcze. Obserwacja rynku zachodniego wskazuje bowiem, że elektroniczne kanały dostępu do rynku finansowego zmniejszają m.in. korzyści z lokalizacji (Kulawik 2002, s. 24). Rozwój nowoczesnych technologii połączony ze wzrostem świadomości i poziomu edukacji klientów powoduje, że niezaprzeczalny dotąd atut banków spółdzielczych, w postaci wysokiego poziomu lojalności lokalnej społeczności, może zostać utracony. Banki spółdzielcze

mają, co prawda, silną pozycję w obsłudze sektora rolnego oraz małych firm, często jednoosobowych lub zatrudniających kilku pracowników. Wskazują na to badania Fundacji Edukacji i Badań Bankowych. Według nich 36% gospodarstw domowych na wsi oraz 10% małych i 4% średnich firm uznaje bank spółdzielczy za swój bank podstawowy. Podobną opinię wyraziło 75% gmin wiejskich i 56% miejsko-wiejskich oraz 16% miejskich samorządów (Mleczko 2001, s. 67)¹. Jednak doświadczenia krajów zachodnich już pokazują, że ich klienci, a szczególnie rolnicy i mieszkańcy mniejszych miast, uchodzący do tej pory za mało wymagających i konserwatywnych, są coraz mniej lojalni (Kulawik 2002, s. 24).

Banki spółdzielcze coraz częściej stają się przed koniecznością konkurowania nie tylko z innymi bankami spółdzielczymi, lecz również bankami komercyjnymi oraz instytucjami parabankowymi (np. SKOK-ami). Bogata oferta usług banków uniwersalnych oraz wykorzystywanie różnych kanałów dystrybucji sprawiają, że opanowują one nowe rynki docelowe, również obsługiwane dotychczas głównie przez banki spółdzielcze. Tendencje te potęguje perspektywa dystrybucji środków unijnych. Istotny jest również fakt, że banki komercyjne to zwarte, jednorodne podmioty prowadzące wspólną politykę. Konkurencja ze strony SKOK-ów wynika natomiast z oferowania podobnych usług, dynamicznego rozwoju sieci placówek², elastyczności i dostosowywania się do indywidualnych potrzeb drobnych klientów oraz – w odróżnieniu od banków spółdzielczych – posiadania stabilnej, dwuszczeblowej struktury. Te ostatnie co prawda charakteryzują się większą personalizacją usług i są bliżej klienta, jednak ze względu na rozdrobnienie instytucjonalne i wynikający z tego brak integracji, standardów i spójności procedur walka ta jest znacznie utrudniona. Istotnym utrudnieniem w walce konkurencyjnej prowadzonej przez banki spółdzielcze jest również istniejąca luka technologiczna w porównaniu z bankami komercyjnymi (Kotliński 2004, s. 99–112).

Różne podmioty rynku finansowego walczą o klienta, który jest lepiej wyedukowany, i bardziej świadomy swych praw, a przez to coraz bardziej krytyczny i wymagający. Współczesny klient chce czuć się doceniony i aktywnie uczestniczyć w tworzeniu oczekiwanej przez niego wartości. Sytuacja ta powoduje, że w jeszcze większym stopniu niż dotychczas należy myśleć jego kategoriami, pamiętać o jego wyjątkowej pozycji w strategii działania banku i kierować

¹ Dużą aktywność banków spółdzielczych w obsłudze tych podmiotów potwierdzają również badania prowadzone przez A. Janca, zob.: Janc, Kotliński (2004).

² Zakładając utrzymanie obecnej dynamiki rozwoju sieci dystrybucji, szacuje się, że za kilka lat na rynku będzie tyle samo placówek spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych i banków spółdzielczych. Zob.: Zieliński (2005, s. 146–147).

wać się pewnymi zasadami dla osiągnięcia sukcesu rynkowego. Są to następujące zasady (Garbarski 1998, s. 16–19):

- Zasada 1 – klienci wybierają usługi, które lepiej zaspokajają ich potrzeby. Chcąc działać skutecznie, bank musi poznać potrzeby klientów.

- Zasada 2 – największe szanse na zdobycie i utrzymanie konsumentów mają te firmy, które potrafią zrozumieć potrzeby oraz zachowanie swoich obecnych i potencjalnych klientów, jak również wiedzą, za co są oni skłonni zapłacić.

- Zasada 3 – w zmiennym otoczeniu będą się rozwijać tylko te firmy, które nauczą się dostrzegać swe szanse, poznawać zmienne potrzeby klientów i dzięki temu tworzyć nowe usługi.

- Zasada 4 – firmy muszą zrozumieć, że w ostatecznym rozrachunku to konsument płaci im pensję i decyduje o tym, gdzie rozpoczyna się i kończy biznes.

W związku z powyższym banki spółdzielcze – podobnie jak banki komercyjne i inne instytucje finansowe – muszą zmienić charakter relacji z klientami. Muszą odejść od tradycyjnej koncepcji marketingowej, według której pozyskiwały informacje, następnie opracowywały swoje usługi, informowały o nich i zachęcały do ich kupna. Jak podkreśla K. Pietraszkiewicz, jednym z pięciu największych wyzwań stojących obecnie przed bankami spółdzielczymi jest prowadzenie, w szerszym niż dotychczas zakresie, działań marketingowych (Pietraszkiewicz 2001, s. 62). Jest to ważne z powodu niskiej oceny ich dotychczasowej działalności marketingowej w porównaniu z bankami komercyjnymi (Maciejewski 2004a) i jednocześnie konieczności podejmowania tego typu przedsięwzięć przez podmioty świadczące usługi bankowe (Janc, Kotliński 2004, s. 73). Działania marketingowe w jeszcze większym stopniu powinny być oparte na zasadach marketingu partnerskiego. Zgodnie z tą koncepcją instytucje finansowe poza dostarczeniem usługi, która ma usatysfakcjonować klientów, budują z nimi długotrwałe związki. Wymiana handlowa zostaje więc zastąpiona współpracą, a koncentracja na pojedynczym akcie sprzedaży – spojrzeniem na całość związku z klientem w dłuższym okresie (Stanusch 2003). Powstające w ten sposób długotrwałe relacje z czasem przekształcają się z oficjalnych w oparte na bezpieczeństwie, zaufaniu i wiarygodności czy wręcz przyjaźni między bankami spółdzielczymi a ich klientami.

Realizując swoje cele, banki spółdzielcze powinny dbać nie tylko o zaspokojenie materialnych potrzeb klientów (związanych np. ze skorzystaniem z usługi), ale też potrzeb o podłożu socjologicznym (dotyczących np. potrzeby akceptacji czy przynależności) czy nawet emocjonalnym (związanych m.in. z poczuciem pełnego zaufania do firmy, więzi, przyjaźni klienta z pracownikami banku). Spółdzielcze in-

stytucje finansowe, przyjmując proklientowskie i jednocześnie partnerskie podejście do obsługiwanych i potencjalnych klientów, zwiększają prawdopodobieństwo wzrostu ich satysfakcji i długookresowej lojalności.

Budowaniu trwałych relacji z dotychczasowymi klientami sprzyja nowoczesna technologia informatyczna. Odpowiednia do potrzeb i możliwości informatyzacja, umożliwiająca budowanie związków z klientami, może dać szansę na zdystansowanie konkurentów. W związku z tym zasadniczym celem artykułu jest omówienie roli jednego z takich rozwiązań informatycznych – systemu CRM – w kształtowaniu przez banki spółdzielcze trwałych relacji z klientami. Autorka chce również sprawdzić, czy banki spółdzielcze wykorzystują te systemy, a jeśli tak, to na jakich obszarach i do osiągnięcia jakich korzyści. Główna teza tych rozważań stanowi, że banki spółdzielcze sporadycznie wykorzystują najnowsze rozwiązania informatyczne typu CRM do kształtowania trwałych relacji ze swoimi klientami. Te banki, które podejmują takie działania, stosują na razie wybrane moduły, a nie kompleksowy system CRM, obejmujący pracowników wszystkich komórek.

Realizacji celu artykułu służy analiza źródeł wtórnych z zakresu wykorzystania nowoczesnych technologii w polskiej bankowości, jak również wyniki badań ankietowych prowadzonych przez autorkę.

CRM – instrument wspomagający proces kształtowania relacji z klientami

Aby budować trwałe i rentowne relacje z klientami, banki spółdzielcze muszą posługiwać się pełnymi, aktualnymi i odpowiednimi informacjami. Wymaga to właściwego zorganizowania systemu ich pozyskiwania i wykorzystania. Niewątpliwie pomocne w tym są nowoczesne technologie. Należy zauważyć, że rynek usług bankowych od lat charakteryzuje się wysokim nasyceniem nowoczesnymi technikami i technologiami teleinformatycznymi, banki bowiem od początku należą do czołówki firm wprowadzających nowoczesne rozwiązania (Harasim 2004, s. 64). Jednak obecnie pozycja banków jeszcze bardziej zależy od posiadania nowoczesnej technologii. Dzieje się tak, ponieważ podstawowym źródłem tworzenia wartości zarówno dla klientów, jak i banków spółdzielczych jest właśnie coraz doskonalsze przetwarzanie i wykorzystywanie informacji (Kulawik 2002, s. 24). Stawia to przed nimi nowe zadania, polegające na wyborze i wprowadzaniu nowych rozwiązań informatycznych służących do odpowiedniego zarządzania relacjami z klientami. Technologia ta ma umożliwić nie tylko gromadzenie odpowiednich informacji, ale również ich analizę na wielu płaszczy-

znach i dzięki temu podejmowanie skuteczniejszych działań marketingowych.

Początkowo podmioty funkcjonujące na rynku wykorzystywały zintegrowane systemy informatyczne, np. *enterprise resource planning* (ERP), umożliwiające gromadzenie informacji o klientach, ale tylko ewidencjonowanych w systemach transakcyjnych. Stosowały również takie programy, jak *contact management*, które pozwalały na przetwarzanie i analizę danych dotyczących klientów, czy narzędzia zwane *sales force automation* (SFA), wykorzystywane przez sprzedawców do zarządzania procesem sprzedaży. Wszystkie te systemy, mimo że stanowiły źródło pewnych informacji o klientach, nie były ukierunkowane *stricte* na gromadzenie informacji o indywidualnym kliencie i ich szczegółową analizę, a przez to na budowanie długookresowych relacji z klientem. Dopiero rozwiązania typu *Customer Relationship Management* – Zarządzanie Relacjami z Klientem (CRM) można traktować jako zintegrowany i kompletny system zarządzania relacjami z klientami, wykorzystujący odpowiednie narzędzia informatyczne. Z jednej strony podstawowym celem CRM jest dostarczanie pracownikom bezpośrednio obsługującym klientów pełnej informacji o klientach, w czasie rzeczywistym. Z drugiej strony CRM integruje wszystkie informacje pozyskiwane przez pracowników poszczególnych jednostek organizacyjnych banku. Na tej podstawie CRM umożliwia m.in. (Ryznar 2002, s. 40):

- tworzenie historii kontaktów z klientami,
- analizę poziomu i struktury sprzedaży,
- symulację zachowań klientów,
- bieżące badanie satysfakcji klientów,
- scoring lojalności,
- scoring zdolności kredytowej,
- ustalenie koszyków produktów dla poszczególnych grup klientów,
- prognozowanie sprzedaży i popytu na usługi w segmentach klientów,
- automatyczną segmentację klientów.

Dzięki wykorzystaniu tych możliwości tworzy się w firmie aktualny i pełny obraz klienta. Służy on do planowania, przeprowadzania i kontroli kampanii marketingowych, umożliwiających nawiązywanie trwałych relacji z nabywcami usług. Należy przy tym podkreślić, że tak prowadzone kampanie marketingowe mogą być opłacalne zarówno dla banków spółdzielczych, jak również dla ich klientów. Banki będą mogły osiągać większe zyski, natomiast ich klienci będą mieli poczucie, że firma dba o ich satysfakcję i zaspokaja ich indywidualne i zmieniające się potrzeby. Istotą CRM jest zatem to, że dzięki reorganizacji banku i działaniom marketingowym wspomaganym technologią informatyczną buduje się wartościowe relacje z najlepszymi klientami i osiąga przewagę konkurencyjną (Wrzosek, Domarecki 2002, s. 26).

System CRM można wprowadzić bez oprogramowania informatycznego, lecz informatyka powoduje, że jest efektywniejszy. Należy go więc traktować jako filozofię działania banku. Integralnym elementem tej filozofii jest wysoka świadomość pracowników konieczności budowania trwałych związków z klientami w celu zwiększenia wartości rynkowej banku i w którym działania te wspomaga odpowiednie oprogramowanie informatyczne.

Podsumowując, należy podkreślić, że CRM może poprawić pozycję konkurencyjną banków spółdzielczych m.in. poprzez:

- zwiększenie satysfakcji klientów i dzięki temu wzrost ich lojalności,
- powstrzymanie najbardziej dochodowych klientów przed przejściem do konkurencji,
- szybką identyfikację najbardziej zyskowych klientów oraz dopasowanie działań marketingowych do ich specyficznych wymagań,
- pomiar kosztów inwestycji marketingowych i optymalizację tych działań,
- wzrost wydajności pracowników oraz ich satysfakcji z wykonywanej pracy (CRM umożliwia im bowiem sprawniejsze wykonywanie rutynowych czynności związanych z obsługą klienta).

Taki sposób prowadzenia działalności wymaga stworzenia jednolitego systemu zarządzania relacjami, obejmującego obsługę klienta przed świadczeniem usługi, w trakcie i później, jak również odpowiednie komunikowanie się z nim, by niezależnie od czasu i miejsca był traktowany w ten sam, przyjazny i kompetentny sposób (Chlebicki 2003, s. 63).

Rola budowania relacji z klientami w działalności marketingowej banków spółdzielczych

Jak podkreśla A. Gospodarowicz, stopień informatyzacji sektora banków spółdzielczych jest niski w porównaniu z bankami komercyjnymi. Wprowadzanie technologii informatycznej w bankach spółdzielczych jest zadaniem złożonym, wymagającym właściwego przygotowania merytorycznego, organizacyjnego i finansowego (Gospodarowicz 2005, s. 7). Brak konkretnych danych na temat kosztów wdrożenia systemów służących do budowania relacji z klientami może być poważną barierą ich rozwoju. Mówi się jedynie, że są to bardzo wysokie koszty. W niektórych publikacjach można znaleźć pewne dane szacunkowe, na przykład: „przybliżona średnia światowa cena największych systemów CRM to kilkanaście tysięcy dolarów na jedno stanowisko” czy: „w dużych firmach koszt wdrożenia nowoczesnego systemu zaczyna się od kilkuset tysięcy dolarów” (Dec 2001). Istnieje co prawda rozwiązania znacznie tańsze i prostsze,

Tabela 1. Aspekty działalności marketingowej, na które banki spółdzielcze powinny położyć największy nacisk*

Wyszczególnienie	Jak było?	Jak jest?	Jak będzie?
Usługa	3,97	3,76	3,42
Jakość usługi	3,84	3,26	2,71
Sposób sprzedaży	4,47	4,03	3,48
Promocja	5,45	4,14	3,62
Obsługa klientów	3,17	2,89	2,89
Warunki cenowe	3,94	3,56	3,25
Pozyskiwanie nowych klientów	3,53	3,21	3,0
Utrzymanie dotychczasowych klientów	3,79	2,89	2,57

* Respondenci mogli dokonać oceny w skali od 1 do 8, gdzie 1 oznaczało element najważniejszy w danym czasie.

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

przeznaczone dla małych i średnich firm, lecz dostawcy systemów z „górných pólék” są przeciwni nazywaniu ich systemami klasy CRM. Ponadto koszt zakupu takiego projektu może wahać się od 100 tys. zł do ponad 0,5 mln zł, a wg szacunków Process4e, (www.process4e.com) średni koszt wdrożenia systemu CRM wynosi 175 tys. zł.

Aby osiągnąć korzyści z zastosowania CRM, pracownicy spełniający różne funkcje w banku powinni być świadomi użyteczności i zasadności inwestowania w ten system. Szczegółowych informacji na ten temat dostarczają wyniki badań prowadzonych przez autorkę³. Ze względu na niski stopień zwrotności ankiet (13%) otrzymane wyniki nie są dobrą podstawą do sformułowania ogólnych wniosków o postawach banków spółdzielczych wobec CRM w Polsce. Nie należy ich zatem traktować jako diagnozy sytuacji na analizowanym rynku. Ponieważ jest to pierwsza próba zbadania tego zagadnienia, można dzięki nim wskazać główne tendencje w tym zakresie i jednocześnie potraktować jako inspirację do dalszych, bardziej szczegółowych badań.

Ponad 90% respondentów działa na rynku od przeszło 10 lat. Połowa ankietowanych to banki małe, zatrudniające do 50 pracowników, natomiast 40% stanowiły instytucje średnie, tj. zatrudniające od 50 do 250 osób. Największa grupa ankietowanych (44%) określa swoją kondycję finansową jako dobrą, niemal co czwarty bank jako bardzo dobrą, a co trzeci jako średnią. Warto zauważyć, że żadna instytucja finansowa nie oceniła jej jako złej lub bardzo

złej. Jednocześnie 80% banków spółdzielczych deklaruje, że w ciągu najbliższego roku zwiększą inwestycje w informatykę.

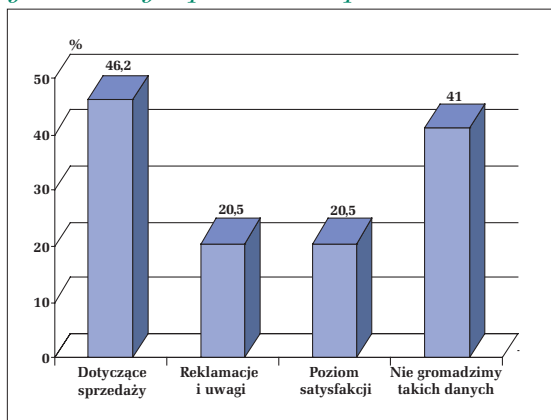
Przeprowadzone badania ukazują między innymi czynniki, na które banki spółdzielcze powinny zwrócić uwagę w działalności marketingowej, aby ugruntować swoją pozycję rynkową. Respondenci mogli ocenić ich rolę w przeszłości, obecnie i w przyszłości. Rozkład odpowiedzi prezentowany w tabeli 1 pozwala zauważyć, że w przeszłości wszystkim przypisywano mniejsze znaczenie. Obecnie ich rola jest większa i banki przewidują, że jeszcze wzrośnie. W przyszłości utrzymanie pozycji rynkowej będzie wymagało zwrócenia nieco mniejszej uwagi na warunki cenowe i zachowania wysokiego poziomu obsługi klientów oraz jednocześnie większej koncentracji na pozostałych wymienionych czynnikach.

Przedstawiony powyżej rozkład odpowiedzi potwierdza, że banki spółdzielcze są świadome konieczności zmiany charakteru prowadzonych działań marketingowych i dostrzegają rosnącą wagę utrzymania dotychczasowych klientów. W przeszłości za najważniejsze aspekty działań marketingowych uznawano jakość obsługi i pozyskiwanie nowych klientów. Obecnie natomiast oprócz obsługi klientów najistotniejsze staje się utrzymanie dotychczasowych nabywców usług. Tendencja ta będzie się jeszcze nasilać, ponieważ właśnie utrzymanie klientów zostało uznane za priorytet prowadzonych działań marketingowych (Obłój, Zdziarski 2004, s. 18). Zgodnie z deklaracjami banków należy zatem spodziewać się dalszego wzrostu znaczenia działań nakierowanych na budowanie trwałych relacji z dotychczasowymi klientami, jak również jakości usług, przy nieco mniejszej roli pozyskiwania nowych klientów.

Niezbędnym warunkiem tworzenia trwałych i rentownych relacji z klientami jest posiadanie użytecznych informacji na ich temat. Przez pojęcie użyteczności informacji należy rozumieć jej jakość (tj. kompletność, dokładność) i stały dostęp fizyczne istnienie informacji w systemie i umożliwienie dostępu

³ Badanie przeprowadzono w trzecim kwartale 2004 r. na podstawie kwestionariusza ankiety rozesłanej do respondentów pocztą. Ankiety kierowane były do prezesów banków spółdzielczych. Składały się z 15 pytań w części właściwej oraz metryczki, zawierającej 5 pytań dotyczących okresu działania banku, stopnia konkurencyjności branży, wielkości zatrudnienia, kondycji finansowej oraz szacowanej wielkości inwestycji w informatykę w najbliższych latach. W badaniu zastosowano jedną z metod doboru losowego – dobór systematyczny. Badaniami empirycznymi objęto niemal co drugi z listy banków spółdzielczych. Po wstępnej weryfikacji otrzymanych ankiet do analizy wzięto pod uwagę 39 prawidłowo wypełnionych kwestionariuszy. Ze względu na niską zwrotność w analizie otrzymanych wyników nie uwzględniono wielkości podanych w metryczce.

Wykres 1. Rodzaj danych o klientach gromadzonych przez banki spółdzielcze



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

do niej osobom, które jej potrzebują) oraz formę i stopień szczegółowości prezentowanych informacji (Frąckiewicz et al. 2004, s. 31). Niestety aż 41% banków spółdzielczych uczestniczących w badaniu nie gromadzi danych o obsługiwanych i potencjalnych klientach. Niemal połowa respondentów analizuje dane dotyczące sprzedaży usług, natomiast co piąta ankietowana instytucja finansowa zbiera dane na temat poziomu satysfakcji i informacje ze składanych reklamacji (wykres 1).

Respondenci, którzy gromadzą dane o klientach, w zdecydowanej większości (83%) korzystają z programów informatycznych w celu przeprowadzenia analiz niezbędnych do podjęcia decyzji. Wykorzystują do tego albo standardowe oprogramowanie, np. Excel, albo własne programy. Sporadycznie natomiast sięgają po specjalistyczne oprogramowanie, takie jak SPSS czy Statistica.

Niewątpliwie gromadzenie informacji o klientach, jak również ich odpowiednie przetwarzanie są bardzo ważnymi elementami procesu budowania trwałych relacji z klientami. Równie ważne jednak

jest stworzenie w bankach kompleksowego, obejmującego całą firmę systemu, służącego do realizacji tego celu – tzw. CRM. Banki spółdzielcze biorące udział w badaniu w większości przypadków (61%) słyszały o tym systemie. Należy jednak podkreślić, że znajomość terminu jest dużo mniejsza niż w bankach komercyjnych, gdzie odsetek ten wynosi 91%⁴.

Pojęcie CRM najczęściej kojarzy się z relacjami między firmą a klientem. Respondenci wskazywali również, że CRM to:

- zarządzanie kontaktami z klientem,
- zarządzanie danymi o kliencie w celu poprawy jakości obsługi,
- kontrolowanie kontaktów z klientami i zadań wykonywanych przez pracowników w ramach obsługi klienta,
- tworzenie zaufania klienta do banku,
- tworzenie baz danych o klientach,
- budowanie trwałych relacji z klientami, zdobywanie wiedzy o ich potrzebach i dostosowywanie produktów do potrzeb klientów.

Nieco rzadziej CRM utożsamiano z lojalnością klientów, specjalistą ds. rozwoju, pełnym systemem marketingu, sprzedaży i serwisu.

Efektywne wykorzystanie systemu CRM zależy m.in. od tego, jak stosujące go firmy rozumieją to pojęcie. Dlatego ankietowanym bankom przedstawiono trzy definicje CRM, z których jedna reprezentowała podejście marketingowe, druga informatyczne, a trzecia ogólnobiznesowe, z prośbą o wskazanie tej, która najlepiej oddaje istotę CRM (tabela 2).

Niestety, na podstawie przedstawionego w tabeli 2 rozkładu procentowego odpowiedzi można zauważyć, że najwięcej wskazań otrzymała definicja informatyczna. Jest to bardzo często pojawiający się w literaturze sposób definiowania omawianego systemu. Wydaje się jednak, że utożsamianie go tylko

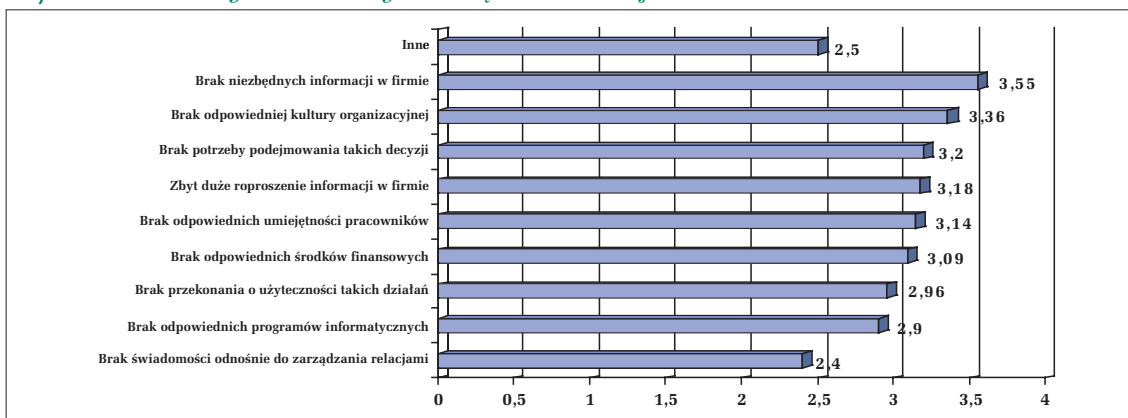
⁴ Szerzej na temat wykorzystania CRM-u przez banki komercyjne zob.: Frąckiewicz, Rudawska (2004; 2005).

Tabela 2. Istota CRM według banków spółdzielczych

Rodzaje definicji	CRM to:	Procent wskazań
Ogólnobiznesowa	Filozofia i strategia pozwalające firmom tworzyć długotrwałe, korzystne dla obu stron relacje, powodujące zwiększenie lojalności klientów i wzrost zysków	35
Marketingowa	Zdolność firmy do zdobywania klientów, poznawania ich, odnawiania kontaktów z nimi, upewnienia się, że firma dostarcza im dokładnie to, czego oczekują, oraz to, do czego się zobowiązała, i zdolność do osiągnięcia zysków dzięki tym działaniom	22
Informatyczna	Zintegrowany i kompletny system, którego zadaniami są standaryzacja i wsparcie całego procesu: od marketingu poprzez sprzedaż, do obsługi i serwisu po sprzedaż	43

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Wykres 2. Bariery w skutecznym zarządzaniu relacjami*



* Respondenci mogli wybrać 5 najważniejszych barier i uporządkować je od 1 do 5, gdzie 1 oznacza największą barierę.
 Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

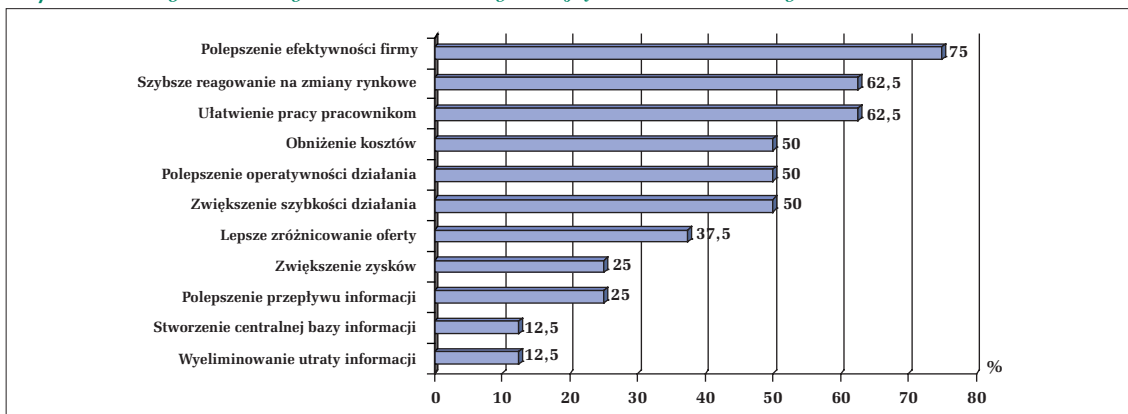
z technologią informatyczną nie jest właściwym podejściem. Samo wykorzystanie odpowiednich systemów informatycznych wspomagających zarządzanie relacjami nic bowiem nie da, jeśli nie będzie temu towarzyszyła zmiana sposobu działania i myślenia wszystkich pracowników firmy. Powinna ona doprowadzić do stworzenia swego rodzaju filozofii działania firmy, w której istnieje głęboka świadomość konieczności budowania długookresowych związków z klientami. Rozwiązania informatyczne są zatem narzędziem ułatwiającym budowanie relacji z klientami. W ten sposób CRM rozumie 35% ankietowanych banków spółdzielczych (instytucje reprezentujące podejście ogólnobiznesowe). Co piąty natomiast utożsamia go z podejściem marketingowym, traktującym CRM jako zdolność firmy do zdobywania klientów, poznawania ich, odnawiania kontaktów i osiągania dzięki temu zysków.

Wydaje się, że skuteczne zarządzanie relacjami z klientem wymaga, aby banki z jednej strony dysponowały odpowiednią infrastrukturą informatyczną,

a z drugiej strony były świadome konieczności podejmowania tego typu działań. Banki spółdzielcze uczestniczące w badaniu wprawdzie deklarują, że największy nacisk w działalności marketingowej kładą i będą kładły na utrzymanie dotychczasowych klientów. Mogłoby to oznaczać, że ta świadomość istnieje. W odpowiedziach respondentów występuje jednak pewna sprzeczność, można też przypuszczać, że ta świadomość nie jest powszechna wśród pracowników i kadry zarządzającej poszczególnych banków. Właśnie ten element został bowiem uznany za największą barierę w skutecznym zarządzaniu relacjami (wykres 2). Konsekwencją tego jest zapewne brak przekonania o użyteczności takich działań – przeszkoda również bardzo często wskazywana przez banki spółdzielcze.

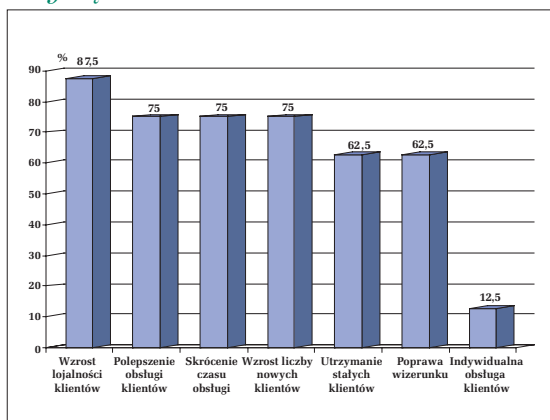
Przedstawiony na wykresie 2 rozkład odpowiedzi wskazuje, że w zarządzaniu relacjami z klientami dużym utrudnieniem jest brak odpowiednich programów informatycznych oraz, co może być tego przyczyną, brak środków finansowych. Bardzo często re-

Wykres 3. Ogólne korzyści dla banku wynikające z wdrożenia systemu CRM



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Wykres 4. Oczekiwane przez banki korzyści dotyczące klientów



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

spondenci wskazywali również inne bariery, które nie zostały wymienione w ankiecie. Zaliczyli do nich:

- niechęć pracowników do wprowadzania zmian,
- brak czasu,
- skupianie uwagi na realizacji bieżących zleceń.

Wskazane przez respondentów przeszkody w zarządzaniu relacjami z klientami zapewne wpływają na to, że systemy CRM nie są powszechnie obecne w polskiej bankowości spółdzielczej. Zaledwie co piąta ankietowana firma zadeklarowała, że ma ten system lub wybrane jego elementy w postaci m.in. *call center*, obsługi klientów przez Internet czy programów wspierających sprzedaż usług.

Banki, które wprowadziły CRM, oczekują wielu korzyści zarówno dla siebie, jak i dla klientów. Jeśli chodzi o ogólne korzyści dla firmy, to respondenci najczęściej wskazywali na poprawę efektywności banku (średnio 3/4 odpowiedzi). Na drugim miejscu *ex equo* uplasowały się ułatwienie pracy pracownikom oraz możliwość szybszego reagowania na zmiany rynkowe – po 63% wskazań. Połowa respondentów liczy natomiast na zwiększenie szybkości działa-

nia, polepszenie skuteczności działań oraz obniżenie kosztów (wykres 3).

Prezentowane na wykresie 4 odpowiedzi pokazują jednak, że banki spółdzielcze oczekują znacznie większych korzyści w zakresie obsługi klienta. Większość podmiotów wskazywała bowiem wymienione korzyści. Blisko 90% ankietowanych za największą korzyść uznało wzrost lojalności klientów. Aż 3/4 z nich podkreśliło możliwość polepszenia obsługi klientów, skrócenia czasu ich obsługi oraz wzrostu liczby nowych klientów. Z kolei ponad 60% wprowadziło system w nadziei na utrzymanie większej liczby klientów i poprawę wizerunku firmy w oczach klientów.

Dalsza analiza otrzymanych wyników pokazuje, że w bankach mających system CRM jako pierwszy został wykorzystany moduł związany ze sprzedażą usług. Stosunkowo szybko wprowadzono również moduły: marketing, informowanie kierownictwa oraz zarządzanie sprzedażą (tabela 3). Najpóźniej zastosowano moduł związany z telemarketingiem i telesprzedażą. Jeżeli natomiast chodzi o elementy systemu najczęściej wykorzystywane w bankach spółdzielczych, to największa część respondentów korzysta z modułu handel elektroniczny i informowanie kierownictwa – po 37,5% wskazań. Co czwarty bank korzysta z modułów związanych ze sprzedażą i zarządzaniem sprzedażą, obsługą i wsparciem klienta, marketingiem, pracą w terenie oraz synchronizacją danych.

Banki mające CRM bardzo wysoko oceniają jego przydatność. Blisko 80% wskazało, że CRM jest przydatny lub bardzo przydatny w prowadzonej przez nich działalności marketingowej. Żadna firma nie określiła go jako nieprzydatny, podczas gdy dla co piątej w momencie przeprowadzania badań prawdopodobnie było jeszcze za wcześnie na ocenę stosowanego systemu.

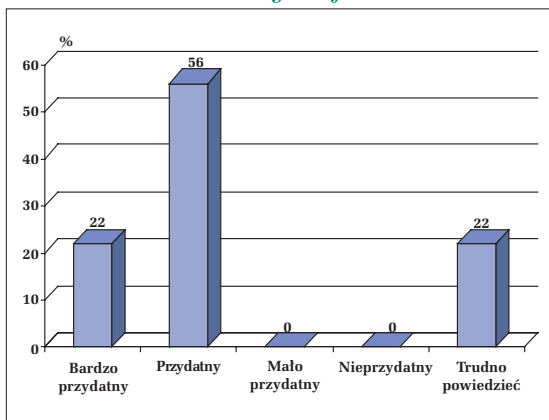
Mimo że systemy CRM są jeszcze rzadko spotykane w bankach spółdzielczych, prezentowane odpowiedzi wskazują, że w najbliższej przyszłości należy spodziewać się ich rozwoju. Tylko 5% firm jest bo-

Tabela 3. Moduły zastosowane przez banki spółdzielcze

Lp.	Moduł	Odsetek banków mających CRM	Średnia kolejność wprowadzenia
1.	Informowanie kierownictwa	37,5	2
2.	Handel elektroniczny	37,5	3
3.	Sprzedaż	25,0	1
4.	Zarządzanie sprzedażą	25,0	2,5
5.	Obsługa i wsparcie klienta	25,0	3,5
6.	Marketing	25,0	2
7.	Synchronizacja danych	25,0	3
8.	Praca w terenie	25,0	4
9.	Telemarketing i telesprzedaż	12,5	5
10.	Zarządzanie czasem	0,0	-

Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

Wykres 5. Ocena przydatności CRM w działalności marketingowej banków



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

wiem w trakcie wprowadzenia systemu CRM, natomiast ponad 60% firm planuje jego wdrożenie (wykres 6). Wśród tych banków blisko 40% zamierza to zrobić w ciągu najbliższych trzech lat, a co dziesiąty w ciągu najbliższego roku. Średnio połowa ankietowanych firm nie ma jeszcze sprecyzowanych planów co do terminu wdrożenia systemu CRM. Banki decydują się na tę inwestycję, mając nadzieję m.in. na:

- poprawę wiarygodności firmy,
- pozyskanie nowych klientów,
- poprawę konkurencyjności banku,
- zwiększenie sprzedaży usług,
- utrzymanie klientów,
- poprawę wyników finansowych banku,
- skuteczniejsze zarządzanie relacjami z klientami,
- stworzenie systemu informatycznego umożliwiającego integrację informacji o kliencie oraz przeprowadzanie potrzebnych analiz i symulacji.

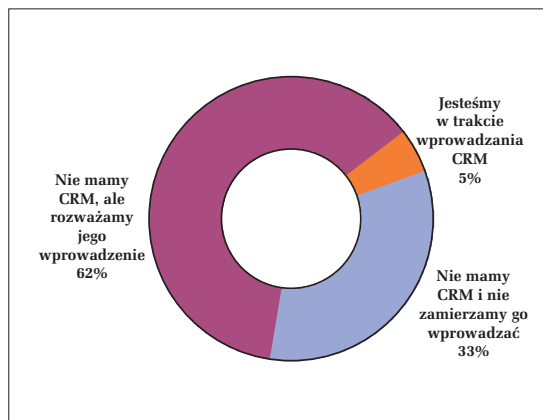
Banki wskazywały też, że wprowadzenie CRM to bardzo ciekawe wyzwanie dla nich i w przyszłości będzie się rozwijać, a podejmowanie takich działań wymusza rosnąca konkurencja.

Osiągnięciu spodziewanych korzyści mają służyć konkretne moduły, które najpierw zostaną zastosowane przez banki. Wśród nich najczęściej wymieniano moduły związane z zarządzaniem sprzedażą usług oraz obsługą klienta. Ponadto wskazywano na moduły służące do usprawnienia kontaktów z klientami i ich obsługi, takie jak: telemarketing i telesprzedaż czy bankowość elektroniczna, jak również do usprawnienia działań marketingowych.

Jak pokazuje rozkład odpowiedzi prezentowany na wykresie 6, co trzeci ankietowany bank spółdzielczy nie ma CRM i nie zamierza go wprowadzić w najbliższym czasie. Powodem tego najczęściej są wysokie koszty. Ankietowani sporadycznie wskazywali również następujące przyczyny:

- dobre relacje z klientami,

Wykres 6. Stosunek banków spółdzielczych do ewentualnego wprowadzenia systemu CRM



Źródło: opracowanie na podstawie badań własnych.

- nieświadomość konieczności zarządzania relacjami,
- brak konieczności (potrzeby) przeprowadzania zmian ze względu na wieloletnie doświadczenie.

Kierunki działań banków spółdzielczych w obszarze zastosowania systemu CRM

Na podstawie deklaracji banków spółdzielczych można wnioskować, że wprowadzają one pewne zmiany w swych działaniach marketingowych w celu utrzymania dotychczasowych klientów. Jednak przeprowadzone badania potwierdzają, że niewielka część banków dąży do stworzenia trwałych relacji ze swoimi klientami. Z jednej strony wynika to stąd, że instytucje te nie są świadome konieczności prowadzenia takich działań i, co za tym idzie, nie mają kultury organizacyjnej nakierowanej na tego typu aktywność. Z drugiej natomiast strony banki szczególnie często akcentują brak odpowiednich środków finansowych, co niejako tłumaczy znikome wykorzystanie narzędzi informatycznych służących do realizacji tego zadania. Sytuacja ta zmusza do zastanowienia się nad kierunkami dalszego rozwoju zarządzania relacjami z klientami przez banki spółdzielcze.

Wydaje się, że strona finansowa całego projektu, mimo że ważna, nie musi być największą barierą w wprowadzaniu systemu CRM. Można ją bowiem pokonać dzięki zastosowaniu podejścia etapowego, polegającego na wdrażaniu kolejnych modułów w miarę potrzeb i możliwości. Ewentualne błędy popełniane w czasie wprowadzania danego modułu będą mogły być na bieżąco korygowane, a bank będzie mógł doskonalić wykonywane czynności. Dużo trudniejsza do pokonania jest zapewne bariera organizacyjna. Wprowadzenie systemu CRM wymaga zmiany sposobu i filozofii funkcjonowania banku spółdzielczego.

go. Niejednokrotnie oznacza to konieczność zmiany istniejących procedur, sposobu myślenia pracowników (zarówno mających bezpośredni kontakt z klientami, jak i z wyższych szczebli) oraz struktury organizacyjnej firmy. Bez zrozumienia tego wprowadzenie CRM nie zakończy się sukcesem.

Wdrożenie systemu CRM to szczególne wyzwanie dla zarządzających bankami spółdzielczymi. Ewentualne błędy, pojawiające się w związku z zastosowaniem innych niż CRM narzędzi usprawniających zarządzanie bankiem są z początku niewidoczne dla klientów. Niepowodzenie wprowadzania systemu CRM może mieć natomiast natychmiastowy negatywny wpływ na jakość obsługi klientów. Coraz bardziej wymagający i świadomi klienci niełatwo zapominają zaś o ewentualnych potknięciach. Dlatego banki spółdzielcze, dążąc do tego, aby system CRM stał się narzędziem budowania zyskowych i trwałych relacji z klientami, muszą dokładnie przemyśleć i zaplanować ewentualny proces jego wdrożenia⁵.

Decydując się na realizację tego zadania, zarządzający bankami powinni pamiętać, że zachowanie pewnej kolejności działań przed wdrożeniem CRM może zwiększyć szanse powodzenia całego projektu. Działania te powinny obejmować (Chlebicki 2003, s. 62):

- 1) analizę obecnej sytuacji firmy (organizacja, procesy, systemy motywacyjne, kultura organizacyjna itp.),
- 2) przygotowanie koncepcji wprowadzenia systemu CRM w banku spółdzielczym, w tym określenie najważniejszych kroków oraz wskaźników mierzących postęp prac (analiza opłacalności planowanych zmian),
- 3) przekonanie do idei CRM kadry zarządzającej w celu uzyskania środków na realizację zaplanowanych działań (szczególnie istotne jest, aby pokazać, że zmiana koncepcji działania banku zaowocuje wzrostem dochodów lub zysków banku),
- 4) zmianę kultury sprzedaży w banku – zgodnie z nową ideą pracownicy obsługujący klientów muszą mieć świadomość swojego wpływu na decyzje klientów o zakupie oraz na ich zadowolenie z usług,
- 5) poinformowanie wszystkich pracowników banku o zmianach – uświadomienie celów zmian oraz zwiększenie identyfikacji z nowymi zasadami i sposobem funkcjonowania na rynku,
- 6) identyfikację informacji potrzebnych do realizacji projektu i zasilających w przyszłości system CRM – tworząc bazę informacji koniecznych do przewidywania zachowań klientów, jak również bieżące gromadzenie i weryfikacja tych informacji do analiz.

Realizacja powyższych działań spowoduje, że bank spółdzielczy stanie się rzeczywiście gotowy do wprowadzenia systemu CRM, co usprawni współpracę z firmą wdrażającą i przebieg tego procesu.

Zakończenie

Wprowadzenie CRM jest procesem zmieniającym różne aspekty działalności banków: technologię, organizację, procedury oraz ich strategię. Celem tego procesu jest osiągnięcie jak największych korzyści ze zwiększenia zadowolenia klientów (Mazurek 2001, s. 82). Badania prowadzone przez Insight Technology Group⁶ dowodzą, że tylko w dziedzinie sprzedaży CRM przynosi m.in. obniżenie kosztów sprzedaży o 35%, skrócenie cyklu sprzedaży o 25%, zwiększenie marży na transakcjach o 2 – 3% i znaczne podwyższenie wskaźnika lojalności klientów. Nie należy więc dyskutować, czy wprowadzić tę filozofię działania firmy w życie, lecz kiedy i jak to zrobić.

Omawiając rynek, na którym działają banki spółdzielcze, bardzo często podkreśla się, że wysoki koszt inwestycji informatycznych jest poważnym obciążeniem dla banków. Często uniemożliwia samodzielne duże inwestycje w nowe technologie lub powoduje znaczne opóźnienia w tym zakresie. Stojąc przed wyzwaniami, jakie niesie szybko zmieniający się rynek, banki spółdzielcze już od dłuższego czasu muszą inwestować w technologie informatyczne. Wydaje się, że na problem ten można spojrzeć z dwóch punktów widzenia. Z jednej strony wprowadzenie nowych rozwiązań jest poważnym wydatkiem dla banków, co może być trudne do udźwignięcia. Z drugiej jednak strony w okresie, kiedy wiele banków stoi przed koniecznością obniżania kosztów w celu przetrwania na rynku, taka inwestycja – paradoksalnie – może okazać się niezwykle pożyteczna.

Problem braku środków finansowych na inwestycje w system CRM można rozwiązać, m.in. korzystając z dotacji unijnych. Banki spółdzielcze, będące w większości średnimi przedsiębiorstwami, mogą ubiegać się o dotacje oferowane w ramach programów kierowanych do małych i średnich przedsiębiorstw. Przykładem programu związanego z refinansowaniem nakładów inwestycyjnych w bankach spółdzielczych jest Sektorowy Program Operacyjny – Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO-WKP). Priorytetem w tym programie jest bezpośrednie wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw w celu zwiększenia ich konkurencyjności poprzez inwestycje, które unowocześnią ich ofertę produktową i technologiczną (Jankowska, Woźniewska 2004, s. 89–90)⁷. W ramach tego projektu bank spółdzielczy może m.in. kupić sprzęt informatyczny czy wprowadzić scentralizowany system informatyczny.

Duże znaczenie ma również łączenie banków, przeprowadzone niekoniecznie na poziomie kapitałowym. Może ona polegać na zawarciu umowy o współ-

⁵ Szerzej na temat procesu wprowadzenia systemu CRM przez banki zob.: Frąckiewicz, Rudawska (2005).

⁶ <http://www.act-crm.bestseller.pl>

⁷ Szerzej na temat samego programu zob.: <http://www.marr.com.pl/kontrakty.html>

nej realizacji projektów informatycznych (Maciejewski 2004b). Banki spółdzielcze mogą podejmować wspólne inwestycje w systemy informatyczne w ramach istniejących zrzeszeń. Mogą to robić samodzielnie lub na zasadach outsourcingu, tj. skorzystać z usług zewnętrznej firmy, dostarczającej zarówno pracowników, jak i sprzęt komputerowy oraz oprogramowanie, zarządzającej wszystkimi usługami informatycznymi. To drugie rozwiązanie może okazać się bardziej efektywne. Z jednej strony umożliwi bowiem dostęp do najnowocześniejszych technologii.

Z drugiej natomiast strony, jeżeli sprzedawca zastosuje odpowiednią technologię, może znacznie obniżyć koszty takich inwestycji, jednocześnie zachowując niezależność kształtowania wizerunku pojedynczego banku⁸. W rezultacie zwiększają się możliwości skutecznej i bezpośredniej konkurencji z innymi instytucjami finansowymi.

⁸ Koncepcja świadczenia usług informatycznych na zasadzie outsourcingu budzi liczne obawy banków, głównie jeśli chodzi o bezpieczeństwo danych. Sposoby przełamania tej bariery omawia Zieliński (2004).

Bibliografia

- Chlebicki W. (2003), *W drodze do CRM*, „Bank”, nr 10, s. 61–67.
- Dec Ł. (2001), *Systemy CRM, czyli śrubka jest maszyną*, „Internet Standard”, września, www.internetstandard.pl
- Frąckiewicz E., Karwowski M., Karwowski J., Rudawska E. (2004), *Zarządzanie marketingowe*, PWE, Warszawa.
- Frąckiewicz E., Rudawska E. (2004), *Metodyka doboru systemu CRM w przedsiębiorstwach usługowych*, raport z projektu badawczego finansowanego przez KBN, nr 2 HO2D 027 23, Szczecin.
- Frąckiewicz E., Rudawska E. (2005), *CRM jako narzędzie zarządzania relacjami z klientem na rynku usług*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Garbarski L. (1998), *Zachowania nabywców*, PWE, Warszawa.
- Gospodarowicz A. (red.) (2005), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w bankach spółdzielczych*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Harasim J. (2005), *Dylematy strategiczne informatyzacji banków spółdzielczych*, w: A. Gospodarowicz (red.), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w bankach spółdzielczych*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Janc A., Kotliński G. (2004), *Bank i jego nowoczesna oferta – percepcja ze strony MSP w świetle badań*, w: A. Gospodarowicz (red.), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w instytucjach finansowych*, „Prace naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Jankowska R., Woźniewska G. (2004), *Wykorzystanie technologii informatycznej w polskich bankach spółdzielczych w kontekście rozwiązań Unii Europejskiej*, w: A. Gospodarowicz (red.), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w instytucjach finansowych*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068 Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Kotliński G. (2005), *Systemowe i operacyjne uwarunkowania rozwoju zastosowań technologii teleinformatycznych w działalności banków spółdzielczych*, w: A. Gospodarowicz (red.), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w bankach spółdzielczych*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.
- Kulawik J. (2002), *Wyzwania przed polską bankowością spółdzielczą*, „Bank i Kredyt”, nr 10, s. 17–26.
- Maciejewski K. (2004a), *Pościg za komercyjnymi*, „Gazeta Bankowa”, nr 45, s. 28.
- Maciejewski K. (2004b), *Ominąć barierę kosztów*, „Gazeta Bankowa”, nr 5, s. 15.
- Mazurek D. (2001), *Klientocentryzm stosowany*, „Businessman Magazine”, nr 4, s. 81–82.
- Młeczko U. (2001), *Fuzje banków spółdzielczych a nowe rozwiązania informatyczne*, „Bank”, nr 9, s. 67.
- Obłój K., Zdziarski M. (2004), *Wyzwania stojące przed prezesami firm w 2005 roku*, „Harvard Business Review Polska”, listopad, s. 18.
- Pietraszkiewicz K. (2001), *Koegzystencja z elementami współpracy i konkurencji*, „Bank”, nr 5, s. 62.
- Ryznar Z. (2002), *Inteligentne systemy analityczne*, „Bank”, nr 4, s. 40–41.
- Stanusch M. (2003), *Klient nie tylko na dziś*, <http://www.crm-abc.pl>
- Wrzosek A., Domarecki P. (2002), *Lojalność klientów*, „Profit”, nr 10, s. 26–28.
- Zieliński T. (2005), *Uwarunkowania informatyzacji bankowości spółdzielczej na tle bankowej i parabankowej konkurencji*, w: A. Gospodarowicz (red.), *Zastosowania rozwiązań informatycznych w bankach spółdzielczych*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu”, nr 1068, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław.

Michael M. Weinstein (red.), *Globalization. What's New?*

Review of the book edited by Michael M. Weinstein, *Globalization. What's New?*

Columbia University Press, New York, 2005

rec. Elżbieta Czarny*

Książka *Globalization. What's New?* zachęca do lektury już tytułem. Problem globalizacji ma bowiem fundamentalne znaczenie w obliczu otwierających się gospodarek, postępującej integracji regionalnej, zagrożenia terroryzmem i głośnych protestów antyglobalistów. Także nazwiska autorów, będących wykładowcami na głównych amerykańskich uczelniach lub pracownikami organizacji międzynarodowych i renomowanych instytutów badawczych, oraz dobór tematów gwarantują pasjonującą lekturę.

Książkę otwiera obszerne wprowadzenie (nazwane rozdziałem 1.) autorstwa redaktora całości M.M. Weinsteina. Jest ono wspaniałym streszczeniem pozostałych rozdziałów. Jeśli ktoś interesuje się globalizacją i cierpi na brak czasu, powinien poświęcić uwagę przynajmniej temu fragmentowi, gdyż Weinstein nie pomija chyba żadnego istotnego wątku poruszanego w tej książce. To jednak nie znaczy, że resztę można sobie darować. Moim zdaniem, warto przeczytać wszystko, choć nie wszyscy autorzy głoszą powszechnie akceptowane poglądy.

Najlepsze są, moim zdaniem, pierwsze trzy rozdziały (numerowane jako 2–4). Zawierają one analizy podstawowych przejawów globalizacji: handlu międzynarodowego (rozdział 2.), międzynarodowego przepływu kapitału (rozdział 3.) oraz migracji (rozdział 4.).

W rozdziale 2. D.A. Irwin interesująco pisze o nowych formach handlu, w tym zwłaszcza o handlu spowodowanym umiędzynarodowieniem produkcji. Pokazuje, jak obrót uszlachetniający i wymiana półproduktów przyczyniają się do zwiększenia wolumenu światowej wymiany towarowej. Dowodzi, że niektóre strumienie wymiany są liczone wielokrotnie. Na przykład najpierw importuje się surowiec, potem się go przetwarza i wysyła za granicę do dalszej obróbki, a następnie przywozi się go z powrotem, by stał się częścią wyrobu gotowego będącego przedmiotem eksportu. Za każdym razem w statystykach handlu zagranicznego pojawiają się odpowiednie zapisy... Irwin zwraca też uwagę na stopniowy zanik niehandlowego charakteru usług. Twierdzi, że – po pierwsze – niektóre usługi niehandlowe (czyli takie, które nie są przedmiotem wymiany międzynarodowej) np. dzięki Internetowi coraz częściej stają się przedmiotem obrotu międzynarodowego (np. programowanie komputerowe). Po drugie nawet usługi, które formalnie pozostają niehandlowe, są coraz bardziej narażone na konkurencję z zagranicy. Za pośrednictwem zagranicznych inwestycji bezpośrednich obcy usługodawcy przenikają bowiem na krajowe rynki. Jediną wadą tego tekstu jest pominięcie ważnej i zyskującej obecnie na znaczeniu kwestii handlu wewnątrz firm wielonarodowych.

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Kolegium Gospodarki Światowej.

W rozdziale 3. Ch.W. Calomiris odpowiada na wiele pytań dotyczących międzynarodowego przepływu kapitału, kryzysów finansowych i polityki gospodarczej. Chodzi przede wszystkim o zachodzącą obecnie zmianę zakresu i struktury międzynarodowego przepływu kapitału oraz o możliwe skutki takiego stanu, czyli koszty i korzyści związane z globalizacją rynku kapitałowego. Autor omawia ponadto instrumenty polityki gospodarczej stosowanej w warunkach kryzysów finansowych. Pokazuje, jak ich zastosowanie może łagodzić albo zaostrzać kryzysy. Polskiego Czytelnika powinny szczególnie zainteresować rozważania na temat ryzyka związanego z zewnętrznym (a nie wewnętrznym) finansowaniem rozwoju gospodarczego. Przy tej okazji Calomiris przedstawia argumentację, jakiej można użyć wobec polityków nawołujących do deprecjacji waluty w celu poprawy konkurencyjności eksportu. Zwraca uwagę, że w przypadku krajów mających duże zadłużenie zagraniczne (a długi w walutach obcych zaciągają nie tylko rządy, lecz także przedsiębiorstwa i osoby prywatne) deprecjacja może skutkować kryzysem. Jej konsekwencją bywa bowiem nagłe zatrzymanie dopływu kapitału (ang. *sudden stop*), co było widoczne podczas wielu kryzysów finansowych (na podstawie przytaczanych przez Calomirisa danych statystycznych najwyraźniej widać je w przypadku kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej w II połowie lat 90. XX w.). Oczywiście, autor pisze też o korzyściach związanych z przepływem kapitału. Wywody ilustruje przykładami z praktyki gospodarczej. A już zupełnie fascynujące są porównania obecnej fali globalizacji z tą, która zakończyła się w 1914 r.

W rozdziale 4. G.J. Borjas pisze o imigracji, którą traktuje jako zbliżony do handlu aspekt globalizacji. Handel towarami zastępuje przecież przepływy czynników produkcji (najwyraźniej pokazują to w swojej teorii E. Heckscher i B. Ohlin), podczas gdy imigracja po prostu jest przepływem czynnika. Obie wymienione formy międzynarodowej współpracy gospodarczej wpływają na strukturę produkcji i podział dochodów poprzez zwiększenie krajowego zasobu lub brakującej siły roboczej (w przypadku handlu – za pośrednictwem zwiększenia ilości towarów wyprodukowanych dzięki jej intensywnemu wykorzystywaniu). Dlatego wielu ekonomistów traktuje imigrację i handel jako alternatywne formy globalizacji gospodarki. W tym kontekście autor stawia podstawowe pytanie: skoro powszechnie akceptuje się handel jako sposób zwiększania dobrobytu, to dlaczego tak samo nie traktuje się imigracji. Odpowiedź pozwala mu przedstawić różnice między handlem i imigracją, które wykraczają poza kwestie ekonomiczne. Autor szczegółowo omawia również zmiany struktury imigracji do USA i rosnący napływ robotników niewykwalifikowanych. Analizuje konsekwencje takiego stanu dla podziału

dochodu między pracowników o niskich i wysokich kwalifikacjach. Przedstawiona przy tej okazji analiza konkurencji między rodzimymi i zagranicznymi pracownikami niewykwalifikowanymi może polskiemu Czytelnikowi uświadomić, dlaczego niektóre kraje Unii Europejskiej z taką niechęcią odnoszą się do otwierania granic przed przybyszami z Polski.

Szkoda, że prawie cały rozdział poświęcony jest amerykańskiej wizji imigracji, chociaż dobrą stroną takiego podejścia jest dogłębne zbadanie problemu. Gdyby tekst uwzględniał imigrację widzianą oczami Europejczyków, a także mieszkańców krajów słabo rozwiniętych, z których najczęściej pochodzą imigranci, musiałby być znacznie obszerniejszy. Ten interesujący rozdział ma jeszcze jedną wadę. Moim zdaniem, Borjas pomija ważny i nowy aspekt globalizacji związany z imigracją, a mianowicie problem terroryzmu. Przecież zarówno dokonane ataki terrorystyczne (zwłaszcza w krajach uprzemysłowionych), jak i groźba kolejnych mają wymierne skutki ekonomiczne. Są dodatkowym, niezrównoważonym kosztem globalizacji, a w dużej mierze także kosztem imigracji. Składają się nań zarówno bezpośrednie szkody spowodowane atakami, jak i koszt pośredni związany m.in. ze wzrostem ryzyka oraz rezygnacją z produkcji i (lub) konsumpcji niektórych dóbr i usług. Zarzut braku reakcji na wydarzenia z 11 września 2001 r. (i późniejsze) można zresztą postawić także innym autorom.

Pozostałe rozdziały poświęcone są wybranym skutkom globalizacji: ubóstwu i nierównościami (rozdział 5.), wpływowi globalizacji na środowisko naturalne (rozdział 6.), pomocy udzielanej krajom biednym przez bogate (rozdział 7.), możliwości globalnej koordynacji gospodarki (rozdział 8.) oraz wpływowi globalizacji na wzrost gospodarczy (rozdział 9.). Ostatni, 10. rozdział zawiera krytykę obecnej fali globalizacji gospodarczej oraz firmujących ją instytucji i krajów.

Rozdział 5. D. Dollar zaczyna od zestawienia wypowiedzi wybranych intelektualistów oraz szefów państw słabiej rozwiniętych na temat globalizacji. Na ich podstawie stwierdza, że ci pierwsi – w trosce o dobro najuboższych – znacznie krytyczniej oceniają globalizację. Następnie pisze o rozmiarach ubóstwa i nierówności na świecie. Dowodzi, że stopy wzrostu *per capita* (ważone liczbą ludności) w krajach biednych przewyższają w latach 1980–1997 stopy wzrostu krajów bogatych (w latach 1960–1980 i wcześniej było odwrotnie). Dollar pokazuje, że ostatnio zmniejszyła się ogólna liczba osób żyjących w ubóstwie. Afryka, co prawda, nadal ubożeje, jednak wielkości ogólnoswiatowe pozostają przede wszystkim pod wpływem bogacących się i gęsto zaludnionych Chin oraz Indii. W tym fragmencie książki Indie, Wietnam i Uganda są przykładami krajów, w których

handel z zagranicą przyczynia się do wzrostu gospodarczego. Na zakończenie autor formułuje zalecenia pod adresem krajów uprzemysłowionych i rozwijających się oraz organizacji pozarządowych, mające przyczynić się do zwiększenia skuteczności walki z ubóstwem. Zachęca np. kraje rozwijające się do usuwania barier we wzajemnym handlu, który nadal jest hamowany przez instrumenty protekcji.

Tekst Dollara jest optymistyczny, jednak moim zdaniem ten optymizm nie jest do końca uzasadniony. Autor podkreśla, że obecnie – po raz pierwszy od 200 lat – zmniejsza się rozpiętość dochodów między najbogatszymi i najbiedniejszymi mieszkańcami świata. Przyznaje jednak, że nie ma dużych nadziei na utrzymanie się tej tendencji w następnych dziesięcioleciach. Z kolei pisząc o nierównościach i ubóstwie, Dollar nie uwzględnia wielkości majątku nagromadzonego w poszczególnych krajach, poziomu edukacji oraz zabezpieczenia socjalnego. Dość wąsko rozumie więc nierówności. Uważam, że uwzględnienie tych aspektów zmieniloby na gorsze przedstawiony przez Dollara obraz świata, lecz uczyniloby go bardziej prawdziwym.

W rozdziale 6. J.A. Frankel pisze o wpływie globalizacji na środowisko naturalne. Analizę rozpoczyna od zacytowania stwierdzenia, że globalizacja jest korzystna dla gospodarki, gdyż przyczynia się do wzrostu PKB. Dodaje jednak, że pozaekonomiczne skutki takiego wzrostu nie muszą być pozytywne. Wzrost PKB wiąże się wszak ze zwiększaniem produkcji, która zanieczyszcza środowisko naturalne. Frankel wskazuje na sprzeczność celów: wzrost gospodarczy i zmniejszenie zanieczyszczenia środowiska. W tym kontekście zastanawia się, czy wzrost produkcji w warunkach globalizacji jest bardziej przyjazny czy bardziej wrogi środowisku niż w gospodarce zamkniętej. Wskazuje na trzy kanały, za których pośrednictwem globalizacja sprzyja środowisku. Chodzi, po pierwsze, o umożliwienie konsumentom wyboru między towarami i technikami produkcji, które są przyjazne lub wrogie dla środowiska. Po drugie, istotne są międzynarodowe uzgodnienia dotyczące zasad ochrony środowiska. Po trzecie, podmioty aktywne w skali międzynarodowej podejmują działania sprzyjające zmniejszeniu krańcowego poziomu zanieczyszczeń (np. rozpowszechnianie technik przyjaznych środowisku). Autor polemizuje z hipotezą o „zwyścieniu za wszelką cenę” (ang. *race to the bottom*) i poświęcaniu standardów środowiskowych dla możliwości udziału w handlu z zagranicą. Przewrotnie dowodzi, że handel Północ – Południe może przyczyniać się do większego wzrostu zanieczyszczenia środowiska w krajach uprzemysłowionych niż w krajach słabiej rozwiniętych. Te pierwsze specjalizują się bowiem w produkcji dóbr kapitałochłonnych (przemysł przetwórczy!), bardziej obciążającej środowisko niż

produkcja pracochłonna podejmowana w krajach rozwijających się.

Rozdział 7. jest o tym, że droga do piekła wybrukowana jest dobrymi chęciami. W. Easterly pisze o nieefektywności pomocy udzielanej krajom biednym przez bogate. Argumentację ilustruje licznymi przykładami. Podaje na przykład zupełnie wstrząsające dane o tym, że Bank Światowy wydaje 3 500 dolarów na podniesienie dochodu jednej osoby do poziomu 365 USD, uznawanego przez Bank za granicę ubóstwa. I zastanawia się, ile można kupić na wolnym rynku za 3 500 dolarów... Winą za nieskuteczność i olbrzymie koszty działalności pomocowej obciąża biurokratyczne procedury przyznawania pomocy przez instytucje w krajach dawcach oraz jej podziału (i ubiegania się o nią) w krajach biorcach. Podkreśla, że współpraca organizacji pomocowych (zamiast ich konkurencji) doprowadziła do powstania kartelu, który dąży do utrzymania swojej pozycji i – jak każdy kartel – produkuje mniej i drożej, niż robiłyby to firmy wolnokonkurencyjne. Pokazuje, jak rosną wydatki na obsługę pomocy dla krajów słabo rozwiniętych w instytucjach krajów uprzemysłowionych wówczas, gdy nikt ich nie kontroluje. Wyśmiewa nowomowę stosowaną przez biurokratów z agencji pomocowych. Polskim Czytelnikom lektura tego rozdziału może przypomnieć o przypadkach wnioskowania o pomoc z UE.

W rozdziale 8. D. Rodrik opowiada się za koordynacją gospodarki w skali globalnej (*global governance*) i pokazuje, dlaczego nie jest ona możliwa. Omawia sprzeczności między postępującą międzynarodową integracją gospodarczą, silnym państwem narodowym i demokracją (jest to jeden z wielu opisanych w tej książce tzw. niemożliwych trójkątów). Proponuje zastąpienie różnych, nieskutecznych form pomocy kilkuletnimi wizami przyznawanymi przez kraje uprzemysłowione pracownikom z krajów najslabiej rozwiniętych. Zdaje sobie, oczywiście, sprawę z nierealności takiej propozycji nie tylko z powodów ekonomicznych, lecz także politycznych (w tym kontekście, jako jeden z nielicznych Autorów tej książki, wspomina się o groźbie terroryzmu).

W rozdziale 9. J.D. Sachs pisze o odmiennych ścieżkach wzrostu różnych krajów w czasie obecnej fali globalizacji. Przeciwstawia 18 krajów najbogatszych (jądro) 111 krajom ubogim (peryferia). Dowodzi, że te pierwsze rozwijają się samoistnie (ich wzrost jest endogeniczny), natomiast wzrost tych drugich zależy w długim okresie od związków z krajami najbogatszymi. Związki te zależą od instytucjonalnych cech krajów peryferyjnych, lecz również od ich położenia i wyposażenia w zasoby. Pokazuje, że grupa najbogatszych powiększyła się w latach 1980–2000 o 6 państw.

Książkę zamykają rozważania J.E. Stiglitz'a o nadmiernym propagowaniu zalet globalizacji w porówna-

niu z jej rzeczywistymi dokonaniem (rozdział 10.). Jest to kolejna krytyka globalizacji autorstwa Stiglitz. Ponownie krytykuje on politykę Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) i Stanów Zjednoczonych. Uważa, że MFW nie powinien narzucać sposobów postępowania, lecz jedynie wskazywać konsekwencje (w tym ryzyka) zastosowania alternatywnych rozwiązań oraz badać, które grupy odniosą korzyści, a które stracą wskutek podjęcia różnych działań. Pisze o arogancji Stanów Zjednoczonych walczących o własne interesy. Jako przykłady podaje postępowanie przedstawiciela USA w międzynarodowych negocjacjach na temat patentowej ochrony leków oraz wymuszenie sprzyjających USA regulacji dotyczących handlu usługami. Podkreśla, że kraje będące obecnie dyżurnymi przykładami sukcesu gospodarczego (np. Chiny) tylko wybiórczo realizowały politykę zalecaną przez kraje uprzemysłowione. Uważa, że zbyt dużo uwagi poświęca się ekonomicznym aspektom globalizacji, pomijając jej wpływ np. na kulturę. Tymczasem korzyści z globalizacji upatruje właśnie w sferach pozaekonomicznych, dotyczących przede wszystkim umiędzynarodowienia idei demokracji i jawności oraz praw kobiet. Proponuje zmiany zarówno organizacji głównych instytucji uczestniczących w globalizacji, jak i strategii ich działania (po-

nownie jako przykład podaje MFW, którego strukturę organizacyjną i sposób działania doskonale zna).

Poszczególne rozdziały książki *Globalization. What's New?* tylko pozornie stanowią osobne analizy różnych aspektów globalizacji. Wiele wątków się bowiem powtarza. Prawie wszyscy autorzy podkreślają na przykład znaczenie postępu technicznego dla umiędzynaradawiania gospodarek, zwłaszcza w transporcie i telekomunikacji. Wielu pisze o wpływie krajowej polityki gospodarczej na możliwości korzystania ze zdobyczy globalizacji. O roli handlu wspomina się nie tylko w rozdziale 2. (podobnie jest zresztą z migracją i przepływem kapitału). Autorzy często porównują obecną falę globalizacji z tą, która zakończyła się w 1914 r.

Wielkimi zaletami tej książki są zróżnicowanie poglądów autorów i rozbudowana argumentacja towarzysząca – przeciwstawnym niekiedy – poglądom (zob. np. wypowiedzi Stiglitz o nierównościach dochodowych na s. 240–241 oraz wypowiedzi Dollara w rozdziale 5 na ten sam temat). Wadą książki jest dominujący w niej amerykański sposób widzenia świata. W konsekwencji w rozważaniach o nowych nurtach globalizacji nie ma ani słowa o integrującej się Europie (a więc i o dokonanych w ostatnich latach rozszerzeniu Unii Europejskiej na wschód).

Tomasz Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawnopodatkowe*

Review of the book by Tomasz Nieborak, *Financial Derivatives – Legal and Tax Aspects*

Difin, Warszawa 2005

*rec. Piotr Stanisławiszyn**

W 2005 r. nakładem Wydawnictwa „Difin” ukazała się książka Tomasza Nieboraka pt. *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawnopodatkowe*. Autor podjął się niełatwego zadania, bowiem w literaturze dotyczącej polskiego prawa finansowego tematyka tego opracowania nie doczekała się dotychczas obszernego omówienia w formie zwartej pozycji, mimo zawilej, skomplikowanej i skromnej materii ustawowej.

Książka składa się z sześciu rozdziałów, których układ pozwala na łatwe i szybkie zapoznanie z prezentowaną problematyką.

Pierwsze dwa rozdziały mają charakter wprowadzający i niewątpliwie są cennym elementem całości, albowiem pozwalają czytelnikom zapoznać się z zagadnieniem instrumentów pochodnych oraz nomenklaturą. Autor prawidłowo rozpoczął prezentację materii od przybliżenia wielu podstawowych zagadnień związanych z istnieniem i funkcjonowaniem w polskim systemie prawnym pochodnych instrumentów finansowych. Tematyce tej poświęcony jest w szczególności pierwszy rozdział książki. Autor trafnie postrzega i prezentuje otoczenie, w którym funkcjonują rynki finansowe i obecne na nich pochodne instrumenty finansowe. Jednocześnie w pierwszych dwóch rozdziałach Autor rozważa, jak bardzo i czy w ogóle konieczna jest reglamentacja pochodnych instrumen-

tów finansowych, np. poprzez ingerencję organów nadzoru w funkcjonowanie rynku derywatów, a jeżeli tak, to jaki model regulacji byłby optymalny dla bezpieczeństwa uczestników i całego rynku.

Drugi rozdział książki został poświęcony ewolucji pochodnych instrumentów finansowych oraz ich związkom z zarządzaniem ryzykiem. W tej części książki uwagę czytelnika powinien zwrócić umiejętnie prowadzony przez Autora wywód na temat roli ryzyka nieodłącznie towarzyszącego operacjom, których przedmiotem są derywaty. Prezentacja w tym zakresie jest poparta schematami i rysunkami, co niewątpliwie wpływa na lepszy odbiór książki. Ponadto w tym rozdziale warto zwrócić uwagę na udaną próbę zdefiniowania podstawowych pojęć związanych z finansowymi instrumentami pochodnymi, a więc ryzyka oraz jego systematyki na podstawie różnych kryteriów spotykanych w teorii i praktyce.

W trzecim rozdziale przeprowadzono szczegółową analizę instrumentów finansowych oraz podzieliło je na coraz węższe podkategorie, w tym pochodne instrumenty finansowe. Autor jednocześnie prezentuje ich funkcje, dokonuje charakterystyki oraz wskazuje potencjalne sposoby ich wykorzystania w praktyce, co dla lepszego zrozumienia opatrzył przykładami. Umiejętnie wykazał przy tym różnice między poszczególnymi pojęciami, takimi jak derywaty, kontrakty i transakcje terminowe. Koniecznym i trafnym

* Uniwersytet Opolski, Międzywydziałowy Instytut Prawa i Administracji.

dopełnieniem tych zagadnień była prezentacja warunków funkcjonowania derywatów na rynkach finansowych, w tym na giełdzie i w obrocie pozagiełdowym. Analizując regulacje prawne w odniesieniu do derywatów, autor wskazał na brak spójności oraz daleko idące różnice (nawet między definicjami) w wielu aktach prawnych, dotyczących pochodnych instrumentów finansowych. Potwierdza to tezę Autora, że polski ustawodawca nie ma jednej wspólnej, trwałej koncepcji statusu (papier wartościowy czy prawo majątkowe) i funkcjonowania pochodnych instrumentów finansowych. Przeprowadzoną analizę Autor kończy interesującą konstatacją (s. 159). Zaproponował w niej własną, autonomiczną definicję pochodnego instrumentu finansowego, postulując wprowadzenie jej jako jednej i uniwersalnej na potrzeby polskiego systemu prawa, tak jak to uczynił ustawodawca niemiecki. Cennym dopełnieniem tego rozdziału jest zaprezentowanie poszczególnych rodzajów pochodnych instrumentów finansowych, począwszy od umowy opcji (opcje, warranty, caps, floors), poprzez kontrakty terminowe (forward, future), a na umowach wymiany (swap) kończąc.

W czwartym rozdziale książki Autor omawia zagadnienia opodatkowania instrumentów pochodnych (a więc zagadnienia, na które wskazał w tytule książki). Sformułował w nim słuszną tezę o niewystarczającej legislacji podatkowej. Wykazał niekonsekwencję i niespójność poszczególnych regulacji podatkowych z innymi ustawami dotyczącymi derywatów. Tezę tę konsekwentnie popiera przykładami, co nadaje legislacji w zakresie derywatów charakter „autonomicznego bytu podatkowego” (s. 207). Pod tym kątem w dalszej części tego rozdziału Autor analizuje regulacje podatkowe zarówno w zakresie podatków dochodowych (PDOF, PDOP), jak i podatku VAT. Podkreśla, że w przypadku prawa podatkowego brak jednoznacznego statusu poszczególnych derywatów i – co może bardziej istotne – ich definicji oraz rozbieżność w tym zakresie w obowiązujących przepisach prawnych komplikują i tak niejasne regulacje. Autor szczególnie dokładnie wykazał owe nieścisłości i braki, a także podał przykłady problemów wynikających z braku spójnego i jednolitego ujęcia derywatów w polskim prawie podatkowym oraz często odmiennego pojmowania tych samych instytucji przez inne gałęzie i dziedziny prawa. Nie poprzestał jednak na ich opisaniu, ale zawarł trafne wskazówki i sformułował odpowiedzi na pojawiające się wątpliwości interpretacyjne (s. 236).

Piąty rozdział recenzowanej pozycji odnosi się do zagadnień związanych z regulacją rynku, gdzie dochodzi do transakcji i rozliczenia operacji, których przedmiotem są derywaty. Autor próbuje odpowiedzieć na pytanie, czy tego rodzaju transakcje można skutecznie nadzorować z punktu widzenia towa-

rzyszącego im ryzyka, a jeżeli tak, to w jaki sposób i za pomocą jakich środków. Po analizie kategorii ryzyka koncentruje się na ryzyku prawnym (które do tej pory nie doczekało się w polskiej literaturze prawniczej szerszego omówienia) jako głównym zagadnieniu dla tworzenia uregulowań prawnych rynków, na których funkcjonują derywaty. Dostrzegając trudności z regulacją rynku pochodnych instrumentów finansowych (transakcje w formie elektronicznej, otwarcie rynków finansowych) i znając zjawisko dialektyki regulacyjnej, arbitrażu, wskazuje, że najlepszym rozwiązaniem jest międzynarodowa współpraca wszystkich nadzorców w celu opracowania zharmonizowanych, jednolitych i wspólnych metod oraz reguł nie tyle nadzoru, ile regulacji rynku derywatów. Postulując kierowanie się „kulturą zarządzania ryzykiem” (s. 296–297) przy opracowaniu regulacji dotyczących derywatów, Autor zauważa, że pierwszorzędne znaczenie powinna mieć kontrola jakości, a nie liczby operacji.

Książkę zamyka ostatni rozdział, w całości poświęcony prawodawstwu wybranych krajów oraz Unii Europejskiej w zakresie pochodnych instrumentów finansowych. Autor omawia wybrane regulacje pod kątem wcześniej prezentowanych zagadnień, wskazując na doświadczenia poszczególnych państw w definiowaniu pochodnych instrumentów finansowych, ich status oraz regulacje rynków, na których funkcjonują. W mojej ocenie są to niezwykle cenne fragmenty, mogące stanowić wzór dla legislacji nie tylko, jeśli chodzi o charakter pochodnych instrumentów finansowych, ale także przyjęcie określonej koncepcji regulowania rynku derywatów. Tematykę rozdziału dopełnia przedstawienie ustawodawstwa wspólnotowego, odnoszącego się do pochodnych instrumentów finansowych i rynku, na którym funkcjonują, oraz zakresu i sposobu jego regulowania.

Kończąc omawianie książki T. Nieboraka warto wskazać na kilka zagadnień, których zamieszczenie bądź rozwinięcie niewątpliwie wzbogaciłoby jej merytoryczną treść.

Dyskusyjna wydaje się konstrukcja rozdziału drugiego w powiązaniu z rozdziałem pierwszym. Te dwa rozdziały tworzą bowiem logiczną, spójną całość, wzajemnie się uzupełniając. Bardziej zasadne byłoby ujęcie tych zagadnień w jednym rozdziale oraz przeniesienie części dotyczącej historii i ewolucji derywatów na początek rozdziału i poprzedzenie w ten sposób dalszych rozważań nad ich istotą oraz systematyką.

Pewne uwagi budzi także niezbyt fortunne ujęcie w tytule książki jej zakresu przedmiotowego. Tytuł książki wskazuje, że praca będzie skoncentrowana głównie na zagadnieniach podatkowych związanych z funkcjonowaniem instrumentów pochodnych w stosunkach prawnych, a nie na kompleksowym omówieniu prawnych zagadnień derywatów.

Kolejne wydanie książki mogłoby zawierać więcej zagadnień dotyczących ustawodawstwa Unii Europejskiej odnoszącego się do derywatów, także pod kątem praktycznych aspektów ich opodatkowania.

Warto podkreślić, że mimo zmiany stanu prawnego rozważania, systematyka oraz wnioski Autora pozostają jak najbardziej aktualne, zwłaszcza iż ustawodawca w znacznej mierze uwzględnił postulowane zmiany statusu i definicji pochodnych instrumentów finansowych¹. Pozostaje mieć nadzieję, że po ostatnich zmianach przepisów dotyczących papierów wartościowych i szeroko rozumianego rynku kapitałowego w Polsce Autor w kolejnym wydaniu książki dokona podobnie szerokiej, wyczerpującej analizy pochodnych instrumentów finansowych zgodnie z aktualnym stanem prawnym. Wydaje się to wręcz

¹ Daleko idące zmiany w zakresie regulacji derywatów zostały wprowadzone do polskich regulacji prawnych przez trzy ustawy z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, o obrocie instrumentami finansowymi oraz w ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych (Dz.U. z 2005 r. nr 183-184, poz. 1537-1539).

konieczne, ponieważ na rynku wciąż brakuje pozycji kompleksowo omawiającej zagadnienie derywatów z perspektywy finansowoprawnej.

Na zakończenie warto zwrócić uwagę na bibliografię nie tylko ze względu na jej obszerność (ponad 500 pozycji), ale przede wszystkim dlatego, że Autor wykorzystał bogatą literaturę anglo- i niemieckojęzyczną oraz zagraniczne i międzynarodowe akty prawne, raporty i wyniki badań, co niewątpliwie zasługuje na uznanie. Warto zaznaczyć, że nie tylko powołuje się na pozycje wskazane w bibliografii, ale także dokonuje jej dogłębnej analizy i podejmuje trafną polemikę z punktu widzenia polskich regulacji prawnych oraz istniejących uwarunkowań ekonomicznych. Taka bogata literatura obcojęzyczna oraz liczne przypisy wskazują na szeroki, niezwykle dokładny i dojrzały warsztat Autora.

Należy podkreślić, że książka T. Nieboraka *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawnopodatkowe* jest niewątpliwie istotnym wkładem w rozważania na temat kształtu, funkcji i pozycji pochodnych instrumentów finansowych w polskim systemie finansowym.