

BANK I KREDYT

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

marzec
2007

- 3 **Edward I. Altman**
Are Historically Based Default and Recovery Models in the High-Yield and Distressed Debt Markets Still Relevant in Today's Credit Environment?
Czy historyczne poziomy stóp niewypłacalności i odzysku na rynkach obligacji wysokodochodowych i należności zagrożonych są wciąż aktualne w istniejącym środowisku kredytowym?
- 11 **Michał Gradzewicz, Jan Hagemejer**
Wpływ konkurencji oraz cyklu koniunkturalnego na zachowanie się marż monopolistycznych w gospodarce polskiej
Impact of Competition and Business Cycles on the Behaviour of Monopolistic Markups in the Polish Economy
- 28 **Andrzej Rzońca**
Paradoks paradoksu zapobiegliwości
Paradox of Paradox of Thrift
- 40 **Dariusz Piotrowski**
Instrumenty pochodne na islamskim rynku finansowym
Derivative Instruments on the Islamic Financial Market
- 51 **Agnieszka Dulian**
Bariery rozwoju polecenia zapłaty w Polsce
Obstacles in Development of Direct Debit in Poland
- 62 **Joanna Pietrzak**
Zmierzch tradycyjnej szwajcarskiej bankowości prywatnej?
Are Traditional Swiss Private Bankers in Decline?
- 70 **Hanna Sochacka-Krysiak**
Joseph E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*. Wokół książki – refleksje subiektywne
About the Book by Joseph E. Stiglitz, *Economics of the Public Sector*. Subjective Reflections
- 79 **Marek Gruszczyński**
Mirostaw Wójciak, *Metody oceny ryzyka kredytowego*
Review of the book by Mirostaw Wójciak, *Methods of Credit Risk Assessment*
- Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej (educational insert in Polish only)**
Tomasz Kowalak
Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej
Cross-Border Integration of the Capital Market in the European Union

Rada Naukowa/Scientific Council

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

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

Piotr Boguszewski (zastępca redaktora naczelnego/Deputy Managing Editor), Tomasz Chmielewski, Elżbieta Czarny, Krzysztof Gajewski (sekretarz kolegium redakcyjnego/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 publikacją naukową (Dz.Urz. nr 17, poz. 51 z późn. zm.), publikacjom naukowym w „Banku i Kredycie” przyznawane są 3 punkty.

Are Historically Based Default and Recovery Models in the High-Yield and Distressed Debt Markets Still Relevant in Today's Credit Environment?

Czy historyczne poziomy stóp niewypłacalności i odzysku na rynkach obligacji wysokodochodowych i należności zagrożonych są wciąż aktualne w istniejącym środowisku kredytowym?

*Edward I. Altman**

Abstract

This paper explores the impressive growth in the high-yield, leveraged loan and distressed debt markets and comments on the unusually low current default rates and high recoveries in these markets. The main reasons for these low default rates are the unprecedented growth in liquidity from non-traditional lenders, like hedge and private equity funds, as well as, again, from traditional lenders. We speculate on whether this excess liquidity will continue to dominate the market or will we observe a regression to the long-term mean and where default and recoveries will once again be based on firm-fundamental and more traditional demand/supply risk patterns.

Keywords: defaults, liquidity, credit risk, hedge funds

JEL: G20, G21, G33

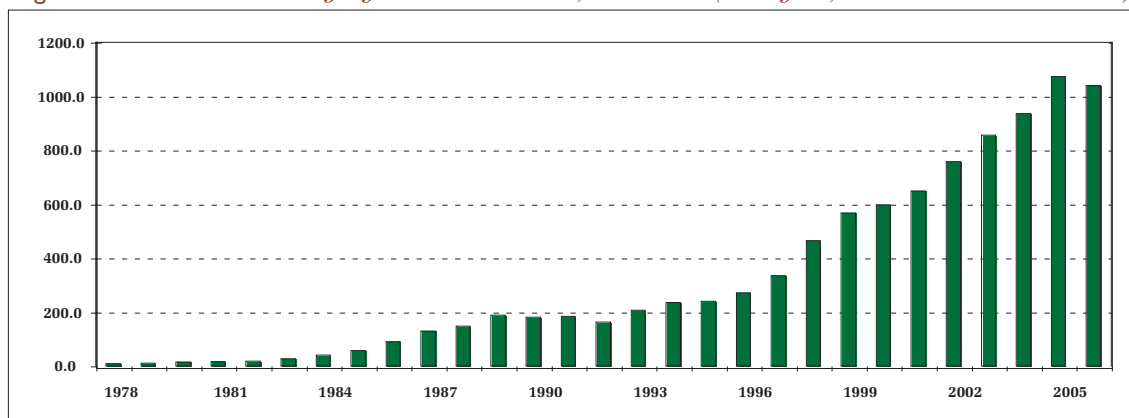
Streszczenie

Niniejszy artykuł omawia imponujący wzrost na rynkach papierów dłużnych o wysokiej dochodowości, należności o wysokiej dźwigni i zagrożonych oraz niezwykle niskie bieżące stopy niewypłacalności i wysokie stopy odzysku na tych rynkach. Główne przyczyny tak niskich stóp niewypłacalności to bezprecedensowy wzrost płynności tradycyjnych i nietradycyjnych instytucji finansowych, jak fundusze hedgingowe i fundusze *private equity*. Autor spekuluje, czy ten nadmiar płynności będzie dalej dominował na rynku, czy też nastąpi powrót do średniej długoterminowej i do sytuacji, w której stopy niewypłacalności i odzysku znów będą kształtowane przez wskaźniki fundamentalne i bardziej tradycyjne zależności determinujące ryzyko w zależności od popytu i podaży.

Słowa kluczowe: niewypłacalność, płynność, ryzyko kredytowe, fundusze hedgingowe

* Max L. Heine Professor of Finance and Director of Credit & Fixed Income Markets Research at the NYU Salomon Center, Stern School of Business; e-mail: ealtman@stern.nyu.edu

Figure 1. Size of the US high-yield bond market, 1978-2006 (mid-year, in billions of US dollars)



Source: NYU Salomon Center, Stern School of Business.

One of the most remarkable developments in finance in the past few decades has been the way in which high-yield “junk” bonds and securities of distressed companies have gained legitimate status as important alternative asset classes for many types of institutional investors. Nearly thirty years ago, the high-yield bond market consisted almost entirely of “fallen angels” – bonds that were investment grade at birth but whose ratings were cut as the issuing companies’ fortunes sagged. And it was tiny. Less than 10 billion US dollars of such bonds were outstanding in the United States in 1978. But as Figure 1 shows, the market has enjoyed spectacular growth, with about 1 trillion US dollars in high-yield bonds outstanding in the US this year. And today, the market is dominated not by fallen angels, despite GM and Ford’s inclusion in 2005, but by newly issued non-investment grade securities. (Non-investment grade bonds are those that receive ratings from Standard & Poor’s and Fitch of below BBB-, or Moody’s ratings of below Baa3.)

Companies in emerging markets and in Europe now also routinely issue these securities. The relatively favorable risk-return attributes of high-yield bonds, and of their private-debt, leveraged-loan analog, each regularly attract new annual issuance of at least 100 billion US dollars in the US and increasing amounts abroad. In addition, the US has seen a substantial rise in the size of the syndicated loan market. Syndicated lending has risen more than 60 percent in the last three years and rose to total outstandings of 1.5 trillion US dollars in 2005. The growth in this sector has been paced by more risky leveraged loans. Leveraged loans, defined as loans of 100 million US dollars or more of companies with non-investment grade bonds outstanding, or whose loans yield at least 125 basis points (1.25 percent) over an appropriate risk-free benchmark, are now estimated to be about 500 billion US dollars, or about

one-third of the total syndicated loan market in the US. These higher risk and return loans are increasingly being financed by non-bank financial institutions, such as CLO (collateralized loan obligation) hedge funds. While large banks typically arrange these highly leveraged syndicated loans, in recent years more than three-quarters of the funds have been provided by non-bank institutions.

In another sign of growth and maturity of speculative grade fixed-income debt securities as an asset class, a new breed of distressed debt investors, called “vulture” funds, has emerged as one of the fastest growing sectors of the burgeoning hedge fund and private equity field. Distressed debt is a subgroup of the high-yield bond market and is defined as securities that yield at least 10 percent (1,000 basis points) above the risk-free rate benchmark, and defaulted debt is defined as securities that trade after the issuing firm has missed an interest payment and/or has filed for bankruptcy. In the United States alone, we estimate that as of December 31, 2006, the size of the distressed and defaulted debt markets was about 627 billion US dollars in face value and about 525 billion US dollars in market value. See Table 1 and Figure 2 for recent distressed debt market size estimates and a time-series since 1990. A similar amount, or more, is also attracting investors in Asia, particularly to non-performing loans of Japanese and Chinese banks, and in Europe from German and Italian banks, among others. There are today at least 180 investment funds in the US and another 35–40 in Europe that specialize in investing in distressed securities. This compares to about 100 in the US in 2000 and about 60 in 1990, and probably just a few in Europe five years ago. And more than two dozen distressed investors are now practicing distressed/control strategies to take-over the running of the distressed firm, whether before or after Chapter 11. The impressive growth in low-grade and

Table 1. *Estimated face and market values of defaulted and distressed debt, 2004-2006*

	Face value (in billions of US dollars)			Market value (in billions of US dollars)			Market/Face ratio
	31 Dec 04	31 Dec 05	31 Dec 06	31 Dec 04	31 Dec 05	30 Dec 06	
Public Debt							
Defaulted	152.0	163.5	156.2 ^a	76.0	89.9	101.5	0.65
Distressed	36.6	49.3	17.9 ^b	23.8	34.5	13.4	0.75
Total Public	188.6	212.8	174.1	99.8	124.5	115.0	
Private Debt							
Defaulted	334.4	359.8	406.1 ^c	234.1	287.8	365.5 ^c	0.90
Distressed	80.6	108.5	46.6 ^c	68.5	97.6	44.3 ^c	0.95
Total Private	415.0	468.2	452.7	302.6	385.4	409.7	
Total Public and Private	603.6	681.1	626.8	402.4	509.9	524.7	

^a Calculated using: (2005 defaulted population) + (2006 defaults) - (2006 Emergences).

^b Based on 1.7 percent of size of high yield market (1,053.9 US dollars billion).

^c Based on a private/public ratio of 2.6.

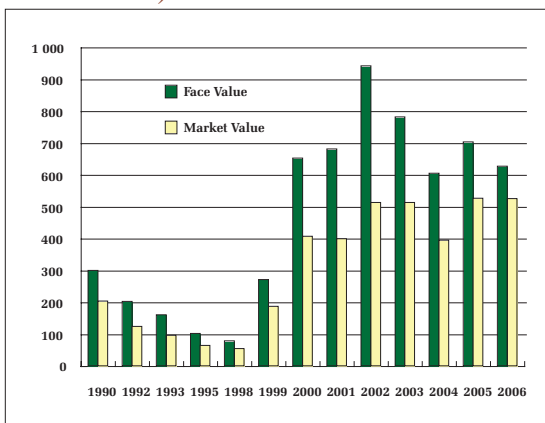
Source: Estimated by Professor Edward Altman, NYU Stern School of Business, from NYU Salomon Center Defaulted Bond and Bank Loan databases

distressed debt has spurred the development of statistics, analytics, and models that seek to explain and predict these markets' size and risk- return trade-offs. Investors are constantly focusing on the outlook of these markets in order to develop strategies and to use market forecasts to attract new capital. Over the years, I have constructed numerous models and forecasts for the assessment of market dynamics of high-yield and distressed debt. Until very recently, these models have been quite accurate (our annual reports can be seen at the website of NYU Stern's Salomon Center for the Study of Financial Institutions: <http://www.stern.nyu.edu/salomon>). Forecasts of default and recovery rates on defaulted bonds that use mortality-actuarial methods¹ and statistical regression techniques² are now well known and accepted by market participants and scholars.

¹ See Altman (1989).

² See Altman et al. (2002; 2005).

Figure 2. *Size of the defaulted and distressed debt market, 1990-2006 (in billions of US dollars)*



Source: Authors' compilations.

As is readily apparent from examining the history of high-yield bonds, however, markets are dynamic and constantly shifting. And there are times when even the most carefully constructed and tested forecasting models can be off the mark. The last few years have been one such period. Given the unique environment in the credit markets during the last several years, which has been fueled by massive liquidity and the advent of new participants like hedge funds, it is worth asking whether historically based estimates of default probabilities and recovery rates are still relevant for banks and hedge funds.

Changing forces

Traditional measures of defaults and default rates involve the comparison of the dollar amount of defaults from a particular market, such as the high-yield bond market, with the amount outstanding as of the beginning or the mid-point in a year. Table 2 shows our default rate calculation from 1971 to the third quarter of 2006, and indicates that the weighted average default rate over the 36-year period is about 4.65 percent per year.

The rate was a minuscule 0.42 percent for the first half of 2006. An alternative method, used by most rating agencies, involves the *number* of high-yield issuers rather than the dollar amount of defaults. And this rate is also currently very low.

Historically, the default rate has experienced spikes in periods when the economy was entering a recession or a slowdown. This certainly was the case in 1990-91 and again in 2001-02, but in both instances, the increase in default rates began several years before the recession. Indeed, as can be seen in Figure 3, it is clear that it is not necessary for the

Table 1. Historical default rates - straight bonds only excluding defaulted issues from par value outstanding, 1971-2006

Year	Par Value Outstanding (in millions of US dollars) ^a	Par Value Defaults (in millions of US dollars)	Default Rates (percent)	
2006	993,600	7,559	0.761	
2005	1,073,000	36,209	3.375	
2004	933,100	11,657	1.249	
2003	825,000	38,451	4.661	
2002	757,000	96,858	12.795	
2001	649,000	63,609	9.801	
2000	597,200	30,295	5.073	
1999	567,400	23,532	4.147	
1998	465,500	7,464	1.603	
1997	335,400	4,200	1.252	
1996	271,000	3,336	1.231	
1995	240,000	4,551	1.896	
1994	235,000	3,418	1.454	
1993	206,907	2,287	1.105	
1992	163,000	5,545	3.402	
1991	183,600	18,862	10.273	
1990	181,000	18,354	10.140	
1989	189,258	8,110	4.285	
1988	148,187	3,944	2.662	
1987	129,557	7,486	5.778	
1986	90,243	3,156	3.497	
1985	58,088	992	1.708	
1984	40,939	344	0.840	
1983	27,492	301	1.095	
1982	18,109	577	3.186	
1981	17,115	27	0.158	
1980	14,935	224	1.500	
1979	10,356	20	0.193	
1978	8,946	119	1.330	
1977	8,157	381	4.671	
1976	7,735	30	0.388	
1975	7,471	204	2.731	
1974	10,894	123	1.129	
1973	7,824	49	0.626	
1972	6,928	193	2.786	
1971	6,602	82	1.242	
			percent	Standard deviation (percent)
Arithmetic average default rate		1971 to 2006	3.167	3.072
		1978 to 2006	3.464	3.283
		1985 to 2006	4.189	3.428
Weighted average default rate^b		1971 to 2006	4.244	
		1978 to 2006	4.258	
		1985 to 2006	4.303	
Median annual default rate		1971 to 2006	1.802	

^a As of mid-year.

^b Weighted by par value of amount outstanding for each year.

Source: Authors' compilations.

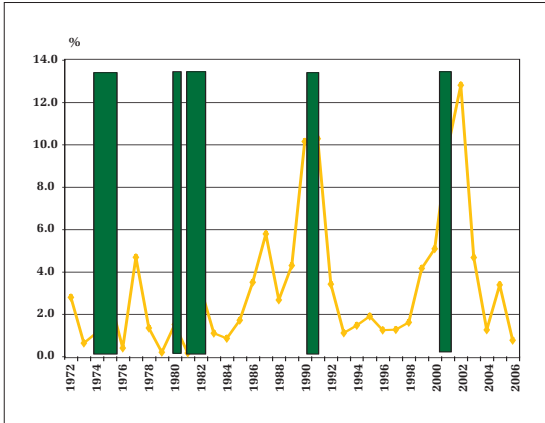
economy to experience a recession for the default rate to begin its climb toward problem levels.³

We can observe that the default rate since 2002 has been relatively low, especially in 2004 to 2005, with the exception of some rather large bankruptcies that contributed high amounts of defaults in the second-half of 2005, among them Delta and Northwest Airlines, auto parts maker Delphi, and the energy company Calpine. And in the first half of 2006, the default rate was extremely low by historical

standards. Yet, using an actuarial-mortality rate approach that we developed in 1989 (which has been quite accurate in most years), we have consistently over-estimated default rates in recent years, with the exception of 2005. This technique analyzes the credit quality of new issues in the entire corporate bond market. We estimate future defaults based on the historical incidence of defaults to these new issue, credit quality cohorts. In other words, by examining the quality of newly sold bonds at a given time, we have generally been able to project the rate of default for future periods, like insurance actuaries estimate life expectancy. For example, Figure 4 shows that the

³ We have discussed this phenomenon in many of our Annual updates on the high-yield market and Fridson (2006) has also provided commentary to this effect.

Figure 3. Historical default rates (in percent) and recession periods in the US high yield bond market, 1972-2006



Periods of Recession: 11/73 - 3/75, 1/80 - 7/80, 7/81 - 11/82, 7/90 - 3/91, 4/01 - 12/01.

Sources: Figure 1 and National Bureau of Economic Research.

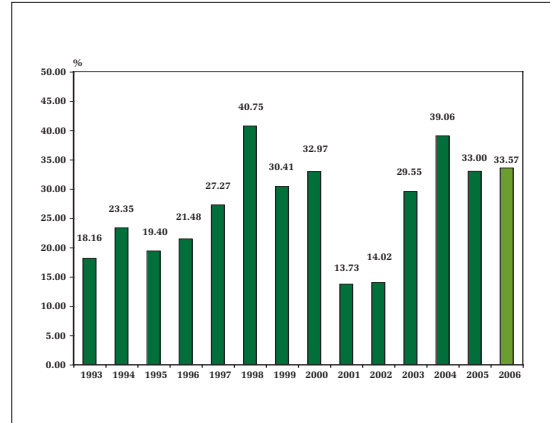
proportion of newly issued “junk” bonds rated B- or below (the so-called bad cohort) has risen sharply starting in 2002, which would normally indicate increased defaults two to four years after issuance. But the expected increase in defaults that the data implies simply has not manifested. Why?

One possible reason is that the rating agencies have become more stringent in their criteria for assigning the various credit ratings, especially in the aftermath of some criticisms of their performance in the 2001–2002 credit debacles and huge default rates. So, it is argued, low rated companies today have better risk profiles than their earlier counterparts. The evidence supporting this assertion is not conclusive, however.⁴

Increased liquidity: The impact of hedge and private equity funds

To answer this question more convincingly, it helps to look at trends in the investing and credit landscape. The lower default rates have coincided with a rise in the number and size of hedge funds and private equity firms that employ related investment strategies. The driving force behind all of these strategies is the enormous increase in liquidity stimulated by the quest for higher yields and returns. The presence of so many investors with large amounts of money to deploy in the sector has, in the short run, along with a fairly robust economy and persistently low interest rates, lessened the incidence of defaults. (Both the robust economy and the

Figure 4. Percentage of new high-yield issues rated B- or below based on amount of issuance



Source: Standard & Poor's statistics.

persistently low interest rates have recently shown clear signs of change.) Indeed, the huge returns observed on low-quality assets in 2003, and the impressive but somewhat lower returns in 2004, have fueled an already frothy distressed debt market in the aftermath of the enormous increase in defaults in 2001 and 2002.

In recent years, highly leveraged homeowners have been less likely to default on their mortgages because the mortgage industry continually develops new products or revitalizes existing products that allow them to restructure debt. A similar dynamic is taking place in the high-yield debt market, where companies in distress have a wider range of options – beyond default. Until recently, firms that got into trouble went to their traditional sources of financing – banks, insurance companies and bond markets – to provide refinancing packages that could rescue them from temporary stressed conditions. But in the aftermath of the enormous default and loss experience of the early years of this decade, these traditional sources were reluctant to lend to newly distressed firms. Non-traditional sources, such as distressed debt hedge funds, saw an opportunity to fill the rescue-financing void at attractive yields – e.g., double the spreads on comparably rated companies. And, in a reversal, traditional debt sources have recently returned to financing risky, highly leveraged transactions.

Investors, flush with new capital infusions after they posted huge returns in 2003, have proven more willing to take subordinated positions than the traditional senior-secured lender. This has accounted for the impressive growth in the second-lien market of notes and bonds. These loans are being made at 350–450 basis points over LIBOR in 2006 and in order

⁴ While most average ratios of low-rated companies in 2002–2004 are stronger than in 1998–2000, there are some notable exceptions (e.g., EBITDA interest-coverage-S&P data).

to hit the funds' target rates of return, leverage of two to three times the investment is commonly utilized. Investors argue that private rescue financing packages (e.g., notes with warrants attached) can be structured to ensure relatively high recoveries if the rescue financing is not successful. Still, it is easy to observe that recent public and private financings have very weak or no protective covenants. Is the time bomb ticking away? Or, has the emergence of the insurance market for corporate risk, i.e., the credit default swap hedging mechanism, provided the requisite backdrop to embolden investors even more?

Corporate governance and active investing

Investors aren't just seeking to keep leveraged companies on life support; they are seeking to use high-yield debt as a means of getting involved with corporate governance by taking control of companies. "Active investing" has always been evident in distressed investing. There are numerous anecdotes of successful ventures, whereby the debt investor with large positions uses its position to influence the valuation of the reorganized company to receive a greater slice of the emerged-company pie. In some circumstances, including Sunbeam, Kmart, Barneys, and LTV/Bethlehem Steel, the active investor was also involved in a control situation – i.e. the investor winds up running the company when it emerges from bankruptcy. Sunbeam is a manufacturer of consumer products, likes toasters and blenders, Kmart is a large discount department store, Barney's is a luxury goods department store and LTV/Bethlehem Steel were amongst the largest producers of steel products in the U.S.

Or, active distressed debt hedge funds have provided rescue equity buyouts, further reducing the default rate. For example, Asprey & Garrard, the venerable English luxury jewelry retailer, was recently rescued by an American distressed hedge fund, Plainfield Asset Management. And, General Motors is in the process of selling a majority stake in its finance unit, GMAC, to Cerberus Capital, a huge hedge fund/private equity firm that specializes in distressed situations. The one-year probability of a GM default was considerably greater before the announcement of the proposed sale to Cerberus. It is less clear, however, if the longer-term outlook for GM was improved by this important transaction.

Success in these ventures has motivated more traditional private equity firms to enter the distressed firm space. And that has led to more purchases of distressed firms that investors believe can be viable, given new management and a new capital structure. This additional liquidity in the distressed firm

market, both from traditional and non-traditional "vultures," has no doubt reduced the number of defaults from the levels that might be expected.

The new Bankruptcy Code of 2005

Another factor, albeit intangible, that could impact default related forecasts vs. actual results, especially with respect to default recovery rates, is the new Bankruptcy Code. On October 17, 2005, the Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act (BAPCPA) went into effect with a clear indication that creditors would be favored over debtors, both individual and corporate. Just about every bankruptcy law firm provided primers on the new Code dealing with such issues as limiting the debtor exclusivity period (18 months) with respect to filing the reorganization plan, leasehold rights, management compensation and other incentives, etc. For a discussion of these and other aspects, see Altman and Hotchkiss (2005).

So, an existing or potential creditor of a distress firm would have heightened expectations of recovery should the firm file for bankruptcy or, once filed, what would be the ultimate recovery compared to the situation before BAPCPA went into effect. Since just about all of the data that has gone into constructing and testing recovery models was pre-2005, this intangible, but potentially important factor, could conceivably play a role in forecasted accuracy levels (see our discussion at a later point on recovery models).

New paradigm?

The greater liquidity can be a double-edged sword. While it is certainly saving some firms from default, it could be laying the groundwork for more potential defaults down the road. Aggressive financing packages for struggling companies and merger activities of seemingly healthy entities are adding significant new leverage to corporate balance sheets. Indeed, we are seeing the return of the mega-LBOs that we last saw in the mid and late 1980's. Debt to cash flow ratios have risen to above six in many of these transactions⁵. Our research has shown that unless debt is reduced to manageable levels in two to four years after the highly leveraged transactions⁶, we

⁵ For example, three recent mega-LBOs, Univision, Sun Gard and VNU, had debt to EBITDA ratios significantly greater than six. For large LBO loans (issuers with EBITDA of 50 million US dollars or more), the average Debt/EBITDA ratio in 2000 was 4.3X and in 2Q-2006, it was 5.6X (S&P, LCD data). The average proportion of equity in the deals, however, remained about 30 percent until just recently in 2006 when the ratio dropped to 20-25 percent on many deals.

⁶ See Altman, Hotchkiss (2005).

could experience firm meltdowns similar to what we saw in 1990 and 1991, years in which the default rate rose to approximately 10 percent. While we are not forecasting 10 percent default rates anytime in the near future, we do expect these rates to spike starting in 2007. This will be even more likely if the economy itself experiences a coincidental slowdown and interest rates rise. In the meantime, however, default rates remain very low.

Back to the 80's?

The recent vintage of rescue financings and large firm LBOs are somewhat reminiscent of the mid-to-late 1980 “restructurings” and buyouts championed by the junk-bond powerhouse firm, Drexel Burnham Lambert. Drexel set up a special unit to deal with problem companies (using private transaction Section 3(a)(9) exchange offerings) whose original financings were underwritten by the firm. The exchanges were essentially equity for debt swaps which at that time were not considered defaults but today most analysts, including the author, does consider such restructurings as defaults. The objective clearly was to minimize the formal default rate calculations that were used as a barometer of the health of the high-yield bond market. Eventually, a relatively large number of these “temporary-fixes” crumbled under the weight of deteriorating firm fundamentals and Drexel’s own demise as the entire market suffered in the early 1990’s.

Recovery rate models and trends

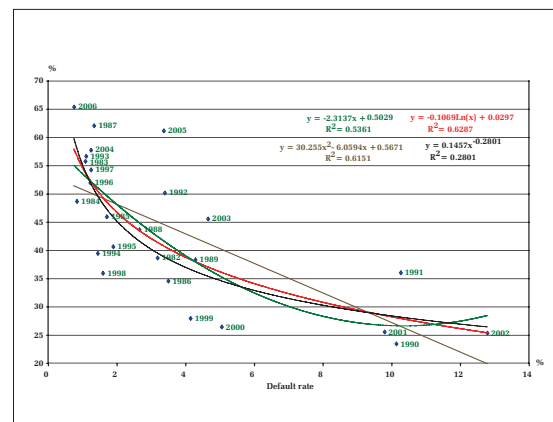
A crucial metric for investors in this arena is the percentage of the face value of defaulted debt that will be paid back if there is a default - the recovery rate. Our research has clearly shown a significant negative correlation between coincident default and recovery rates. In other words, when default rates rise, recovery rates fall; and vice versa. Here, again, however, the dynamics seem to be changing. Forecasted recovery rates based on a supply/demand relationship for defaulted securities were quite accurate until 2005. But in 2005, our forecasted recovery (about 40-45 percent) was much lower than the actual rate of about 60 percent (see Figure 5). And, in 2006, through the third quarter, the weighted average recovery rate on an admittedly small number of defaults (23) is over 70 percent on defaulted bonds and considerably higher on defaulted loans. Even the unusually low default rate of barely 0.5 percent

through three quarters would not have predicted these levels. This is another example in which the use of historical data has proved problematic in today’s unusual environment.

Conclusion

The key question today, therefore, is whether the benign credit environment, fueled by significant liquidity from traditional and non-traditional institutions, will continue to materially impact the default and recovery rates in the high-yield, leverage-loan and distressed debt markets. Or will the “hot” money from non-traditional lenders recede, moving to other uses –commodities, alternative energy stocks, emerging markets, hybrid securities or real estate –and the more normal default and recovery patterns return based on firm fundamentals. I believe that the latter scenario will manifest, perhaps as early as in 2007. If we observe disappointing returns to highly leveraged and rescue-financing packages, some of the hedge funds may find it difficult to cover their own loan requirements as well as the likely fund withdrawals. And broker-dealers who are not only providing the leverage to hedge funds but who are also investing in similar strategy deals will recede from these activities. But as investment managers like to say, the past is not necessarily a perfect guide to future performance. The question is which past will manifest in the next few years. Will it be the longer patterns of the past 30 years or will the most recent past continue to dominate? I have always believed in “regression to the mean”, and in this case I mean the long-term mean and not the average of the recent past.

Figure 5. Recovery rate/default rate association



Source: Altman Defaulted Bond Database, NYU Salomon Center and Altman et al. (2003).

References

- Altman E. (1989), *Measuring Corporate Bond Mortality and Performance*, "Journal of Finance", Vol. 44, No. 4, p. 909-922.
- Altman E., Resti A., Sironi A. (2002), *The Link Between Default and Recovery Rates. Theory, Empirical Evidence and Implications*, ISDA, London.
- Altman E., Brady B., Resti A., Sironi A. (2003), *The Link Between Default and Recovery Rates. Theory, Empirical Evidence and Implications*, "Working Paper", No. S-03-4, New York University.
- Altman E., Brady B., Resti A., Sironi A. (2005), *The Link Between Default and Recovery Rates" Theory, Empirical Evidence and Implications*, "Journal of Business", November, p. 2203-2227.
- Altman E., Hotchkiss E. (2005), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York.
- Altman E., Ramayanan S. (2007), *Defaults and Returns in the High-Yield Bond Market: 2006 in Review and Market Outlook*, "Special Report", February, New York University Salomon Center, Stern School of Business.
- Fridson M. (2006a), *Easy Credit Now, Hard Times Later*, "Distressed Debt Investor", 8 June, Fridsonvision, New York.
- Fridson M. (2006b), *Could Default Rates Escalate Rapidly?*, "Distressed Debt Investor", 3 August, Fridsonvision, New York.

Wpływ konkurencji oraz cyklu koniunkturalnego na zachowanie się marż monopolistycznych w gospodarce polskiej*

Impact of Competition and Business Cycles on the Behaviour of Monopolistic Markups in the Polish Economy

*Michał Gradzewicz, Jan Hagemejer***

pierwsza wersja: 24 stycznia 2007 r., ostateczna wersja: 6 kwietnia 2007 r., akceptacja: 27 kwietnia 2007 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest przedstawienie analizy wpływu stopnia konkurencji, zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej oraz cyklu koniunkturalnego na kształtowanie się marż monopolistycznych w polskiej gospodarce. Otrzymane wyniki wskazują na występowanie znacznych marż w wielu sektorach gospodarki polskiej. Zgodnie z przeprowadzonymi estymacjami poziom koncentracji rynków ma istotnie ujemny, a poziom penetracji importowej dodatni wpływ na poziom marż. W badanej próbie występuje ujemna zależność między marżami a cyklem makroekonomicznym, co wydaje się potwierdzać wnioski z wielu modeli teoretycznych. Wyniki wskazują również na istnienie dodatniej, ale mniej wyraźnej zależności między cyklem mierzonym na poziomie sektora a wysokością marż.

Słowa kluczowe: marże, analiza mikroekonomiczna, konkurencja, cykl koniunkturalny

Abstract

The aim of this study is to analyse the impact of competition, both internal and external, and of the business cycle on monopolistic markups in the Polish economy. The results show that there are significant markups in several sectors of the economy which complies with earlier estimations by the authors. According to the estimations carried out, competition has a significant impact on the level of markups. This result applies both to internal competition, measured by market concentration, and foreign competition, measured by import penetration ratios. In addition, there was a significant negative correlation between markups and the macroeconomic cycle which seems to confirm the conclusions from numerous theoretical macro and microeconomic models. The results also point to a positive but less clear correlation between the sectoral cycle and the level of markups. A different reaction of markups to the sectoral and macroeconomic cycles may result from a different nature of adjustments of businesses in reaction to exogenous shocks affecting either the sectoral or the macroeconomic environment of the enterprises.

Keywords: markups, firm-level analysis, competition, business cycle
JEL: L11, D43

* Poglądy prezentowane w niniejszej pracy odzwierciedlają przekonania autorów, a nie instytucji, którą reprezentują.

** Autorzy są pracownikami Departamentu Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych Narodowego Banku Polskiego.
e-mail: michal.gradzewicz@mail.nbp.pl, jan.hagemejer@mail.nbp.pl

Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie analizy wpływu stopnia konkurencji, zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej oraz cyklu koniunkturalnego na kształtowanie się marż monopolistycznych w gospodarce polskiej. Aby zbadać tak postawiony problem, konieczne jest oszacowanie przebiegu marż monopolistycznych w czasie, w ramach danego sektora. Użyta metodyka pozwala na nieobciążoną estymację marż, bez konieczności stosowania zmiennych instrumentalnych w celu eliminacji wpływu zaburzeń o charakterze technologicznym na wyniki estymacji. Następnie przeprowadzono panelową analizę regresji, uzależniając otrzymane szacunki marż monopolistycznych od mierników stopnia konkurencji wewnętrznej i zewnętrznej na danym rynku. Oddzielnie badano zachowanie marż w ramach cyklu koniunkturalnego. Zastosowano tutaj metody panelowe oraz prostą analizę korelacyjną zależności pomiędzy marżami a cyklem koniunkturalnym na poziomie gałęzi oraz na poziomie makroekonomicznym.

W pierwszym rozdziale przedstawiono krótki przegląd literatury na temat szacowania marż monopolistycznych na podstawie danych empirycznych oraz badań teoretycznych i empirycznych związanych zarówno z wpływem konkurencji, jak i cyklu koniunkturalnego na marże. W drugim rozdziale opisano podstawy teoretyczne modelu empirycznego. Kolejny rozdział zawiera opis danych statystycznych oraz wyników estymacji marż monopolistycznych. Ostatni rozdział zawiera opis wyników wpływu konkurencji na marże oraz zachowań marż w ramach cyklu koniunkturalnego. Pracę kończy krótkie podsumowanie.

1. Przegląd literatury

W literaturze ekonomicznej, większość badań dotyczących wysokości marż bezpośrednio lub pośrednio opiera się na metodyce opisanej w pracy Halla (1988), który na podstawie zagregowanych danych sektorowych estymuje marże monopolistyczne w gospodarce amerykańskiej przy założeniu stałych przychodów skali¹. Jeżeli występują dwa czynniki produkcji (praca i kapitał), specyfikacja empiryczna sprowadza się do równania, w którym zmienną objaśnianą jest zmiana logarytmu wielkości produkcji na jednostkę kapitału, a zmienną objaśniającą – zmiana logarytmu wielkości zatrudnienia na jednostkę kapitału, pomno-

żona przez stosunek wynagrodzenia pracy do całkowitego przychodu firmy. Estymator parametru nachylenia prostej regresji jest równy marży monopolistycznej (wyrażonej w procentach kosztu krańcowego). Teoretyczne podstawy równania estymowanego przez Halla znajdują się w części drugiej artykułu.

W metodzie tej występuje problem endogeniczności – istnieje korelacja pomiędzy składnikiem losowym (będącym funkcją produktywności) a zmienną objaśniającą. Identyfikacja marży polega na zastosowaniu zmiennych instrumentalnych, które wpływają na zmiany zatrudnienia i popytu, a jednocześnie nie mają wpływu na produktywność. Stosowanie zmiennych instrumentalnych kontrolujących efekty czysto popytowe jest konieczne w celu wyodrębnienia wahań natury podażowej, które wpływają na wysokość nieobserwowanej reszty Solowa. Znalezienie odpowiednich zmiennych instrumentalnych jest jednak problematyczne; Hall stosuje takie miary, jak wielkość rządowych wydatków na zbrojenia, światowa cena ropy naftowej oraz zmienną wskazującą na sprawowanie władzy przez określoną partię polityczną.

Roeger (1995) proponuje metodę estymacji marż alternatywną względem zastosowanej przez Halla. Umożliwia ona eliminację nieobserwowanej produktywności z równania regresji, co jednocześnie rozwiązuje problem endogeniczności i odpowiedniej identyfikacji estymatora marży. Estymacja na podstawie różnicy reszt Solowa obliczonych przy użyciu funkcji produkcji (tzw. reszty prymalne) i funkcji kosztów (tzw. reszty dualne) może być zatem przeprowadzona za pomocą zwykłej metody najmniejszych kwadratów.

Martins oraz Scarpetta (1999) estymują wysokość marż dla gospodarek wybranych krajów rozwiniętych, stosując metodę Roegera na danych sektorowych. Estymatory otrzymane przy użyciu danych o produkcji globalnej (wcześniej wymienione badania bazują na wartości dodanej) są niższe niż w przypadku badań Roegera i Halla. Ponadto, stosowanie wartości dodanej wymaga dodatkowej korekty, w przeciwnym razie estymatory będą przeszacowane (Roeger 1995, s. 325). Martins oraz Scarpetta pokazują również, że w przypadku rosnących korzyści skali estymatory Halla oraz Roegera stanowią górny próg marż faktycznie występujących w gospodarce.

Metodyka Roegera była szeroko stosowana w badaniach szacujących wysokość marż monopolistycznych dla krajów europejskich, przy użyciu danych indywidualnych. Wykorzystują ją m.in. Konings i Vandebussche (2005) do estymacji narzutów stosowanych przez przedsiębiorstwa w Unii Europejskiej. Podobną metodyką posługują się Konings, Van Cayseele oraz Warzynski (2003) w badaniu zachowań firm bułgarskich i rumuńskich.

Naturalne wydaje się pytanie, co determinuje wysokość marż w poszczególnych sektorach. Odpo-

¹ Klette (1999) proponuje metodę łącznej estymacji marż oraz elastyczności skali przy użyciu danych jednostkowych, uchylając zarazem założenie o stałości przychodów skali produkcji. Metoda ta jest również oparta na pracy Halla. Była ona podstawą estymacji długookresowych marż i elastyczności skali w gospodarce polskiej w badaniu Gradzewicza i Hagemejera (2007).

wiedź na to pytanie wymaga, aby analizę przeprowadzić nie tylko w wymiarze przekrojowym, ale również czasowym.

Podstawowym czynnikiem kształtującym marżę jest poziom konkurencji wewnętrznej (liczba konkurujących firm) i zewnętrznej (import dóbr konkurencyjnych względem produktów danego sektora). Znaczenie konkurencji wewnętrznej dla poziomu marży podkreślają Rotemberg i Woodford (1999) oraz Galí i Zilibotti (1995). Wpływ stopnia koncentracji przedsiębiorstw na długookresowy poziom marży badali Gradzewicz i Hagemeyer (2007), lecz nie znaleźli wyraźnej dodatniej zależności (wyraźnie istotna jest natomiast zależność pomiędzy korzyściami skali a poziomem koncentracji, co sugeruje istnienie wysokich barier wejścia w niektórych gałęziach). Międzysektorowe zróżnicowanie marży może zatem wynikać także z innych uwarunkowań (poziom zróżnicowania produktów, regulacje cenowe itd.), których nie mierzy zwykły współczynnik Herfindahla-Hirschmanna. Ponadto zmiany koncentracji w czasie mają prawdopodobnie większy wpływ na poziom marży w poszczególnych sektorach, niż wynikałoby to z porównania przekrojowego. Wpływu zmian współczynnika Herfindahla-Hirschmanna na zmiany wysokości marży nie można jednak prześledzić w sytuacji, gdy poziom marży jest z założenia stały w czasie.

Istnieje wiele prac badających wpływ konkurencji zewnętrznej na poziom narzutu ceny ponad koszt krańcowy. Należą do nich m.in. badania Lundina (2004) dla Szwecji, gdzie poza konkurencją importową jako czynnik wpływający na poziom marży uwzględniono również poziom zróżnicowania produktów, czy Abrahama, Koningsa i Vanormelingena (2006) dla Belgii, gdzie poza analizą wpływu czynników zewnętrznych na ceny badano również znaczenie związków zawodowych w procesie ustalania płac. Z kolei Görg i Warzynski (2003) wykazują istotny dodatni wpływ partycypacji w eksporcie na wysokość marży.

Osobnym zagadnieniem jest zachowanie się marży monopolistycznych w kolejnych fazach cyklu koniunkturalnego. Literatura teoretyczna dostarcza tutaj przeciwstawnych hipotez. Z jednej strony Athey, Bagwell i Sanchirico (2004), powołując się na klasyczną literaturę pochodzącą od Sweezy'ego (1939) oraz Halla i Hitcha (1939), postulują występowanie sztywności cen detalicznych w sektorach o niewielkiej liczbie firm, gdzie występują elementy zмовы kartelowej. Sztywność ta jest wynikiem braku dostosowań cen do zmian wysokości kosztu krańcowego w obawie przed zerwaniem umowy kartelowej. Przy stałych cenach ujemny szok technologiczny (powodujący zwiększenie się kosztu krańcowego) powoduje zatem spadek marży monopolistycznej (procykliczność marży). Podobne wnioski wynikają z modelu Greena i Portera (1984). W modelu Krepsa i Scheink-

mana (1983) w okresach ożywienia firmy szybko osiągały swoje możliwości produkcyjne i w związku z tym konkurencja odbywa się na zasadach ilościowych (konkurencja Cournota), w przeciwieństwie do okresu recesji, gdy działają one raczej w ramach konkurencji cenowej Bertranda ze względu na niewykorzystane moce produkcyjne i możliwość zaopatrywania większej części rynku. Zyski firm rosną zatem w okresie ożywienia i spadają w okresie recesji. Z kolei Rotemberg i Saloner (1986) budują model teoretyczny przewidujący zwiększenie się marży w przypadku recesji (antycykliczność marży). W sytuacji gdy rośnie popyt, krótkookresowe zyski z obniżenia ceny przez pojedynczą firmę w stosunku do cen ustalanych przez konkurentów mogą być na tyle duże, że firma jest skłonna do zerwania zмовы kartelowej. W przypadku recesji krótkookresowe korzyści z działania konkurencyjnego są na tyle niskie, że firmom opłaca się utrzymywać ceny na poziomie ustalonym przez kartel i osiągać długookresowy zysk. Podobne zachowanie marży prognozują modele teoretyczne Bilsa (1989) oraz Weitzmana (1982). Badania empiryczne także nie dają jednoznacznego rozwiązania problemu cykliczności marży. Cytowane wcześniej badanie Martinsa i Scarpetty przeprowadzone dla wybranych krajów OECD wskazuje na antycykliczność marży. Do podobnych wniosków na podstawie badań również na danych OECD dochodzi Boulhol (2004). Marchetti (2002) w badaniu cykliczności marży w gospodarce włoskiej zwraca uwagę na wyraźną antycykliczność marży w sektorach silnie skoncentrowanych. Z kolei badanie Smalla (1997), na danych brytyjskich, wskazuje na wyraźną procykliczność marży, zarówno w przemyśle, jak i usługach.

W prezentowanym badaniu zastosowano metodę Roegera (1995) do estymacji marży w polskiej gospodarce, wykorzystując dane jednostkowe. Wybór tej metody był podyktowany faktem, że w przypadku zastosowania danych na poziomie firm pozwala ona na otrzymanie wielkości marży na poziomie sektora, dla każdego badanego roku. W konsekwencji możliwe jest uzyskanie dynamiki marży, co z kolei pozwala badać wpływ zmiennych zewnętrznych na wysokość narzutów monopolistycznych i związek zmienności marży ze zmianami cyklu koniunkturalnego. Należy ponownie nadmienić, że metodyka ta opiera się na założeniu stałych korzyści skali. Jeżeli jednak elastyczność skali jest stała w czasie, obciążenie estymatorów, wynikające z faktycznego występowania efektów skali, jest stałe (co wynika bezpośrednio z pracy Martinsa i Scarpetty) i nie wpływa na dynamikę marży.

2. Model teoretyczny

Zakłada się, że firma produkuje zgodnie z następującą funkcją produkcji, homogeniczną stopnia pierwszego:

$$Y(X_1, \dots, X_N, K, E) = F(X_1, \dots, X_N, K)E, \quad (1)$$

gdzie K to wielkość majątku trwałego, a X_i to wielkości pozostałych czynników zaangażowanych w proces produkcyjny. E jest zmienną mierzącą neutralny w sensie Hicksa postęp technologiczny (łączna produktywność czynników produkcji). Logarytmiczne zróżniczkowanie równania (1) daje:

$$\frac{dY}{Y} = \sum_i \frac{\partial F}{\partial X_i} \frac{dX_i}{F} + \frac{\partial F}{\partial K} \frac{dK}{F} + \frac{dE}{E} = \sum_i \frac{\partial Y}{\partial X_i} \frac{dX_i}{Y} + \frac{\partial Y}{\partial K} \frac{dK}{Y} + \frac{dE}{E}. \quad (2)$$

W warunkach doskonale konkurencyjnych rynków czynników produkcji przedsiębiorstwa ustalają ceny, narzucając marżę na koszty krańcowe (MC), a czynniki produkcji wynagradzane są wedle wartości ich produktu krańcowego, pomniejszonej o wielkość narzutu monopolistycznego na koszty krańcowe. Niech r oraz w_i oznaczają odpowiednio ceny kapitału i pozostałych czynników produkcji, P oznacza cenę produktu finalnego, a μ – wielkość narzutu ceny na koszt krańcowy ($\mu = P/MC$). Możemy wtedy zapisać:

$$w_i = \frac{\partial Y}{\partial X_i} \frac{P}{\mu} \quad \text{oraz} \quad r = \frac{\partial Y}{\partial K} \frac{P}{\mu}.$$

Z założenia o homogeniczności funkcji produkcji wynika, że wartość kosztów całkowitych można wyrazić jako iloczyn kosztu krańcowego i wielkości produkcji. Uwzględniając powyższe zależności, równanie (2) można zapisać jako:

$$\frac{dY}{Y} = \sum_i \frac{w_i X_i}{Y P / \mu} \frac{dX_i}{X_i} + \frac{r K}{Y P / \mu} \frac{dK}{K} + \frac{dE}{E} = \sum_i \frac{w_i X_i}{Y \cdot MC} \frac{dX_i}{X_i} + \frac{r K}{Y \cdot MC} \frac{dK}{K} + \frac{dE}{E}$$

lub:

$$\frac{dY}{Y} = \sum_i \alpha_i \frac{dX_i}{X_i} + \alpha_K \frac{dK}{K} + \frac{dE}{E}, \quad (3)$$

gdzie α_K oraz α_i to udziały wynagrodzenia kapitału oraz pozostałych czynników w całkowitych kosztach produkcji zdefiniowane dla czynnika X_i jako: $\alpha_i = w_i X_i / MC \cdot Y$ oraz analogicznie dla K . Udział kosztu czynnika X_i w całkowitym przychodzie firmy oznaczamy jako: $\theta_i = w_i X_i / P Y$. Udziały czynników w koscie całkowitym można zatem zapisać jako:

$$\alpha_i = \frac{P}{MC} \frac{w_i X_i}{P Y} = \theta_i \mu. \quad (4)$$

Analogiczne zależności zachodzą dla kapitału. W warunkach konkurencji doskonałej $\alpha_i = \theta_i$, ponieważ $\mu = 1$. W warunkach niedoskonałej konkurencji $\mu > 1$. Przy założeniu stałych przychodów skali z twierdzenia Eulera wynika, że:

$$\sum_i \alpha_i + \alpha_K = 1. \quad (5)$$

Definiując tzw. prymalną resztę Solowa² (SR), opartą na funkcji produkcji:

$$SR = \frac{dY}{Y} - \sum_i \theta_i \frac{dX_i}{X_i} - (1 - \sum_i \theta_i) \frac{dK}{K}, \quad (6)$$

można pokazać (szczegóły wyprowadzeń przedstawiono w aneksie A.1), wykorzystując (4) oraz (5), że:

$$SR = \frac{dY}{Y} - \sum_i \theta_i \frac{dX_i}{X_i} - (1 - \sum_i \theta_i) \frac{dK}{K} = (1 - \frac{1}{\mu}) \left(\frac{dY}{Y} - \frac{dK}{K} \right) + \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E}. \quad (7)$$

W równaniu (7) wyrażenie $(1 - \frac{1}{\mu}) = \beta$, gdzie β jest indeksem Lerner'a, a zatem:

$$SR = \beta \left(\frac{dY}{Y} - \frac{dK}{K} \right) + (1 - \beta) \frac{dE}{E}. \quad (8)$$

Hall (1988) estymuje indeks Lerner'a przy użyciu równania podobnego³ do równania (8), jednak ze względu na możliwość korelacji nieobserwowanej zmiennej $\frac{dE}{E}$ z pozostałymi zmiennymi objaśniającymi konieczne jest stosowanie zmiennych instrumentalnych, których dobór jest problematyczny. Rozwiązaniem tego problemu jest zastosowanie estymatora opartego na różnicy między prymalną a dualną resztą Solowa (Roeger, 1995), opartą na funkcji kosztów.

Funkcja kosztów odpowiadająca funkcji produkcji (1) ma postać:

$$C(w_1, \dots, w_N, w_K, Y, E) = \frac{G(w_1, \dots, w_N, w_K) Y}{E}, \quad (9)$$

gdzie funkcja G jest homogeniczna stopnia pierwszego. Koszt krańcowy jest zatem równy:

$$MC = \frac{G(w_1, \dots, w_N, w_K)}{E}. \quad (10)$$

Logarytmiczne zróżniczkowanie równania (10) po zastosowaniu lematu Shepharda⁴ oraz definicji (9) daje:

$$\frac{dMC}{MC} = \sum_i \alpha_i \frac{dw_i}{w_i} + \alpha_K \frac{dw_K}{w_K} - \frac{dE}{E}. \quad (11)$$

Jeżeli marża μ jest stała, to dynamika cen jest równa dynamice kosztu krańcowego, a zatem $\frac{dMC}{MC} = \frac{dP}{P}$. Podstawiając $\frac{dP}{P}$ do równania (11), wykorzystując ponownie własność (4) i przekształcając (szczegóły w aneksie A.2), otrzymujemy tzw. dualną resztę Solowa (opartą na funkcji kosztów – DSR) jako funkcję cen, wynagrodzeń czynników produkcji i postępu technicznego:

² Por. Solow (1957) oraz Hall (1988).

³ Aby uzyskać postać równania estymowanego przez Halla w zapisie stosowanym w tym artykule, należy przekształcić równanie (3) do postaci $\frac{dY}{Y} - \frac{dK}{K} = \mu \left[\sum_i \theta_i \left(\frac{dX_i}{X_i} - \frac{dK}{K} \right) + \frac{dE}{E} \right]$, używając zależności (4) oraz (5).

⁴ $\frac{\partial G}{\partial w_i} \frac{Y}{E} = X_i$, gdzie X_i odpowiada popytowi na czynnik i . Analogiczna relacja zachodzi dla kapitału.

$$DSR = \sum_i \theta_i \frac{dw_i}{w_i} + (1 - \sum_i \theta_i) \frac{dw_K}{w_K} - \frac{dP}{P} = (1 - \frac{1}{\mu}) \left(\frac{dw_K}{w_K} - \frac{dP}{P} \right) + \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E} \quad (12)$$

lub stosując zapis oparty na indeksie Lerner'a:

$$DSR = -\beta \left(\frac{dP}{P} - \frac{dw_K}{w_K} \right) + (1 - \beta) \frac{dE}{E} \quad (13)$$

Odejmując równanie (13) od równania (8), uwzględniając definicję DSR i SR, otrzymujemy:

$$\begin{aligned} SR - DSR &= \frac{dY}{Y} + \frac{dP}{P} - \sum_i \theta_i \left(\frac{dX_i}{X_i} + \frac{dw_i}{w_i} \right) - (1 - \sum_i \theta_i) \left(\frac{dX_K}{X_K} + \frac{dw_K}{w_K} \right) = \\ &= \beta \left[\frac{dY}{Y} + \frac{dP}{P} - \left(\frac{dK}{K} + \frac{dw_K}{w_K} \right) \right]. \end{aligned} \quad (14)$$

Jak można łatwo zauważyć, zarówno prawa, jak i lewa strona powyższego równania zawierają wyłącznie zmienne obserwowalne (zmienna $\frac{dE}{E}$ uległa eliminacji). Jeśli przybliżymy relację (14) za pomocą przyrostów względnych odpowiednich zmiennych, może być ona estymowana przy użyciu standardowej metody najmniejszych kwadratów bez obaw przed obciążeniem estymatorów wynikającym z pominięcia pewnych zmiennych.

3. Dane statystyczne i wyniki estymacji marż monopolistycznych

3.1. Opis danych statystycznych

W badaniu użyto danych statystycznych pochodzących ze sprawozdań finansowych i bilansowych przedsiębiorstw, zbieranych przez GUS (formularze F-01 i F-02). Obejmują one lata 1996–2004 i mierzone są w ujęciu rocznym. Zakres czasowy odpowiada w przybliżeniu długości jednego cyklu koniunkturalnego⁵. Baza danych obejmuje przedsiębiorstwa zatrudniające co najmniej 50 pracowników w przemyśle (sekcje C, D i E) oraz w usługach rynkowych (sekcje G, H, I oraz K). Łączna liczba obserwacji (nieoczyszczonych) wynosi około 162 tys.

Pierwotną bazę danych oczyszczono z niewiarygodnych i ekstremalnych obserwacji. Usunięto obserwacje dla których produkcja, zatrudnienie, majątek lub koszty pracy są niedodatnie. Ponadto próba została oczyszczona z obserwacji charakteryzujących się ekstremalnymi miarami wydajności pracy lub kapitału (mierzonymi wartością dodaną przypadającą odpowiednio na jednego pracującego lub na jednostkę zasobu majątku trwałego). Za ekstremalne wielkości uznano przypadki, gdy odchylenia absolutne logaryt-

mu danej zmiennej od logarytmu jej mediany (wyznaczonej w relatywnie homogenicznej gałęzi, zdefiniowanej na 4-cyfrowym poziomie PKD) przekraczają 3. Operacje czyszczące zbiór danych zmniejszyły liczbę obserwacji łącznie o około 6,7%. Do wyznaczenia zmiennych w czasie marż monopolistycznych użyto niezbilansowanego panelu danych⁶.

Za miarę produkcji przyjęto wielkość przychodów ze sprzedaży, skorygowaną o zmianę zapasów oraz sumę podatków obciążających koszty przedsiębiorstwa⁷. Do kosztów materiałowych zaliczono poza zużyciem materiałów – koszty zakupu usług obcych oraz wartość towarów i materiałów zakupionych w celu odsprzedaży (jest to istotna pozycja w przypadku przedsiębiorstw handlowych). Z kolei do kosztów pracy poza wynagrodzeniami zaliczono składki na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawcę oraz pozostałe koszty rodzajowe⁸. W badaniu, podobnie jak w pracy Klette (1999), wyodrębniono koszty energii jako osobny czynnik produkcji. Badania empiryczne (por. Hyde, Perloff 1995) wskazują, że estymatory marż monopolistycznych są wrażliwe na dobór kategorii kosztowych, a większa dezagregacja kategorii kosztów zwiększa efektywność estymatorów (ponadto w przypadku wykorzystania danych dotyczących wyłącznie kosztów pracy i kapitału estymatory marż są zawyżone).

Do konstrukcji miary kosztów kapitału posłużono się koncepcją wprowadzoną do analiz wydajności i produktywności przez Jorgensona i Grilichesa (1967), rozwiniętą m.in. w pracy Oultona i Srinivasana (2003). Polega ona na zastosowaniu strumienia usług kapitału zamiast zasobu majątku trwałego. Zgodnie z tą koncepcją strumień usług kapitału może być przedstawiony następująco:

$$k_{it} = (r_t - \pi_t + \delta_t) \cdot K_{it},$$

gdzie:

- k_{it} – miara strumienia usług kapitału,
- r_t – stopa zwrotu,
- π_t – deflator wartości dodanej,
- δ_t – stopa deprecjacji,
- K_{it} – zasób majątku przedsiębiorstwa.

⁶ W kontekście niniejszego badania procedura bilansująca panel danych zapewnia jednakową liczbę stopni swobody dla zmiennych w czasie estymatorów marż monopolistycznych w ramach wyodrębnionej gałęzi. Procedura bilansująca dokonuje jednak pozytywnej selekcji w grupie badanych przedsiębiorstw, co może prowadzić do dodatniego obciążenia uzyskanych estymatorów marż. Ponieważ dodatnie obciążenie estymatorów może być również skutkiem nieuwzględnienia możliwości występowania dodatknych korzyści skali (por. Gradzewicz, Hagemeyer 2007), skłoniło to autorów do dążenia do minimalizacji potencjalnego obciążenia i wykorzystania niezbilansowanego panelu.

⁷ Są to m.in. podatek akcyzowy, podatek od nieruchomości, podatek od środków transportowych oraz niepodlegający odliczeniu podatek od towarów i usług.

⁸ Pozostałe koszty rodzajowe są kategorią heterogeniczną i zawierają oprócz kosztów związanych z pracownikiem (m.in. koszty podróży służbowych, odpłaty pośmiertne, odszkodowania powypadkowe) inne kategorie kosztów (m.in. ubezpieczenia majątkowe). Zdecydowano się jednak przyporządkować tę kategorię kosztów do kosztów pracy.

⁵ Analiza dokonana na relatywnie krótkiej próbie czasowej pozwala na wyciąganie formalnych wniosków dzięki zastosowaniu metod panelowych, lecz wnioskowanie długookresowe jest w tych warunkach ograniczone.

Za stopę zwrotu (oczekiwany zwrot z zaangażowania kapitału w alternatywnym przedsięwzięciu) przyjęto oprocentowanie 5-letnich obligacji rządowych. Stopa deprecjacji została wyznaczona na poziomie przedsiębiorstwa jako stosunek wartości amortyzacji do wartości majątku w cenach zakupu, natomiast sam zasób majątku obejmuje środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne w środku okresu.

W części pracy poświęconej analizom przyczyn zmienności marż monopolistycznych skorzystano z danych zagregowanych na poziomie sektorowym (2-cyfrowy podział wg PKD) w ramach przetwórstwa przemysłowego. Miary cyklu koniunkturalnego oparto na wartości dodanej brutto danego sektora, pochodzącej z *Roczników Statystycznych Przemysłu*, publikowanych przez GUS. Penetrację importu w danym dziale zdefiniowano jako stosunek wartości importu do wartości produkcji globalnej, powiększonej o wartość importu i pomniejszonej o wartość eksportu. Z kolei za miarę intensywności eksportu danego działu przyjęto stosunek wartości eksportu do wartości jego produkcji globalnej. Dane dotyczące produkcji globalnej zostały zaczerpnięte z *Roczników Statystycznych Przemysłu* GUS. Dane dotyczące handlu międzynarodowego pochodzą natomiast⁹ z baz danych OECD (ITCS). Dane te zostały przeliczone z 6-cyfrowej klasyfikacji HS na dwucyfrowy poziom klasyfikacji PKD (NACE) za pomocą tablicy przejścia opracowanej przez Eurostat.

Miary koncentracji Herfindahla-Hirschmana zostały policzone na 4-cyfrowym (wg PKD) poziomie dezagregacji (na podstawie danych pochodzących z formularzy F-01 i F-02), a następnie zagregowane poprzez uśrednienie przy użyciu produkcji danej gałęzi jako wagi. Współczynnik koncentracji można traktować jako wskaźnik konkurencyjności rynku, a jego odwrotność interpretuje się jako liczbę hipotecznych symetrycznych firm krajowych konkurujących na danym rynku.

3.2. Wyniki estymacji zmiennych w czasie marż monopolistycznych

Do wyznaczenia estymatorów marż monopolistycznych użyto procedury zaproponowanej przez Roegera (1995) i opisanej w rozdziale 2. niniejszego artykułu. Jednym z podstawowych założeń tej metody są stałe korzyści skali, co w przypadku istnienia efektów skali oznacza, że marża mierzona jest jako narzut na koszt przeciętny, a nie krańcowy. Założenie to jest konieczne, jeśli obiektem badań jest zmienność marż

monopolistycznych w czasie. Z badań przeprowadzonych przez Gradzewicza i Hagemejera (2007) przy zastosowaniu odmiennej metody, opartej na pracy Klette (1999) i umożliwiającej jednoczesną estymację marż i efektów skali, wynika, że w przypadku wielu działów gospodarki obserwujemy rosnące korzyści skali¹⁰ (ponadto kilka działów charakteryzuje się malejącymi korzyściami skali). Występowanie dodatnich efektów skali skutkuje potencjalnym ujemnym obciążeniem estymatorów marż monopolistycznych uzyskanych w niniejszej pracy (por. Martins, Scarpetta 1999).

Tabela 1 podsumowuje wyniki estymacji marż monopolistycznych dla sekcji D, G, H, I oraz K, jak również dla zdezagregowanej na działy sekcji przetwórstwa przemysłowego, wyznaczonych na podstawie równania (14), gdzie zmiany w czasie ciągłym przybliżono zmianami w czasie dyskretnym. Przedstawione zostały w niej średnie w czasie uzyskanych estymatorów marż¹¹ oraz ich odchylenia standardowe, jako miary zmienności marż monopolistycznych w czasie. Ostatnia kolumna tabeli 1 zawiera współczynniki zmienności (relacje odchylenia standardowego do średniej). Szczegóły cząstkowych wyników estymacji marż monopolistycznych wraz z dezagregacją sekcji wchodzących w skład usług rynkowych znajdują się w Aneksie B. Oprócz estymatorów marż w danym roku przedstawiono tam również błędy oszacowań. Zasadniczo przy estymacji marż obserwowano spadek dopasowania estymowanego modelu (mierzony współczynnikiem R^2) wraz ze wzrostem liczby przedsiębiorstw w danym dziale. Efekt ten spowodowało założenie o stałości marży w danym dziale w danym roku, co przy wzroście liczby obserwacji i jednoczesnej heterogeniczności powoduje spadek dopasowania modelu.

Porównując średnie marże z estymatorami narzutów monopolistycznych uzyskanymi dla wydzielonych gałęzi przetwórstwa przemysłowego w pracy Gradzewicza i Hagemejera (2007), można stwierdzić, że w około połowie przypadków estymatory uzyskane za pomocą obu metod są zbliżone, a w pozostałych przypadkach są wyższe¹². W 10 działach przetwórstwa odnotowano podobne estymatory marż, z kolei w 9 działach uzyskano estymatory wyraźnie wyższe – należą do nich działy: produkcja żywności, włókiennictwo, działalność wydawnicza, produkcja wyrobów

⁹ *Roczniki Statystyczne Przemysłu* publikowane przez GUS zawierają informacje o handlu międzynarodowym produktami zaliczonymi do wyrobów przetwórstwa przemysłowego od 2000 r. Ponieważ okres badania obejmuje lata 1996–2004, zdecydowano się na skorzystanie z baz danych OECD, będących spójnym źródłem danych w całym badanym okresie.

¹⁰ Przykładowo, w całej sekcji przetwórstwa przemysłowego rosnące przychody skali oceniane są na poziomie 3%, ale w działach: włókienniczym, papierniczym, poligraficznym, chemii ciężkiej, wyrobów z surowców niemetalicznych oraz produkcji metali, korzyści skali oszacowano na co najmniej 10%.

¹¹ Przedstawione w tabeli estymatory marż, po przemnożeniu przez 100, odzwierciedlają procentowy narzut monopolistyczny na koszt krańcowy.

¹² W swojej pracy Klette (1999) podkreśla, że estymatory uzyskane przy zastosowaniu jego metody są relatywnie niskie w stosunku do alternatywnych metod wyznaczania marż. Ponadto, estymatory uzyskane w niniejszej pracy można traktować jako krótkookresowe, natomiast uzyskane w pracy Gradzewicza i Hagemejera (2007) – jako długookresowe.

Tabela 1. Podsumowanie wyników estymacji marż monopolistycznych

Nazwa	EKD	Marża		Zmienność
		średnia	odchylenie standardowe	S(X)/E(X)
Przetwórstwo przemysłowe	D	0,091	0,075	0,828
Artykuły spożywcze i napoje	15	0,224	0,125	0,560
Wyroby tytoniowe	16	0,158	0,092	0,586
Włókiennictwo	17	0,108	0,023	0,213
Odzież i wyroby futrzarskie	18	0,054	0,083	1,526
Skóry wyprawione i wyroby z nich	19	0,071	0,058	0,814
Drewno i wyroby z drewna	20	0,185	0,047	0,253
Masa włóknista oraz papier	21	0,182	0,083	0,455
Działalność wydawnicza	22	0,213	0,042	0,198
Koks i produkty rafinacji	23	0,062	0,104	1,680
Wyroby chemiczne	24	0,130	0,019	0,143
Wyroby gumowe i z tworzyw sztucznych	25	0,165	0,020	0,123
Wyroby z surowców niemetalicznych pozostałe	26	0,244	0,036	0,147
Produkcja metali	27	0,054	0,060	1,115
Produkcja wyrobów z metali	28	0,167	0,030	0,179
Produkcja maszyn i urządzeń	29	0,073	0,079	1,078
Produkcja maszyn biurowych i komputerów	30	0,009	0,119	12,893
Maszyny i aparatura elektryczna	31	0,146	0,057	0,394
Sprzęt i urządzenia radiowe i telekomunikacyjne	32	0,046	0,057	1,245
Instrumenty medyczne	33	0,268	0,132	0,494
Pojazdy mechaniczne, przyczepy	34	0,060	0,030	0,505
Pozostały sprzęt transportowy	35	-0,092	0,237	-2,579
Meble; pozostała działalność	36	0,086	0,042	0,493
Zagospodarowanie odpadów	37	0,112	0,110	0,981
Handel i naprawy	G	0,033	0,015	0,444
Hotele i restauracje	H	0,089	0,123	1,384
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	I	0,322	0,108	0,336
Obsługa nieruchomości i firm	K	0,223	0,175	0,786

Źródło: opracowanie własne.

chemicznych, z tworzyw sztucznych, surowców niemetalicznych, produkcja wyrobów z metali, maszyn i aparatury elektrycznej oraz instrumentów medycznych. Trudna do zinterpretowania jest uzyskana ujemna marża w sektorze produkującym pozostały sprzęt transportowy¹³. Dla całej sekcji przetwórstwa przemysłowego w obu pracach otrzymano podobne estymatory narzutów monopolistycznych – około 9–10%.

Podobnie jak w pracy Gradzewicza i Hagemejera (2007), otrzymano relatywnie niskie estymatory marż

dla sekcji G (handel i naprawy). Z kolei dla pozostałych sekcji usług rynkowych (zwłaszcza transportu oraz obsługi nieruchomości i firm) uzyskane estymatory są relatywnie wysokie (w szczególności wyraźnie wyższe niż w przetwórstwie przemysłowym).

Zróźnicowanie sektorowe zmienności marż w czasie jest stosunkowo wysokie. Na podstawie analizy współczynnika zmienności marż można uznać za w miarę stabilne działy, w których marże odchylają się średnio o 50% w stosunku do średniej w danym dziale, a za bardzo zmienne – działy o współczynniku zmienności wyższym od 1,5. W większości działów przetwórstwa przemysłowego (11 przypadków) obserwujemy relatywną stabilność marż w czasie. W 4 działach (przemysł odzieżowy, produkcja koksu i rafinacja ropy naftowej, produkcja maszyn biuro-

¹³ Dla tego sektora, prawdopodobnie ze względu na wysoką heterogeniczność, w badaniu Gradzewicza i Hagemejera (2007) również uzyskano ujemny szacunek marży. Szczegółowe wyniki z aneksu B wskazują na bardzo niski estymator marży w 2001 r., co ma dominujący wpływ na prezentowaną tutaj średnią. Sektor ten będzie wyłączony z późniejszych analiz (zob. podrozdział 3.3).

wych i komputerów oraz pozostałego sprzętu transportowego) obserwuje się bardzo wysoką zmienność marż, co sugeruje, że wyniki dalszych analiz dla tych działów mogą być obciążone znacznym błędem. W przypadku sekcji usługowych zmienność marż jest relatywnie niska (szczególnie w handlu i transporcie oraz łączności) i z wyjątkiem hoteli oraz restauracji – niższa niż dla całego przetwórstwa przemysłowego.

3.3. Wpływ konkurencyjności i cyklu koniunkturalnego na wysokość marż

W rozdziale tym zostaną omówione wyniki badania zależności między zmiennymi wskazującymi na poziom konkurencyjności danego sektora, takimi jak penetracja importu, czy współczynnik koncentracji, a wysokością marż monopolistycznych. Oprócz tego przedstawiona będzie analiza związku między intensywnością eksportową a polityką cenową firm. Ponadto zostanie prześledzone zachowanie narzutów monopolistycznych w ramach cyklu koniunkturalnego, makroekonomicznego, jak również specyficznego dla danego sektora.

Sformułowano następujące hipotezy badawcze:

1. Wyższe wartości współczynnika koncentracji Herfindahla-Hirschmanna, odpowiadające niższej liczbie hipotetycznych symetrycznych firm konkurujących w ramach gałęzi, wpływają na wyższy poziom marż monopolistycznych. Wybór współczynnika Herfindahla-Hirschmanna, a nie liczby symetrycznych firm podyktowany jest przekonaniem autorów o nieliniowej zależności między liczbą firm a poziomem marż – im większa jest liczba firm, tym mniejszy wpływ na marże wywiera wejście dodatkowej firmy na rynek.

2. Wyższy poziom penetracji importu, odpowiadający silniejszej konkurencji zagranicznej na rynku krajowym, wpływa na obniżenie się marż monopolistycznych.

3. Zaangażowanie firmy w działalność eksportową wpływa na wyższy poziom marż narzucanych na produkty sprzedawane na rynku krajowym. Może to wynikać z wyższej elastyczności popytu na rynku krajowym niż na rynkach zagranicznych w związku z ich większą konkurencyjnością. Firma wchodząca na rynek zagraniczny może także stosować zróżnicowaną politykę cenową, subsydiując sprzedaż za granicą dzięki wyższym zyskom ze sprzedaży w kraju¹⁴. Ponadto, jak wskazują teoretyczne modele handlu międzynarodowego (por. Melitz 2003), firmy eksportujące są efektywniejsze od pozostałych firm krajowych, a zatem osiągają niższe koszty krańcowe, co przy ustalonych cenach sprzedaży na rynku krajowym pozwala im na osiągnięcie wyższych marż i zysków.

4. Wysokość marż monopolistycznych ma związek z cyklem koniunkturalnym. Jak wcześniej wspomniano (por. rozdział 1.), literatura teoretyczna i empiryczna dostarczają przeciwstawnych wniosków na temat charakteru tej zależności.

Tabela 2 przedstawia wyniki estymacji równania regresji, w którym zmienną objaśnianą jest wysokość marży monopolistycznej w danym sektorze i okresie, pochodząca z estymacji przedstawionych w rozdziale 3. Zmienne objaśniające to: intensywność eksportu, zdefiniowana jako stosunek wartości eksportu do wartości produkcji, penetracja importu, mierzona jako udział importu w całkowitej podaży dóbr produkowanych w danym dziale na rynek krajowy, koncentracja mierzona współczynnikiem Herfindahla-Hirschmanna oraz różne definicje cyklu koniunkturalnego oparte na procentowych odchyleniach wartości dodanej od trendu wyznaczonego za pomocą filtra HP lub trendu log-liniowego. Badana próba obejmuje lata 1997–2004 i dotyczy wszystkich działów przetwórstwa przemysłowego oprócz przetwarzania odpadów (dla których niedostępne są dane dotyczące wymiany handlowej). Zastosowano tutaj estymację panelową z efektami stałymi. Wybór specyfikacji został przeprowadzony na podstawie testu Hausmana (statystyki testu podane są w tabeli).

Wyniki zamieszczone w kolumnie 1 dotyczą modelu zawierającego jedynie zmienne związane z konkurencyjnością wewnętrzną i zewnętrzną sektorów oraz oszacowane na pełnej próbie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego. Estymatory parametrów modelu są nieistotne (choć ich znaki są zgodne z oczekiwaniami), a poziom dopasowania modelu mierzonego współczynnikiem R^2 jest bardzo niski. Estymatory marż w niektórych sektorach charakteryzują się dużą zmiennością (por. tabela 1), co może wpływać na słabą jakość modelu.

Kolejne modele są estymowane na próbie zawierającej tylko sektory, w których marże nie zmieniają się radykalnie. Za gałęzie o bardzo zmiennych marżach, podobnie jak w rozdziale 3., uznano te, dla których odchylenie standardowe marż stanowi więcej niż 150% średniej. Z próby usunięto również sektor tytoniowy, ze względu na fakt, że sposób uwzględnienia podatku akcyzowego (jako zwiększający koszty lub pomniejszający przychody) istotnie wpływa na estymowaną wysokość marży.

Model 2 odpowiada pod względem budowy modelowi 1, ale jest estymowany na mniejszej próbie. Eliminacja działów o znaczącej zmienności marż prowadzi do istotnej poprawy dopasowania modelu do danych – współczynnik R^2 wzrasta do 11%. Ponadto, estymatory parametrów związanych z konkurencyjnością są istotnie różne od zera i zdecydowanie wyższe (co do modułu) w stosunku do specyfikacji 1. Znaki estymatorów są zgodne z oczekiwaniami. Es-

¹⁴ Ten argument może być szczególnie istotny w przypadku polskiej gospodarki, w której ciągle trwa proces otwierania się.

Tabela 2. Wyniki estymacji

Zmienna	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Intensywność eksportu [X/Q]	0,116 [0,99]	0,441 [3,14]***	0,123 [1,87]*	0,386 [2,70]***	0,44 [3,14]***	0,177 [1,17]	0,184 [1,22]	0,292 [2,03]**	0,300 [2,09]**
Penetracja importu [M/(Q-X+M)]	-0,155 [1,28]	-0,717 [3,18]***		-0,592 [2,52]**	-0,667 [2,88]***	-0,405 [1,73]*	-0,411 [1,76]*	-0,502 [2,18]**	-0,509 [2,21]**
Penetracja importu [M/Q]			-0,297 [2,92]***						
Koncentracja	0,104 [0,63]	0,816 [3,29]***	0,686 [2,92]***	0,806 [3,28]***	0,812 [3,28]***	0,677 [2,82]***	0,680 [2,84]***	0,689 [2,84]***	0,694 [2,86]***
Cykl sektorowy [HP]				0,075 [1,71]*		0,127 [2,82]***	0,125 [2,79]***		
Cykl sektorowy [liniowy]					0,043 [0,94]			0,097 [2,04]**	0,094 [2,00]**
Cykl makro [PKB – HP]						-1,306 [3,23]***			
Cykl makro [wartość dodana – HP]							-1,363 [3,20]***		
Cykl makro [PKB – liniowy]								-1,230 [3,08]***	
Cykl makro [wartość dodana – liniowy]									-1,271 [3,02]***
Stała	0,123 [3,18]***	0,158 [3,19]***	0,147 [3,00]***	0,128 [2,45]**	0,139 [2,60]**	0,149 [2,94]***	0,148 [2,92]***	0,148 [2,86]***	0,147 [2,84]***
Liczba obserwacji	176	136	136	136	136	136	136	136	136
Liczba gałęzi	22	17	17	17	17	17	17	17	17
Test Hausmanna	18,11***	29,74***	26,78***	28,89***	28,96***	11,95**	12,38**	16,53***	17,13***
R-kwadrat	0,010	0,110	0,100	0,130	0,120	0,210	0,200	0,190	0,180

Uwagi:

– wartości absolutne statystyk t w nawiasach,– 1 – wszystkie obserwacje, 2–9 – gałęzie, gdzie $E(X)/S(X) < 1,5$.

* istotne na poziomie 10%; ** 5%; *** 1%.

Źródło: opracowanie własne.

tymator parametru przy intensywności eksportu wskazuje, że wzrost eksportu w stosunku do produkcji o 1 pkt proc. wiąże się ze wzrostem marży o 0,4 pkt proc. Zwiększenie się penetracji importu o 1 pkt proc. skutkuje spadkiem marż o 0,7 pkt proc. Większa co do modułu elastyczność marż względem importu niż względem eksportu (we wszystkich rozpatrywanych modelach) pozwala na powiązanie wysokości marż z postępowaniem procesu otwierania się gospodarki. Jeżeli przyjmiemy, że otwieraniu gospodarki towarzyszy równomierny wzrost importu i eksportu, następuje obniżanie się marż producentów krajowych.

Wpływ liczby firm na poziom marż jest nieliniowy i zależy od początkowej liczby firm w gałęzi. Na przykład zwiększenie liczby symetrycznych firm z 2

do 3 powoduje spadek marży o 13,6 pkt proc., wzrost liczby firm z 10 do 11 skutkuje spadkiem marży o 0,7 pkt proc., podczas gdy wzrost liczby firm o 1 z poziomu 100 powoduje marginalny spadek marż¹⁵.

W modelu 3 zmieniono definicję penetracji importu, odnosząc import do wielkości produkcji globalnej, co spowodowało spadek poziomu istotności zmiennej związanej z intensywnością eksportu. Obniżyło się oszacowanie estymatora związanego z koncentracją, natomiast silnie zmniejszył się wpływ penetracji importu na poziom marży. Za zmianę wartości obu estymatorów, poza samym faktem zmiany

¹⁵ Zależność ta jest ujemna w sensie drugiej pochodnej także w przypadku zmian procentowych liczby firm. W przypadku zwiększenia się liczby firm z 10 o 10%, spadek marży wynosi 0,74 pkt proc., a przy liczbie firm równej 100 tylko 0,07 pkt proc.

wartości penetracji importu¹⁶, odpowiedzialna jest zmiana korelacji między poziomem koncentracji a penetracją importową. Wielkość tej korelacji zmienia się wraz ze zmianą definicji penetracji importu (prosty współczynnik korelacji penetracji importowej i współczynnika koncentracji wynosi około 0,1 w przypadku specyfikacji użytej w modelu 2 i około 0,5 w przypadku alternatywnej specyfikacji penetracji importu). Specyfikacja modelu 4 ponownie przyjmuje standardową definicję penetracji importu, włączając jednocześnie zmienną mierzącą cykl koniunkturalny na poziomie sektora. Został on obliczony jako odchylenie wartości dodanej w danym sektorze od jej trendu wyznaczonego filtrem HP. W stosunku do specyfikacji 2 wrósł nieznacznie współczynnik R^2 , a współczynniki przy zmiennych związanych z poziomem konkurencyjności nie zmieniły się istotnie. Związek poziomu marż z sektorowym cyklem koniunkturalnym jest jednak bardzo słaby i statystycznie nieistotny (na standardowym, 95-procentowym poziomie istotności). Zmiana definicji sektorowego cyklu koniunkturalnego (oparcie estymatora na trendzie log-liniowym¹⁷, por. model 5), nie wpływa silnie na otrzymane wyniki, a estymator współczynnika związanego z cyklem jest nieistotny statystycznie.

Przyjmując podobne założenia o jednoczesnym występowaniu i odmiennym zachowaniu cyklu sektorowego i makroekonomicznego jak Boulhol (2004), w modelu 6 wprowadzono oprócz cyklu sektorowego opartego na trendzie HP miarę zagregowanego cyklu koniunkturalnego, obliczonego jako procentowe odchylenie wolumenu PKB od jego trendu wyznaczonego filtrem HP. Przedstawione w tabeli 3 w dalszej części tekstu korelacje między cyklem makroekonomicznym i sektorowym wskazują na silny związek tych wielkości dla zagregowanych grup sekcji (np. przetwórstwo przemysłowe), podczas gdy przebieg cyklu w węższej zdefiniowanych sektorach przetwórstwa przemysłowego w relacji do cyklu makroekonomicznego jest bardzo różnorodny¹⁸. Uwzględnienie cyklu makroekonomicznego znacznie poprawiło dopasowanie modelu do danych. Estymator intensywności eksportu obniżył się w stosunku do poprzednich specyfikacji i okazał się nieistotny statystycznie. Podobnie spadła siła oddziaływania penetracji importu na marże oraz jej istotność statystyczna (zmienna jest istotna na poziomie 10%). Oba te efekty prawdopodobnie

wiążą się z korelacją pomiędzy makroekonomicznym cyklem koniunkturalnym a penetracją importu i intensywnością eksportu (odpowiednie regresje cząstkowe wskazują na istotną zależność między tymi zmiennymi)¹⁹. Estymator związany z koncentracją pozostaje istotny statystycznie i nie zmienia się znacznie w stosunku do poprzednich specyfikacji. Oba estymatory związane z cyklami koniunkturalnymi są istotne statystycznie, jednak różnią się znakami i siłą oddziaływania. Wyniki estymacji modelu 6 sugerują, że marże są antycykliczne względem zagregowanego cyklu koniunkturalnego, a procykliczne względem cyklu sektorowego. Reakcja marż na cykl zagregowany jest silniejsza o rząd wielkości, co może być związane z większymi wahaniami cyklicznymi w ramach sektora niż cyklu mierzonego na poziomie gospodarki narodowej (odchylenia standardowe cyklu mierzonego na poziomie sektorowym są większe od odpowiednich odchyleń na poziomie zagregowanym we wszystkich rozpatrywanych działach). Ponadto popyt na produkty danego działu zgłaszają również przedsiębiorstwa z innych działów gospodarki narodowej, co może przyczyniać się do silniejszej reakcji marż na cykl makroekonomiczny.

W ramach analizy wrażliwości wyników na definicję zmiennej odpowiadającej cyklowi makroekonomicznemu wyestymowano model 7, w którym miarę cyklu makroekonomicznego oparto na wolumenie wartości dodanej w gospodarce narodowej, a nie na PKB. Wyniki estymacji modelu 7 są w dużej mierze zbliżone z wynikami modelu 6. W modelach 8 i 9 wykorzystano miary cyklu wyznaczone za pomocą trendu log-liniowego, odpowiednio dla PKB i wartości dodanej. Estymatory parametrów odpowiadających cyklowi makroekonomicznemu i sektorowemu, a także koncentracji są nieznacznie niższe niż w modelu 7, co wynika z większej amplitudy wahań cyklu opartego na trendzie log-liniowym w stosunku do cyklu opartego na trendzie HP. Nieco bardziej zmieniają się parametry przy intensywności eksportu oraz penetracji importowej; ich rząd wielkości zbliżony jest do tego z modeli 4 i 5. W stosunku do modelu 7 nieznacznie spada poziom dopasowania modelu.

Dlaczego zależność pomiędzy marżami a cyklem koniunkturalnym jest dodatnia w przypadku cyklu sektorowego, a ujemna w przypadku cyklu makroekonomicznego? Jednym z możliwych wyjaśnień tego zjawiska jest odmienne działanie zaburzeń o charakterze makroekonomicznym i sektorowym. W przypadku pozytywnego szoku popytowego na produkty danego sektora, przy danym poziomie zagregowanego popytu i cen, jeżeli przedsiębiorstwa napotykać opadającą krzywą popytu, szok ten prowadzi do przesu-

¹⁶ Zmiana definicji penetracji importu powoduje zwiększenie przeciętnej wartości tej zmiennej, co prowadzi do niższego oszacowania parametru.

¹⁷ Autorzy preferują wyznaczanie trendu za pomocą filtru Hodricka-Pre-scotta, choć należy zaznaczyć, że szacunki trendu opierają się na bardzo krótkiej próbie, obejmującej lata 1993–2004 (dane w ujęciu rocznym), przez co są obciążone dużą niepewnością.

¹⁸ Podejście zastosowane przez autorów zakłada, że łączna cykliczność marż jest kombinacją cykliczności sektorowej i makroekonomicznej. Ponieważ podejście to jest wrażliwe na sposób identyfikacji odpowiednich cykli, w dalszej części pracy przeprowadzono analizę wrażliwości na definicję cykli.

¹⁹ Eliminacja penetracji importu z równania regresji znacznie osłabia dopasowanie modelu, co przemawia za pozostawieniem tej zmiennej w modelu, pomimo jej niewielkiej istotności.

Tabela 3. Korelacje marż i cykli koniunkturalnych

Nazwa	EKD	Korelacje marż z cyklem sektorowym		Korelacja cyklu sektorowego z cyklem makroekonomicznym	Korelacja marż z cyklem makroekonomicznym
		Filtr HP	Filtr log-lin.		
Przetwórstwo przemysłowe	D	-0,078	-0,334*	0,732	-0,635
Artykuły spożywcze i napoje	15	-0,212	-0,210	0,665	-0,434
Wyroby tytoniowe	16	-0,182	-0,241	-0,479	-0,067
Włókiennictwo	17	-0,640	-0,711	0,199	-0,739
Odzież i wyroby futrzarskie	18	-0,291	-0,171	0,570	0,339
Skóry wyprawione i wyroby z nich	19	0,814	0,737	0,211	0,395
Drewno i wyroby z drewna	20	0,065	-0,059	0,436	0,007
Masa włóknista oraz papier	21	-0,015	-0,553*	0,673	-0,778
Działalność wydawnicza	22	0,429	0,420	0,782	0,330
Koks i produkty rafinacji	23	0,378	0,147*	-0,046	0,010
Wyroby chemiczne	24	0,079	-0,266	0,572	-0,636
Wyroby gumowe i z tworzyw sztucznych	25	0,151	-0,476*	0,689	-0,175
Wyroby z surowców niemetalicznych pozostałe	26	0,497	0,383	-0,648	0,400
Produkcja metali	27	0,369	0,186*	0,545	-0,240
Produkcja wyrobów z metali	28	0,584	0,075*	-0,158	-0,137
Produkcja maszyn i urządzeń	29	-0,069	-0,137	0,182	-0,116
Produkcja maszyn biurowych i komputerów	30	-0,733	-0,782	0,649	-0,480
Maszyny i aparatura elektryczna	31	0,616	0,579	0,448	-0,128
Sprzęt i urządzenia radiowe i telekomunikacyjne	32	-0,267	-0,076	0,611	0,544
Instrumenty medyczne	33	0,367	0,396	0,875	0,480
Pojazdy mechaniczne, przyczepy	34	0,537	0,100*	-0,285	-0,788
Pozostały sprzęt transportowy	35	0,210	0,182	0,775	-0,468
Meble; pozostała działalność	36	-0,067	-0,145	0,325	0,056
Zagospodarowanie odpadów	37	-0,122	-0,388*	0,507	-0,279
Handel i naprawy	G	-0,336	-0,495	0,653	-0,298
Hotele i restauracje	H	-0,286	-0,399*	0,727	-0,550
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	I	-0,349	-0,622	0,122	-0,107
Obsługa nieruchomości i firm	K	-0,358	-0,244*	-0,395	-0,573

* Gałęzie, w których wnioski o cykliczności marż nie są jednoznaczne na podstawie różnych definicji cyklu.

Źródło: opracowanie własne.

nięcia krzywej popytu, wzrostu podaży oraz wzrostu cen (zmienia się relatywny popyt, co prowadzi do zmian relatywnych cen). Wzrost cen może być wyższy niż wzrost kosztów (prowadząc do zwiększenia marż) ze względu na stałość płac i kosztów kapitału w całości gospodarki, co hamuje wzrost kosztów krańcowych w danym sektorze (wzrost sektorowych płac jest także hamowany przez realokacje czynników do gałęzi, w której nastąpił szok popytowy). Szok podaży (wzrost wydajności w danym sektorze) prowadzi do obniżenia krzywej kosztów krańcowych, co przy niezmiennym zagregowanym popycie i cenach powoduje wzrost marży monopolistycznej w krótkim okresie. Szoki o charakterze sektorowym mogą zatem

prowadzić do procyklicznego zachowania się marż monopolistycznych w krótkim okresie, przy założeniu sztywności dostosowania się cen. Dodatni szok popytowy o charakterze makroekonomicznym prowadzi do wzrostu płac i kosztów kapitału wyższego od wzrostu cen, co wynika z ograniczonych zasobów czynników produkcji w krótkim okresie. Ograniczoność zasobów prowadzi do relatywnie silnego wzrostu kosztów krańcowych (nadgodziny oraz wzrost kosztów użytkowania kapitału, związany z wyższą intensywnością jego użytkowania i zwiększoną deprecjacją). Sztywność cen może natomiast wynikać z wcześniej wspomnianych mechanizmów oligopolistycznych czy wysokich kosztów zmian cen, co powo-

duje relatywnie niską częstotliwość zmian cen (zob. np. Atkinson et al. 2006). Przesłanki występowania antycykliczności marż na poziomie zagregowanym znajdują się m.in. w pracy Woodforda i Rotemberga (1999). Ponadto założenie to często stosuje się w budowie modeli makroekonomicznych uwzględniających konkurencję monopolistyczną na rynku dóbr oraz występowanie sztywności realnych i nominalnych (np. Christiano et al. 2005; Comin, Gertler 2006).

Odmiennej charakter zależności między marżami a cyklem koniunkturalnym wydają się potwierdzać wyniki prostej analizy korelacyjnej między poszczególnymi ujęciami cyklu a marżami w poszczególnych sektorach. O ile ujemna korelacja między cyklem makroekonomicznym a marżami zdaje się przeważać (ujemna korelacja występuje w 15 z 27 badanych sektorów, a także w całym agregacie przetwórstwa przemysłowego, natomiast dodatnia – tylko w 2 działach), o tyle zależność korelacyjna między marżami a cyklem sektorowym jest bardzo silnie zdywersyfikowana. Choć formalna analiza statystyczna na tak krótkiej próbie czasowej jest utrudniona²⁰, to wydaje się, że wśród badanych sektorów przeważa procykliczność lub acykliczność marż względem cyklu sektorowego. Należy również nadmienić, że w niektórych sektorach, gdzie występuje dodatnia korelacja między cyklem sektorowym a makroekonomicznym (np. artykuły spożywcze, odzież, produkcja maszyn biurowych), korelacja między marżami a sektorowym cyklem koniunkturalnym jest ujemna lub bliska zera. Wydaje się to wskazywać na większe znaczenie związku marż z cyklem makroekonomicznym niż z sektorowym.

Podsumowanie

Badanie przedstawione w niniejszym artykule ma na celu estymację krótkookresowych marż monopolistycznych w polskiej gospodarce oraz zbadanie ich związku z miarami konkurencji, zarówno wewnętrznej, jak i zagranicznej. Zbadano ponadto związek marż z cyklem koniunkturalnym.

Metodyka badania opiera się na szeroko cytowanym badaniu Roegera (1995), w którym w sposób nieobciążony estymuje się wysokość marż dla gospodarki amerykańskiej. Metodyka ta, opracowana w celu estymacji marż sektorowych na podstawie danych zagregowanych ujętych w szeregu czasowym, w przypadku zastosowania jej do estymacji na podstawie danych mikroekonomicznych pozwala na identyfikację

zmienności marż w czasie. Dzięki temu autorom udało się otrzymać informacje na temat przebiegu marż we wszystkich gałęziach przetwórstwa przemysłowego, a także wybranych sektorach usługowych dla lat 1997–2004. Zakres otrzymanych wyników, w przybliżeniu równy długości jednego cyklu koniunkturalnego, pozwala na badanie zmienności marż monopolistycznych w ramach tego cyklu, choć należy mieć na uwadze, że wyciąganie ogólnych długookresowych wniosków jest utrudnione.

Otrzymane wyniki wskazują na występowanie znacznych marż w wielu sektorach polskiej gospodarki. Wyniki te są w dużej mierze zbieżne z wcześniejszym badaniem autorów, skupionym na estymacji długookresowych marż monopolistycznych oraz korzyści skali. Stabilność marż w czasie jest zadowalająca w większości sektorów (tylko w 4 sektorach autorzy uznali zmienność marż za zbyt dużą, co wskazuje na niewielką przydatność estymatorów w tych gałęziach). W większości przypadków wyniki wskazują na zadowalające dopasowanie równań regresji, na podstawie których zostały wyznaczone marże.

Zgodnie z przeprowadzonymi estymacjami, konkurencja ma istotny wpływ na wysokość marż. Dotyczy to zarówno konkurencji wewnętrznej, mierzonej stopniem koncentracji rynków, jak i konkurencji zagranicznej, mierzonej wskaźnikami penetracji importu. Zwiększenie się penetracji importu o 1 pkt proc. skutkuje spadkiem marż o około 0,7 pkt proc. Postulowana zależność między liczbą firm a marżami ma charakter nieliniowy – zwiększenie liczby firm z 2 do 3 powoduje spadek marży o około 13,6 pkt proc.; wzrost liczby firm z 10 do 11 skutkuje spadkiem marży o około 0,7 pkt proc. Wyniki te nieznacznie różnią się w zależności od przyjętej specyfikacji równania regresji.

Wykazany ujemny związek marż z cyklem makroekonomicznym wydaje się potwierdzać wnioski z wielu modeli teoretycznych zarówno makro-, jak i mikroekonomicznych. Związek ten jest wyraźny na poziomie całej gospodarki, jak też w większości poszczególnych sektorów. Wyniki wskazują również na istnienie dodatniej zależności między cyklem sektorowym a wysokością marż, jest ona jednak mniej wyraźna. Różnice te mogą wynikać z odmiennego charakteru dostosowań firm w reakcji na szoki zewnętrzne na poziomie sektora i całej gospodarki, a także z innego rodzaju szoków, które dotyczą poszczególnych sektorów i gospodarkę jako całość. Niewielki horyzont czasowy dostępnych danych nie pozwala jednak na właściwą weryfikację tej hipotezy i niewątpliwie pozostaje ona ciekawym tematem dalszych badań empirycznych.

²⁰ Minimalny istotny poziom korelacji (przy 95-procentowym poziomie ufności) wynosi co do modułu około 0,7.

Bibliografia

- Abraham F., Konings J., Vanormelingen S. (2006), *Price and wage setting in an integrating Europe: Firm level evidence*, "Working Paper", No. 93, National Bank of Belgium, Brussels.
- Athey S., Bagwell K., Sanchirico C. (2004), *Collusion and Price Rigidity*, "Review of Economic Studies", Vol. 71, No. 2, s. 317–349.
- Atkinson F., Ehrman M., Smets F. (2006), *Inflation persistence and price setting behaviour in the Euro area. A summary of the IPN evidence*, "Occasional Papers", No. 46, ECB, Frankfurt.
- Bils M. (1989), *Pricing in a Customer Market*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 104, No. 4, s. 699–718.
- Boulhol H. (2004), *Has increased competition really pushed down manufacturing markups?*, "Working Paper", CDC IXIS i TEAM (University Paris I Panthéon-Sorbonne and CNRS), http://team.univ-paris1.fr/seminaire/2004_boulhol.pdf
- Christiano L. J., Eichenbaum M., Evans Ch. L. (2005), *Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy*, "Journal of Political Economy", Vol. 113, No. 1, s. 1–46.
- Comin D., Gertler M. (2006), *Medium Term Business Cycles*, "American Economic Review", Vol. 96, No. 3, s. 523–551.
- Galí J., Zilibotti F. (1995), *Endogenous Growth and Poverty Traps in a Cournotian Model*, "Annales d'économie et de statistique", No. 37–38, s. 197–214.
- Görg H., Warzynski F. (2003), *Price Cost Margins and Exporting Behaviour: Evidence from Firm Level Data*, "Discussion Paper", No. 365, German Institute for Economic Research (DIW), Berlin.
- Gradzewicz M., Hagemeyer J. (2007), *Marże monopolistyczne i przychody skali w gospodarce polskiej – Analiza mikroekonomiczna*, „*Ekonomista*”, w druku.
- Green E.J., Porter, R.H. (1984), *Noncooperative Collusion under Imperfect Price Information*, "Econometrica", Vol. 52, No. 1, s. 87–100.
- Hall R. E. (1988), *The relation between price and marginal cost in U.S. industry*, "Journal of Political Economy", Vol. 96, No. 5, s. 921–947.
- Hall R. L., Hitch C. J. (1939), *Price Theory and Business Behaviour*, "Oxford Economic Papers", No. 2., s. 12–45.
- Hyde C. E., Perloff J. M. (1995), *Can market power be estimated?*, "Review of Industrial Organization", No. 10, No. 4, s. 465–485.
- Jorgenson D. W., Griliches Z. (1967), *The explanation of productivity change*, "Review of Economic Studies", Vol. 34, No. 4, s. 249–83.
- Klette T. J. (1999), *Market Power, Scale Economics and Productivity: Estimates from a Panel of Establishments Data*, "Journal of Industrial Economics", Vol. 47, No. 4, s. 451–476.
- Konings J., Van Cayselle P., Warzynski F. (2003), *The Effects of Privatization and International Competitive Pressure on Firms' Price-Cost Margins: Micro Evidence from Emerging Economies*, "Working Paper", No. 603, William Davidson Institute, <http://wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp603.pdf>
- Konings J., Vandenbussche H., (2005), *Antidumping protection and markups of domestic firms*, "Journal of International Economics", Vol. 65, No. 1, s. 151–165.
- Kreps D.M., Scheinkman J.A. (1983), *Quantity Precommitment and Bertrand Competition Yield Cournot Outcomes*, "The Bell Journal of Economics", Vol. 14, No. 2, s. 326–337.
- Lundin N.N. (2004), *Has Import Disciplined Swedish Manufacturing Firms in the 1990s?*, "Journal of Industry, Competition and Trade", Vol. 4, No. 2, s. 109–133.
- Marchetti D. J. (2002), *Markups and the Business Cycle: Evidence from Italian Manufacturing Branches*, "Open Economies Review", Vol. 13, No. 3, s. 87–103.
- Martins J. O., Scarpetta, S. (1999), *The Levels and Cyclical Behaviour of Mark-ups Across Countries and Market Structures*, "Working Paper", No. 213, OECD Economic Department, Paris.
- Melitz M. J. (2003), *The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity*, "Econometrica", Vol. 71, No. 6, s. 1965–1725.
- Oulton N., Srinivasan S. (2003), *Capital stocks, capital services and depreciation: an integrated framework*, "Working Paper", No. 192, Bank of England, London.
- Roeger W. (1995), *Can Imperfect Competition Explain the Difference between Primal and Dual Productivity Measures? Estimates for U.S. Manufacturing*, "Journal of Political Economy", Vol. 103, No. 2, s. 316–330.
- Rotemberg J. J., Saloner G. (1986), *A Super-game Theoretic Model of Business Cycles and Price Wars During Booms*, "American Economic Review", Vol. 76, No. 3, s. 390–407.

- Rotemberg J. J., Woodford M. (1999), *The Cyclical Behavior of Prices and Costs*, w: J. Taylor, M. Woodford (red.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1B, North-Holland, Amsterdam.
- Small I. (1997), *The Cyclical Behavior of Mark-Ups and Profit Margins: Some Evidence for Manufacturing and Services*, "Working Paper", No. 72, Bank of England, London.
- Solow R. M. (1957), *Technical Change and Aggregate Production Function*, "The Review of Economics and Statistics" Vol. 39, No. 3, s. 312–320.
- Sweezy P. M. (1939), *Demand Under Conditions of Oligopoly*, "The Journal of Political Economy", Vol. 47, No. 4, s. 568–573.
- Weitzman V. (1982), *Increasing Returns and the Foundations of Unemployment Theory*, "Economic Journal", Vol. 92, No. 368, s. 787–804.

Aneks A. Wyprowadzenia zależności z rozdziału 2.

A1. Wyprowadzenie równania (7)

Stosując do równania (3) definicję (4), otrzymujemy:

$$\frac{dY}{Y} = \sum_i \theta_i \mu \frac{dX_i}{X_i} + \theta_K \mu \frac{dK}{K} + \frac{dE}{E}$$

Uwzględniając zależność (5) oraz odejmując obustronnie $\frac{dK}{K}$, otrzymujemy:

$$\frac{dY}{Y} - \frac{dK}{K} = \sum_i \theta_i \mu \frac{dX_i}{X_i} - \sum_i \theta_i \mu \frac{dK}{K} + \frac{dE}{E}$$

Dzieląc powyższe równanie obustronnie przez μ oraz odejmując obustronnie $\frac{dY}{Y}$, można je przedstawić jako:

$$-\left(1 - \frac{1}{\mu}\right) \frac{dY}{Y} - \frac{1}{\mu} \frac{dK}{K} = \sum_i \theta_i \frac{dX_i}{X_i} - \sum_i \theta_i \frac{dK}{K} + \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E} - \frac{dY}{Y}$$

Obustronne odjęcie $\frac{dK}{K}$ oraz zmiana kolejności wyrazów równania dają równanie (7) w rozdziale 2:

$$\frac{dY}{Y} - \sum_i \theta_i \frac{dX_i}{X_i} - \left(1 - \sum_i \theta_i\right) \frac{dK}{K} = \left(1 - \frac{1}{\mu}\right) \left(\frac{dY}{Y} - \frac{dK}{K}\right) + \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E}$$

A2. Wyprowadzenie równania (12)

Stosując do równania (11) definicję (4) otrzymujemy:

$$\frac{dMC}{MC} = \sum_i \theta_i \mu \frac{dw_i}{w_i} + \theta_K \mu \frac{dw_K}{w_K} - \frac{dE}{E}$$

Uwzględniając zależność (5), stosując $\frac{dMC}{MC} = \frac{dP}{P}$ oraz odejmując obustronnie $\frac{dw_K}{w_K}$ otrzymujemy:

$$\frac{dP}{P} - \frac{dw_K}{w_K} = \sum_i \theta_i \mu \frac{dw_i}{w_i} - \sum_i \theta_i \mu \frac{dw_K}{w_K} - \frac{dE}{E}$$

Podzielenie powyższej zależności przez μ oraz odjęcie od obu stron równania $\frac{dP}{P}$ daje w rezultacie:

$$\left(\frac{1}{\mu} - 1\right) \frac{dP}{P} - \frac{1}{\mu} \frac{dw_K}{w_K} = \sum_i \theta_i \frac{dw_i}{w_i} - \sum_i \theta_i \frac{dw_K}{w_K} - \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E} - \frac{dP}{P}$$

Dodając $\frac{dw_K}{w_K}$ do obu stron równania i porządkując, otrzymujemy równanie (12) w tekście rozdziału 2:

$$\left(1 - \frac{1}{\mu}\right) \left(\frac{dw_K}{w_K} - \frac{dP}{P}\right) + \frac{1}{\mu} \frac{dE}{E} = \sum_i \theta_i \left(\frac{dw_i}{w_i} - \frac{dw_K}{w_K}\right) - \frac{dP}{P}$$

Aneks B. Szczegółowe wyniki estymacji marż monopolistycznych

Tabela 4. Zmienność marż monopolistycznych w czasie

	EKD	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Artykuły spożywcze i napoje	15	0,20	0,12	0,30	0,03	0,26	0,29	0,44	0,15
		(0,03)	(0,04)	(0,05)	(0,04)	(0,07)	(0,09)	(0,19)	(0,03)
Wyroby tytoniowe	16	0,12	0,30	0,27	0,15	0,11	0,14	0,16	0,01
		(0,04)	(0,03)	(0,01)	(0,06)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,16)
Włókiennictwo	17	0,10	0,07	0,08	0,13	0,13	0,11	0,13	0,11
		(0,01)	(0,04)	(0,03)	(0,03)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Odzież i wyroby futrzarskie	18	-0,14	0,07	0,08	0,07	0,12	0,09	0,10	0,04
		(0,20)	(0,02)	(0,02)	(0,04)	(0,05)	(0,03)	(0,02)	(0,10)
Skóry wyprawione i wyroby z nich	19	0,12	0,16	0,08	-0,02	0,07	0,03	0,03	0,10
		(0,03)	(0,04)	(0,06)	(0,02)	(0,03)	(0,04)	(0,04)	(0,02)
Drewno i wyroby z drewna	20	0,22	0,17	0,09	0,21	0,16	0,24	0,19	0,21
		(0,02)	(0,03)	(0,07)	(0,06)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Masa włóknista oraz papier	21	0,15	0,12	0,17	0,03	0,20	0,26	0,27	0,26
		(0,00)	(0,02)	(0,02)	(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,01)	(0,02)
Działalność wydawnicza	22	0,24	0,15	0,27	0,23	0,26	0,16	0,20	0,20
		(0,04)	(0,05)	(0,05)	(0,05)	(0,02)	(0,04)	(0,05)	(0,01)
Koks i produkty rafinacji	23	0,13	0,15	-0,07	-0,05	-0,06	0,09	0,12	0,18
		(0,00)	(0,00)	(0,01)	(0,08)	(0,00)	(0,01)	(0,00)	(0,00)
Wyroby chemiczne	24	0,13	0,12	0,11	0,10	0,13	0,15	0,14	0,15
		(0,02)	(0,03)	(0,03)	(0,04)	(0,04)	(0,01)	(0,02)	(0,02)
Wyroby gumowe i z tworzyw sztucznych	25	0,15	0,14	0,17	0,16	0,15	0,20	0,16	0,19
		(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,01)	(0,02)	(0,04)
Wyroby z surowców niemetalicznych pozostałe	26	0,25	0,25	0,16	0,23	0,26	0,25	0,27	0,28
		(0,03)	(0,03)	(0,05)	(0,05)	(0,04)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Produkcja metali	27	0,08	0,07	0,04	0,00	0,01	-0,02	0,07	0,17
		(0,00)	(0,00)	(0,03)	(0,05)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,00)
Produkcja wyrobów z metali	28	0,16	0,14	0,19	0,14	0,16	0,14	0,19	0,22
		(0,08)	(0,05)	(0,04)	(0,03)	(0,02)	(0,04)	(0,03)	(0,04)
Produkcja maszyn i urządzeń	29	0,11	0,09	0,06	-0,11	0,08	0,11	0,15	0,09
		(0,04)	(0,03)	(0,04)	(0,24)	(0,05)	(0,03)	(0,02)	(0,03)
Produkcja maszyn biurowych i komputerów	30	-0,01	0,02	0,01	-0,25	0,01	0,18	0,03	0,08
		(0,00)	(0,02)	(0,01)	(0,19)	(0,02)	(0,06)	(0,03)	(0,03)
Maszyny i aparatura elektryczna	31	0,24	0,16	0,15	0,11	0,05	0,11	0,19	0,17
		(0,04)	(0,01)	(0,03)	(0,04)	(0,03)	(0,04)	(0,01)	(0,02)
Sprzęt i urządzenia radiowe i telekomunikacyjne	32	-0,01	0,11	0,11	0,03	0,02	0,06	0,10	-0,04
		(0,09)	(0,03)	(0,03)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,00)	(0,09)
Instrumenty medyczne	33	0,26	0,27	0,32	0,23	0,56	0,20	0,19	0,13
		(0,14)	(0,15)	(0,15)	(0,13)	(0,18)	(0,07)	(0,02)	(0,03)
Pojazdy mechaniczne, przyczepy	34	0,01	0,04	0,04	0,06	0,06	0,08	0,10	0,10
		(0,01)	(0,01)	(0,03)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,04)	(0,01)
Pozostały sprzęt transportowy	35	0,02	-0,04	0,06	0,08	-0,63	0,07	-0,20	-0,10
		(0,01)	(0,06)	(0,03)	(0,04)	(0,19)	(0,08)	(0,11)	(0,02)
Meble; pozostała działalność	36	0,03	0,14	0,10	0,01	0,10	0,09	0,11	0,10
		(0,03)	(0,03)	(0,03)	(0,05)	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,01)
Zagospodarowanie odpadów	37	0,16	0,07	0,23	0,14	-0,12	0,16	0,07	0,19
		(0,05)	(0,03)	(0,01)	(0,08)	(0,17)	(0,07)	(0,02)	(0,06)
Energia elektryczna, gaz, ciepło	40	0,39	0,38	0,36	0,47	0,23	0,37	0,21	0,25
		(0,04)	(0,07)	(0,05)	(0,06)	(0,07)	(0,08)	(0,04)	(0,03)

Uwaga: w nawiasach podano błędy standardowe.

Źródło: obliczenia własne.

cd. Tabeli 4

Pobór, uzdatnianie i rozprowadzanie wody	41	0,27	0,32	0,32	0,34	0,34	0,33	0,44	0,41
		(0,01)	(0,03)	(0,01)	(0,04)	(0,01)	(0,04)	(0,03)	(0,02)
Naprawa pojazdów, sprzedaż paliw	50	0,02	0,05	0,05	0,03	0,05	0,06	0,05	0,04
		(0,04)	(0,02)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,00)
Handel hurtowy	51	0,03	0,03	0,01	0,02	0,05	0,04	0,06	0,06
		(0,02)	(0,00)	(0,01)	(0,02)	(0,01)	(0,01)	(0,02)	(0,02)
Handel detaliczny	52	0,06	0,09	-0,02	0,05	0,05	0,01	0,02	0,05
		(0,01)	(0,03)	(0,05)	(0,04)	(0,02)	(0,01)	(0,00)	(0,01)
Hotele i restauracje	55	0,08	-0,18	0,08	0,05	0,16	0,13	0,19	0,21
		(0,10)	(0,12)	(0,15)	(0,09)	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,02)
Transport lądowy, rurociągi	60	0,46	0,31	0,45	0,14	0,42	0,12	0,19	0,29
		(0,20)	(0,15)	(0,11)	(0,09)	(0,15)	(0,03)	(0,03)	(0,11)
Transport wodny	61	-0,02	0,01	0,03	0,05	0,12	-0,04	0,12	0,08
		(0,01)	(0,03)	(0,03)	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,00)
Działalność wspomagająca transport	63	0,63	0,26	0,50	0,54	0,44	0,32	0,42	0,35
		(0,03)	(0,03)	(0,09)	(0,06)	(0,06)	(0,02)	(0,05)	(0,05)
Poczta i telekomunikacja	64	0,46	0,19	0,19	0,34	0,36	0,29	0,43	0,49
		(0,04)	(0,02)	(0,09)	(0,02)	(0,01)	(0,06)	(0,05)	(0,01)
Obsługa nieruchomości	70	0,02	0,04	0,17	0,13	0,12	0,06	0,13	0,10
		(0,01)	(0,04)	(0,04)	(0,03)	(0,02)	(0,02)	(0,03)	(0,07)
Wynajem maszyn i urządzeń	71	0,73	0,64	0,50	0,31	0,89	0,60	0,32	0,25
		(0,19)	(0,11)	(0,13)	(0,09)	(0,01)	(0,00)	(0,11)	(0,08)
Informatyka	72	0,06	0,06	0,26	0,15	0,13	0,20	0,15	0,15
		(0,05)	(0,08)	(0,04)	(0,02)	(0,04)	(0,02)	(0,01)	(0,01)
Pozostała działalność gospodarcza	74	0,02	0,29	0,18	0,11	0,13	0,03	0,18	0,30
		(0,26)	(0,10)	(0,07)	(0,01)	(0,06)	(0,01)	(0,04)	(0,00)

Paradoks paradoksu zapobiegliwości

Paradox of Paradox of Thrift

*Andrzej Rzońca**

pierwsza wersja: 9 lutego 2007 r., ostateczna wersja: 14 maja 2007 r., akceptacja: 21 maja 2007 r.

Streszczenie

W artykule podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, na ile obawy przed wstrząsami zwiększającymi oszczędności i ograniczającymi konsumpcję znajdują uzasadnienie w teorii ekonomii – nawet jeśli pominąć to, co mówi ona o skutkach takich wstrząsów w dłuższej perspektywie. Do analizy wykorzystano proste keynesowskie modele agregatywne, tj. modele, w których analiza ogranicza się do krótkiego okresu. Po pierwsze, określono wynikającą z tych modeli maksymalną skalę spadku produktu w krótkim okresie w reakcji na ujemny wstrząs w prywatnej konsumpcji. Po drugie, wskazano kanały (inne niż prowadzące do dostosowań po stronie cen), które powinny łagodzić bezpośredni negatywny wpływ ujemnych wstrząsów w prywatnej konsumpcji na poziom produktu w krótkim okresie. Po trzecie, pokazano, że spadek prywatnej konsumpcji nie musi prowadzić do obniżenia poziomu produktu, nawet jeżeli założy się całkowitą sztywność cen, a analizę ograniczy do strony popytowej gospodarki.

Słowa kluczowe: oszczędności, konsumpcja, modele agregatywne

Abstract

The article deals with the problem of how strongly fears of negative shocks in consumption are justified by the theory of economics – even if one does not take into account their long term effects. The analysis uses simple Keynesian aggregative models, i.e. models which focus on the short term. The article, firstly, determines the maximal scale of short term drop in product level in the response to negative shock in private consumption, the scale being implied by these models. Secondly, it indicates channels (other than one leading to price adjustments), which are likely to ease direct adverse impact of negative shocks in private consumption on short term product level. Lastly, it shows that such shocks do not necessarily have to lead to lower short term product level, even if one assumes completely sticky prices and restricts the analysis exclusively to the demand side of an economy.

Keywords: saving, consumption, aggregative models

JEL: E12, E22

* Szkoła Główna Handlowa, Kolegium Analiz Ekonomicznych, e-mail: andrzej.rzonca@wp.pl

*„Od niepamiętnych czasów zawarta w przysłow-
wach wiedza nauczała nas cnoty oszczędzania i
ostrzegała przed konsekwencjami rozrzutności i mar-
notrawstwa. Wiedza ta odzwierciedlała zarówno po-
toczną etykę, jak i zwykle sądy roztropności rodzaju
ludzkiego. Zawsze byli jednak rozrzutnicy. I oczywi-
ście zawsze byli też teoretycy, gotowi uzasadnić ich
rozrzutność”*

H. Hazlitt (1993, s. 167)

1. Uwagi wstępne

J.M. Keynes (1936/1985, s. 397) pisał: „Stosunkowo słaba skłonność do konsumpcji [a więc wysoka skłonność do oszczędzania – przyp. autor] przyczynia się do wywołania bezrobocia, gdyż wymaga pojawienia się kompensującej ją masy nowych inwestycji, a nie prowadzi do ich równoczesnego powstania”. Dodał jednak, że „przy pełnym zatrudnieniu słaba skłonność do konsumpcji prowadzi do wzrostu kapitału”. Jego twierdzenie o ujemnych skutkach zwiększonych oszczędności odnosiło się więc jedynie do krótkiego okresu – tak przynajmniej jest ono rozumiane na obecnym stadium rozwoju ekonomii. Nie oznacza to jednak, że nawet przy takim horyzoncie analizy jego zasadność nie może być kwestionowana – i to przy wykorzystaniu modeli charakterystycznych dla ortodoksyjnego keynesizmu. To właśnie jest przedmiotem niniejszego artykułu.

Podobnych kontrowersji nie ma w przypadku długiego okresu – w takim horyzoncie skutki wzrostu oszczędności są, w świetle teorii ekonomii, jednoznacznie pozytywne. W neoklasycznych modelach wzrostu zwiększenie stopy oszczędności prowadzi do podniesienia poziomu produktu, a w modelach endogenicznego wzrostu – stopy wzrostu produktu. Różna siła tego pozytywnego oddziaływania zwiększonych oszczędności na długofalowy rozwój wynika z faktu, że w modelach neoklasycznych wzrost oszczędności oznacza jedynie zwiększenie akumulacji kapitału charakteryzującego się malejącą krańcową produktywnością, podczas gdy w modelach endogenicznego wzrostu uwzględnia się również ucieleśnienie postępu technicznego w kapitale oraz zdolność postępu technicznego do neutralizowania malejącej krańcowej produktywności kapitału (zob. np. Aghion, Howitt 1997; Barro 2003, Weil 2004).

Badania empiryczne zasadniczo potwierdzają pozytywny związek między długofalowym wzrostem gospodarki a oszczędnościami, choć niektóre z badań wskazują na odwrotny kierunek przyczynowości, tj. poziom lub (nawet) stopa wzrostu produktu wpływają na stopę oszczędności (zob. np. Carroll, Weil 1994). Rosnąca liczba badań uwypukla dodatnią zależność

postępu technicznego od oszczędności (zob. np. Aghion et al. 2006). Przypisywanie oszczędnościom pozytywnego znaczenia dla długofalowego rozwoju jest obecnie tak ugruntowane w ekonomii, że niektórzy ekonomiści są skłonni sądzić, że nawet tak pozytywne procesy jak ograniczenie bariery płynności gospodarstw domowych na skutek liberalizacji przepływów kapitału mogą mieć negatywny wpływ na długofalowy wzrost gospodarki, jeśli wiązałyby się z wyraźnym spadkiem stopy oszczędności (zob. np. Jappelli, Pagano 1994).

G. Mankiw (1992a) podsumował wyniki rozwoju teorii i badań empirycznych nad związkami między długofalowym wzrostem gospodarki a oszczędnościami w następujący sposób: „niewielu ekonomistów wierzy dzisiaj, że nadmierne oszczędności zagrażają gospodarce. Zamiast tego niemal wszyscy ekonomiści wierzą obecnie, że dodatkowe oszczędności prowadzą, w długim okresie, raczej do dodatkowych inwestycji niż do niedostatecznego łącznego popytu”.

Zajęcia z podstaw ekonomii nadal jednak koncentrują się na krótkim okresie, dużo mniej miejsca poświęcając długiemu okresowi. Od późnych lat czterdziestych do co najmniej połowy lat dziewięćdziesiątych najpopularniejszym podręcznikiem ekonomii były kolejne wydania podręcznika P. Samuelsona (Samuelson 1948; Samuelson, Nordhaus 1995)¹, w którym długiemu okresowi nie poświęcono choćby jednego (osobnego) rozdziału². Zagadnienie długofalowego wzrostu gospodarczego pojawiło się po raz pierwszy nie na końcu, a na początku w podręczniku G. Mankiwa (1992b), ale był to podręcznik dla studentów średnio zaawansowanych³. Na poziomie podstawowym studentów nadal uczy się przede wszystkim o krótkim okresie. Dowiadują się oni, że ujemny wstrząs w prywatnej konsumpcji, wywołany chęcią gospodarstw domowych do zwiększenia oszczędności, skutkuje spadkiem łącznego popytu i poziomu produktu (i to w skali kilkakrotnie większej od pierwotnego ograniczenia konsumpcji). Nie zmienia natomiast wielkości oszczędności, choć – powodując spadek produktu – podnosi ich przeciętną stopę. Studenci nie zawsze pamiętają założenia prowadzące do takiego wyniku – w tym dwa najbardziej podstawowe, tzn. że wstrząsy w łącznym popycie prowadzą do zmian realnego produktu o takim samym znaku tylko wtedy, gdy ceny są sztywne (a więc co najwyżej w krótkim okresie), oraz że brak zmian wielkości oszczędności jest odzwierciedleniem założenia, iż inwestycje finansowane oszczędnościami mają w tym

¹ Zob. Warsh (2006, s. 383).

² Trzeba zaznaczyć, że z 14. wydania tego podręcznika (z 1992 r.) zagadnienie paradoksu zapobiegliwości zostało usunięte. W podręczniku pozostał jednak schemat analizy pozwalający na wyciągnięcie wniosku o istnieniu takiego paradoksu.

³ Zob. Warsh (2006, s. 386).

rozumowaniu charakter autonomiczny⁴. Wielu studentów kończy naukę ekonomii, nie mając okazji bliżej zapoznać się z teorią wzrostu i długofalowymi konsekwencjami wzrostu oszczędności. Jedyne, co pozostaje im w pamięci, to przekonanie o paradoksie zapobiegliwości.

A. Leijonhufvud (1981) oceniał, że ów paradoks jest „jedną z najbardziej niebezpiecznych i szkodliwych pomyłek, o której kiedykolwiek nauczano jako o powszechnie akceptowanej doktrynie ekonomicznej”⁵. Jeżeli rzeczywiście jest on niebezpieczny, to dlatego, że przekonanie o jego istnieniu jest podzielane przez wiele osób odpowiedzialnych za prowadzenie polityki gospodarczej, mających naturalną skłonność do koncentrowania się na krótkim okresie.

Niniejszy artykuł nie przedstawia empirycznych dowodów na fałszywość twierdzenia o paradoksie zapobiegliwości, lecz ma charakter czysto teoretyczny. W dalszej części artykułu nie ma przy tym żadnych odwołań do długiego okresu. Autor nie dostrzega bowiem poważniejszych nieporozumień co do skutków zwiększonych oszczędności w długim okresie (choć w jego ocenie znajomość teorii wzrostu jest daleko niewystarczająca). Celem artykułu jest przedstawienie, jak w świetle teorii ekonomii wstrząs w prywatnej konsumpcji może wpływać na produkt w krótkim okresie. Innymi słowy, jest to próba odpowiedzi na pytanie, na ile obawy przed wstrząsami zwiększającymi oszczędności i ograniczającymi konsumpcję znajdują uzasadnienie w teorii ekonomii – nawet jeśli pominąć to, co mówi ona o skutkach takich wstrząsów w dłuższej perspektywie.

Do zrealizowania celu przyjętego w artykule posłużono się prostymi keynesowskimi modelami agregatowymi, tj. modelami, w których analiza ogranicza się do krótkiego okresu. Po pierwsze, określono wynikającą z tych modeli maksymalną skalę spadku produktu w krótkim okresie w reakcji na ujemny wstrząs w prywatnej konsumpcji. Po drugie, wskazano kanały (inne niż prowadzące do dostosowań po stronie cen), które powinny łagodzić negatywny bezpośredni wpływ ujemnych wstrząsów w prywatnej konsumpcji na poziom produktu w krótkim okresie. Po trzecie, pokazano, że spadek prywatnej konsumpcji nie musi prowadzić do obniżenia poziomu produktu, nawet jeżeli założy się całkowitą sztywność cen, a analizę ograniczy do popytowej strony gospodarki (innymi słowy pokazano, że elastyczne ceny lub pozytywne zmiany podaży nie są warunkiem koniecznym braku ujemnego wpływu spadku prywatnej konsumpcji na produkt w krótkim okresie).

Analizie poddano następujące proste keynesowskie modele agregatywne:

- model Samuelsona (1948),
- model Hicksa (1937) – Hansena (IS-LM),
- model Mundella (1963) – Fleminga (1962),
- model Mankiwa-Summersa (1984).

W przypadku każdego modelu najpierw przedstawiono algebraiczny wzór, określający zmianę produktu przy wstrząsie w prywatnej konsumpcji, a następnie starano się dodać krótkie uzasadnienie otrzymanych zależności w kategoriach ekonomicznych.

Według mojej najlepszej wiedzy nie przeprowadzono jeszcze analizy podobnej do tej, którą zawiera niniejszy artykuł – choćby tylko dla jednego z prezentowanych tu modeli. Przyczyną tego może być fakt, że do dokładniejszego zbadania paradoksu zapobiegliwości potrzebne jest algebraiczne rozwiązanie modeli, podczas gdy zazwyczaj są one rozwiązywane w sposób graficzny, z wyjątkiem – być może – modelu Samuelsona.

W artykule badane są modele nie w ich pierwotnej postaci, lecz z wszelkimi udoskonaleniami wprowadzonymi w latach późniejszych – np. dzięki wykorzystywaniu ich w dydaktyce⁶. Ani to, ani sposób prezentacji – od modelu uwzględniającego najmniej zależności w gospodarce do modelu zawierającego ich najwięcej – nie oznacza jednak, że moim zamiarem jest dowodzenie, iż modele bardziej złożone są lepsze od modeli prostych. Wprost przeciwnie. W pełni zgadzam się z Miltonem Friedmanem, który stwierdził, że „zadaniem dobrej teorii jest uproszczenie rzeczywistości poprzez zidentyfikowanie głównych sił sprawczych i odrzucenie całej reszty”⁷. Gdybym wyznawał inny pogląd, nie poddawałbym analizie modeli opisywanych przez najwyżej kilka równań, a sięgnąłbym po modele znacznie bardziej złożone. W artykule pokazuję, że nie trzeba uciekać się do złożonych modeli, aby wykazać, iż paradoks zapobiegliwości nie ma mocnych podstaw w teorii ekonomii. Wystarczy dokładniej przyjrzeć się prostym modelom i to takim, których zręby przez długi czas były wykorzystywane do zilustrowania paradoksu zapobiegliwości. Niejako na marginesie głównego przesłania artykułu pokazuję, że im więcej zależności występujących w gospodarce uwzględni się w analizie, tym większe wątpliwości musi budzić ów paradoks. Wniosek ten jest ważny, gdyż zasadniczo większe modele powinny pełniej odzwierciedlać rzeczywistość; w końcu niewierniejszym modelem rzeczywistości jest sama rzeczywistość.

Na koniec artykułu zebrano najważniejsze wnioski z analizy.

⁴ Można więc powiedzieć, że paradoks zapobiegliwości jest konsekwencją przyjęcia specyficznych definicji oszczędności i inwestycji. Więcej nt. krytyki paradoksu zapobiegliwości prowadzonej na płaszczyźnie definicji można znaleźć u J. Ahiakpore (1995).

⁵ Cytat przytaczam za Ahiakporem (1995, s.17).

⁶ W przypadku jednego z modeli, artykuł, w którym opisano go po raz pierwszy, nie zawierał ani jednego równania (zob. Mundell 1963).

⁷ Pogląd ten został przedstawiony w wywiadzie udzielonym B. Snowdonowi i H. Vane'owi (2003, s. 177).

2. Wyniki analizy

2.1. Model Samuelsona

Model Samuelsona (1939; 1948) jest modelem keynesowskim o najprostszej konstrukcji, tj. zawiera najmniej zmiennych i uwzględnia najmniejszą liczbę powiązań między nimi. Zakłada się w nim, że między rynkiem dóbr a rynkiem pieniądza nie występują zależności, które mogłyby wpływać na równowagę na pierwszym z nich⁸. Jedynym rynkiem uwzględnionym w analizie jest rynek dóbr.

W modelu tym między łącznym popytem (i – w rezultacie – produktem) a wstrząsami w prywatnej konsumpcji występuje dodatnia zależność, tzn. ujemny wstrząs w prywatnej konsumpcji prowadzi do spadku produktu. Relację tego spadku do wielkości wstrząsu określa następujący wzór⁹:

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{\frac{\partial \left(\frac{C_a - cT_a + cTr_a + G_a + I_a + Exp_a - Im p_a}{1 - c(1-t) - inv - exp + imp} \right)}{\partial C_a}}{1 - c(1-t) - inv - exp + imp} \quad (S.1)$$

gdzie:

- Y_E – produkt w równowadze,
- C_a – konsumpcja autonomiczna (niezależna od dochodu), której wielkość zmieniła się pod wpływem ujemnego wstrząsu),
- I_a – inwestycje autonomiczne,
- G_a – wydatki rządu na zakup dóbr,
- T_a – podatki autonomiczne,
- Tr_a – transfery,
- Exp_a – eksport autonomiczny,
- Imp_a – import autonomiczny,
- $t \in [0; 1)$ – stopa podatku dochodowego,
- $c \in [0; 1)$ – krańcowa skłonność do konsumpcji,

⁸ Wystarczającym założeniem do osiągnięcia takiego rezultatu jest doskonała nieelastyczność inwestycji lub doskonała elastyczność popytu na realny zasób pieniądza względem stopy procentowej. W pierwszym przypadku inwestycje nie reagują na zmiany stóp procentowych – konieczne przy danym realnym zasobie pieniądza do zachowania równowagi na tym rynku, z której wytrącają go zmiany produktu. W drugim przypadku, niezależnie od zmian na rynku produktu stopy procentowe pozostają stałe i w rezultacie nie wpływają na wielkość inwestycji.

⁹ Pierwszym i najważniejszym krokiem do otrzymania tego wzoru jest określenie produktu w równowadze. Przy sztywnych cenach produkt jest zdefiniowany łącznym popytem, który jest powiększany przez wydatki rządowe na zakup dóbr, prywatną konsumpcję, inwestycje i eksport, a pomniejszany przez import. Z wyjątkiem wydatków rządowych na zakup dóbr każdy strumień składający się na łączny popyt jest w modelu Samuelsona jednocześnie liniową funkcją dochodu (produktu). Aby wyprowadzić wzór na produkt w równowadze, należy przenieść wszystkie wyrażenia zawierające produkt z prawej na lewą stronę równania określającego równowagę na rynku dóbr, wyciągnąć produkt przed nawias i podzielić obie strony równania przez wyrażenie w nawiasie. W wyrażeniu tym współczynniki krańcowej skłonności do strumieni wydatkowych powiększających łączny popyt są poprzedzone znakiem minus. Znak plus znajduje się przed krańcową skłonnością do importu, tj. strumienia, który pomniejsza łączny popyt (takie znaki przed współczynnikami krańcowej skłonności do poszczególnych wydatków są wynikiem przeniesienia wyrażenia, które je zawierały, z prawej na lewą stronę równania określającego równowagę na rynku dóbr).

$inv \in [0; 1)$ – krańcowa skłonność do inwestycji,
 $exp \leq 0$ – krańcowa skłonność do eksportu,
 $imp \geq 0$ – krańcowa skłonność do importu,
 $inv + exp - imp + c(1-t) < 1$ – skutkiem braku takiego ograniczenia byłaby jedna z dwóch sprzeczności: albo produkt w równowadze musiałby być ujemny, gdyby składowe autonomiczne łącznego popytu były dodatnie, albo ujemne musiałby być składowe autonomiczne łącznego popytu, czyli łączny popyt przy zerowym poziomie produktu¹⁰.

Ze wzoru (S.1) wynika, że zależność między produktem w krótkim okresie a konsumpcją jest dodatnia (zob. warunek nałożony na krańcowe skłonności do poszczególnych rodzajów wydatków) i może mieć charakter mnożnikowy, tzn. dana zmiana konsumpcji może wywołać kilkakrotnie silniejszą zmianę produktu. Na zmianę wielkości produktu składają się:

- pierwotna zmiana konsumpcji,
- wzmacniające wpływ pierwotnej zmiany konsumpcji:
 - wtórne zmiany konsumpcji, wynikające z (założonego w modelu) przepływu całego dochodu od przedsiębiorstw do gospodarstw domowych i przeznaczania przez gospodarstwa domowe stałego odsetka dodatkowego dochodu na wydatki konsumpcyjne¹¹,
 - wtórne zmiany inwestycji, będące rezultatem (założonej w modelu) dodatniej zależności wielkości inwestycji od poziomu produktu¹²;
- osłabiające ten wpływ:
 - wtórne zmiany eksportu, odzwierciedlające (założoną w modelu) ujemną zależność wielkości eksportu od poziomu produktu¹³,

¹⁰ Jest to jedyny warunek konieczny do rozwiązania modelu. Pozostałe warunki wprowadza się, aby funkcje poszczególnych strumieni wydatków, gdyby analizować każdą z osobna, miały sens ekonomiczny. Dodatkowo można byłoby wprowadzić warunki ograniczające wartość krańcowej skłonności do eksportu i importu, odpowiednio, od dołu i od góry. Warunki te można jednak w prosty sposób wyprowadzić z pozostałych ograniczeń i dlatego je tu pominięto.

¹¹ Założenie to odzwierciedla dokładnie to, co na temat konsumpcji pisał Keynes. Dostrzegając on, co prawda, wiele czynników wpływających na konsumpcję, m.in.: majątek; stopę, według której gospodarstwa domowe dyskontują przyszłe dochody; przewidywania odnośnie do relacji przyszłych dochodów do bieżącego poziomu dochodu; czynniki subiektywne, takie jak „ostrożność, przezorność, wyrachowanie, poprawa bytu (zadowolenie ze zwiększania wydatków), niezależność, przedsiębiorczość, duma (altruizm międzypokoleniowy), skąpstwo”. Jednak jego zdaniem w krótkim okresie czynniki subiektywne są stałe, a zmiany dochodu stanowią dobre przybliżenie pozostałych (Keynes 1936/1985, s. 116–122 oraz 133–137).

¹² Założenie to można uzasadnić w następujący sposób. Aby można było zwiększyć produkcję, wcześniej muszą wzrosnąć nakłady czynników wytwórczych. Jednym z nich jest kapitał fizyczny. Przy wzroście wielkości produkcji podnosi się zatem również pożądany poziom kapitału i w rezultacie rosną inwestycje (jeden sposób na zwiększenie zasobu kapitału). Z większości badań empirycznych wynika, że obserwowana dynamika produktu jest jedną z najważniejszych determinant wielkości inwestycji – por. np. Chenery (1952), Diamond (1962), Chirinko (1993), Hay, Morris (1991).

¹³ Założenie to można uzasadnić tym, że brak bariery popytu osłabia bodźce do poszukiwania klientów, w tym klientów za granicą.

– wtórne zmiany importu, będące wynikiem (założonego w modelu) dodatniego związku między importem a poziomem produktu¹⁴.

Jeżeli jednak udział zmian poszczególnych strumieni wydatkowych w krótkookresowych wahanach produktu ma być w modelu taki sam jak w rzeczywistości¹⁵, to wykluczony jest mnożnikowy charakter zależności między produktem a wstrząsami w prywatnej konsumpcji. Zarys dowodu tego twierdzenia został pokazany poniżej.

• Udział poszczególnych strumieni wydatkowych w zmianie produktu wywołanej dowolnym wstrząsem w łącznym popycie można zapisać na dwa następujące sposoby¹⁶.

$$\frac{\partial Y_E}{\partial t} = \frac{\partial G_E}{\partial t} + \frac{\partial C}{\partial t} + \frac{\partial I}{\partial t} + \frac{\partial Exp}{\partial t} - \frac{\partial Im p}{\partial t} = \frac{\partial G_E}{\partial t} + c(1-t) \frac{\partial Y_E}{\partial t} + inv \frac{\partial Y_E}{\partial t} + exp \frac{\partial Y_E}{\partial t} - imp \frac{\partial Y_E}{\partial t} \quad (S.2)$$

$$\frac{\partial Y_E}{\partial t} = \frac{\partial G_E}{\partial t} + \frac{\partial C}{\partial t} + \frac{\partial I}{\partial t} + \frac{\partial Exp}{\partial t} - \frac{\partial Im p}{\partial t} = \frac{\partial G_E}{\partial t} + \frac{\partial C}{\partial t} + \frac{\partial I}{\partial t} + \frac{\partial Exp}{\partial t} - \frac{\partial Im p}{\partial t} \quad (S.3)$$

• Zgodnie z równaniem (S.3) zmienność poszczególnych strumieni wydatkowych jest odwrotnie proporcjonalna do ich udziału w produkcie wówczas, gdy strumienie te wpływają z podobną siłą na zmiany produktu¹⁷.

Z równania (S.2) wynika z kolei, że udział poszczególnych strumieni wydatkowych w zmianie produktu jest określony przez krańcową skłonność podmiotów gospodarujących do podejmowania danego

rodzaju wydatku. Poszczególne strumienie wydatkowe wpływają więc z podobną siłą na zmiany produktu tylko wtedy, gdy iloczyn krańcowej skłonności do konsumpcji oraz dopełnienia stopy opodatkowania dochodu do jedności nie przekracza krańcowej skłonności do dokonywania innego dowolnego rodzaju wydatku. Można bezpiecznie przyjąć, że ten iloczyn wynosi co najwyżej 20%, gdyż w większości przypadków taka jest graniczna wartość krańcowej skłonności do inwestycji. Krańcowa skłonność do dowolnego rodzaju wydatku jest zawsze niższa od jego udziału w produkcie, a relacja inwestycji do produktu przeciętnie nie przekracza 20%. Dla takich wartości iloczynu krańcowej skłonności do konsumpcji i dopełnienia stopy opodatkowania dochodu do jedności oraz krańcowej skłonności do inwestycji relacja zmiany produktu do skali wstrząsu w prywatnej konsumpcji może wynosić najwyżej około 1,5 (tę najwyższą wartość przyjmie jedynie wtedy, gdy ani eksport, ani import nie będą zależeć od poziomu produktu).

2.2. Model Hicksa-Hansena

Gospodarka w modelu Hicksa (1937) – Hansena (w modelu IS-LM) ma bardziej złożony charakter niż w modelu Samuelsona (choć w odróżnieniu od modelu Samuelsona jest gospodarką zamkniętą).

• Po pierwsze, nie ogranicza się wyłącznie do rynku dóbr; istnieje również rynek aktywów majątkowych, obejmujący z jednej strony pieniądź, a z drugiej pozostałe aktywa. Popyt na realny zasób pieniądza jest rosnącą funkcją produktu¹⁸ i malejącą funkcją nominalnej stopy procentowej¹⁹. Podaż pieniądza znajduje się pod kontrolą władz monetarnych. Wszystkie niepieniężne aktywa są doskonałymi substytutami. Zgodnie z prawem Walrasa, jeżeli rynek pieniądza znajduje się w równowadze, wówczas i rynki tych aktywów się równoważą.

• Po drugie, bardziej złożoną postać ma funkcja wydatków na rynku dóbr. Inwestycje są nie tylko rosnącą funkcją produktu, ale i malejącą funkcją stopy procentowej²⁰. Od stopy procentowej ujemnie zależą również wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych²¹.

¹⁴ Założenie to można uzasadnić w następujący sposób. Podmioty gospodarujące nie kupują wyłącznie dóbr krajowych. Producenci, konsumenci i rząd mają wybór między dobrami krajowymi i zagranicznymi i korzystają z tej możliwości wyboru; część popytu wylewa się za granicę.

¹⁵ Strumieniem mającym decydujący wpływ na cykliczne wahania produktu są inwestycje, a nie prywatna konsumpcja, mimo że udział inwestycji w produkcie zwykle wynosi zaledwie około 20%, podczas gdy udział prywatnej konsumpcji przekracza 50% (zob. np. Barro 1997, s. 35, 38 i 40).

¹⁶ Równanie S.3 mogłoby opisywać dynamikę produktu nie tylko w równowadze, ale i w trakcie dostosowań przywracających równowagę po wstrząsie. Równanie S.2 mogłoby, ale nie musiało być spełnione poza równowagą. Zarówno do równania S.2, jak i równania S.3 wprowadzono produkt w równowadze (a nie po prostu produkt), ponieważ w całym artykule koncentruję się na zmianie produktu po wszystkich dostosowaniach (charakterystycznych dla krótkiego okresu). Akcentowanie w tym miejscu różnicy w stopniu ogólności, odpowiednio, równania S.3 i większości pozostałych równań uznałem za zbędne.

¹⁷ Z równania S.3 wynika, że wkład poszczególnych strumieni wydatkowych do dynamiki produktu jest zadany iloczynem ich dynamiki oraz ich udziału w produkcie. Gdyby wkład wszystkich strumieni wydatkowych do dynamiki produktu był taki sam (np. wynosił α pkt proc.), to strumienie wydatkowe mające większy udział w produkcie musiałyby zmieniać się odpowiednio słabiej niż strumienie o mniejszym udziale w produkcie. Im większy udział miałby dany strumień w produkcie, tym mniejszą jego zmienność implikowałby zadany wkład każdego ze strumieni wydatkowych do dynamiki produktu – i odwrotnie, im mniejszym udziałem w produkcie charakteryzowałby się dany strumień, tym większa musiałaby być jego zmienność, aby mógł mieć ten sam wkład do dynamiki produktu co pozostałe strumienie.

¹⁸ Założenie to odzwierciedla motyw transakcyjny utrzymywania pieniądza.

¹⁹ Założenie to odzwierciedla motyw spekulacyjny utrzymywania pieniądza (stopy procentowa określa koszt alternatywny utrzymywania zasobu pieniądza).

²⁰ Założenie to można uzasadnić w następujący sposób. Zmiana poziomu kapitału pożądanego przez firmę jest rosnącą funkcją różnicy między krańcową korzyścią z kapitału a krańcowym kosztem jego wynajmu (innymi słowy, tak długo oplaca się zwiększać zasób kapitału, jak długo korzyść z każdej kolejnej jego jednostki przekracza jej koszt). Zmiany stóp procentowych nie mają wpływu na krańcowy produkt kapitału. Są natomiast równoznaczne ze zmianą kosztu wynajmu kapitału.

²¹ Założenie to wynika z ugruntowanego w ekonomii przekonania o występowaniu zależności między oszczędnościami a stopą procentową. Konsumpcja stanowi dopełnienie oszczędności do dochodu dyspozycyjnego gospodarstw domowych; będąc funkcją oszczędności, musi więc jednocześnie być funkcją stopy procentowej.

Relacja zmiany produktu do wstrząsu w wielkości prywatnej konsumpcji, który tę zmianę wywołał, jest zadana następującym wzorem²²:

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{1}{1 - \frac{\partial C}{\partial Y} - \frac{\partial I}{\partial Y} + \left(\frac{\partial C}{\partial r} + \frac{\partial I}{\partial r} \right) \frac{\partial Y}{\partial L} \frac{\partial L}{\partial i}} \quad (\text{HH.1})$$

gdzie:

- Y_E – produkt w równowadze,
- C_a – konsumpcja autonomiczna,
- I – inwestycje,
- r – realna stopa procentowa,
- L – popyt na realny zasób pieniądza,
- i – nominalna stopa procentowa.

Ze wzoru (HH.1) można wyciągnąć następujące wnioski.

- Relacja między zmianą produktu a wstrząsem w prywatnej konsumpcji jest wielkością nieujemną. Po pierwsze bowiem, suma pochodnych konsumpcji i inwestycji względem produktu w równaniu nie może być większa od jedności, jeśli model ma zawsze²³ mieć rozwiązanie. Po drugie, wydatki prywatne i popyt na pieniądź są malejącą funkcją stopy procentowej – iloczyn ich pochodnych względem stopy procentowej musi więc mieć dodatni znak.

- Wartość relacji między zmianą produktu a wstrząsem w prywatnej konsumpcji, będącym źródłem tej zmiany, jest tym bliższa zera, im:

- bardziej elastyczny jest popyt na realny zasób pieniądza względem produktu i mniej elastyczny względem nominalnej stopy procentowej lub
- bardziej elastyczne są wydatki prywatne względem realnej stopy procentowej.

- Relacja przyjmuje tym wyższe wartości, im:
 - mniej elastyczny jest popyt na realny zasób pieniądza względem produktu i bardziej elastyczny względem nominalnej stopy procentowej²⁴,

- mniej wrażliwe są im wydatki prywatne na zmiany realnej stopy procentowej.

Podsumowując, w modelu IS-LM wartość relacji między zmianą produktu a wstrząsem w prywatnej konsumpcji, będącym źródłem tej zmiany, jest – poza przypadkiem pułapki płynności (zob. przypis nr 24) lub niemal doskonałej sztywności planowanych wydatków względem realnej stopy procentowej – niższa niż w modelu Samuelsona²⁵. Obniża ją występowanie zależności, odpowiednio:

- ujemnej między wydatkami prywatnymi i stopą procentową oraz
- dodatniej między stopą procentową i poziomem produktu.

Na skutek tych zależności negatywny wpływ ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji na poziom produktu jest łagodzony przez wzrost wydatków prywatnych wrażliwych na zmiany stopy procentowej. Mechanizm tego stymulowania jest następujący:

- Ujemny wstrząs w prywatnej konsumpcji, ograniczając łączny popyt na rynku dóbr, redukuje również popyt na realny zasób pieniądza. Spada bowiem wartość zawieranych transakcji. Podmioty gospodarujące nie muszą utrzymywać tak dużego jak wcześniej zasobu pieniądza, aby móc równie swobodnie dokonywać płatności za zawarte transakcje.

- Po spadku popytu na realny zasób pieniądza do zachowania wyjściowej równowagi na tym rynku konieczny jest spadek stóp procentowych. Obniża on koszt trzymania pieniądza i w rezultacie sprowadza popyt na pieniądź do wyjściowego poziomu, przy którym równa się on podaży.

- Niższe stopy procentowe mają jednocześnie dodatni wpływ na inwestycje i niektóre wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych.

- Niska elastyczność popytu na realny zasób pieniądza względem stóp procentowych jest równoznaczna z bardzo dużymi zmianami stóp procentowych w procesie przywracania równowagi na rynku pieniężnym (zakłóconej przez pierwotną zmianę produktu, spowodowaną wstrząsem w prywatnej konsumpcji).

- Wysoka elastyczność wydatków prywatnych względem stóp procentowych oznacza, że reagują one silnie nawet na niewielkie zmiany stóp procentowych.

W skrajnym przypadku, gdyby popyt na realny zasób pieniądza okazał się całkowicie niewrażliwy na zmiany stopy procentowej lub wydatki prywatne były doskonale elastyczne względem stopy procentowej, łączny popyt pozostałby - mimo ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji – na wyjściowym poziomie. Zmieniłaby się jego struktura: zwiększyłby się udział wydatków prywatnych, wrażliwych na zmiany stóp procentowych, czyli w szczególności inwestycji.

²² Wzór ten otrzymuje się w wyniku:

- zrózniczkowania względem konsumpcji równania krzywej IS, określającej równowagę na rynku dóbr: $Y_E = C(Y - T_a + Tr_a, r) + I(Y, r) + G_a$

- wprowadzenia do otrzymanej w ten sposób równości pochodnej cząstkowej stopy procentowej względem konsumpcji, wyprowadzonej z równania krzywej LM, definiującej równowagę na rynku pieniądza, po jego uprzednim obustronnym zrózniczkowaniu względem konsumpcji:

$$\frac{M_r}{P_r} = L(i, Y)$$

- dokonania kilku elementarnych przekształceń.

²³ Czyli również wtedy, gdy zmiany stóp procentowych nie mają wpływu na konsumpcję prywatną i inwestycje lub popyt na pieniądź nie zależy od poziomu produktu, albo jest doskonale elastyczny względem stóp procentowych.

²⁴ Przypadek doskonałej elastyczności popytu na pieniądź względem stopy procentowej jest określany w ekonomii terminem „pułapka płynności”. Oznacza ona, że wszelkim zmianom tempa wzrostu podaży pieniądza zawsze towarzyszą równe co do wartości bezwzględnej, a przeciwne co do kierunku zmiany dynamiki prędkości jego obiegu. Popyt na pieniądź, bez jakichkolwiek zmian poziomu stóp procentowych, dostosowuje się do wszelkich zmian w jego podaży (por. np. z pracą: Friedman, Schwartz 1982, s. 42, 48, 51-58). Występowanie pułapki płynności sprowadza wzór (HH.1), określający w modelu IS-LM relację między zmianą produktu a wstrząsem w prywatnej konsumpcji, do postaci znanej z modelu Samuelsona (S.1).

²⁵ Precyzyjnie rzecz ujmując, ta relacja jest jednoznacznie niższa niż w modelu Samuelsona, jeżeli eksport netto w tym ostatnim modelu wykazuje brak wrażliwości na zmiany poziomu produktu.

2.3. Model Mundella-Fleminga

Model Mundella (1963) - Fleminga (1962) jest rozwinięciem modelu IS-LM o przypadek gospodarki otwartej. Spośród dodatkowych założeń najważniejsze są następujące.

- Brak jest jakichkolwiek barier przepływów kapitału. Wszystkie aktywa majątkowe w gospodarce światowej mają charakter doskonałych substytutów. W rezultacie między krajami nie występują różnice poziomu stóp procentowych (po wyłączeniu premii za ryzyko)²⁶.

- Gospodarka jest otwarta na międzynarodową wymianę dóbr. Eksport netto, dodatkowy strumień składający się na łączny popyt, jest malejącą funkcją produktu²⁷. Dodatkowo zależy natomiast od kursu walutowego²⁸.

Z modelu Mundella-Fleminga wynika, że siła wpływu wstrząsu w prywatnej konsumpcji na produkt zależy od reżimu kursowego oraz swobody przepływów kapitału.

W systemie kursu płynnego przy doskonałej mobilności kapitału wstrząs w prywatnej konsumpcji nie ma wpływu na poziom produktu. Aby dojść do tego wniosku, wystarczy obustronnie zróżniczkować względem konsumpcji równanie równowagi na rynku pieniądza (zgodnie z którym rynek pieniądza znajduje się w równowadze, jeżeli podaź pieniądza jest dokładnie równa popytowi na realny zasób pieniądza).

$$\begin{aligned} \frac{\partial \left(\frac{M_a}{P_a} \right)}{\partial C_a} = 0 &= \frac{\partial L(Y, i_a^*)}{\partial C_a} = \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial C_a} + \frac{\partial L}{\partial i_a^*} \frac{\partial i_a^*}{\partial C_a} = \\ &= \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial C_a} + \frac{\partial L}{\partial i_a^*} \cdot 0 = \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial Y}{\partial C_a} \end{aligned} \quad (\text{MF.1})$$

gdzie:

subskrypt a – autonomiczny (parametryczny) charakter zmiennej,

M – podaź pieniądza,

P – poziom cen,

C_a – konsumpcja autonomiczna,

Y – produkt,

i – nominalna stopa procentowa,

* – oznaczenie poziomu danej zmiennej występującego w otoczeniu zewnętrznym.

Ponieważ pochodna popytu na realny zasób pieniądza względem poziomu produktu jest dodatnia, pochodna produktu względem konsumpcji autonomicznej musi być równa zero, jeżeli równanie (MF.1) ma być niesprzeczne.

Kierunek zmian poszczególnych składowych łącznego popytu pod wpływem wstrząsu w prywatnej konsumpcji jest określony przez następujące równanie:

$$\begin{aligned} \frac{\partial Y_E}{\partial C_a} &= \frac{\partial (C + I + G + NX)}{\partial C_a} = \\ &= \frac{\partial (C(Y, r))}{\partial C_a} + \frac{\partial (I(Y, r))}{\partial C_a} + \frac{\partial G_a}{\partial C_a} + \frac{\partial \left(NX \left(Y, \varepsilon \frac{P^*}{P} \right) \right)}{\partial C_a} = \\ &= \left(\frac{\partial C}{\partial Y} + \frac{\partial I}{\partial Y} + \frac{\partial NX}{\partial Y} \right) \cdot 0 + \frac{\partial C}{\partial r} \cdot 0 + \frac{\partial I}{\partial r} \cdot 0 + \frac{\partial C}{\partial C_a} + 0 + \frac{\partial NX}{\partial \left(\varepsilon \frac{P^*}{P} \right)} \frac{\partial \left(\varepsilon \frac{P^*}{P} \right)}{\partial C_a} = 0 \end{aligned} \quad (\text{MF.2})$$

gdzie:

Y_E – produkt w równowadze,

C_a – konsumpcja autonomiczna,

I – inwestycje,

G – wydatki rządu na zakup dóbr,

NX – eksport netto,

r – realna stopa procentowa,

ε – nominalny kurs walutowy w notowaniu bezpośrednim (normalnym),

P – poziom cen,

* – oznaczenie poziomu danej zmiennej występującego w otoczeniu zewnętrznym.

Z równania (MF.2) wynika, że wstrząs w prywatnej konsumpcji jest równoważony przez zmianę o przeciwnym znaku eksportu netto, wynikającą ze zmiany kursu walutowego. Ten brak wpływu wstrząsów w prywatnej konsumpcji na poziom produktu można wyjaśnić w następujący sposób:

- Wstrząs w prywatnej konsumpcji oznacza zmianę – o takim samym znaku – popytu krajowego.

- Zmianie wartości transakcji na rynku krajowym towarzyszy zmiana popytu na realny zasób krajowego pieniądza.

- Przy danej podaży pieniądza zmiana popytu na pieniądź wytwarza presję na zmianę – ponownie o tym samym znaku – stóp procentowych, określających alternatywny koszt trzymania pieniądza. Skutkiem dodatniego wstrząsu w konsumpcji jest więc presja na wzrost stóp procentowych, a ujemnego – na ich spadek.

- Zmiana stóp procentowych powoduje zmianę – o takim samym znaku – popytu zagranicznego na aktywa krajowe. Presja na wzrost krajowych stóp procentowych, wywołana dodatnim wstrząsem w prywatnej konsumpcji, zwiększa go, a presja na ich spadek – rezultat ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji – ogranicza.

- Konsekwencją zmiany popytu zagranicznego na aktywa krajowe jest zmiana (o przeciwnym znaku) kursu walutowego. Po dodatnim wstrząsie w prywatnej konsumpcji następuje aprecjacja, a po ujemnym –

²⁶ Założenie to można uzasadnić w następujący sposób. Gdyby pojawiły się różnice stóp procentowych między krajami, kapitał zacząłby natychmiast przepływać do państw o wyższej stopie zwrotu z aktywów. Wynikiem tych przepływów byłby spadek stopy zwrotu w miejscach napływu kapitału i ich wzrost w miejscach odpływu.

²⁷ Uzasadnienie tego założenia znajduje się w przypisach nr 4 i 5.

²⁸ W notowaniu bezpośrednim, stosowanym w modelu, kurs walutowy odzwierciedla cenę jednostki waluty obcej w walucie krajowej. Jego spadek jest równoznaczny z aprecjacją, a wzrost – z deprecjacją. Ta pierwsza – przy założonej sztywności cen w kraju i za granicą – redukuje cenową konkurencyjność krajowych dóbr na rynkach międzynarodowych, a ta druga podwyższa ją. Ponieważ przyjmuje się, że dobra krajowe i zagraniczne są bliskimi substytutami, ich cena ma poważny wpływ na wielkość zgłaszanego na nie popytu.

deprecjacja. Aprecjacje powodują zakupy waluty krajowej przez podmioty zagraniczne, chcące nabyć aktywa krajowe. Do deprecjacji dochodzi na skutek wymiany przez inwestorów na waluty obce środków, uzyskanych ze sprzedaży aktywów krajowych.

- Przepływy kapitału trwają tak długo, aż stopy procentowe krajowe i zewnętrzne ponownie się zrównają. Różnica między stopami znika, gdy przepływy kapitału zbilansują nierównowagę między krajowymi oszczędnościami oraz inwestycjami. Napływ kapitału w pełni pokryje lukę między tymi wielkościami, powstałą w wyniku dodatniego wstrząsu w prywatnej konsumpcji, a odpływ kapitału zrówna się z nadwyżką (równą ujemnemu wstrząsowi w prywatnej konsumpcji) pierwszej z tych wielkości nad drugą.

- Zmiany kursu walutowego skutkują zmianą (o takim samym znaku) eksportu netto, równą co do modułu zmianie salda kapitałowego. Aprecjacji towarzyszy pogorszenie eksportu netto, a deprecjacji – jego poprawa. W wyniku aprecjacji strony dobra krajowe stają się droższe dla odbiorców zewnętrznych, a dobra zagraniczne okazują się tańsze dla nabywców krajowych. Deprecjacja natomiast podnosi cenową konkurencyjność dóbr krajowych, a obniża – dóbr zagranicznych.

- Nie odwołując się do wpływu zmian kursu walutowego na eksport netto, zmiany tego ostatniego, wywołane wstrząsami w prywatnej konsumpcji, można wyjaśnić oddziaływaniem tych wstrząsów na przepływy kapitału. Napływ kapitału spowodowany dodatnim wstrząsem w prywatnej konsumpcji z jednej strony zwiększa możliwości finansowania importu dóbr zagranicznych przez podmioty krajowe, a z drugiej strony ogranicza możliwości finansowania importu dóbr krajowych przez podmioty zagraniczne. Odwrotne skutki ma odpływ kapitału – wynik ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji.

- Zmiana eksportu netto przywraca łączny popyt i – w rezultacie – produkt do poziomu sprzed wystąpienia wstrząsu w prywatnej konsumpcji.

Nieco inaczej jest w gospodarce, w której występują bariery przepływu kapitału. Inwestorzy, choć nadal reagują na zmiany stóp zwrotu, nie mogą przenosić całości swojego majątku w miejsca lub z miejsc, w których, odpowiednio, podniosła się lub obniżyła stopa zwrotu. W rezultacie różnice poziomu stóp procentowych, pojawiające się między krajami, mogą utrzymywać się przez dłuższy czas. W takich warunkach relacja zmiany produktu do wstrząsu w prywat-

nej konsumpcji, który tę zmianę wywołał, jest określona następującym wzorem²⁹.

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{1}{1 - \left(\frac{\partial C}{\partial Y} + \frac{\partial I}{\partial Y} \right) + \frac{\partial L}{\partial i} \left(\frac{\partial C}{\partial r} + \frac{\partial I}{\partial r} - \frac{\partial CB(i-i^*)}{\partial i} \right)}$$

(MF.3)

gdzie:

 Y_E – produkt w równowadze, C_a – konsumpcja autonomiczna, I – inwestycje, L – popyt na realny zasób pieniądza, i – nominalna stopa procentowa, r – realna stopa procentowa,

CB – saldo obrotów kapitałowych (w warunkach płynnego kursu walutowego równe, ze znakiem przeciwnym, eksportowi netto),

* – oznaczenie poziomu danej zmiennej występującego w otoczeniu zewnętrznym.

Z równania (MF.3) płyną następujące wnioski.

- W warunkach braku doskonałej mobilności kapitału zmiana produktu wywołana wstrząsem w prywatnej konsumpcji przyjmuje znak wstrząsu. Wyrażenie określające relację zmiany produktu do wielkości wstrząsu jest zawsze dodatnie, bo suma pochodnych konsumpcji i inwestycji względem produktu jest mniejsza od jedności³⁰. Pochodne konsumpcji i inwestycji względem realnej stopy procentowej są ujemne, podobnie jak pochodna wartości przeciwnej do salda kapitałowego po nominalnej stopie procentowej. Pochodna popytu na pieniądź względem produktu jest dodatnia, a względem nominalnej stopy procentowej – ujemna.

- Skala oddziaływania wstrząsów w prywatnej konsumpcji na produkt zależy od stopnia swobody przepływu kapitału. Im większa jest ta swoboda, tym bliższa zera jest wartość relacji zmiany produktu do wielkości wstrząsu. Jednak niezależnie od stopnia swobody przepływu kapitału, jeżeli tylko ona istnieje, relacja ta jest mniejsza niż w gospodarce zamkniętej (wartość mianownika w wyrażeniu po prawej stronie równania MF.3 jest większa niż w równaniu HH.1).

Przy sztywnym kursie walutowym wstrząsy w prywatnej konsumpcji nie powodują podobnej sekwencji zdarzeń jak w warunkach kursu płynnego. Relacja zmiany produktu do wielkości wstrząsu jest określona podobnym równaniem jak w modelu Samuelsona.

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{1}{1 - \left(\frac{\partial C}{\partial Y} + \frac{\partial I}{\partial Y} + \frac{\partial NX}{\partial Y} \right)}$$

(MF.4)

gdzie:

 Y_E – produkt w równowadze,

C_a – konsumpcja autonomiczna (niezależna od dochodu), której wielkość zmieniła się pod wpływem ujemnego wstrząsu),

²⁹ Wzór ten otrzymuje się w wyniku:

- zróżniczkowania względem konsumpcji równania krzywej IS, określającej równowagę na rynku dóbr:

$$Y_E = C + I + G + NX = C + I + G - CB = C(Y, T_a, T_r, r) + I(Y, r) + G_a - CB(i - i^*)$$

- wprowadzenia do otrzymanej w ten sposób równości pochodnej cząstkowej stopy procentowej względem konsumpcji, wyprowadzonej z równania krzywej LM, definiującej równowagę na rynku pieniądza, po jego uprzednim obustronnym zróżniczkowaniu względem konsumpcji:

$$\frac{M_r}{P_r} = L(i, Y)$$

- dokonania kilku elementarnych przekształceń.

³⁰ Por. z analizą równania (HH.1).

I – inwestycje,
 NX – eksport netto.

To podobieństwo można wyjaśnić w następujący sposób:

- Bank centralny przestaje kontrolować podaż pieniądza. Przepływy kapitału, wywołane wstrząsami w prywatnej konsumpcji, zmuszają bank centralny do interwencji przeciwdziałających zmianie kursu walutowego.
- W rezultacie bank centralny dostosowuje podaż pieniądza do zgłaszanego popytu. Niezależnie od tego, jak bardzo zmienia się popyt na pieniądź na skutek wstrząsu w prywatnej konsumpcji, tak samo musi zmienić się jego podaż, jeżeli kurs walutowy ma pozostać bez zmian.
- Nie zmieniają się:
 - kurs walutowy – więc zostają utrzymane relacje cenowe dóbr krajowych i zagranicznych; wstrząsy w prywatnej konsumpcji nie powodują żadnych zmian eksportu netto za pośrednictwem kanału kursowego;
 - poziom stóp procentowych – a zatem wielkość wydatków prywatnych wrażliwych na zmiany stóp pozostaje na wyjściowym poziomie.

2.4. Model Mankiwa-Summersa

Gregory Mankiw oraz Lawrence Summers (1984) wprowadzili do modelu IS-LM zmodyfikowaną funkcję popytu na realny zasób pieniądza. Przyjęli, że nie zależy on jedynie od popytu na rynku dóbr, lecz reaguje na zmiany jego struktury, przy czym największą wrażliwość wykazuje na zmiany poziomu konsumpcji. Taka specyfikacja tej funkcji pełniej odzwierciedla zależności zachodzące w rzeczywistej gospodarce. Poszczególne rodzaje podmiotów gospodarujących mogą bowiem cieszyć się różnym zaufaniem jako płatnicy. W rezultacie, aby swobodnie zawierają transakcje o określonej wartości, często są zmuszone utrzymywać różne zasoby pieniądza.

Ta niewielka różnica w założeniach mocno zmieniła wnioski dotyczące wpływu wstrząsu w prywatnej konsumpcji na poziom produktu. W modelu Mankiwa-Summersa relacja zmiany produktu do wielkości wstrząsu wywołującego tę zmianę jest zadana następującym wzorem (por. ze wzorem HH.1)³¹.

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{-\frac{\partial I}{\partial r} \left(\frac{\partial L}{\partial C} - \frac{\partial L}{\partial I} \right) + \frac{\partial L}{\partial i}}{\left(1 - \frac{\partial C}{\partial Y} - \frac{\partial I}{\partial Y} \right) \left(\frac{\partial L}{\partial C} \frac{\partial C}{\partial r} + \frac{\partial L}{\partial I} \frac{\partial I}{\partial r} + \frac{\partial L}{\partial i} \right) + \left(\frac{\partial C}{\partial r} + \frac{\partial I}{\partial r} \right) \left(\frac{\partial L}{\partial C} \frac{\partial C}{\partial Y} + \frac{\partial L}{\partial I} \frac{\partial I}{\partial Y} \right)} \quad (\text{MS.1})$$

³¹ Wzór ten otrzymuje się w wyniku:

- zróżniczkowania względem konsumpcji równania krzywej IS, określającej równowagę na rynku dóbr:

$$Y_E = C(Y - T_r + T_r, r) + I(Y, r) + G_a$$

- wprowadzenia do otrzymanej w ten sposób równości pochodnej cząstkowej stopy procentowej względem konsumpcji, wyprowadzonej z równania krzywej LM, definiującej równowagę na rynku pieniądza, po jego uprzednim obustronnym zróżniczkowaniu względem konsumpcji:

$$\frac{M}{P} = L(i, C, I, G)$$

- dokonania kilku elementarnych przekształceń.

gdzie:

Y_E – produkt w równowadze,
 C_a – konsumpcja autonomiczna,
 I – inwestycje,
 r – realna stopa procentowa,
 L – popyt na realny zasób pieniądza,
 i – nominalna stopa procentowa.

Mianownik wyrażenia określającego tę relację jest ściśle mniejszy od zera, bo stanowi sumę dwóch ujemnych składników – iloczynów wielkości dodatniej oraz ujemnej.

• Wyrażenie w pierwszym nawiasie jest większe od zera. Suma krańcowej skłonności do konsumpcji oraz do inwestycji jest bowiem mniejsza od jedności.

• Wyrażenie w drugim nawiasie jest sumą trzech wielkości ujemnych lub przynajmniej niedodatnich. Pochodne popytu na realny zasób pieniądza po konsumpcji oraz po inwestycjach są większe od zera. Tworzą one iloczyny z pochodnymi konsumpcji oraz inwestycji po stopie procentowej, które są mniejsze od zera, a przynajmniej niedodatnie. Zawsze mniejsza od zera jest natomiast pochodna popytu na realny zasób pieniądza względem stopy procentowej.

• Wyrażenie w trzecim nawiasie jest sumą wielkości niedodatniej i ujemnej. Pochodna konsumpcji po stopie procentowej jest nie większa od zera, a pochodna inwestycji po stopie procentowej jest mniejsza od zera.

• Wszystkie elementy w czwartym nawiasie są większe, a przynajmniej nie mniejsze od zera. Pochodne popytu na realny zasób pieniądza po konsumpcji oraz inwestycjach są większe od zera. Większa od zera jest także krańcowa skłonność do konsumpcji. Krańcowa skłonność do inwestycji jest nie mniejsza od zera.

Zmiana produktu wywołana wstrząsem w prywatnej konsumpcji przyjmuje znak wstrząsu wtedy i tylko wtedy, gdy jest spełniona następująca zależność:

$$-\frac{\partial I}{\partial r} \left(\frac{\partial L}{\partial C} - \frac{\partial L}{\partial I} \right) + \frac{\partial L}{\partial i} < 0 \quad (\text{MS.2})$$

gdzie:

I – inwestycje,
 r – realna stopa procentowa,
 L – popyt na realny zasób pieniądza,
 C – konsumpcja,
 i – nominalna stopa procentowa.

Nierówność (MS.2) można zapisać w następującej formie³²:

³² Przy dzieleniu stronami nierówności (MS.2) przez poprzedzoną znakiem minus pochodną inwestycji względem stopy procentowej kierunek nierówności pozostaje bez zmian, gdyż pochodna inwestycji po stopie procentowej sama w sobie jest wielkością ujemną (a więc poprzedzenie jej znakiem minus powoduje, że dzielnik staje się dodatni).

$$\frac{\partial L}{\partial C} - \frac{\partial L}{\partial I} < \frac{\frac{\partial L}{\partial i}}{\frac{\partial I}{\partial r}} \quad (\text{MS.3})$$

Z tej ostatniej nierówności wynika, że aby zmiana produktu oraz wstrząs w prywatnej konsumpcji, który tę zmianę wywołał, miały ten sam znak, muszą być spełnione następujące warunki:

- Gospodarstwa domowe powinny móc dokonywać płatności na podobnych zasadach jak przedsiębiorstwa (tzn. charakteryzować się podobną wiarygodnością jako płatnicy).

- Zmiany stóp procentowych powinny prowadzić do możliwie dużych zmian popytu na realny zasób pieniądza.

- Inwestycje powinny wykazywać niewielką wrażliwość na zmiany stóp procentowych.

Jeżeli chociaż jeden z tych warunków nie jest spełniony, wtedy zmiana produktu może ostatecznie przyjąć znak przeciwny do znaku wstrząsu w prywatnej konsumpcji. Taką (możliwą) ujemną zależność między zmianą produktu a wstrząsem w prywatnej konsumpcji można wyjaśnić w następujący sposób.

- Wstrząsowi w konsumpcji towarzyszy zmiana o takim samym znaku popytu na realny zasób pieniądza. Zmiana ta jest silniejsza niż w przypadku zmian strumieni innych niż konsumpcja składających się na łączny popyt na rynku dóbr.

- Aby przy stałej podaży pieniądza zachować równowagę na rynku pieniądza, stopy procentowe muszą się zmienić w tym samym kierunku co konsumpcja. Ta zmiana jest tym silniejsza, im słabiej popyt na pieniądź zależy od poziomu stóp.

- Zmiana stóp procentowych prowadzi do zmiany – o przeciwnym znaku – konsumpcji i przede wszystkim inwestycji.

- Zmiana konsumpcji i (w głównej mierze) inwestycji, wywołana zmianą stóp procentowych, prowadzi do odwrócenia kierunku zmian stóp.

- Ponieważ jednak popyt na realny zasób pieniądza z różną siłą reaguje na zmiany poszczególnych strumieni składowych łącznego popytu na rynku dóbr, w tym szczególnie silnie zależy od poziomu konsumpcji, wysokość stóp procentowych może się różnić od wyjściowej, nawet jeżeli łączny popyt na rynku dóbr powróciłby do poziomu sprzed wystąpienia wstrząsu w prywatnej konsumpcji. Aby tak się stało, inwestycje powinny wykazywać możliwie dużą wrażliwość na zmiany stóp procentowych, a jednocześnie możliwie słabo wpływać na popyt na pieniądź.

- Przy stopach procentowych różniących się od swojego wyjściowego poziomu możliwe są dalsze dostosowania wydatków prywatnych, wrażliwych na ich wysokość. W rezultacie może się okazać, że zmiana łącznego popytu i wstrząs w prywatnej konsumpcji będą miały przeciwne znaki.

Wprowadzenie funkcji popytu na realny zasób pieniądza, zaproponowanej przez Mankiwa i Summersa, do modelu Mundella-Fleminga modyfikuje relację zmiany produktu do wielkości wstrząsu w prywatnej konsumpcji, będącego źródłem tej zmiany, w przypadku płynnego kursu walutowego³³. Przekształca wzór określający tę relację do następującej postaci³⁴:

$$\frac{\partial Y_E}{\partial C_a} = \frac{\frac{\partial L}{\partial NX} - \frac{\partial L}{\partial C}}{\frac{\partial L}{\partial NX} \left(1 - \frac{\partial I}{\partial Y}\right) + \left(\frac{\partial L}{\partial C} - \frac{\partial L}{\partial NX}\right) \frac{\partial C}{\partial Y} + \frac{\partial L}{\partial I} \frac{\partial I}{\partial Y}} \quad (\text{MS.4})$$

gdzie:

Y_E – produkt w równowadze,

C_a – konsumpcja autonomiczna,

L – popyt na realny zasób pieniądza,

NX – eksport netto,

I – inwestycje.

Mianownik wyrażenia (MS.4), którym zadana jest ta relacja, jest jednoznacznie dodatni. Jest bowiem sumą trzech iloczynów, w których wszystkie czynniki są dodatnie. O znaku relacji decyduje więc znak licznika, a ten jest ujemny, bo – zgodnie z założeniami modelu – wrażliwość popytu na pieniądź na zmiany w dowolnym strumieniu popytowym, innym niż konsumpcja, jest mniejsza od jego wrażliwości na zmiany konsumpcji.

W gospodarce otwartej o płynnym kursie walutowym, w której popyt na realny zasób pieniądza, zgłaszany przez poszczególne rodzaje podmiotów gospodarujących, wykazuje różną wrażliwość na zmiany wartości transakcji, zmiana produktu wywołana wstrząsem w prywatnej konsumpcji przyjmuje ostatecznie znak przeciwny do znaku wstrząsu. To, co było możliwe w gospodarce zamkniętej, w gospodarce otwartej jest więc pewne³⁵. W kategoriach ekonomicznych ujemny znak relacji zmiany produktu do wstrząsu w prywatnej konsumpcji można wyjaśnić w następujący sposób.

- Popyt na realny zasób pieniądza charakteryzuje się – zgodnie z założeniem Mankiwa i Summersa – szczególną wrażliwością na zmiany konsumpcji. Wstrząsy w konsumpcji wywołują więc silną presję na zmianę stóp procentowych.

³³ Przy sztywnym kursie walutowym postać funkcji popytu na realny zasób pieniądza nie ma wpływu na wartość relacji zmiany produktu do wielkości wstrząsu w prywatnej konsumpcji, będącego źródłem tej zmiany. Gdyby bank centralny kontrolował kurs walutowy, musiałby dostosowywać podaż pieniądza do popytu na pieniądź, niezależnie od tego, jak mocno ten ostatni zmieniałby się na skutek wstrząsu w prywatnej konsumpcji.

³⁴ Wzór ten otrzymuje się w wyniku:

- zróżniczkowania względem konsumpcji równania określającego równowagę na rynku pieniądza: $\frac{M}{P} = L(C, I, G, NX, i)$

- odjęcia stronami tak otrzymanej równości od równania równowagi na rynku dóbr, zróżniczkowanego po konsumpcji, dodatkowo przemnożonego obustronnie przez pochodną popytu na pieniądź względem eksportu netto: $Y_c = C(Y, r) + I(Y, r) + G_c + NX(Y, r, \frac{P}{F})$

- dokonania kilku prostych przekształceń.

³⁵ Prawdziwość tego stwierdzenia zależy krytycznie od założenia o doskonałej mobilności kapitału.

- Aby stopy procentowe powróciły do wyjściowego poziomu, skala przepływów kapitału musi być, inaczej niż w standardowym modelu Mundella-Fleminga, nie równa, lecz większa od pierwotnej zmiany łącznego popytu na rynku dóbr, spowodowanej wstrząsem w konsumpcji.

- Ponieważ przy płynnym kursie walutowym zmiana salda kapitałowego jest równoznaczna ze zmianą o takiej samej wartości, lecz przeciwnym znaku eksportu netto, pierwotna zmiana łącznego popytu, wywołana wstrząsem, jest więcej niż równoważona przez zmianę – o przeciwnym znaku – eksportu netto.

3. Główne wnioski

W tabeli 1 przedstawiono wnioski z analizowanych modeli na temat wpływu ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji na produkt i wybrane strumienie wydatków, tj. inwestycje oraz eksport netto.

Oznaczenia do tabeli:

„-” zmniejszenie strumienia,

„+” jego wzrost,

„+/-” brak jednoznacznej reakcji,

„0” brak zmian.

Pod tabelą zamieszczono krótką informację nt. źródeł zmian inwestycji oraz eksportu netto.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że z paradoksem zapobiegliwości wiąże się istotny paradoks: jest on przedmiotem nauczania na podstawowym kursie ekonomii, ale bliższe przyjrzenie się modelom, które są wykorzystywane do jego zilustrowania, bądź uwzględnienie w nich nieco większej liczby zależności występujących w gospodarce prowadzi do wniosku, że jest on co najwyżej bardzo słaby, jeśli w ogóle występuje. Bez ryzyka większego nadużycia można powiedzieć, że paradoks zapobiegliwości istnieje *paradoksalnie* wyłącznie w niektórych podręcznikach do podstaw ekonomii oraz w głowach części osób odpowiedzialnych za prowadzenie polityki gospodarczej. Jako taki powinien przestać być wykładany – tak jak w latach dziewięćdziesiątych zniknął z podręcznika ekonomii P. Samuelsona, który wcześniej walczył przyczynił się do jego rozpropagowania. Gdyby studenci mieli nadal być uczeni o nim, to chyba tylko dlatego, aby pokazać im jego słabości, a tym samym zwrócić ich uwagę na rafa, na które natrafiała i nadal może natrafiać ekonomia w toku swojego rozwoju. Chciałbym, aby mój artykuł był przyczynkiem takiej zmiany sposobu wykładania podstaw ekonomii. Nie mniej jednak oceniać, na ile to moje oczekiwanie jest osiągalne. Ocenę pozostawiam Czytelnikom.

Tabela 1. Wpływ ujemnego wstrząsu w prywatnej konsumpcji na produkt i na wybrane strumienie wydatków w prostych keynesowskich modelach agregatowych

L.p.	Model	Cechy gospodarki	Kierunek zmiany produktu, w tym			Dodatkowe uwagi
			inwestycji	eksportu netto		
1.	Samulesona	gospodarka zamknięta	-	-*		relacja zmiany produktu do wielkości wstrząsu w prywatnej konsumpcji nie większa od 1,5
		gospodarka otwarta	-	-*	+ [#]	relacja mniejsza od 1,5
2.	Hicksa-Hansena	gospodarka zamknięta	-	+/-**		relacja mniejsza niż w modelu Samuelsona o gospodarce zamkniętej
3.	Mundella-Fleminga	gospodarka otwarta o płynnym kursie walutowym i doskonałej mobilności kapitału	0	0	+ [#]	
		gospodarka otwarta o płynnym kursie walutowym i barierach dla przepływu kapitału	-	+/-**	+ ^{###}	relacja mniejsza niż w modelu Hicksa
		gospodarka otwarta o sztywnym kursie walutowym	-	-*	+ [#]	relacja taka jak w modelu Samuelsona o gospodarce otwartej
4.	Mankiwa-Summersa	gospodarka zamknięta	+/-	+/-***		dotatnia relacja możliwa przy słabym wpływie stóp procentowych na popyt na pieniądź i możliwie silnym na inwestycje
		gospodarka otwarta o płynnym kursie walutowym i doskonałej mobilności kapitału	+	+****	+ [#]	
		gospodarka otwarta o płynnym kursie walutowym i barierach dla przepływu kapitału	+/-	+/-***	+ [#]	relacja mniejsza niż w modelu Mundella-Fleminga
		gospodarka otwarta o sztywnym kursie walutowym	-	-*	+ [#]	relacja taka jak w modelu Samuelsona o gospodarce otwartej

* Na inwestycje oddziałuje wyłącznie ujemny efekt akceleracji.

** Efekt akceleracji działa w kierunku zmniejszenia inwestycji, a efekt stóp procentowych w kierunku ich zwiększenia.

*** Kierunek oddziaływania efektu akceleracji na inwestycje zależy od siły dodatniego efektu stóp procentowych.

**** W kierunku zwiększenia inwestycji oddziałuje efekt akceleracji, efekt stóp procentowych jest zerowy.

Źródłem poprawy eksportu netto jest spadek popytu krajowego.

Źródłem poprawy eksportu netto jest deprecjacja waluty krajowej.

Źródłem poprawy eksportu netto są spadek popytu krajowego i deprecjacja waluty krajowej.

Źródło: zestawienie własne.

Bibliografia

- Aghion P, Howitt P. (1997), *Endogenous Growth Theory*, The MIT Press, Cambridge
- Aghion P, Comin D., Howitt P. (2006), *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?*, "Working Paper", No. 12275, NBER, Cambridge.
- Ahiakpor J. (1995), *A paradox of thrift or Keynes's misrepresentation of saving in the classical theory of growth?*, "Southern Economic Journal", Vol. 62, No. 1, s. 16-33.
- Barro R.J. (1997), *Makroekonomia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Barro R. (2003), *Economic Growth*, The MIT Press, Cambridge.
- Carroll Ch., Weil D. (1994), *Saving and Growth: A Reinterpretation*, "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy", Vol. 40, June, s. 133-192.
- Chenery H.B. (1952), *Overcapacity and the acceleration principle*, "Econometrica", Vol. 20, No. 1, s. 1-28.
- Chirinko R.S. (1993), *Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results and policy implications*, "Journal of Economic Literature", Vol. 31, No. 4, December, s. 1875-1911.
- Diamond J.J. (1962), *Further development of the distributed lag investment function*, "Econometrica", Vol. 30, No. 4, s. 788-800.
- Fleming M.J. (1962), *Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates*, "IMF Staff Papers", Vol. 9, No. 3, s. 369-379.
- Friedman M., Schwartz A. J. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Hay D.A., Morris D.J. (1991), *Industrial economics and organization: theory and evidence*, Oxford University Press, Oxford.
- Hazlitt H. (1993), *Ekonomia w jednej lekcji*, Wydawnictwo Znak, Kraków.
- Hicks J.R. (1937), *Mr Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation*, "Econometrica", Vol. 5, No. 2, s. 147-159.
- Jappelli T. Pagano M (1994), *Saving, Growth, and Liquidity Constraints*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 109, No. 1, s. 83-109.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London.
- Keynes J.M. (1985), *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Leijonhufvud A. (1981), *Information and Coordination*, Oxford University Press, New York.
- Mankiw G., Summers L. (1984), *Are Tax Cuts Really Expansionary?*, "Working Paper", No. 1443, NBER, Cambridge.
- Mankiw G. (1992a), *The reincarnation of Keynesian economics*, "European Economic Review", Vol. 36, No. 2-3, s. 559-565.
- Mankiw G. (1992b), *Macroeconomics*, Worth Publishers, New York.
- Mundell R. (1963), *Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates*, "Canadian Journal of Economics and Political Science", Vol. 29, No. 4, s. 475-485.
- Samuelson P. (1939), *A synthesis of the principle of acceleration and the multiplier*, "Journal of Political Economy", Vol. 47, No. 6, December, s. 786-797.
- Samuelson P. (1948), *Economics*, McGraw Hill, New York.
- Samuelson P., Nordhaus W. D. (1995), *Ekonomia 1*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Snowdon B., Vane H. (2003), *Rozmowy z wybitnymi ekonomistami*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Wydawnictwo Bellona, Warszawa.
- Warsh D. (2006), *Knowledge and the wealth of nations. A story of economic discovery*, W.W. Norton&Company, New York, London.
- Weil D. (2004), *Economic growth*, Addison Wesley, Boston.

Instrumenty pochodne na islamskim rynku finansowym

Derivative Instruments on the Islamic Financial Market

*Dariusz Piotrowski**

pierwsza wersja: 20 lutego 2007 r., ostateczna wersja: 21 marca 2007 r., akceptacja: 3 kwietnia 2007 r.

Streszczenie

W finansach islamskich muszą być przestrzegane zasady *szari'atu*. Powoduje to, że znane z zachodnich rynków konstrukcje instrumentów pochodnych w większości przypadków nie mogą być wykorzystywane w krajach muzułmańskich. Finansiści, korzystając ze wsparcia uczonych – przedstawicieli szkół *szari'atu*, opracowują nowoczesne instrumenty finansowe oparte na tradycyjnych technikach finansów islamskich. W artykule zaprezentowano różne poglądy na temat podstawowych cech derywatów, takich jak: instrument bazowy, sposób rozliczenia transakcji, możliwość wcześniejszego zamknięcia transakcji przed terminem wygaśnięcia. Przedstawiono także obecną sytuację, w tym obowiązujące regulacje i ofertę usługową na rynku islamskich derywatów w kilku wybranych krajach.

Słowa kluczowe: finanse islamskie, islamskie instrumenty pochodne

Abstract

The Islamic finance sector has witnessed enormous development. This is the case with the derivatives market as well. Derivatives are now being increasingly applied to Shariah compliant products, which presents exciting opportunities for issuers and investors alike. This paper examines the Islamic viewpoint on the new instruments and shows contracts currently used in Islamic finance that may be regarded as derivatives. The validity and permissibility of these instruments appears to vary by scholar. Most scholars agree that, in principle, futures and option contracts may be compatible with Shariah principles. They suggest that derivatives should be used for hedging and arbitrage. What raises objections is the application of these instruments for purely speculative purposes.

Keywords: Islamic finance, Islamic derivatives

JEL: G15, G32

* Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Katedra Zarządzania Finansami, e-mail: dariusz@econ.uni.torun.pl

W ostatnich kilkunastu latach obserwuje się znaczny postęp w finansach islamskich¹. Według prognoz Moody's Investors Service, a także innych ośrodków w najbliższych latach roczne tempo wzrostu całego rynku będzie się utrzymywało na poziomie 10–15% (Lane 2006). W pewnych kręgach społeczeństw zachodnich wzrasta świadomość istnienia tego rynku. Produkty finansów islamskich, czyli zgodnych z wymogami *szari'atu*², są obecnie oferowane w ponad 60 krajach. Do czynników, które powodują wzrost zainteresowania i przyciąganie kapitału na te obszary, z pewnością należą: odmienność, egzotyka islamskich instrumentów finansowych, a także znaczny potencjał rozwoju rynku.

W wartościach bezwzględnych rynki finansowe krajów muzułmańskich, jak też rynek islamskich produktów w innych krajach świata pozostają niewielkie. Szacuje się, że aktywa będące w posiadaniu islamskich banków oraz ulokowane w zgodne z *szari'atem* instrumenty oferowane przez konwencjonalne banki wynoszą ponad 400 mld USD (Aziz 2006b). Rynek islamskich funduszy inwestycyjnych (na świecie działa ich ponad 250) jest oceniany na ponad 300 mld USD, natomiast rynek *sukuk* – instrumentów przypominających obligacje – osiągnął poziom 50 mld USD (Aziz 2006a). Z kolei setki spółek, które pozytywnie przeszły screening przeprowadzany przez komitety *szari'atu* działające przy giełdach, tworzy wyceniany na wiele miliardów dolarów islamski rynek akcji.

Jednym z najszybciej rozwijających się segmentów rynku kapitałowego we współczesnych dojrzałych gospodarkach jest rynek instrumentów pochodnych. Ponieważ banki, rynki akcji i papierów dłużnych w krajach muzułmańskich funkcjonują na szerszą skalę od lat 90., warto zbadać, czy i w jakim zakresie działają tam również rynki instrumentów pochodnych. W tym celu w artykule omówiono regulacje wpływające na kształt omawianego rynku, opierające się na Koranie, sunnie oraz innych źródłach prawa, jak choćby rekomendacje Fiqh Akademii w Jeddah³. Następnie na przykładzie kilku rynków zaliczanych do czołówki w państwach muzułmańskich ze względu na wielkość transakcji i zakres oferty usługowej, ukazano zasady konstrukcji wybranych derywatów i obrotu nimi. Należy w tym miejscu dodać, że na islamskim rynku finansowym handluje się instrumentami, których konstrukcja różni się od tradycyjnych instrumentów pochodnych. Powszechnie jednak finansiści stosują określenie islamskie derywaty.

Zdaniem autora perspektywy rozwoju rynku islamskich instrumentów pochodnych są obiecujące. Świadczy o tym wysoki poziom zaangażowania uczestników rynku w tworzenie konstrukcji odpowiadających wymogom *szari'atu*, a także wzrastająca wśród praktyków gospodarczych z krajów muzułmańskich świadomość funkcji realizowanych przez instrumenty pochodne. Nie bez znaczenia jest także popyt na nowe rozwiązania finansowe zgłaszany przez zachodnie instytucje finansowe, inwestujące w krajach muzułmańskich, oraz przedstawiciele społeczności muzułmańskiej zamieszkującej Europę i Amerykę Północną. Aby jednak pożądane zmiany nabrały właściwego tempa, należy przyspieszyć proces harmonizacji regulacji dotyczących islamskich derywatów. Ukazanie różnorodności poglądów w zakresie konstrukcji i obrotu instrumentami pochodnymi oraz trudności z wprowadzaniem powszechnie akceptowanych standardów potraktowano jako główny cel pracy.

Podstawowe regulacje dotyczące islamskich kontraktów terminowych

Przedstawienie w artykule wszystkich regulacji odnoszących się do konstrukcji instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich i obrotu nimi nie jest możliwe ani konieczne. Pewne główne zasady warto jednak przybliżyć. Należy dodać, że w kwestii instrumentów pochodnych, ich konstrukcji i obrotu nimi brak jednego wspólnego stanowiska uczonych skupionych w komitetach *szari'atu* oraz ośrodkach akademickich. Różnorodność, a nawet sprzeczność prezentowanych poglądów mogą rodzić wrażenie chaosu. Z drugiej jednak strony bardzo dobrze oddają realia tego młodego rynku, w jakich działają podmioty tworzące nowe konstrukcje finansowe.

Problem z właściwą oceną zgodności z nakazami prawa religijnego obrotu instrumentami pochodnymi w krajach muzułmańskich wynika w znacznej mierze z konieczności odwoływania się do Koranu i *sunny*⁴. Odwoływanie się do tekstu objawionego, jakim jest Koran, oraz zachowań i poglądów Proroka przedstawionych w hadisach stwarza pewien problem, gdyż teksty zawarte w tych źródłach nie odnoszą się wprost do transakcji z wykorzystaniem derywatów. Poza tym część hadisów traktowana jest jako nieprawdziwa. Istnieją więc z tego względu pewne rozbieżności poglądów.

Większość uczonych zwraca uwagę na fakt, że decydujące znaczenie dla określenia, czy dana transakcja z wykorzystaniem kontraktu futures lub opcji jest dopuszczalna, ma jej zastosowanie w praktyce.

¹ Islam jest religią monoteistyczną wyznawaną przez ok. 1,4 mld ludzi.

² Prawo religijne opierające się m.in. na Koranie, sunnie, analogii i konsensusie.

³ Główny ośrodek w świecie muzułmańskim skupiający uczonych z zakresu prawa religijnego.

⁴ Zbiór spisanych hadisów.

Ważne są okoliczności zawierania transakcji oraz jej skutki. W żadnym wypadku nie może dochodzić do nadmiernej spekulacji, wykorzystania braku dostatecznej wiedzy partnera transakcji czy niszczenia jego majątku.

W islamie obowiązują pewne wytyczne, które można odnieść również do instrumentów finansowych. Zgodnie z najważniejszymi każdy instrument i obrót nim, jeśli ma odpowiadać wymogom *szari'atu*, musi być wolny od: *riba* (odsetek), *gharar* (zbędnego ryzyka, niepewności), *maysir* (hazardu), *rishwah* (korupcji) i *jahl* (ignorancji, niewiedzy).

Riba to nienależna nadwyżka. Jednym z jej przykładów jest oprocentowanie. Brak *riba* w kontraktach musi być bezwzględnie przestrzegany. Z tego powodu kontrakty *futures* i opcje odnoszące się do stopy procentowej są nieakceptowalne. Z kolei waluty mogą być wymieniane tylko w transakcjach natychmiastowych, inaczej może rodzić to podejrzenie o występowanie *riba*. Wynika z tego wniosek, że wykorzystanie konwencjonalnych derywatów walutowych z islamskiego punktu widzenia nie jest dopuszczalne.

W kontekście instrumentów pochodnych *gharar* można pojmować jako brak pewności, co do treści kontraktu, zobowiązań stron dotyczących przedmiotu transakcji, jego rodzaju, wagi, ilości oraz warunków dostawy. *Maysir* z kolei oznacza, że wynik końcowy transakcji zależy wyłącznie od trafu, przypadku.

W dalszej części artykułu zostały przedstawione różne stanowiska szkół *szari'atu* dotyczące takich cech instrumentów pochodnych notowanych na rynkach zachodnich, jak: wykorzystanie kontraktów w transakcjach spekulacyjnych, pieniężne rozliczanie różnic, wolumen obrotu przekraczający liczbę kontraktów oraz zawieranie transakcji odwrotnych, domykających pozycje, przed upływem terminu ważności kontraktu.

Rozważania należy zacząć od wskazania, że w islamie wyróżnia się kilka typów transakcji. Są to transakcje (Salehabadi, Aram 2002):

- 1) *spot*, gdzie dostawa i zapłata następują natychmiast,
- 2) *deferred*, kiedy dostawa jest natychmiastowa, natomiast płatność następuje w przyszłości,
- 3) *salam*, w których płatność następuje natychmiast, natomiast dostawa jest w terminie późniejszym,
- 4) *futures*, gdzie zarówno płatność i dostawa mają miejsce w przyszłości.

Ostatni rodzaj transakcji jest zdaniem wielu uczonych niedozwolony. Mufti Taqi Usmani z Islamic Fiqh Academy w Jeddah twierdzi, że zgodnie ze słowami Proroka nie jest możliwe przeprowadzanie transakcji kupna lub sprzedaży dochodzących do skutku (płatność i dostawa) w przyszłości. Pojawia się tutaj element *gharar*. Niepewność dotyczy możliwo-

ści dojścia do skutku transakcji, jak też czasu realizacji, jakości i ilości dostarczanych produktów. Mufti wskazuje także na fakt braku rozliczania transakcji poprzez fizyczną dostawę instrumentu bazowego.

Dosłowne rozumienie omawianego zakazu wykluczałoby możliwość obrotu kontraktami *futures* na islamskim rynku finansowym. Niektórzy twierdzą jednak, że zajęcie pozycji w kontraktach to nie kupno lub sprzedaż pewnych przedmiotów, a porozumienie, przyjęcie zobowiązania do realizacji w przyszłości. Podchodząc w ten sposób do istoty transakcji z wykorzystaniem derywatów, można dowiedzieć, że transakcje *futures* nie podlegają wspomnianym powyżej ograniczeniom. Kontrakty *futures* traktowane jako zakup lub sprzedaż obietnicy są w znacznej mierze dozwolone, jednak handel nimi na rynku wtórnym nie jest dopuszczany przez większość szkół, poza malicką. Fahim Khan z kolei zauważa występowanie znacznego podobieństwa między współczesnymi transakcjami na rynku *futures* a wspomnianymi przez Proroka transakcjami *forward*. Uważa, że oba instrumenty spełniają wymienione przez Niego warunki w postaci wskazania rodzaju, ilości i wagi przedmiotu, jak też terminu realizacji transakcji⁵. Jeszcze inny sposób rozumowania, pozwalający ominąć omawiany zakaz, został przedstawiony w dalszej części artykułu.

Instrumenty pochodne, mimo że służą do zabezpieczenia i arbitrażu, głównie są jednak kojarzone ze spekulacją, inwestycjami o wysokim poziomie ryzyka lub nawet hazardem. Ich funkcjonowanie wydaje się sprzeczne z podstawowymi założeniami religii muzułmańskiej. Werset 2:219 oraz 5:90 Koranu potępiają brak pewności i hazard. Mowa jest także, że zagrożenia z nich wynikające przewyższają potencjalne korzyści. Na tej podstawie wysuwane są argumenty przeciw instrumentom pochodnym, które poprzez swój spekulacyjny charakter prowadzą do niewłaściwego obchodzenia się z własnościami innych, „pożerają” majątki innych. Wygłaszane są poglądy, że spekulacja w połączeniu z przystąpieniem do transakcji poprzez wniesienie depozytu zabezpieczającego, jako zwykle niedużej części wartości kontraktu, odpowiada za wzrost wolumenu transakcji i wywołane tym wahania kursów na rynku, bez wyraźnej przyczyny tkwiącej w zmianie podaży instrumentu bazowego⁶.

Warto w tym miejscu nadmienić, że *day trading*, często stosowany w transakcjach na omawianym rynku, jest bardzo podobny do hazardu i z tego powodu wiele szkół traktuje go jako niedozwolony. Zawiera w sobie zbyt dużo nieuzasadnionego ryzyka, podejmowanego bez większego związku z działalnością gospodarczą prowadzoną w sferze realnej⁷. Uważa się, że zysk osiągnięty na kilkugodzinnych ruchach ceno-

⁵ http://www.islamic-world.net/economics/derivative_instruments.htm

⁶ http://www.islamic-world.net/economics/role_of_the_stock_exchange.htm

⁷ <http://muslim-investor.com/mi/prohibited.phtml>

wych wynika raczej z przypadku. Żadne zmiany w zakresie instrumentu bazowego (przykładowo kondycja finansowa spółki) nie są bowiem w stanie wywołać w krótkim terminie znacznych wahań kursu, aby dać sposobność do zarobku day traders. Zmiany w sferze realnej tworzą raczej średnio- i długoterminowe trendy. Z poglądem tym można się częściowo zgodzić. Bardzo często bowiem wahania kursów następują w sytuacji, kiedy brak jest jakichkolwiek nowych informacji rzutujących na fundamentalną sytuację spółki. W takich przypadkach krótkoterminowe zmiany wyceny są raczej wynikiem nadmiernej spekulacji, a nie realnych procesów. Przedstawione operacje, podobnie jak osiągany z nich zysk, nie są więc akceptowane przez islam.

Zwolennicy upowszechniania obrotu islamskimi instrumentami pochodnymi wskazują na niewłaściwe pojmowanie pewnych procesów zachodzących w sferze finansów jak też na zbyt wąskie rozumienie pojęcia spekulacji. Spekulacji nie da się całkiem wyeliminować ani w gospodarkach zachodnich, ani w krajach muzułmańskich. Potwierdzają to takie techniki, jak *mudaraba* czy *musharaka*, w przypadku których rozważając przystąpienie do transakcji, należy brać pod uwagę istnienie dużego ryzyka poniesienia strat (Kamali 1999). Czasami trudno jest rozdzielić inwestycje od spekulacji i hazardu. Podejmowanie spekulacyjnego ryzyka w gospodarce, odnoszące się do inwestowania aktywów, umiejętności i pracy, nie jest podobne do hazardu. Spekulacja dotyczy ograniczania, przejmowania lub przerzucania ryzyka, które istnieje i przeszkadza w prowadzeniu działalności gospodarczej. Hazard, czyli nadmierna spekulacja, tworzy natomiast ryzyko.

Spekulacja sprowadzająca się do hazardu i polegająca na prognozowaniu przyszłych ruchów cenowych nie jest dozwolona w islamie. Inny rodzaj spekulacji, gdzie akcent położony jest na przejmowanie ryzyka od producenta jest pożądanym, gdyż ułatwia jego działalność gospodarczą (Khan 1997).

Spekulacja może być rozumiana jako racjonalne przewidywanie przyszłych trendów cenowych na podstawie wiedzy i doświadczenia. Wymaga więc mądrości i zdolności. Wiąże się ponadto z nakładem pracy. Do jej prowadzenia potrzebne są analizy danych finansowych oraz makro- i mikroocenienia. Znaczenie trafu, przypadkowości nie jest duże⁸.

W spekulacji na giełdzie strony transakcji są świadome, mają wiedzę na temat ceny, ilości, jakości i warunków dostawy instrumentów. Ponadto obiekt spekulacji może być dostarczony w odpowiednim czasie. W żadnym wypadku nie może być mowy o nieuczciwym czy niesprawiedliwym pozyskiwaniu dóbr należących do innych. Inwestorzy mają na celu

właściwe przewidzenie przyszłych ruchów cen. Ich celem nie jest natomiast pozyskanie dóbr innych lub ich niszczenie.

Krytycy wprowadzania na rynki muzułmańskie instrumentów pochodnych opartych na wzorcach stosowanych w krajach rozwiniętych zgłaszają także zastrzeżenia do dokonywania transakcji odwrotnych, pozwalających zamknąć pozycje przed dniem wygaśnięcia kontraktu. Uważa się, że transakcje te nie są zawierane w celu otrzymania instrumentu bazowego w przyszłości, a decydujące znaczenie ma możliwość spekulacji. W takich sytuacjach występują co najmniej dwa naruszenia prawa koranicznego. Po pierwsze, dochodzi do kolejnego przenoszenia praw własności do instrumentu, jeszcze przed objęciem tego instrumentu. Po drugie odrywa się transakcję od procesów zachodzących w realnej gospodarce i wiążących się z przemieszczaniem przedmiotów od nabywcy do zbywcy.

Szari'at nakazuje fizyczne istnienie przedmiotu wymiany i możliwości jego zbycia. „Nie sprzedawaj, co nie jest z tobą (twoje)” to ogólna zasada w handlu, która odnoszona jest również do derywatów (Kamali 1999). Stosowanie się do tej zasady miało chronić przed *gharar*, rozumianym jako zniszczenie lub utrata mienia lub jakakolwiek inna forma niedopełnienia postanowień kontraktu. Z tego względu w świecie islamu zabroniona jest krótka sprzedaż, która zbliżona jest do przyjęcia pozycji krótkiej w kontraktach. W obu przypadkach sprzedający nie musi dysponować instrumentami bazowymi w danej chwili ani być ich właścicielem, co przeczy zasadom prowadzenia handlu wynikającym z *szari'atu* (DeLorenzo 2002, s. 22).

Problemem dla zagranicznych inwestorów i samych muzułmanów są różne interpretacje omawianej zasady. Powyższy zapis może więc oznaczać, aby nie sprzedawać tego, czego nie jest się właścicielem. Zgodnie z drugim poglądem zasada odnosi się wyłącznie do pewnych produktów, które trudno znaleźć na rynku i które niełatwo zastąpić. Nie są więc uwzględniane dobra łatwo dostępne, powszechne. Wynika z tego, że zasada nie obejmuje derywatów, gdyż odnoszą się one zwykle do przedmiotów, instrumentów łatwo dostępnych i wystandaryzowanych. Trzecie podejście koncentruje się na możliwości dostarczenia produktu przez sprzedającego. Nie jest zatem ważna własność czy posiadanie rzeczy w momencie zawierania transakcji, ale kontrola możliwości jej dostawy na rynek w odpowiednim czasie i umówionej ilości.

Inny *hadis* mówi, że ten, kto kupuje żywność nie powinien odsprzedawać jej, aż do czasu, kiedy sam ją otrzyma, lub w innej wersji (...) przed zważeniem i zmierzeniem. Niektórzy odnoszą ten *hadis* tylko do żywności, więc ich zdaniem zawieranie transakcji na późniejszą dostawę np. ropy naftowej czy bawełny jest możliwe⁹.

⁸ http://www.islamic-world.net/economics/speculation_and_gambling.htm

⁹ <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/Fiqhi%20Issues%20in%20Commodity%20Futures%20by%20Mohammad%20Hashim%20Kamali.doc>

Słowa Proroka należy rozumieć w kontekście czasów i miejsca, w jakich żył. W siódmym i ósmym wieku w Medynie rynek nie był wystarczająco rozwinięty. Ryzyko niedopełnienia zobowiązania wynikało z faktu, że nie zawsze i nie wszystkie produkty były dostępne¹⁰. Wydaje się więc, że nie można dosłownie traktować przytoczonej wypowiedzi i dopatrywać się występowania *gharar* w kontraktach terminowych. Zwolennicy upowszechniania kontraktów *futures* twierdzą, że we współczesnym świecie taka groźba nie występuje. Izby rozliczeniowe zapobiegają nieprawidłowościom w kontraktach, które mogą dotyczyć ilości, jakości, wagi czy sposobu rozliczenia transakcji. Monitorują wnoszenie przez kontrahentów depozytów, codziennie rozliczają transakcje na zasadzie *marking to market*. Z kolei giełdy w standardach kontraktów jasno określają warunki obrotu, więc nie może być mowy o oszukaniu kogoś lub niedotrzymaniu warunków umowy.

Zgodnie z tym tokiem myślenia, transakcje *futures* pomimo literalnego zakazu mogą być realizowane. Kwestią jest ustalenie intencji towarzyszącej tworzeniu prawa. Można przyjąć, że Prorok sprzeciwił się kontraktom *futures* nie ze względu na ich istotę, a z powodu braku możliwości zapewnienia ochrony interesu stronom transakcji. Obecnie obawy związane z realizacją transakcji, w których płatność i dostawa będą miały miejsce w przyszłości, z racji rozwoju technologicznego i standaryzacji niemal nie występują. Można przyjąć, że usunięta została podstawa do stosowania zakazu.

Zdaniem autora, niesłusznie zakłada się, że ten, kto nie dostarcza instrumentu bazowego, nie dotrzymuje pozycji do końca trwania kontraktu i kieruje się spekulacją. Błędem jest też twierdzenie, że wprowadzenie rozliczeń pieniężnych, a nie poprzez dostarczenie towaru wzmogło zabronioną spekulację i ma jedynie wydźwięk negatywny. Zapomina się, że nowoczesne sposoby rozliczenia transakcji mają na względzie przede wszystkim wygodę. Zmniejszają się również koszty transakcyjne. W pewnym stopniu ograniczono także próby *cornering market* – wykupywania towarów w celu spowodowania wyższych cen, która uniemożliwi spekulowanie na zniżkę, aby kupić towary przed terminem rozliczenia. Utrzymywanie pozycji w kontraktach tylko przez pewien czas także nie musi automatycznie oznaczać spekulacji. Czas do wygaśnięcia kontraktu nie zawsze bowiem pokrywa się z okresem, w którym chciano zastosować *hedging*.

Krytyka *futures* dotyczy również tego, że w wyniku ciągu transakcji domykających pozycje ostateczna cena odnosząca się do zabezpieczenia jest wysoka. Speculanci mogą więc pośrednio lub bezpośrednio utrudniać podejmowanie decyzji o zabezpieczeniu

otwartych pozycji przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą w sektorze realnym. W krytyce pominięto jednak to, że kolejne zawierane transakcje niekoniecznie muszą oznaczać zysk dla spekulanta. Wzrosty przeplatają się bowiem ze spadkami. Z kolei cena, po której zawierane są transakcje zarówno spekulacyjne, jak i hedgingowe, nie prowadzi do wyzysku innych, gdyż jest wynikiem gry podaży i popytu zgłaszanych przez wielu uczestników rynku, a więc z zasady jest uczciwa.

Krytykowie często spekulanci są potrzebni na rynku, gdyż tworzą płynność i dzięki temu dają sposobność zawarcia transakcji podmiotom szukającym zabezpieczenia w postaci instrumentów pochodnych. Nie jest więc ważne to, że wolumen obrotu w tradycyjnych kontraktach jest wysoki i czasami przewyższa ilość instrumentu bazowego. Wolumen tworzą częściowo transakcje podmiotów zabezpieczających się, a ich działania trudno uznać za przejaw nadmiernej spekulacji (Bacha 1999).

Uczeni muzułmańscy wskazują na wiele wad *futures*, porównując je ze znanymi sobie i akceptowanymi przez *szari'at* kontraktami *forward*. Na współczesnym rynku *futures* nastąpiło rozdzielenie handlu prawami i faktycznej wymiany towarów. Rynek *futures* w odróżnieniu od *forward* przestał być częścią rynku towarowego. Wprawdzie mogą z niego skorzystać również i te podmioty, które zabezpieczały się na rynku *forward*, jednak kontakt z zawodowymi spekulantami może ich doprowadzić do katastrofy finansowej. Przyczyną problemów może być zmiana różnicy między ceną *spot* a ceną na rynku *futures* w trakcie trwania kontraktu, okresowo powodująca obowiązek uzupełnienia depozytu.

Analizując współczesny rynek *futures*, należy wskazać na jeszcze jedną jego właściwość, do której krytycy rzadko się odnoszą. Rynek *futures* daje sposobność poznania oczekiwań jego uczestników dotyczących cen w przyszłości (Kamali 1999). Wiedza taka pozwala lepiej planować i dostosować wielkość produkcji i cenę do oczekiwań rynku. Może to zmniejszyć ryzyko strat wynikających z nadmiernej produkcji lub oczekiwania wyższej ceny w przyszłości. Pozwala także lepiej wykorzystywać dostępne zasoby, poprzez kierowanie ich na rynki gdzie, występuje niedostatek podaży, a ceny utrzymują się na wysokim poziomie. Te niewątpliwie korzyści wynikające ze stosowania kontraktów *futures* powinny przemawiać za jak najszybszym upowszechnianiem instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich.

Tradycyjne islamskie instrumenty jako odpowiedniki kontraktów terminowych

Rezolucja nr 63/1/7 Islamic Fiqh Academy zaleca oparcie islamskiego rynku pieniężnego i towarów na

¹⁰ Zob. przypis 9.

kontraktach zgodnych z *szarti'atem* (Islamic Development Bank 2000a, s. 131). Wymieniono w tym miejscu: *bay as-salam* (sprzedaż z płatnością z góry), *as sarf* (wymianę), *wa'd bill bay* (zgodę na sprzedaż w przyszłości), *istisna'* (zamówienie produkcyjne z płatnościami wnoszonymi sukcesywnie). W dalszej kolejności zostały pokrótce przedstawione *salam*, *istisna'* oraz *jo'ala*, będące w pewnej mierze odpowiednikami transakcji na współczesnym rynku *forward*.

Stosowanie wspomnianych transakcji miało na celu wsparcie produkcji i handlu. Instrumenty te pozwalają przenosić ryzyko, dzielić się nim, wspierają wymianę. Za ich pomocą finansowane są procesy gospodarcze. Jednocześnie warunki obrotu tymi instrumentami pozostawiają niewiele miejsca na spekulację i nadużycia, w których szkodę ponosi jedna ze stron transakcji lub podmioty trzecie (Khan 1997, s. 10).

Kontrakt *salam* początkowo był powiązany wyłącznie z rolnictwem. Miał zapewnić przetrwanie rolnikom oraz godziwe wynagrodzenie za plony. Jego konstrukcja zbliżona jest do funkcjonujących na Zachodzie kontraktów typu *to arrive*. Zasadnicza różnica sprowadza się do tego, że w znanych nam kontraktach płatność następuje dopiero na koniec kontraktu i nie dochodzi zwykle do przejęcia instrumentu bazowego, lecz jedynie pieniężnego rozliczenia różnic. W kontraktach *salam* zapłata następowała z góry, jeszcze przez podjęciem prac polowych przez rolnika. Pozyskane środki miały zapewnić zakup nasion oraz przetrwanie do zbioru plonów. Rozliczenie transakcji następowało poprzez fizyczne przekazanie plonów.

W rezolucji 85/2/9 dotyczącej kontraktu *salam* zapisano, że przyszły zakup musi nastąpić w sprecyzowanym w umowie terminie lub w przypadku zaistnienia określonych okoliczności. Dopuszcza się jednak kilkudniową zwłokę. W przypadku opóźnienia dostawy nie można nakładać kar. Sprzedaż upodabnia się wówczas do długu, a w takim wypadku pobieranie nadwyżki jest niedopuszczalne. Dług nie może także służyć jako środek finansujący kontrakt *salam*. Sprowadzałoby to transakcję do sprzedaży długu za dług (Islamic Development Bank 2000e, s. 185).

W realnych transakcjach, po zawarciu kontraktu *salam*, ceny towaru będące przedmiotem dostawy podlegają wahaniom. W przypadku wzrostów mogłoby to spowodować próbę niewypełnienia zobowiązania przez dostawcę. W celu zminimalizowania wystąpienia takiej sytuacji strony mogą określić dopuszczalny poziom wahań ceny rynkowej w momencie dostawy. Przekroczenie ustalonej wielkości może skutkować koniecznością wniesienia dodatkowej płatności przez odbiorcę (Khan, Ahmed 2001, s. 128).

W rezolucji nr 107/1/12 potwierdzono dopuszczalność stosowania kontraktów *salam* oraz *istisna'*. Omawiana rezolucja, będąca obowiązującą wykładnią prawa, usankcjonowała szersze wykorzystanie

kontraktu *salam*. Wymagane jest wniesienie całkowitej kwoty pieniężnej w momencie zawarcia transakcji dotyczącej dostawy w przyszłości dobra, które nie wymaga wytworzenia lub które jest bardzo precyzyjnie określone. W tym ostatnim przypadku nie jest możliwe wniesienie płatności w częściach, gdyż doprowadziłoby to do powstania wzajemnych, wiążących zobowiązań. Byłoby to więc działanie bardzo podobne do zakazanego handlu długiem (Islamic Development Bank 2000f, s. 247). Dopuszcza się jednak tego typu transakcje, gdy obietnice wymienione między stronami nie są wiążące przynajmniej dla jednej ze stron. Rezolucja zabrania, aby przedmiot nabywany poprzez kontrakt *salam* został sprzedany, zanim zostanie ostatecznie otrzymany przez pierwotnego nabywcę. Znacznie ogranicza to obrót wtórny, który w zasadzie tworzy rynek derywatów (Islamic Development Bank 2000d, s. 159).

W kontrakcie *istisna'* przedmiotem transakcji jest produkcja. Możliwe jest wnoszenie opóźnionej płatności lub dokonywanie płatności ratami, wraz z postępowaniem robót (Islamic Development Bank 2000b, s. 144). Kontrakt zawierany jest bezpośrednio z producentem lub z podmiotem z nim współpracującym, pod warunkiem wcześniejszego zawarcia przez ten podmiot umowy z wykonawcą. W rzeczywistości może to wyglądać tak, że finansujący transakcję bank pozyskuje środki na rynku, emitując udziały. Środki te następnie wpłaca wykonawcy. Po zakończeniu przykładowo budowy apartamentowca następuje sprzedaż budynku a środki dzielone są między posiadaczy udziałów. Wrażliwą kwestią w tych kontraktach jest jakość wykonania. Dopuszcza się więc między innymi z tego względu stosowanie kar umownych (Khan, Ahmed 2001, s. 128).

Kontrakt *jo'ala* dotyczy świadczenia w przyszłości usługi. Może być wykorzystany w przedsięwzięciach innowacyjnych, których ostateczny wynik jest nieznany w momencie zawierania transakcji. Ze względu na brak określenia wielu istotnych cech *jo'ala* często nie jest traktowany jako typ kontraktu. Czasami przedstawiany jest jako forma *istisna'* (Khan 1997, s. 44). Płatność pojawia się po osiągnięciu celu, zrealizowaniu usługi (płatność zależna np. od liczby wizyt pacjentów na dyżurze lekarza, nie zaś jak w przypadku *ijara* (leasingu) od czasu dyżuru).

Każdy z tych kontraktów ma chronić jego posiadacza przed niekorzystnymi zmianami na rynku. Z tego względu odpowiadają one współczesnym derywatom. W kontrakcie *salam* to cena nabycia może podlegać zmianie. W przypadku *istisna'* problemem jest podaż, która musi być zapewniona i gwarantowana w przyszłości. W *jo'ala* nieznany jest efekt końcowy, a więc nie wiadomo, czy i w jakim stopniu zwrócą się poniesione nakłady.

Wadą z punktu widzenia nowoczesnych *futures* jest mała możliwość zmian cen w krótkim okresie

w omawianych instrumentach. Inny czynnik zmniejszających ich atrakcyjność w porównaniu z tradycyjnymi kontraktami to brak możliwości wychodzenia z kontraktu przed upływem terminu jego realizacji. Nabywca kontraktu, który wpłacił na początku całą wartość, może poprawić swoją płynność poprzez przyjęcie pozycji odwrotnej, wystawienie kontraktu, z tą samą datą realizacji. W ten sposób ma jednocześnie dwie pozycje: długą i krótką, na ten sam towar z tą samą datą realizacji.

Regulacje dotyczące opcji

Drugim ważnym instrumentem pochodnym jest opcja. Wiele regulacji dotyczących *futures* ma zastosowanie również w tym przypadku. Wyjątkiem jest premia w opcji, której w islamie poświęcono dużo uwagi. Zgodnie z *szari'atem* można komuś coś obiecać, ale ta obietnica nie może być przedmiotem handlu, a jej udzielenie nie może się wiązać z wniesieniem opłaty (Salehabadi, Aram 2002).

Rezolucja 63/1/7 Islamic Fiqh Academy głosi, że jeśli przedmiotem opcji nie są kwoty pieniężne, możliwość czerpania pożytków czy prawa finansowe, które mogą być odstępowane, to nie są one dopuszczane przez *szari'at*. Niedopuszczalny jest więc także handel nimi. W tej samej rezolucji zabrania się kupna i sprzedaży indeksu. Wskazuje się, że jest to czysta forma hazardu, a transakcje dotyczą czegoś, co nie istnieje, czegoś fikcyjnego.

Krytyka współczesnych opcji dotyczy faktu, że wystawca opcji ma mniejsze prawa niż nabywca, podlega więc naciskom, opresji i niesprawiedliwości. Zagrożeniem jest również wykorzystywanie tych instrumentów do wyszukiwania różnic, zmian cenowych, co ma niewiele wspólnego z redukcją ryzyka (Bacha 1999).

Zwolennicy głębszych zmian na rynku odpierają ataki, argumentując, że cena opcji zmienia się nie pod wpływem przypadku, ale w znacznym stopniu na skutek rzeczywistych zmian wyceny oraz oczekiwań odnośnie do ceny instrumentu bazowego w przyszłości. Ruchów cenowych nie można więc nazywać czysto przypadkowymi, a osiągniętych zysków niesprawiedliwymi lub niezarobionymi.

Podobnie jak w kontraktach *futures* depozyt pobierany przez izbę rozliczeniową od wystawcy ma na celu ochronę przed oszustwem lub niedopełnieniem zobowiązania i skutecznie eliminuje *gharar*. Nie można mówić także o niszczeniu własności innych podmiotów. Wystawca opcji podejmuje decyzję samodzielnie i bierze za nią odpowiedzialność. Z kolei maksymalna strata nabywcy jest ograniczona wysokością premii.

Klasyyczna literatura dotycząca *fiqh*¹¹ wyróżnia kilka typów opcji. Towarzyszą one zasadniczej transakcji. Nie ma jednak odniesienia do opcji jako samodzielnego instrumentu finansowego. Rozumienie opcji w kategorii *al-khiyar* oznacza przyznanie jednej lub dwóm stronom specyficznego prawa do potwierdzenia kontraktu albo rezygnacji z niego. Szczególny nacisk kładzie się na przedmiot transakcji oraz właściwe dopełnienie oczekiwań strony kontraktu (Obaidullah 2002).

Typem *al-khiyar* najbardziej zbliżonym do konwencjonalnej opcji jest opcja jako żądanie, postanowienie w umowie (*khiyar al-shart*). W transakcjach warunkowych nabywca ma swobodę podjęcia decyzji wynikającą z dołączenia do kontraktu opcji *khiyar al-shart*. Stosowanie takiej formuły wiąże się ze słowami Proroaka na temat ochrony przed oszustwem w transakcjach. Nie ma zgody co do tego, czy czas na rozważenie argumentów za zawarciem ostatecznej transakcji lub przeciw temu należy ograniczać do trzech dni czy pozostawić w tym względzie dużą dowolność, wynikającą ze swobody kształtowania warunków umów. Sprzedawca, jako strona będąca w gorszej sytuacji, otrzymuje kompensatę (*daman*), będącą odpowiednikiem premii w konwencjonalnej opcji. Rezultat wydaje się więc zbliżony do mechanizmu funkcjonowania tradycyjnej opcji. Występują jednak pewne różnice. W tradycyjnej opcji część kompensująca jest oddzielona od zasadniczej płatności. Tutaj natomiast stanowi część płatnej ostatecznie ceny. Ponadto aby zachować kompensatę sprzedawca musi wykazać zaniedbania kupującego lub działanie niezgodne z prawem. Jak wspomniano, wprawdzie dopuszcza się wymianę obietnic, ale zgodnie z twierdzeniem większości szkół obietnica nie może być przedmiotem obrotu i zmieniać swojej wartości.

Innym instrumentem wykorzystywanym w zarządzaniu ryzykiem jest płatność z dołu, czyli *arbbun*. Ten typ instrumentu akceptowany jest przez jedną z czterech szkół – Hanabali, obecną w Arabii Saudyjskiej. Jesienią 2003 r. Saudi Economic and Development Company powołało pierwszy fundusz *hedgingowy* bazujący właśnie na tej technice (Gassner 2004).

Arbbun może być podstawą do rozwoju w przyszłości opcji zgodnych z *szari'atem*¹². Jest to sposób finansowania, gdzie nabywca początkowo wpłaca część kwoty należnej za przedmiot dostawy. Zyskuje tym samym możliwość nabycia go w przyszłości¹³. W przypadku odstąpienia od transakcji przez kupującego depozyt wpłacony przez niego sprzedawcy nie

¹¹ Prawo regulujące stosunki gospodarcze.

¹² Derivatives and Islamic Finance, http://www.sbp.org.pk/departments/ibd/derivatives_islamic.pdf

¹³ <http://www.nortonrose.com>

jest zwracany, natomiast kiedy dojdzie do zawarcia transakcji, cena płacona zbywcy uwzględnia już wcześniej wniesioną kwotę. Rezolucja nakazuje określenie ram czasowych obowiązywania kontraktu, jak też uwzględnienie w cenie nabycia kwoty wpłaconej w momencie zawarcia transakcji (Islamic Development Bank 2000c, s. 156).

Wpłata depozytu ma uzasadnienie. W przypadku odstąpienia od transakcji przez kupującego ma zabezpieczyć sprzedającego przed brakiem możliwości sprzedaży dobra lub problemami ze sprzedażą go po odpowiedniej cenie¹⁴. Ustawodawstwo wielu krajów (Egiptu, Kuwejtu, Jordanii) daje prawo unieważnienia opcji przez dwie strony w uzgodnionym czasie.

Arbbun jest zbliżony do opcji kupna, jednak stosując zasadę analogi oraz uwzględniając zasadę swobody formułowania warunków kontraktów, można przyznać prawo do odstąpienia od transakcji również sprzedawcy. Na podstawie tej konstrukcji może więc funkcjonować opcja sprzedaży. Obowiązkiem sprzedawcy w przypadku odstąpienia od realizacji transakcji jest wypłacenie nabywcy podwójnej kwoty *arbbun*.

Wykorzystując koncepcję *arbbun*, stworzono strukturyzowane produkty nazywane *principal protected funds* (PPFs). Pozyskanie dzięki emisji środki są niemal w całości inwestowane w charakteryzujące się niskim ryzykiem i stosunkowo płynne kontrakty *murabaha*. Pozostała część, rzędu kilku procent, inwestowana jest właśnie w *arbbun*. Transakcja ta daje np. prawo do zakupu w przyszłości akcji po ustalonej cenie. W przypadku wzrostu ich wartości rynkowej pieniądze odzyskane ze sprzedaży *murabaha* są przeznaczane na zakup akcji. Jeśli zaś cena akcji nie zmieni się na tyle, aby dać satysfakcjonujący zwrot, kwota *arbbun* przepada. Wartość nominalna inwestycji otrzymywana jest wtedy poprzez wyjście z inwestycji w *murabaha* (Khan, Ahmed 2001, s. 146).

W coraz większej grupie islamskich kontraktów odpowiadających instrumentom pochodnym wyróżnia się wprowadzony pod koniec lat 90. w Pakistanie kontrakt *istijrar*. Jest kombinacją opcji, która pozwala na zakup i sprzedaż dobra w określonym przedziale czasu, po cenie zawartej między wyznaczonym górnym i dolnym ograniczeniem. Innymi elementami kontraktu są: średnia cena w danym okresie oraz *murabaha* (*cost plus financing*), czyli instrument zapewniający swego rodzaju nadwyżkę wymaganą przez bank (jest to odpowiednik procentu).

Funkcjonowanie omawianego instrumentu wygląda następująco. Bank nabywa przedmiot na prośbę klienta, finansując tym samym transakcję. Cena, jaką zapłaci w umówionym czasie klient na rzecz banku będzie zależała od zmian cenowych w okresie do wy-

gaśnięcia kontraktu. Ostateczna cena będzie wynosiła $P^* = P(1 + r)$, gdzie r jest stopą wymaganą przy *murabaha*, lub będzie równa średniej cenie z danego okresu. Wszystko zależy od tego, jaki będzie rzeczywisty ruch ceny w danym okresie oraz która ze stron wybierze sposób ustalenia ceny transakcji. Wybór musi być dokonany przed dniem wygaśnięcia kontraktu. Jak wynika z ogólnych warunków muszą też być określone maksymalna i minimalna cena towaru. Cena rozliczenia będzie równa średniej, jeśli cena w okresie trwania kontraktu nie przekroczy wyznaczonych granic, natomiast w przypadku gdy cena rynkowa przekroczy ustalony poziom, cena rozliczenia ustalana jest jako P^* .

Z punktu widzenia *szari'atu* taka konstrukcja ma dwie zalety. Po pierwsze pozwala uniknąć stałego, pewnego zysku przy określonym poziomie ryzyka, a tym samym oskarżenia o *riba*. Po drugie przedział cenowy wyznacza granicę maksymalnej straty lub zysku, a więc ogranicza *gharar*.

Rynek giełdowych instrumentów pochodnych w wybranych krajach muzułmańskich

Jedną z przeszkód powstania efektywnego islamskiego rynku jest brak zgodnych z *szari'atem* instrumentów pochodnych. Nie występują konwencjonalne *swapy* na stopę procentową ani na waluty (Roy 2006, s. 106). Brak jest derywatów na indeksy giełdowe. Instrumenty te nie mogą być sprzedawane na islamskich rynkach finansowych i zapewne nigdy nie będą. Z założenia więc rynki te będą mniej różnorodne. Nic jednak nie stoi na przeszkodzie, aby w ramach wyznaczonych przez *szari'at* rozwijać własne konstrukcje odpowiadające konwencjonalnym kontraktom lub wprowadzać te z nich, których obrót nie będzie zakazany. Działaniem wpisującym się w ten nurt jest pojawienie się w ostatnim okresie w Malezji *Islamic profit rate swap*, *cross-currency swap* czy *Islamic forward rate agreement*. Upowszechnieniu wykorzystywania tych instrumentów z pewnością jednak nie będzie sprzyjał brak szerokiego dostępu do opisu konstrukcji tych transakcji (Aziz 2006b). Nie można się temu dziwić, gdyż opracowanie struktury transakcji *Islamic profit rate swap* zabrało specjalistom z CIMB ponad cztery lata (Sukri, Hussin 2006). Podobny był wkład pracy finansistów ze Standard Chartered Bank Malaysia Berhad oraz Bank Muamalat Malaysia Berhad, którzy w połowie 2006 r. przeprowadzili pierwszą transakcję typu *Islamic cross-currency swap*. Struktura tej transakcji opiera się na *murabaha* na towarach (Standard Chartered 2006).

Rozwój rynku instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich jest hamowany przez brak jednolitych interpretacji prawnych. Zostały jednak pod-

¹⁴ *Arbbun: Risk Management and Option*, http://www.islamic-world.net/economics/arbbun_01.htm

jęte pewne działania w tym kierunku. Rezolucje Islamic Fiqh Academy w Jeddah stanowią punkt odniesienia przy konstrukcji instrumentów finansowych i obrocie nimi. Innym działaniem jest współpraca wykraczająca poza obszar krajów muzułmańskich. W ostatnim okresie International Swaps and Derivatives Association (ISDA) oraz International Islamic Financial Market (IIFM) podpisały memorandum będące podstawą do stworzenia wzorca umowy prywatnie negocjowanej zgodnej z szari'atem transakcji derywatami. Konstrukcje te będą wykorzystywane w krajach należących do Gulf Cooperative Council oraz w innych krajach muzułmańskich zainteresowanych tą problematyką¹⁵.

Rynki instrumentów pochodnych poszczególnych krajów muzułmańskich wykazują różny stopień rozwoju. W zakresie dostępności i różnorodności obracanych instrumentów prym wiodzie Malezja. Nowatorstwo stosowanych rozwiązań czasami powoduje jednak brak akceptacji dla wybranych instrumentów finansowych przez szkoły i komitety *szari'atu* działające poza tym krajem. Poniżej przedstawiono wybrane informacje dotyczące sytuacji na rynku derywatów w kilku krajach muzułmańskich.

Analiza danych zamieszczonych na stronach internetowych giełd pozwoliła ustalić, że w Zjednoczonych Emiratach Arabskich, Omanie, Jordanii, Bahrajnie, Katarze, Palestynie i Arabii Saudyjskiej nie ma obrotu derywatami. Rynek giełdowy koncentruje się zwykle na akcjach, obligacjach (konwencjonalnych lub *sukuk*) oraz funduszach inwestycyjnych¹⁶. Stwierdzono jednocześnie, że instrumenty pochodne w obrocie giełdowym są stosowane w Malezji, Pakistanie i Kuwejcie.

Giełda w Malezji (Berhad) jest największym rynkiem spośród krajów muzułmańskich, gdzie są sprzedawane islamskie instrumenty finansowe. Rynek instrumentów odpowiadających wymogom *szari'atu* funkcjonuje tutaj równolegle z rynkiem konwencjonalnym¹⁷.

Częścią giełdy malezyjskiej jest Bursa Malaysia Derivatives (powstała w 2001 r. z połączenia Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange i Commodity and Monetary Exchange of Malaysia), gdzie dokonuje się obrotu instrumentami pochodnymi (Kamali 1999).

Giełdowy rynek instrumentów pochodnych w Malezji sięga początku lat 80. Pomocni przy jego tworzeniu byli Amerykanie, którzy przysyłali tu swoich ekspertów. W ofercie dostępnych jest obecnie dziegięć różnych instrumentów, w tym: kontrakty i opcje

na główny indeks KLCI, *futures* na międzybankową stopę procentową, na obligacje rządowe, olej palmowy oraz akcje spółek – Single Stock Futures (SSFs).

Do czasu wprowadzenia w 1980 r. przez Kuala Lumpur Commodity Exchange kontraktów na olej palmowy (Malezja jest jego czołowym producentem na świecie) transakcje na ten produkt były zawierane poza granicami kraju, na rynku londyńskim¹⁸. Podobna sytuacja występuje dziś na rynku paliw, gdzie kraje arabskie mają ograniczone możliwości handlu derywatami z powodu ich braku na rodzimych rynkach. Stworzenie odpowiednich rynków i instrumentów, tak jak uczyniono to w Malezji, zapobiegłoby odpływowi kapitału zagranicę. Nie jest to nadzwyczaj trudne, zważywszy, że islam wspiera transakcje handlu towarami¹⁹.

Największym zainteresowaniem inwestorów cieszą się właśnie kontrakty na olej palmowy – około 50% udziału w wolumenie obrotów. Znaczną pozycję w obrotach mają również instrumenty na indeks KLCI – około 40% (Bursa Malaysia 2006).

Rozwój rynku derywatów w Malezji ciągle trwa i przebiega w wielu kierunkach. Na pierwszym etapie, w celu ułatwienia przeprowadzania inwestycji zgodnych z *szari'atem*, określono tzw. dozwolone kraje, a poprzez to instrumenty, w które można inwestować. Kolejny problem, jakim jest ochrona przed wykorzystaniem transakcji do celów spekulacyjnych został rozwiązany w ten sposób, że nadzorca rynkowy sporządza listy podmiotów uprawnionych do zawierania transakcji. Następnym krokiem było wprowadzenie w 1996 r. Market Surveillance System, służącego do obserwacji zachowań uczestników rynku, w celu przeciwdziałaniu manipulacjom cenowym. W szczegółowym przypadku – SSFs, w specyfikacji warunków obrotu pozycje spekulacyjne ograniczono do 1 350 lub 2 300 kontraktów w zależności od tego, czy średni dzienny wolumen obrotu akcjami bazowymi spółek przekroczy 20 milionów w ciągu ostatnich sześciu miesięcy.

Zmiany, które zaszły w ostatnim czasie, pozwalają z optymizmem patrzeć w przyszłość. Znacznie zliberalizowano podejście do transakcji na rynku instrumentów pochodnych. Wprowadzony w połowie 2005 r. The Future Industry Order 2005 zezwolił brokerom oraz zarządzającym funduszami na przeprowadzanie transakcji instrumentami pochodnymi notowanymi na 34 giełdach w 21 krajach²⁰. Z kolei od kwietnia 2006 r. są sprzedawane wspomniane wcześniej kontrakty *futures* dla poszczególnych akcji. Zgoda Komisji Papierów Wartościowych w Malezji i działającej przy niej Shariah Advisory Council²¹ na wprowadze-

¹⁵ ISDA and IIFM agree to develop documentation for Shari'ah compliant derivatives, <http://www.iifm.net>

¹⁶ <http://www.world-exchanges.org> oraz strony internetowe wybranych giełd na dzień 8.12.2006

¹⁷ <http://www.klse.com.my>

¹⁸ <http://www.mdex.com.my>

¹⁹ <http://www.kantakji.org/fiqh/Files/Markets/Fiqhi%20Issues%20in%20Commodity%20Futures%20by%20Mohammad%20Hashim%20Kamali.doc>

²⁰ <http://www.sc.com.my>

²¹ Organ oceniający działalność instytucji i konstrukcję instrumentów finansowych pod kątem zgodności z wymogami prawa religijnego.

nie nowego instrumentu (SSFs) zwiększyła możliwość zarządzania ryzykiem; dodatkowo osiągnięto redukcję kosztów transakcyjnych. Pięć spośród dziesięciu kontraktów na akcje jest zgodnych z *szari'atem*. Oparto je bowiem na akcjach będących na liście przedsiębiorstw właściwie prowadzących interesy. Firmami tymi są: AirAsia, IOI Corporation, Maxis Communications, Scomi Group oraz Telekom Malaysia (Securities Commission 2006). Działanie to było realizacją planu rozwoju rynku kapitałowego w Malezji (Capital Market Masterplan) i stworzenia tam regionalnego centrum finansowego. Obrót wspomnianymi instrumentami nie jest na razie wysoki i stanowi niespełna 0,04% ogółu obrotów.

W Pakistanie działają trzy giełdy papierów wartościowych w Karachi, Lahore oraz Islamabadzie²². Na dwóch pierwszych notowane są kontrakty *futures*. Są to *futures* na akcje około 30 spółek. Wprowadzenie tych kontraktów było pierwszym etapem planu rozwoju giełdowych instrumentów pochodnych. Zgodnie z harmonogramem opracowanym przez grupę ekspertów działających przy Komisji w czerwcu 2006 r. powinny być pojawić się *futures* na indeksy, a także opcje zakupu i sprzedaży na pojedyncze spółki. W następnych miesiącach miały być wprowadzone kolejne typy instrumentów (Securities and Exchange Commission of Pakistan 2006). Jednak dotychczas instrumenty te nie są jeszcze notowane.

Podobne jak w Malezji również w Pakistanie wprowadzono regulacje ograniczające spekulacje i manipulacje. Departament Market Control and Surveillance wyposażony w Automated Trading System wychwytytuje zbyt duże odchylenia kursów w stosunku do cen zamknięcia z poprzednich notowań. Ustalono dopuszczalne wahania na poziomie 7,5% lub 1,50 rupii, powyżej których transakcje są wstrzymywane²³.

Osiągnięcia giełdy w Kuwejcie przedstawiają się na tym tle skromnie. Notowane są tam opcje oraz kontrakty *forward* na akcje kilkunastu spółek²⁴.

Przyszłość rynku derywatów w krajach, gdzie dotychczas nie są sprzedawane, w znacznej mierze zależy od stanowiska szkół *szari'atu*. Nie bez znaczenia jest postawa inwestorów i samych giełd. Przykładowo

na giełdzie w Omanie (Muscat Securities Market), gdzie derywaty nie są jeszcze notowane, w dalszej lub bliższej perspektywie mogą wystąpić pewne zmiany. Przejawem tego jest ogłoszony przez giełdę wspólnie z Sultan Qaboos University konkurs dla studentów, gdzie jednym z tematów było przedstawienie studium możliwości notowania pochodnych w tym kraju²⁵.

Podsumowanie

Rynek instrumentów pochodnych w krajach muzułmańskich dopiero wchodzi w fazę rozwoju. W zasadzie występuje tylko w kilku krajach. Oferta derywatów jest mało zróżnicowana. Ta sytuacja w ciągu najbliższych kilku lat może się jednak zmienić. Tworzone są podstawy prawne i standardy umożliwiające powstawanie derywatów i obrót nimi. Zachodni i miejscowi finansiści pracują nad nowymi rozwiązaniami. W odróżnieniu od krajów zachodnich, gdzie główną kwestią jest opracowanie konstrukcji i warunków obrotu, w krajach muzułmańskich wiele wysiłku musi być włożone w wykazanie potrzeby stosowania tych instrumentów oraz zgodności zaproponowanych rozwiązań z *szari'atem*. Przedsiębiorcy i rządy muszą dostrzec korzyści ze stosowania instrumentów pochodnych. Ci natomiast, którzy już korzystają z konwencjonalnych rozwiązań, z pewnością zainteresują się islamskimi odpowiednikami, jeśli zostaną one opracowane.

Widoczna jest potrzeba szybkich działań promujących stosowanie instrumentów pochodnych, jak też upowszechniających wykorzystanie opracowanych konstrukcji. W ten sposób można wesprzeć rozwój rynku. Niebezpiecznym zjawiskiem dla islamskich derywatów i, szerzej, islamskich finansów jest ograniczanie dostępu do wybranych konstrukcji finansowych poprzez stosowanie patentów²⁶. Działania bankowców w zakresie ochrony własności intelektualnej w pewnej mierze są zrozumiałe. Opracowywanie nowych formuł instrumentów jest bowiem kosztowne i długotrwałe. Należy jednak mieć nadzieję, że dla dobra rynku tego typu zachowania nie będą często naśladowane.

²² <http://lahorestockexchange.com.pk>

²³ <http://www.kse.com.pk>

²⁴ <http://www.kuwaitse.com>

²⁵ <http://www.msm.gov.om>

²⁶ *Banki zastawiają pułapki*, <http://biznes.onet.pl>

Bibliografia

- Aziz Z.A. (2006a), – *Towards evolving Islamic finance as an integral component of the International Financial System*, “Governor’s Opening Speech at the 5th Annual Islamic Finance Summit”, London
<http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=196&print=1>
- Aziz Z.A. (2006b), *Recent developments in Islamic finance in Malaysia*, “BIS Review”, No. 74,
<http://www.bis.org/review/r060824a.pdf>
- Bacha O.I. (1999), *Derivative instruments and Islamic finance: Some thoughts for a reconsideration*, “International Journal of Islamic Financial Services”, Vol. 1, No. 1, <http://islamic-finance.net/journals/journal1/art2.pdf>
- Bursa Malaysia (2006), *ECSD Newsletter*, 3rd Quarter, http://www.bursamalaysia.com/website/bm/trading/ECSD/download/ecsd_3q06.pdf
- DeLorenzo Y.T. (2002), *The religious foundations of Islamic finance*, w: S. Archer, R.A.A. Karim (red.), *Islamic Finance. Innovation and Growth*, Euromoney Books, London.
- Gassner M.S. (2004), *Islamic Finance: Short in Gambling, Long in Trade*, “Swiss Derivatives Review”, No 25,
<http://www.islamicfinance.de/swissderivativesreviewissue25.pdf>
- Islamic Development Bank (2000a), *Resolution No. 63/1/7 Concerning Financial Markets, Resolutions and Recommendations of the Council of the Islamic Fiqh Academy 1985-2000*, Islamic Development Bank, Jeddah, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000b), *Resolution No. 65/3/7 On "Aqd Istisna'a" (Manufacture Contracts)*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000c), *Resolution No. 72/3/8 Concerning Down Payment Sale (Earnest Sale)*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000d), *Resolution No. 74/5/8 Concerning Shari'a Applications for the Establishment of the Islamic Markets*, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000e), *Resolution No. 85/2/9 Concerning 'As-Salam (Forward Sale with Immediate Payment) and Its Modern Applications*, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Islamic Development Bank (2000f), *Resolution No. 107/1/12 On "Delivery and Tendering Contracts"*,
<http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=73.pdf>
- Jaumdally A.A.M. (2007), *On Speculation and Gambling*,
http://www.islamic-world.net/economics/speculation_and_gambling.htm.
- Kamali M.H. (1999), *The permissibility and potential of developing Islamic derivatives as financial instruments*, “IIUM Journal Of Economics And Management”, Vol. 7, No. 2,
http://www.financeinislam.com/article/1_35/28/53
- Khan M.F. (1997), *Islamic futures and their markets*, “Research Paper”, No. 32, Islamic Development Bank, Jeddah, <http://www.irtipms.org/OpenSave.asp?pub=33.pdf>
- Khan T., Ahmed H. (2001), *Risk Management. An Analysis of Issues in Islamic Financial Industry*, Islamic Development Bank, Islamic Research and Training Institute, Jeddah,
<http://www.irtipms.org/PubDetE.asp?pub=91>
- Lane K. (2006), *Standardizing derivatives for Islam uniform platforms should boost growth in market segment*, “The Wall Street Journal Asia”, 16 listopada, <http://www.iifm.net/news071.php>
- Obaidullah M. (2002), *Islamic Risk Management: Towards Greater Ethics and Efficiency*, “International Journal of Islamic Financial Services” Vol. 3, No. 4, <http://islamic-finance.net/journals/journal12/obaidvol3no4.pdf>
- Roy S. (2006), *A product without a market*, “Euromoney”, październik, s. 106.
- Salehabadi A., Aram M. (2002), *Islamic justification of derivative instruments*, “International Journal of Islamic Financial Services” Vol. 4, No. 3, <http://islamic-finance.net/Journals/Journal15/vol4no3art2.pdf>
- Securities and Exchange Commission of Pakistan (2006), *Feasibility of Introducing Exchange Traded Derivatives in Pakistan*, February, http://www.secp.gov.pk/Reports/FinalReport_TradedDerivatives.pdf
- Securities Commission (2006), *SC Shariah advisory council accepts single stock futures as Shariah-complaint instrument – increases range of Islamic instruments for investors*,
http://www.sc.com.my/eng/html/resources/press/pr_20060626.html
- Standard Chartered (2006), *Standard Chartered Executes First Ever Islamic Cross Currency Swap for Bank Muamalat Malaysia*, http://www.standardchartered.com/global/news/2006/grp_20060725.pdf
- Sukri M.H., Hussin M. (2006), *Developments of Islamic Swaps in Malaysia*, November,
<http://www.pbpress.com/controlPanel/download.php?id=72>

Bariery rozwoju polecenia zapłaty w Polsce*

Obstacles in Development of Direct Debit in Poland

*Agnieszka Dulian***

pierwsza wersja: 19 sierpnia 2006 r., ostateczna wersja: 11 kwietnia 2007 r., akceptacja: 17 kwietnia 2007 r.

Streszczenie

Polecenie zapłaty jako nowoczesna forma regulowania zobowiązań, choć funkcjonuje w Polsce już blisko 9 lat, nie jest znanym i powszechnie stosowanym instrumentem płatniczym. Celem opracowania jest zidentyfikowanie barier w popularyzacji tej usługi w Polsce, a także próba przewidzenia kierunków jej rozwoju w przyszłości. W artykule przedstawiono historię wprowadzenia polecenia zapłaty w Polsce oraz jego rozwój na tle wybranych krajów Unii Europejskiej, jednocześnie wykazując różnice między zasadami funkcjonowania tego instrumentu w wybranych państwach. Artykuł napisano na podstawie publikacji ekonomicznych Związku Banków Polskich, Narodowego Banku Polskiego i Krajowej Izby Rozliczeniowej, dotyczących rozwoju polecenia zapłaty w Polsce, oraz rocznych raportów Europejskiego Banku Centralnego, prezentujących rozwój tej usługi we wszystkich krajach członkowskich UE.

Słowa kluczowe: polecenie zapłaty, bezgotówkowy obrót płatniczy, innowacyjna usługa bankowa, bezgotówkowy instrument rozliczeniowy

Abstract

Although direct debit has been known as the modern payment form for almost 9 years in Poland, it has not become a payment instrument widely used in our country up till now. The aim of this article is to identify barriers in the popularization of this payment service in Poland and to try to foresee its development. The paper depicts the history of direct debit introduction and development in Poland while EU countries' data provide the background. There is additional focus on the differences concerning the principles of the functioning of this service between Poland and some EU countries. The article was developed on the basis of publications devoted to direct debit development in Poland and issued by the Polish Bank Association [Związek Banków Polskich], The National Bank of Poland [Narodowy Bank Polski] and the National Clearing House [Krajowa Izba Rozliczeniowa] as well as annual reports by the European Central Bank concerning the development of this service in all EU member countries

Keywords: direct debit, non-cash payment transactions, innovative banking service, non-cash payment instrument

JEL: G29

*Artykuł wyraża osobiste poglądy autorki, które nie mogą być utożsamiane ze stanowiskiem BPH Leasing SA.

** BPH Leasing SA, e-mail: adulian@poczta.onet.pl

Wstęp

Polecenie zapłaty jest nowoczesną, bezgotówkową, wygodną dla dłużnika, bo inicjowaną przez wierzyciela, formą regulowania zobowiązań, umożliwiającą sprawne i szybkie opłacanie cyklicznie powtarzających się płatności, np. za usługi telekomunikacyjne i inne usługi abonenckie, energię elektryczną, gaz, z tytułu składek ubezpieczeniowych, czynszu, prenumeraty czasopism czy spłaty rat zaciągniętej pożyczki.

Mimo funkcjonowania w polskim systemie rozliczeniowym już blisko 9 lat, a także posiadania wielu zalet nie jest to znany i powszechnie wykorzystywany instrument płatniczy w naszym kraju. Według danych opublikowanych przez Europejski Bank Centralny (EBC) ta nowoczesna forma regulowania zobowiązań w 2005 r. stanowiła zaledwie 1% wszystkich płatności bezgotówkowych w Polsce (EBC 2006, s. 487). Z roku na rok obserwowany jest stopniowy, lecz wciąż niższy od oczekiwanego, wzrost jej wykorzystania w transakcjach płatniczych. Biorąc jednak pod uwagę ogromną liczbę realizowanych operacji rozliczeniowych w obrocie bezgotówkowym ogółem (w 2004 r. było to blisko 936 mln, w 2005 r. to już prawie 1.080 mln) i zaangażowanie środowiska bankowego w działania mające na celu popularyzację polecenia zapłaty, można stwierdzić, że ma ono w polskim systemie płatniczym duży potencjał rozwojowy.

Celem niniejszego opracowania jest zidentyfikowanie barier rozwoju polecenia zapłaty w Polsce, a także próba przewidzenia kierunków jego ewolucji w przyszłości. Niniejsze opracowanie przedstawia historię rozwoju tego instrumentu płatniczego w naszym kraju na tle pozostałych państw Unii Europejskiej, jednocześnie wykazując odmiennosc zasad jego funkcjonowania w wybranych państwach. Zaadaptowanie części rozwiązań stosowanych za granicą mogłoby wpłynąć na szybsze upowszechnianie tej usługi w naszym systemie rozliczeń.

1. Historia rozwoju polecenia zapłaty w Polsce

Usługa polecenia zapłaty została wprowadzona do polskiego systemu rozliczeniowego z inicjatywy banków zrzeszonych w Związku Banków Polskich (ZBP), które zasugerowały Narodowemu Bankowi Polskiemu (NBP) tę formę rozliczeń. Idea ta wynikła przede wszystkim z chęci udostępnienia przez banki ich klientom instrumentu bezgotówkowego, przeznaczonego do opłacania masowych, regularnych płatności, którym jego użytkownicy za granicą mogli posługiwać się od dawna. Posunięcie to miało na celu przede wszystkim redukcję kosztów obrotu gotówkowego ponoszonych przez banki oraz minimalizację nadużyć towarzyszących rozliczeniom w formie gotówkowej.

Prace związane z wdrożeniem polecenia zapłaty do polskiego systemu rozliczeniowego środowisko bankowe podjęło w 1995 r. (Wolski 2006, s. 2). Polegały one na obserwacji doświadczeń krajów należących do Unii Europejskiej (UE), uzgodnieniu zasad funkcjonowania tego produktu w Polsce, ustaleniu z NBP ram prawnych jego działania, a także opracowaniu treści porozumienia międzybankowego i technicznych zasad funkcjonowania polecenia zapłaty z Krajową Izbą Rozliczeniową SA (KIR SA). W ich wyniku w maju 1998 r. poszerzono (nieobowiązujące już) zarządzenie Prezesa NBP z 10 października 1997 r. zmieniające zarządzenie w sprawie form i trybu przeprowadzania rozliczeń pieniężnych za pośrednictwem banków (MP z 1997 r., nr 77, poz. 732) o regulacji dotyczące polecenia zapłaty. Zmiany zostały wprowadzone zarządzeniem Prezesa Narodowego Banku Polskiego z 29 maja 1998 r. w sprawie form i trybu przeprowadzania rozliczeń pieniężnych za pośrednictwem banków (MP z 1998 r., nr 21, poz. 320). Usługa ta została wdrożona przez KIR SA 1 czerwca 1998 r. na mocy porozumienia międzybankowego w sprawie stosowania polecenia zapłaty (Szkop 2004, s. 3). Pierwsze transakcje zostały dokonane w tej formie w lipcu 1998 r.

Podstawę prawną funkcjonowania tego nowoczesnego produktu w naszym kraju stanowi art. 63d ustawy z 27 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 z późn. zm.), a także zawarte na jego podstawie odpowiednie porozumienie międzybankowe. Uregulowania prawne dotyczące polecenia zapłaty zostały dodane do ustawy Prawo bankowe ustawą z dnia 23 sierpnia 2001 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe oraz zmianie innych ustaw (Dz.U. z 2001 r., nr 111, poz. 1195).

Art. 63d. Prawa bankowego definiuje polecenie zapłaty jako „udzieloną bankowi dyspozycję wierzyciela obciążenia kwotą rachunku bankowego dłużnika i uznania tą kwotą rachunku wierzyciela, przy czym dyspozycja wierzyciela oznacza równocześnie jego zgodę na cofnięcie przez bank dłużnika obciążenia rachunku dłużnika i cofnięcie uznania rachunku wierzyciela w przypadku dokonanego przez dłużnika odwołania polecenia zapłaty”. Ponadto ustawa określa górne limity dyspozycji obciążeniowych wysyłanych do rachunku dłużnika oraz stwarza płatnikowi możliwość odwołania zrealizowanego polecenia zapłaty, dzięki czemu omawiany instrument jest dla niego niezwykle bezpieczny. Maksymalna kwota pojedynczego polecenia zapłaty nie może przekroczyć równowartości 1 tys. euro (gdy dłużnikiem jest osoba fizyczna nieprowadząca działalności gospodarczej) lub 50 tys. euro (gdy dłużnikiem jest podmiot gospodarczy)¹. Płatnik może odwołać polecenie za-

¹ Nie obowiązują natomiast żadne ograniczenia dotyczące liczby dyspozycji wysyłanych do rachunku dłużnika.

płaty w banku prowadzącym jego rachunek w terminie 30 dni kalendarzowych od dnia obciążenia jego rachunku bankowego (gdy dłużnikiem jest osoba fizyczna nieprowadząca działalności gospodarczej) lub 5 dni roboczych od dnia obciążenia rachunku bankowego (w wypadku pozostałych płatników). Odwołanie polecenia zapłaty przez dłużnika zobowiązuje jego bank do natychmiastowego uznania jego rachunku bankowego kwotą odwołanego polecenia zapłaty, a bank wierzyciela do natychmiastowego uznania kwotą odwołanego polecenia zapłaty rachunku banku dłużnika, także w wypadku braku środków na rachunku wierzyciela lub wystąpienia innej przyczyny uniemożliwiającej obciążenie jego rachunku bankowego.

W ciągu pierwszych czterech lat funkcjonowania tej usługi płatniczej w naszym kraju jej rozwój był powolny, ponieważ oddziały banków były nieprzygotowane technicznie do stosowania polecenia zapłaty. Dostosowanie systemów informatycznych do obsługi tego produktu rozliczeniowego we wszystkich oddziałach trwało niekiedy nawet kilka lat. Upowszechnienie tej formy rozliczeń stało się możliwe wraz z pełnym wdrożeniem polecenia zapłaty w Powszechnej Kasie Oszczędności Banku Polskim SA, która prowadziła większość rachunków dłużników cyklicznych płatności masowych. W styczniu 2001 r. bank ten przystąpił do porozumienia międzybankowego w sprawie stosowania polecenia zapłaty (Krajowa Izba Rozliczeniowa SA 2001, s. 6). Tym samym w gronie uczestników porozumienia znalazły się wszystkie największe banki krajowe, dzięki czemu instrument ten zyskał realną szansę na upowszechnienie i zasadne stało się organizowanie kampanii promocyjnych mających na celu popularyzację tej nowoczesnej formy płatności.

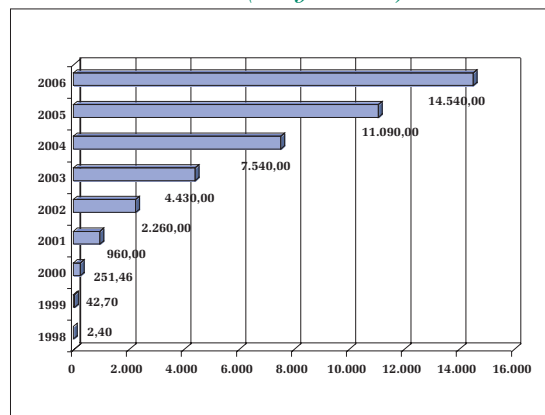
Aby zwiększyć udział polecenia zapłaty w ogólnej liczbie bezgotówkowych transakcji rozliczeniowych, duży nacisk położono na jego promowanie. Pod koniec 2002 r. została utworzona Koalicja na Rzecz Polecenia Zapłaty. Jej pomysłodawcą i współtwórcą był ZBP. Obecnie na liście koalicjantów znajdują się następujący usługodawcy (Koalicja na Rzecz Polecenia Zapłaty 2006): Polska Telefonia Komórkowa Centertel sp. z o.o. (operator sieci Orange), Polska Telefonia Cyfrowa sp. z o.o. (operator sieci ERA), Polkomtel SA (operator sieci PLUS GSM), Telekomunikacja Polska SA, CANAL+ Cyfrowy sp. z o.o. (operator platformy cyfrowej CYFRA+), Netia SA, Telefonia Dialog SA, Sferia SA (operator sieci SFERIA), UPC Polska sp. z o.o. (operator telewizji kablowej i dostępu do Internetu chello), STOEN SA, ABN AMRO Bank (Polska) SA, BRE BANK SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Deutsche Bank Polska SA, KIR SA. Zadaniem Koalicji jest upowszechnianie wiedzy na temat polecenia zapłaty wśród potencjalnych klientów, propagowanie

tej usługi zarówno wśród wierzycieli, jak i banków, a także współpraca ze środowiskiem bankowym w zakresie zwiększania atrakcyjności tego instrumentu rozliczeniowego poprzez występowanie z sugestiami jego udoskonalania. Obecnie Koalicja ściśle współpracuje z przedstawicielami środowiska bankowego w zakresie elektronizacji zgody na obciążanie rachunku bankowego dłużnika, o czym jest mowa w rozdziale czwartym.

Podstawowym narzędziem promowania polecenia zapłaty przez Koalicję są cyklicznie organizowane kampanie medialne; dotychczas odbyły się cztery (Koalicja na Rzecz Polecenia Zapłaty 2006): dwie prasowe w 2003 r. i 2004 r., jedna internetowa przeprowadzona w 2004 r. i ogólnokrajowa kampania billboardowa zorganizowana w 2005 r. Przynoszą one wymierne rezultaty: wzrost liczby transakcji rozliczanych przy wykorzystaniu polecenia zapłaty. Przykładowo już po 3 miesiącach od utworzenia Koalicji liczba płatności rozliczanych w tej formie w Polsce wzrosła o ponad 35% (Danko, Zawadzki 2006, s. 100), a do końca 2003 r. się podwoiła. Wykres 1 przedstawia liczbę transakcji zrealizowanych w drodze polecenia zapłaty od początku istnienia tego produktu rozliczeniowego w Polsce.

Ta forma płatności, z udziałem na poziomie 1% całości obrotu bezgotówkowego pod względem liczby zrealizowanych transakcji rozliczeniowych (11,09 mln dyspozycji), nadal odgrywa w Polsce marginalną rolę w regulowaniu zobowiązań. Dla porównania warto zaznaczyć, że najpopularniejszym sposobem dokonywania płatności, który w 2005 r. osiągnął blisko 75% (804,61 mln dyspozycji) całości rozliczeń bezgotówkowych, jest w naszym kraju polecenie przelewu.

Wykres 1 Liczba transakcji zrealizowanych w drodze polecenia zapłaty w Polsce w latach 1998–2006 (w tys. sztuk)



Źródło: ECB (2006), Krajowa Izba Rozliczeniowa SA (2006).

2. Polecenie zapłaty w Polsce na tle innych krajów Unii Europejskiej

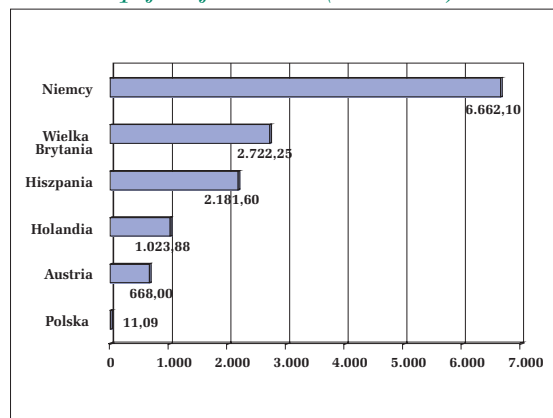
Polecenie zapłaty jest od dawna znane i szeroko stosowane w krajach UE należących do dawnej Piętnastki. Wykres 2 przedstawia liczbę transakcji zrealizowanych tą drogą w krajach UE, w których ta usługa jest najpopularniejsza, oraz w Polsce w 2005 r.

Wśród wszystkich krajów Unii Europejskiej w 2005 r. polecenie zapłaty było najpopularniejsze w Hiszpanii, Niemczech, Austrii, Holandii i w Wielkiej

Brytanii. Odsetek poleceń zapłaty w strukturze płatności bezgotówkowych ogółem osiągnął tam najwyższe wartości. Dokładne dane na ten temat przedstawia wykres 3.

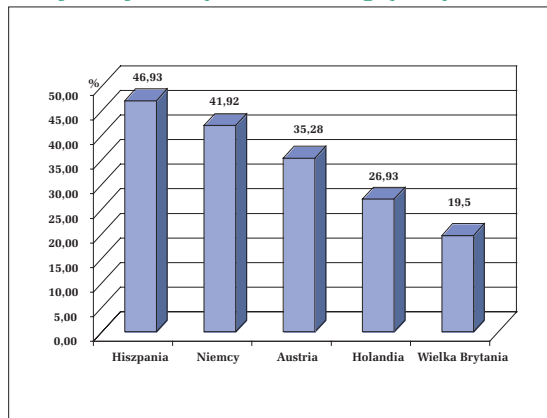
W 2005 r. poziom upowszechnienia tej usługi rozliczeniowej w Polsce z udziałem 1% był nieporównywalnie niższy, przy czym średnia dla krajów UE wyniosła około 25%. Wykresy 4 i 5 przedstawiają strukturę płatności bezgotówkowych we wszystkich krajach UE pod względem liczby zrealizowanych transakcji ze szczególnym uwzględnieniem Polski.

Wykres 2 Liczba transakcji zrealizowanych w drodze polecenia zapłaty w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2005 r. (w mln szt.)



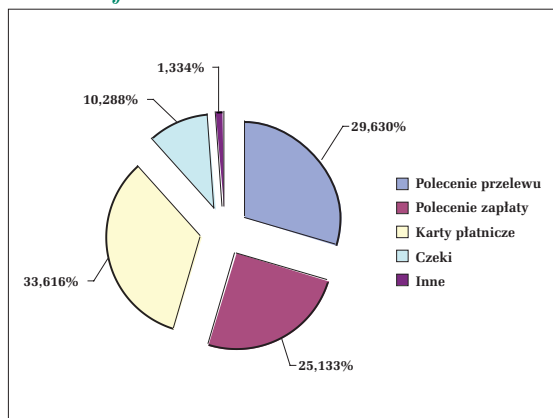
Źródło: ECB (2006).

Wykres 3 Udział polecenia zapłaty w strukturze płatności bezgotówkowych ogółem w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2005 r.



Źródło: ECB (2006).

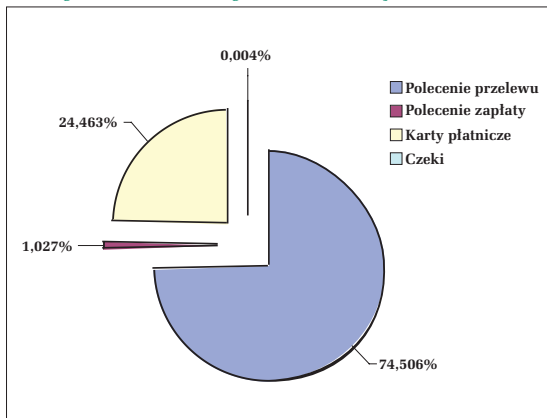
Wykres 4 Struktura płatności bezgotówkowych we wszystkich krajach Unii Europejskiej pod względem liczby zrealizowanych transakcji w 2005 r.*



* W najnowszej publikacji EBC, którą posilkowała się autorka, tj. ECB (2006) brakuje danych statystycznych dotyczących liczby bezgotówkowych transakcji płatniczych zrealizowanych w 2005 r. w Czechach. Z tego względu w niniejszym opracowaniu w kalkulacji wskaźników dotyczących całej UE wzięto pod uwagę 24 kraje, a w kalkulacji wskaźników dla nowych państw członkowskich uwzględniono 9 krajów.

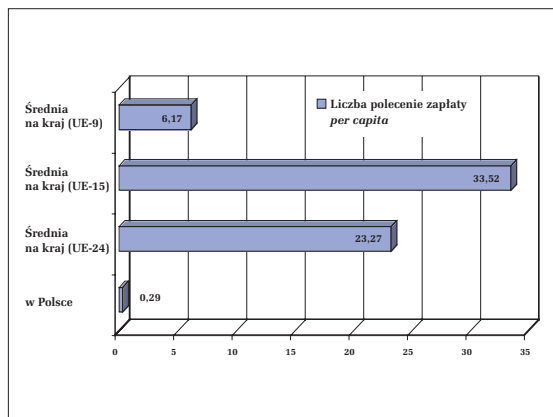
Źródło: ECB (2006).

Wykres 5 Struktura płatności bezgotówkowych w Polsce pod względem liczby zrealizowanych transakcji w 2005 r.



Źródło: ECB (2006).

Wykres 6. Średnia liczba transakcji zrealizowanych w drodze polecenia zapłaty per capita w krajach Unii Europejskiej i w Polsce w 2005 r.*



* jak w wykresie 4.
Źródło: ECB (2006).

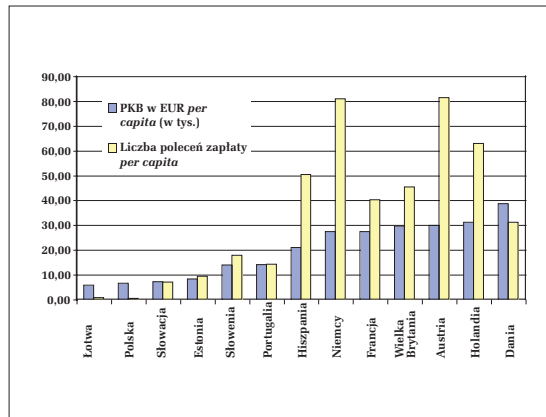
Podobny obraz popularności polecenia zapłaty w krajach UE uzyskuje się, porównując liczbę transakcji polecenia zapłaty przypadających rocznie na jednego mieszkańca (*per capita*). Wykres 6 przedstawia średnią liczbę poleceń zapłaty przypadającą na jednego mieszkańca we wszystkich krajach UE w 2005 r. z podziałem na kraje dawnej Piętnastki i nowe kraje członkowskie ze szczególnym uwzględnieniem Polski. Widać na nim, jak duży dystans pod tym względem dzieli nasz kraj w stosunku do pozostałych państw UE.

Jedną z głównych przyczyn niskiego udziału polecenia zapłaty w ogólnej liczbie płatności bezgotówkowych w Polsce jest późne (w czerwcu 1998 r.) wprowadzenie tego instrumentu płatniczego do polskiego systemu rozliczeniowego. Tymczasem podbój rynku rozliczeń bezgotówkowych w Europie Zachodniej rozpoczął on już na początku lat 60. XX w. Przykładowo w Niemczech polecenie zapłaty zostało wprowadzone w 1963 r., w Wielkiej Brytanii w 1967 r., a w Holandii w 1972 r. (Pawlukiewicz 2005, s. 6).

Poziom wykorzystania instrumentów płatniczych w obrocie bezgotówkowym w znacznej mierze zależy od sytuacji materialnej społeczeństwa, którą najlepiej obrazuje wartość produktu krajowego brutto w przeliczeniu na jednego mieszkańca (PKB *per capita*). Wykres 7 prezentuje liczbę poleceń zapłaty przypadających na jednego mieszkańca w zależności od wysokości PKB *per capita* w wybranych krajach UE.

Analiza danych przedstawionych na wykresie 7 potwierdza istnienie silnej korelacji pomiędzy dwiema zaprezentowanymi wielkościami, przejawiającej się wzrostem wykorzystania polecenia zapłaty wraz ze zwiększaniem się poziomu dochodów osiąganych przez społeczeństwo.

Wykres 7. Poziom PKB per capita a liczba poleceń zapłaty per capita w wybranych krajach Unii Europejskiej w 2005 r.

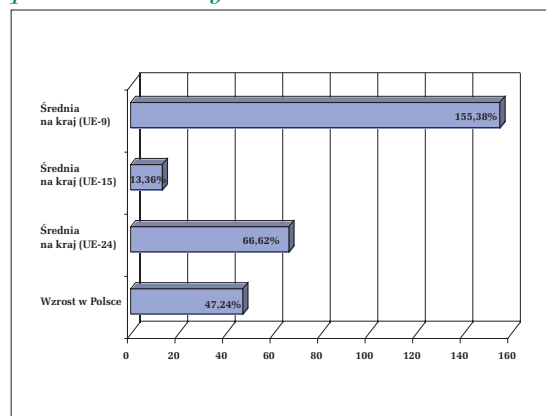


Źródło: ECB (2006).

Na szczęście zmniejsza się dystans, jaki dzieli Polskę od innych krajów UE pod względem wykorzystania polecenia zapłaty przypadającego na jednego mieszkańca. Dzieje się tak ze względu na stosunkowo wysoką dynamikę wzrostu zastosowania tego instrumentu płatniczego w polskim systemie rozliczeń. Wykres 8 przedstawia dynamikę wzrostu wykorzystania polecenia zapłaty *per capita*, liczoną rok do roku (τ/τ) na podstawie danych za lata 2004 i 2005, we wszystkich krajach UE z podziałem na kraje dawnej Piętnastki i nowe kraje członkowskie, ze szczególnym uwzględnieniem Polski.

Wykres 8 pokazuje, że najniższy roczny przyrost stosowania polecenia zapłaty występuje w krajach dawnej Piętnastki, w których ta usługa od dawna cie-

Wykres 8. Średnia dynamika wykorzystania polecenia zapłaty per capita w krajach Unii Europejskiej i w Polsce - porównanie danych za lata 2004-2005*



* jak w wykresie 4.
Źródło: ECB (2006).

szy się dużą popularnością. Wynika to przede wszystkim z efektu bazy, czyli utrzymującej się wysokiej liczby zleceń płatniczych realizowanych przy wykorzystaniu tego instrumentu. Dynamika wykorzystania tej nowoczesnej usługi rozliczeniowej jest z kolei najwyższa w nowych krajach członkowskich ze względu na stosunkowo krótką historię funkcjonowania w nich polecenia zapłaty.

Pod względem przyrostu wykorzystania polecenia zapłaty w latach 2004–2005 Polska z wartością 47,24% zajmuje czwarte miejsce. Wzrost wykorzystania polecenia zapłaty w tym tempie umożliwi Polsce dojsie do obecnej średniej liczby zleceń przypadającej na jednego mieszkańca UE (23,27) w ciągu 11 lat.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że na popularność tego instrumentu płatniczego w poszczególnych krajach mogą wpływać przyjęte rozwiązania prawne dotyczące jego funkcjonowania, które nieco się różnią. Idea usługi pozostaje jednak taka sama – to wierzyciel, inicjując płatność, ma wpływ na regulowanie zobowiązań przez dłużników. Główne różnice między zasadami funkcjonowania polecenia zapłaty w poszczególnych krajach dotyczą:

- sposobu uzyskania przez wierzyciela zgody na obciążanie rachunku bankowego dłużnika,
- ograniczeń ustawowych dotyczących kwot realizowanych transakcji.

W Polsce formularz zgody na obciążanie rachunku bankowego dłużnika jest wysyłany zarówno do wierzyciela, jak i do banku dłużnika w dwóch oddzielnych egzemplarzach w formie papierowej. W Niemczech, Wielkiej Brytanii czy Holandii, czyli w krajach, gdzie ta forma płatności cieszy się największą popularnością, dłużnik wypełnia jeden formularz, który jest przekazywany do banku wierzyciela. Poza tym w wymienionych państwach powszechnie stosuje się inne niż papierowa formy przyjmowania zgody, np. przez bankowość telefoniczną lub internetową (Pawlukiewicz 2005, s. 18–22). Obowiązująca w naszym kraju procedura udzielania zgody na obciążanie rachunku bankowego przez dłużnika powoduje wzrost kosztów obsługi rozliczeń realizowanych przy wykorzystaniu polecenia zapłaty, głównie ze względu na formę udzielania zgody (papierowa) oraz wynikający z tego sposób jej dystrybucji (dostarczenie najczęściej pocztą). Powoduje to wydłużenie czasu uruchomienia tej usługi, a w niektórych wypadkach może przyczynić się do powstania pomyłek. Sytuację tę może poprawić zmiana formy upoważnień na elektroniczną, a także wprowadzenie przez banki prowadzące rachunki dłużników możliwości udzielania zgody poprzez nowoczesne kanały dostępu, np. przez bankowość telefoniczną i internetową, o czym szerzej mowa w rozdziale czwartym.

W omawianych krajach do posiadania i przechowywania zgody obowiązany jest wyłącznie wierzyciel,

natomiast bank dłużnika realizuje otrzymaną instrukcję płatniczą w dobrej wierze, bez konieczności posiadania indywidualnego upoważnienia. Bank wierzyciela jest jednak zobowiązany do natychmiastowego zwrotu środków, jeśli płatnik zaneguje zrealizowane polecenie zapłaty. W Polsce jeden egzemplarz zgody przechowuje wierzyciel, a drugi bank płatnika, który każdorazowo, na podstawie posiadanego egzemplarza upoważnienia, czuwa nad realizowaną płatnością obciążeniową, co jest zaletą rodzimego rozwiązania, gdyż zwiększa bezpieczeństwo transakcji dla dłużnika.

Cechą odróżniającą polskie polecenie zapłaty od rozwiązań stosowanych w omawianych krajach są ustalone w ustawie Prawo bankowe ograniczenia kwotowe realizowanych instrukcji płatniczych, które przykładowo nie obowiązują w Niemczech, Wielkiej Brytanii czy w Holandii. W literaturze przedmiotu można spotkać się z opinią, że stosowanie limitów kwotowych transakcji rozliczeniowych tego typu hamuje rozwój polecenia zapłaty. Nie jest to opinia zasadna, gdyż w odniesieniu do osób fizycznych praktycznie każda transakcja masowa mieści się w równowartości 1 tys. euro, natomiast w wypadku podmiotów gospodarczych przy transakcjach powyżej 50 tys. euro można skorzystać z podobnej do polecenia zapłaty formy rozliczeń pieniężnych – gospodarczego obciążenia bezpośredniego – GOBI (Bankier.pl 2003). Zwiększenie limitu kwotowego rozliczeń dokonywanych pomiędzy podmiotami gospodarczymi za pośrednictwem polecenia zapłaty (początkowo na poziomie 10 tys. euro do obecnego w kwocie 50 tys. euro) przyczyniło się do minimalizacji zastosowania GOBI, które obecnie są używane jedynie w rozliczeniach pomiędzy pojedynczymi bankami i to w niewielkim stopniu. Ponadto istnienie wyżej wymienionych limitów wzmacnia bezpieczeństwo dłużnika. Rodzime przepisy są pochodną uregulowań przyjętych z myślą o ochronie dłużnika, będącego najczęściej konsumentem (osobą fizyczną).

Na wzrost popularności polecenia zapłaty w niektórych krajach UE mogą mieć wpływ inne udogodnienia stwarzane jego użytkownikom. Przykładowo w Holandii instrument ten wykorzystuje się do ściągania należności z tytułu zadłużenia powstałego w wyniku regulowania zobowiązań kartami kredytowymi. Z powodu niższego stopnia zamożności Polaków rozwiązanie to w naszym kraju byłoby trudne do przyjęcia, gdyż eliminuje możliwość częściowej spłaty zadłużenia. Z kolei udogodnieniem w Niemczech jest fakt, że dłużnik nie musi wystawiać pisemnej zgody na obciążenie jego rachunku bankowego, jeżeli kwota jednorazowego polecenia zapłaty nie przekracza 50 euro.

Z analizy przeprowadzonej w niniejszym rozdziale wynika, że mimo znacznych różnic między po-

szczególnymi krajami UE, zarówno pod względem stopnia popularności polecenia zapłaty, jak również szczegółów jego funkcjonowania, można zaobserwować pewną prawidłowość. Mianowicie w krajach o wyższym dochodzie *per capita* udział rozliczeń w tej formie jest większy w płatnościach bezgotówkowych, jak też w przeliczeniu na jednego mieszkańca. Świadczy to o ogromnych możliwościach wzrostu liczby tego typu płatności w Polsce. Biorąc pod uwagę plany Koalicji na Rzecz Polecenia Zapłaty, mającej na celu dorównanie krajom przodującym pod względem liczby poleceń zapłaty *per capita*, liczba tego typu płatności w Polsce musi wzrosnąć blisko trzystukrotnie.

3. Bariery popularyzacji polecenia zapłaty w Polsce

Polecenie zapłaty jest wygodnym i bezpiecznym dla obu stron transakcji instrumentem rozliczeniowym, który znacznie usprawnia dokonywanie cyklicznych płatności, zapewniając terminowość regulowania zobowiązań finansowych oraz oszczędność czasu i pieniędzy zarówno wierzycielowi, jak i dłużnikowi.

Mimo wielu jego zalet i wysiłków podejmowanych w celu wypromowania tej usługi jako najwygodniejszej i bezpieczniejszej bezgotówkowej formy regulowania stałych płatności masowych nie rozwija się ona w Polsce zgodnie z oczekiwaniami. Instrument ten w naszym kraju wciąż znajduje się w początkowej fazie rozwoju, choć od jego wprowadzenia minęło już prawie 9 lat. Wprawdzie dynamika przyrostu liczby płatności realizowanych w drodze polecenia zapłaty jest wysoka, jednak w stosunku do innych form regulowania zobowiązań jego znaczenie pozostaje marginalne. Przyczyn tego stanu rzeczy jest wiele.

Najbardziej oczywistą barierą popularyzacji polecenia zapłaty w Polsce jest status majątkowy wielu rodaków. Poziom wykorzystania instrumentów płatniczych w obrocie bezgotówkowym w znacznym stopniu zależy bowiem od bogactwa społeczeństwa. W Polsce powszechność korzystania z usług bankowych jest mocno ograniczona ze względu na wysoki wskaźnik bezrobocia i niskie dochody osiągane przez wiele grup społecznych, co obniża zainteresowanie korzystaniem z polecenia zapłaty. Z niekorzystną sytuacją materialną Polaków nieodłącznie wiąże się częsty brak płynności finansowej. Przy stosowaniu tej formy płatności dłużnik ma obowiązek zapewnienia środków pieniężnych w ustalonym terminie, co ogranicza możliwość zwłoki w płatności i uniemożliwia hierarchizowanie zobowiązań wedle własnego uznania. Wyższa dynamika wzrostu gospodarczego obserwowana w naszym kraju od II kwartału 2005 r. i dobre perspektywy rozwoju gospodarki w kolejnych latach pozwalają sądzić, że poziom zamożności Pola-

ków będzie się z roku na rok podnosił, co powinno wpłynąć na wzrost wykorzystania polecenia zapłaty. Z kwartału na kwartał notuje się szybki wzrost PKB. Według danych opublikowanych przez Główny Urząd Statystyczny w 2006 r. wyniósł on 5,8% r/r. (GUS 2007a). Według J. Czekaja, członka Rady Polityki Pieniężnej (RPP) w I kwartale 2007 r. można liczyć nawet na dynamikę PKB rzędu 7–7,4% r/r (Czuryło 2007a). Także spadek stopy bezrobocia i duża dynamika wzrostu płac, jak również prognozy dotyczące kształtowania się tych wskaźników w najbliższych latach, przemawiają za wzrostem dochodów społeczeństwa. Według CASE (Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych) w 2007 r. średnia stopa bezrobocia będzie się utrzymywać na poziomie 12,7%, natomiast w 2008 r. spadnie do 11% (Antczak 2006), podczas gdy w grudniu 2006 r. wynosiła 14,9% (GUS 2007b). Z kolei według ankiety przeprowadzonej wśród ekonomistów przez „Gazetę Prawną” należy w 2007 r. się liczyć z wysokim, blisko 7-procentowym wzrostem płac w sektorze przedsiębiorstw (Czuryło 2007b).

Jednym z podstawowych hamulców rozwoju tej usługi płatniczej w naszym kraju jest mała świadomość jej istnienia i niezajomość jej funkcjonowania wśród potencjalnych użytkowników, zarówno wierzycieli, jak i dłużników. Niewielka znajomość tego instrumentu rozliczeniowego charakteryzuje zarówno klientów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Wzrost wiedzy w tym zakresie gwarantuje upowszechnienie tej formy regulowania zobowiązań. Zmianę tę mogą przynieść cyklicznie prowadzone, duże kampanie medialne nakierowane na popularyzację polecenia zapłaty w Polsce.

Kolejną barierą rozwoju polecenia zapłaty, którą stwarzają same banki, jest mnożenie opłat związanych z obsługą polecenia zapłaty. W celu zwiększenia liczby tego rodzaju transakcji płatniczych KIR SA uchwałą Zarządu z 19 kwietnia 2001 r. obniżyła o połowę stawki opłat rozliczeniowych (Krajowa Izba Rozliczeniowa SA 2001, s. 6). Porozumienie międzybankowe także zaleca stosowanie przez banki preferencyjnych stawek za realizację polecenia zapłaty. Ponadto ZBP regularnie apeluje o niepobieranie prowizji od tych transakcji. Nie wszystkie banki stosują się do tych zaleceń. Od 2002 r., ze względu na stopniowe obniżanie poziomu podstawowych stóp procentowych NBP przez RPP, obserwuje się zawężanie się marży pomiędzy oprocentowaniem depozytów i kredytów, co prowadzi do obniżania przychodów realizowanych przez banki w ramach ich podstawowej działalności. Dlatego instytucje te wykazują skłonność do kompensowania sobie ich ubytku poprzez tworzenie nowych i podnoszenie już istniejących opłat za czynności bankowe, w tym także za obsługę polecenia zapłaty. Prowadzi to do marginalizacji zastosowania tej formy płatności i hamuje jej upo-

wszechnienie w naszym kraju. Aby temu zapobiec, niezbędne jest solidarne działanie banków, mające na celu stosowanie preferencyjnych opłat za realizowanie rozliczeń tą drogą. Obecnie usłudze tej – w zależności od banku – towarzyszą następujące opłaty: za jej realizację (zwykle pobierana od wierzyciela, jednak w wypadku jednorazowego polecenia zapłaty w niektórych bankach zdarza się pobieranie jej od dłużnika), za odwołanie przez dłużnika (pobierana od dłużnika), za przekazanie odwołania do banku wierzyciela (pobierana od dłużnika), za zawiadomienie o niezrealizowaniu polecenia zapłaty (pobierana od wierzyciela) (Boczoń 2005). Spodziewany wzrost podstawowych stóp procentowych NBP w najbliższych latach (ze względu na szybsze od potencjalnego rzeczywiste tempo wzrostu PKB) i w związku z tym zwiększenie marży pomiędzy oprocentowaniem depozytów i kredytów, a przede wszystkim dynamiczny wzrost wolumenu transakcji płatniczych realizowanych w drodze polecenia zapłaty należy uznać za czynniki ułatwiające bankom efektywne stosowanie polityki obniżania poziomu opłat pobieranych za realizację tej usługi rozliczeniowej. Ponieważ koszty realizacji płatności przy wykorzystaniu instrumentów bezgotówkowych są w dużej mierze stałe, wzrost liczby klientów korzystających z polecenia zapłaty powinien przyczynić się do obniżenia kosztów jednostkowych ponoszonych przez banki w związku z obsługą tego produktu, co powinno doprowadzić do redukcji cen dla jego ostatecznych odbiorców (zarówno wierzycieli, jak i dłużników). O tym, że banki stosują taką politykę cenową, może świadczyć fakt, iż za usługi zebrane w pakiet (prowadzenie rachunku bankowego, realizacja dyspozycji płatniczych, obsługa kart kredytowych) pobierają dość wysoką opłatę², ale rekompensują ją tańszym lub zwolnionym z opłat dostępem do produktów płatniczych (Zielewski 2007, s. 24). Dzięki temu koszt pojedynczej usługi bankowej związanej z obsługą rachunku jest niższy. Dzieje się tak dlatego, że szerszy zakres współpracy klienta z bankiem pozwala temu drugiemu na redukcję jednostkowych kosztów własnych (tzw. efekt skali).

Kolejnym ograniczeniem rozwoju polecenia zapłaty jest fakt, że jedynie niewielka część społeczeństwa posiada osobiste rachunki bankowe. W Polsce w maju 2006 r. na jednego mieszkańca przypadło zaledwie 0,65 rachunku bankowego (Tochmański 2006, s. 57). To ważna przeszkoda, gdyż instrument ten jest bezgotówkową formą rozliczeń adresowaną przede wszystkim do osób fizycznych. Naturalną konsekwencją tego stanu rzeczy jest rozwój sieci punktów umożliwiających tańsze niż w banku lub na poczcie opłacanie rachunków, np. przy okazji zakupów w hipermarketach (systemy „Unikasa” i „Moje Rachun-

ki”), w SKOK-ach lub bezpośrednio w kasach wierzycieli. Ma to również negatywny wpływ na skłonność znacznej części społeczeństwa do korzystania z usług bankowych, w tym polecenia zapłaty. Powszechność korzystania z podstawowych usług bankowych będzie się stopniowo zwiększać wraz ze wzrostem za-
możności rodaków.

Negatywny wpływ na rozwój polecenia zapłaty mają także, poza zasygnalizowanymi powyżej, działania wierzycieli, którzy często generują zlecenia płatnicze w formie papierowej, skłaniając tym samym dłużników do realizacji zobowiązań w formie gotówkowej. Ponadto obserwuje się stosunkowo małe zainteresowanie niektórych masowych wierzycieli opłacaniem należności za świadczone przez nich usługi w drodze polecenia zapłaty. Trzeba zauważyć, że im więcej wierzycieli będzie umożliwiał swoim klientom regulowanie płatności za pomocą tego instrumentu, tym szybciej ta forma płatności będzie się rozwijać. Jeżeli klienci będą mogli regulować wszystkie płatności masowe za pomocą polecenia zapłaty, wówczas zostaną wyeliminowane przesłanki realizacji płatności w formie gotówkowej.

Dodatkowo należy zwrócić uwagę na fakt, że na wybór formy rozliczeń z dłużnikami w dużym stopniu wpływa wielkość podmiotu będącego wierzycielem. Polecenie zapłaty wykorzystują przede wszystkim duże firmy obsługujące wielu klientów, a stosowanie tej usługi rozliczeniowej wiąże się z koniecznością poniesienia nakładów na informatyzację procesu generowania zleceń płatniczych i raportowania dokonanych rozliczeń. Dla wielu małych przedsiębiorstw taka inwestycja jest kosztowna i nieopłacalna.

Do ograniczania rozwoju płatności bezgotówkowych w Polsce przyczyniają się także czynniki społeczno-psychologiczne. Polecenie zapłaty ma znikomy udział w bezgotówkowym obrocie płatniczym ze względu na powszechną wśród potencjalnych klientów – dłużników barierę psychologiczną związaną z obawą przed utratą kontroli nad środkami pieniężnymi zgromadzonymi na ich rachunku bankowym. Obowiązek udzielenia wierzycielowi przez dłużnika zgody na dysponowanie w uzgodnionym zakresie środkami zgromadzonymi na rachunku bankowym powszechnie kojarzy się z dostępem osób trzecich do rachunku bankowego i obniża poczucie bezpieczeństwa transakcji płatniczej realizowanej w tej formie. Z tą kwestią wiąże się także obawa dłużnika, że w związku z realizacją polecenia zapłaty przez instytucję wierzyciela mogą nastąpić pomyłki, z których wynikną komplikacje oraz konieczność prowadzenia postępowania wyjaśniającego. Innym czynnikiem społeczno-psychologicznym jest przywiązanie, zwłaszcza starszej części społeczeństwa, do rozliczeń gotówkowych. Zauważalny wzrost zainteresowania innowacyjnymi produktami rozliczeniowymi zgłaszany

² Przykłady pakietów dla klientów korporacyjnych: „Biznes Partner” PKO BP (25 zł miesięcznie), „Ekstra-biznes” Kredyt Bank (35 zł miesięcznie).

przez młode pokolenie Polaków spowoduje, że ich stosowanie stanie się codziennością.

Nie brak także drobnych kwestii, które mogą zniechęcać użytkowników do korzystania z polecenia zapłaty. Wielu wierzycieli ma np. problem z opóźnieniami w rejestracji przez bank prowadzący rachunek bankowy dłużnika zgody na obciążanie jego rachunku bankowego, co wywołuje trudności z pobraniem należnej zapłaty i nierzadko staje się przyczyną automatycznego wygenerowania wezwania do zapłaty wraz z naliczeniem dłużnikowi karnych odsetek. To z kolei skłania do zgłoszenia reklamacji względem wierzyciela. Także nieprzekazywanie wierzycielowi przez bank dłużnika informacji o niezgodności podpisu złożonego przez dłużnika na formularzu zgody z podpisem w jego bankowej karcie wzorów podpisów obie strony transakcji postrzegają jako dużą niedogodność. W obecnym stanie rzeczy o odrzuceniu przez bank dłużnika zgody na obciążanie jego rachunku bankowego wierzyciel i dłużnik dowiadują się dopiero po odrzuceniu transakcji przez bank dłużnika. Sytuację w tym zakresie mogłoby poprawić wprowadzenie możliwości weryfikacji statusu upoważnienia (zarejestrowane/niezarejestrowane) przez bank wierzyciela i przekazywania tej informacji inicjatorowi płatności. Oddzielny problem wiąże się z upoważnieniami dłużników do obciążania ich rachunków w drodze polecenia zapłaty (omówiono go w rozdziale drugim przy okazji porównywania cech krajowego polecenia zapłaty z jego zagranicznymi odpowiednikami). Remedium na te niedogodności będzie, opisana w rozdziale czwartym, elektronizacja zgody na obciążenie rachunku bankowego dłużnika.

Także banki wprowadzają ograniczenia dotyczące promowania tego rodzaju usługi finansowej wśród klientów – wierzycieli. Ze względu na prawo dłużników do odwołania polecenia zapłaty banki ponoszą ryzyko rozliczeniowe o charakterze kredytowym. Wynika to z faktu, że odwołanie polecenia zapłaty przez dłużnika zobowiązuje bank wierzyciela do natychmiastowego uznania rachunku banku dłużnika kwotą odwołanego polecenia zapłaty, także w wypadku braku środków na rachunku wierzyciela. Z tego powodu produkt ten jest oferowany jedynie klientom – wierzycielom o wysokiej wiarygodności kredytowej.

Polecenie zapłaty jako nowoczesne narzędzie do regulowania masowych płatności detalicznych ma osiągnąć w naszym kraju, zgodnie z planami Koalicji, liczbę transakcji podobną jak obecnie w Anglii, Hiszpanii czy w Niemczech. Sprawne usuwanie barier rozwoju tego produktu w naszym kraju, realizowane przez środowisko bankowe we współpracy z Koalicją, wydaje się koniecznością i podstawowym krokiem na drodze do wyznaczonego celu.

4. Kierunki rozwoju polecenia zapłaty

Aby upowszechnić polecenie zapłaty na polskim rynku rozliczeń środowisko bankowe musi podjąć działania zmierzające do osiągnięcia następujących celów:

- skrócenie czasu aktywacji polecenia zapłaty (obecnie aktywacja trwa minimum dwa tygodnie),
- ułatwienie inicjacji polecenia zapłaty bez konieczności wypełniania formularza zgody w wersji papierowej,
- umożliwienie aktywacji usługi w trybie *on-line*,
- powszechne stosowanie przez wszystkie banki preferencyjnych stawek za realizowanie transakcji w drodze polecenia zapłaty,
- wzrost liczby wierzycieli korzystających z rozliczeń w tej formie,
- wzrost wiedzy na temat usługi wśród jej potencjalnych użytkowników.

Z myślą o wypełnieniu pierwszych czterech postulatów KIR SA opracowała projekt systemu wymiany między bankami informacji o uzyskaniu zgody dłużnika na stosowanie polecenia zapłaty w formie innej niż papierowa (tzw. elektronizacja zgody). Wiosną 2006 r. projekt został przekazany bankom wraz z rekomendacją jego wdrożenia jako opcjonalnego (Karolak 2006, s. 6). Jego wprowadzenie w życie wymaga zmiany obowiązujących uregulowań prawnych zawartych w porozumieniu międzybankowym. Proponowane rozwiązanie umożliwi dłużnikom wykorzystywanie nowoczesnych kanałów komunikacyjnych, takich jak Internet czy telefon, będąc alternatywą dla obecnie obowiązującego systemu składania zgody. Wedle założeń opracowanego systemu upoważnienie do obciążania rachunku bankowego będzie można złożyć zarówno w banku dłużnika (wariant I), jak i u wierzyciela (wariant II) w dowolnej, akceptowanej przez wierzyciela bądź bank płatnika formie. Komunikacja pomiędzy bankiem dłużnika a wierzycielem będzie się odbywać za pośrednictwem banku wierzyciela przy wykorzystaniu systemu ELIXIR (skrót od Elektroniczna Izba Rozliczeniowa). W rezultacie system elektronizacji zgody, eliminując papierowy obieg dokumentów, doprowadzi do likwidacji wielu niedogodności w korzystaniu z polecenia zapłaty, w tym skróci czas uruchomienia polecenia zapłaty, usunie problemy wynikające z niezgodności podpisów na formularzu zgody z podpisem widniejącym na karcie wzorów podpisów dłużnika, a także obniży koszty ponoszone przez banki i wierzycieli w związku z przekazywaniem i obsługą dokumentów w formie papierowej, co spowoduje obniżkę opłat pobieranych przez banki za obsługę polecenia zapłaty.

Wyżej wymienione rozwiązania są podobne do przewidzianych w ramach paneuropejskiego polecenia zapłaty, w wypadku którego bank dłużnika nie będzie otrzymywał jego zgody na obciążanie rachunku

bankowego i nie będzie dokonywał jej weryfikacji, co doprowadzi do skrócenia okresu aktywacji usługi i wyeliminuje niezgodności podpisu na formularzu zgody (Szymański 2006). Paneuropejskie polecenie zapłaty to wystandaryzowany produkt, pozbawiony ograniczeń kwotowych dyspozycji wysyłanych do rachunku dłużnika, stosowany w ramach Jednolitego Obszaru Płatniczego Euro (ang. *Single Euro Payment Area, SEPA*). Nadrzędnymi celami programu SEPA są standaryzacja i liberalizacja rynku usług płatniczych istniejącego w strefie euro; wdrożenie reguł SEPA przewidziane jest na lata 2008–2010³. Adaptacja modelu paneuropejskiego polecenia zapłaty przed przystąpieniem do unii walutowej umożliwiłaby polskim klientom regulowanie zobowiązań w ten sposób na poziomie transgranicznym. Prawdopodobnie jednak, ze względu na nikłą tradycję w tym zakresie, zastosowanie wystandaryzowanego modelu polecenia zapłaty w naszym kraju mogłoby znacznie wzrosnąć dopiero po przystąpieniu Polski do strefy euro.

Aby zwiększyć zainteresowanie klientów rozliczeniami w tej formie niezbędne są także działania Koalicji, jak też całego środowiska bankowego, mające na celu zachęcanie do korzystania z tej usługi, poprzez prowadzenie intensywnych działań edukacyjnych poświęconych zasadom jej funkcjonowania. Konieczna jest w tym względzie także bardziej aktywna postawa banków wobec dotychczasowych klientów, będących beneficjentami płatności masowych, a w szczególności silny lobbing wśród wystawców rachunków masowych (m.in. spółdzielni mieszkaniowych, gazowni, elektrowni, operatorów telefonii stacjonarnej i komórkowej). Niezbędna wydaje się również kontynuacja działań promocyjnych realizowanych przez Koalicję i poszczególne banki, co przyczyniłoby się do stworzenia swoistej mody na regulowanie płatności tą drogą. Ich skuteczność byłaby tym większa, im większa liczba masowych wierzycieli byłaby w nie zaangażowana.

Na zwiększenie wykorzystania instrumentów bezgotówkowego obrotu płatniczego w naszym kraju wpłynie także rosnący poziom zamożności społeczeństwa. Od II kwartału 2005 r. dane makroekonomiczne napływające z gospodarki potwierdzają, że koniunktura w Polsce weszła w fazę rozkwitu. PKB rośnie w szybkim tempie z kwartału na kwartał, przy czym w całym 2007 r. prognozowane jest osiągnięcie wzrostu PKB na poziomie 6% (Kurtek 2007, s. 1). Obserwuje się też polepszenie sytuacji materialnej rodaków, znajdujące odzwierciedlenie w dynamicznym wzroście spożycia indywidualnego gospodarstw do-

bowych. W 2006 r. czynnikami wspierającymi konsumpcję były przede wszystkim silny wzrost płac i spadające bezrobocie. Podobna sytuacja utrzyma się także w bieżącym roku.

Mając na względzie wyżej opisane działania podejmowane przez instytucje odpowiadające za infrastrukturę i funkcjonowanie polskiego systemu rozliczeń, a także pozytywnie kształtujące się czynniki makroekonomiczne, należy oczekiwać ich korzystnego wpływu na zainteresowanie poleceniem zapłaty ze strony klientów banków.

Podsumowanie

Choć polecenie zapłaty w 2008 r. będzie świętować 10. rocznicę swego istnienia w polskim obrocie płatniczym, usługa ta w dalszym ciągu znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Wynika to przede wszystkim z niskiego poziomu zamożności społeczeństwa, co w zasadniczym stopniu wpływa na dynamikę rozwoju instrumentów obrotu bezgotówkowego, a także z barier psychologicznych związanych z funkcjonowaniem polecenia zapłaty, m.in. z braku zaufania dłużników do produktu wykorzystującego ich zgodę na dysponowanie przez wierzycieli środkami zgromadzonymi na ich rachunkach bankowych czy z przywiązania starszej części społeczeństwa do rozliczeń gotówkowych.

Dystans, jaki dzieli polską bankowość oraz klienta od średniej osiągniętej obecnie w UE, będzie się kurczył wraz ze wzrostem zamożności klientów mierzoną wzrostem PKB *per capita*, wzrostem odsetka ludności korzystającej z usług bankowych, upowszechnieniem wiedzy o usługach i produktach bankowych, a także zwiększeniem kwoty środków na rachunkach bankowych, a tym samym liczby przeprowadzanych bezgotówkowych transakcji płatniczych i ich wartości. Wzrost bankowych rozliczeń pieniężnych oraz inwestycji banków w infrastrukturę po przejściu na rozliczenia w walucie euro spowoduje ścisłą integrację polskiego systemu płatniczego z europejskim, w tym także w ramach programu SEPA. Wyzwoli to większą konkurencję i przyczyni się do dalszej znacznej obniżki cen świadczonych usług rozliczeniowych. Dodatkową obniżkę kosztów związanych z obsługą polecenia zapłaty, dzięki ograniczeniu obsługi dokumentów w formie materialnej, wywoła zastosowanie elektronizacji zgody na obciążenie rachunku bankowego dłużnika.

Zgodnie z tendencją ogólnosiwiatową w przyszłości w Polsce oczekiwany jest wzrost udziału rozliczeń bezgotówkowych w rozliczeniach ogółem. Młode pokolenie Polaków już teraz chętnie wykorzystuje innowacyjne usługi bankowe i ma nowoczesne podejście do produktów płatniczych. Tym samym społeczeń-

³ W pierwszej kolejności program SEPA zostanie wprowadzony w strefie euro. Państwa znajdujące się poza tym obszarem będą mogły uczestniczyć w systemach płatności w euro, a środowiska bankowe w tych krajach będą mogły przyjąć standardy SEPA i praktyczne zasady funkcjonowania instrumentów płatniczych.

stwo w naturalny sposób przedstawia się na stosowanie w rozliczeniach bezgotówkowych produktów płatniczych, w tym także polecenia zapłaty.

Biorąc pod uwagę kilkudziesięcioprocentowy udział polecenia zapłaty w bezgotówkowym obrocie płatniczym ogółem w poszczególnych krajach Europy Zachodniej oraz popularyzację tej formy rozliczeń bezgotówkowych w Polsce przez ZBP i Koalicję na Rzecz Polecenia Zapłaty można stwierdzić, że polecenie zapłaty ma w naszym kraju duży potencjał rozwojowy. Dodatkowo wspomaga go szybki postęp technologiczny, który umożliwia wprowadzanie nowych instrumentów do obrotu bezgotówkowego, usprawniających i upraszczających operacje płatnicze. Dążenia środowiska bankowego do ograniczania kosztów związanych z organizacją obrotu gotówkowego i nadużyć towarzyszących rozliczeniom w formie gotówkowej również będą istotnie sprzyjać rozwojowi polecenia zapłaty.

Uwzględniając wiele zalet tego instrumentu płatniczego, można się pokusić o stwierdzenie, że przyszłość rozliczeń bezgotówkowych w Polsce może należeć do polecenia zapłaty. Biorąc pod uwagę dynamikę wzrostu wykorzystania polecenia zapłaty, wynoszącą 47,24% w latach 2004–2005, należy się spodziewać, że przy równym tempie wzrostu wykorzystania tej usługi obecna średnia liczba transakcji przypadająca na jednego mieszkańca UE zostanie osiągnięta w Polsce w ciągu 11 lat. Trzeba jednak pamiętać, że taka prosta kalkulacja może być obciążona błędem, ponieważ na czas potrzebny do pełnego upowszechnienia tej usługi finansowej wpływają przede wszystkim preferencje klientów, które mogą znacznie skrócić ten okres pod wpływem kampanii promocyjnych i edukacyjnych.

Bibliografia

- Antczak R. (2006), *Polska Gospodarka, Tendencje, Oceny, Prognozy*, „Prezentacja dla Banku BPH SA, 05.12.2006 r.”, CASE - Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Warszawa.
- Boczoń W. (2005), *Polecenie zapłaty – nie zawsze za darmo*, Expander.pl, 18 lutego, <http://www.zbp.pl/site.php?s=OTNiMGI4MjUwMDI2MTg=&a=MWFiZjNkNDMyMjAyMDM1>
- Czuryło P. (2007a), *Rada znalazła się naprawdę w trudnej sytuacji*, „Gazeta Prawna”, nr 65, 2 kwietnia, <http://www.gazetaprawna.pl/index.php?action=showNews&dok=1935.81.45.3.5.1.0.1.htm>
- Czuryło P. (2007b), *Wynagrodzenia wzrosną o 6,7 proc. w 2007 roku*, „Gazeta Prawna”, nr 70, 10 kwietnia, s. 4.
- Danko M., Zawadzki A. (2006), *Dotychczasowe doświadczenia i perspektywy rozwoju polecenia zapłaty w Polsce*, „Bank i Kredyt”, nr 2, s. 96-104.
- ECB (2006), *Payment and securities settlement systems in the European Union and in the acceding countries*, Addendum incorporating 2005 data, Frankfurt.
- GUS (2007a), *Produkt Krajowy Brutto w 2006 r. – szacunek wstępny*, Warszawa.
- GUS (2007b), *Stopa bezrobocia w latach 1990–2007 (bezrobocie rejestrowane)*, Warszawa.
- Karolak G. (2006), *Łatwiejsza inicjacja polecenia zapłaty*, „Biuletyn Informacyjny”, nr 28, Krajowa Izba Rozliczeniowa SA, Warszawa.
- Koalicja Na Rzecz Polecenia Zapłaty (2006), *Rachunki płacą się same – polecenie zapłaty*, <http://www.polecieniezaplaty.org.pl>
- Krajowa Izba Rozliczeniowa SA (2001), *Promocja polecenia zapłaty nabiera tempa*, „Biuletyn Informacyjny”, nr 8, Warszawa.
- Krajowa Izba Rozliczeniowa SA (2006), *Raport roczny 2006*, Warszawa.
- Kurtek M. (2007), *Punkt widzenia*, „Komentarz finansowy Banku BPH SA”, 5 marca, Warszawa.
- Bankier.pl (2003), *KIR wprowadza ułatwienia w ELIXIR oraz gospodarcze obciążenie bezpośrednie*, http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=887209
- Szkop L. (2004), *Polecenie zapłaty*, „Biuletyn Informacyjny”, nr 20, Krajowa Izba Rozliczeniowa SA, Warszawa.
- Szymański M. (2006), *Paneuropejskie Polecenie Zapłaty (SEPA Direct Debit)*, Krajowa Izba Rozliczeniowa SA, Warszawa.
- Tochmański A. (2006), *Strategia rozwoju systemu płatniczego i obrotu bezgotówkowego w Polsce*, Narodowy Bank Polski, <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/bezgotowkowy.pdf>
- Wolski A. (2006), *Historia porozumienia w sprawie stosowania polecenia zapłaty*, Związek Banków Polskich, Warszawa.
- Zielewski P. (2007), *Konto dla firmy to tylko zacząć*, „Puls Biznesu”, 21 marca, s. 24.

Zmierzch tradycyjnej szwajcarskiej bankowości prywatnej?

Are Traditional Swiss Private Bankers in Decline?

Joanna Pietrzak*

pierwsza wersja: 11 września 2006 r., ostateczna wersja: 22 marca 2007 r., akceptacja: 30 marca 2007 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest przybliżenie czytelnikowi specyficznej grupy banków wyodrębnionych w szwajcarskim systemie bankowym jako „banki prywatne”. Grupą tą warto się zainteresować z wielu przyczyn. Banki prywatne są najstarszą formacją bankową w Europie, przyczyniły się do rozkwitu wielu możliwych rodzajów (w tym rodzajów panujących), wniosły znaczny wkład w rozwój przemysłowy naszego kontynentu, a przede wszystkim były motorem rozwoju sektora finansowego i wyznacznikiem standardów profesjonalnych w bankowości. W artykule omówiono specyficzne cechy wyróżniające banki prywatne, ich aktualny stan oraz zagrożenia, jakim podlegają. Od końca II wojny światowej liczba tradycyjnych szwajcarskich banków prywatnych systematycznie się zmniejsza. Spośród 84 banków prywatnych funkcjonujących w 1939 r. obecnie pozostało tylko 14. W artykule podjęto próbę identyfikacji i wyjaśnienia przyczyn kurczenia się tej formacji bankowej, ze wskazaniem na procesy konsolidacyjne jako czynnik o największym znaczeniu. Analizę uzupełniono uwagami poświęconymi osłabieniu pozycji Szwajcarii jako centrum europejskiej i światowej bankowości prywatnej.

Słowa kluczowe: banki prywatne, Swiss Private Banking Association, zarządzanie aktywami, tajemnica bankowa, Szwajcaria

Abstract

This article refers to a specific group of Swiss banks identified by the Swiss National Bank as group 8 – „private banks”. This group of banks is characterized by a legal status of partnership and special banking law provisions referring to solicitation of funds, information obligations and advertising. What makes the Swiss private banks (also referred to as private bankers or private banking houses) extremely interesting is their long history (dating back to the XVIII century), their contribution to economic development of Europe, their role in setting standards in financial services and above all – their professional ethics and reputation which helped Switzerland achieve the status of world financial centre. Since the end of World War II the number of Swiss private bankers has dropped dramatically: out of 84 private banks operating on the Swiss market there remained only 14. The analysis of present state of Swiss private bankers and the explanation of reasons of their decline is taken up in this article. The general position of Swiss private bankers in the banking world is analysed in the broader perspective of conditions related specifically to Switzerland.

Keywords: private banks, Swiss Private Banking Association, asset management, bank secrecy, Switzerland.

JEL: G21, G34, N24

* Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego, Zakład Marketingu, e-mail: jo.pietrzak@gnu.univ.gda.pl

Wprowadzenie

Narodowy Bank Szwajcarski (Swiss National Bank) w swoich publikacjach dzieli banki działające w tym kraju na osiem kategorii, wyszczególniając ich główny obszar biznesowy, zasięg geograficzny, status prawny, instytucję zrzeszającą oraz cechy wyróżniające. Wśród tych grup ważną rolę odgrywają: banki kantonalne, banki komercyjne, giełdowe, banki kontrolowane przez kapitał zagraniczny, oraz odrębna grupa pod nazwą *Big Banks*, utworzona specjalnie dla dwóch wielkich banków o zasięgu globalnym – UBS i Credit Suisse. Ostatnia, ósma kategoria obejmuje banki prywatne. Jest to formacja bardzo nietypowa, mająca specjalny status prawny, najdłuższą tradycję na rynku, uznaną reputację oraz najbardziej niepewną przyszłość przed sobą. Jaki jest obecny stan tradycyjnej szwajcarskiej bankowości prywatnej i jakie są jej perspektywy?

Banki prywatne – cechy wyróżniające

Kiedy mówimy o szwajcarskiej bankowości prywatnej, pierwsze skojarzenia kierują się w stronę dwóch komercyjnych gigantów – UBS i Credit Suisse, liderów w obsłudze zamożnych klientów. Nie zawsze uświadomiamy sobie fakt, że szwajcarska bankowość prywatna ma dwa całkiem różne oblicza: współczesne – komercyjne – i tradycyjne – historyczne. To ostatnie reprezentuje nieliczna grupa banków prywatnych zrzeszonych w Swiss Private Banking Association, podlegających prawu prywatnemu, a nie publicznemu i uważanych za najbardziej elitarne podmioty w szwajcarskim systemie bankowym. Aby zrozumieć ideę tradycyjnej szwajcarskiej bankowości prywatnej, trzeba wyjść od terminu „bankier prywatny” (*private banker, banquier privee*). Oznacza on przedsiębiorcę, który jest jednocześnie dostarczycielem kapitału i menedżerem przedsiębiorstwa bankowego. Historycznie rzecz ujmując, to właśnie jedność funkcji właścicielskiej i zarządczej odróżniała bankierów prywatnych od zwykłych bankierów i zwykłych banków, w których właściciel kapitału tworzył bank, a bieżące zarządzanie powierzał wynajętemu zarządowni. Bankier prywatny to właściciel i zarządzający przedsiębiorstwem bankowym w jednej osobie.

Kolejna cecha wyróżniająca tradycyjne banki prywatne dotyczy ich formy prawnej. Nie mogą one być – w przeciwieństwie do większości banków komercyjnych – zorganizowane w formie spółek publicznych z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited company*). Muszą to być spółki cywilne jawne (*general partnership*) lub spółki komandytowe (*limited partnership*), w których co najmniej jeden z partnerów ponosi nieograniczoną odpowiedzialność osobi-

stą i odpowiada całym swoim majątkiem. Ważnym elementem wyróżniającym tradycyjne banki prywatne jest także to, że nie bazują one na przychodach odsetkowych, tylko na opłatach i prowizjach z tytułu świadczonych przez siebie usług. Specjalne regulacje sprawiają, że banki prywatne nie mogą zabiegać i nie zabiegają aktywnie o pozyskiwanie depozytów oszczędnościowych. Głównym obszarem ich działalności są usługi generujące przychody pozaodsetkowe, takie jak: doradztwo inwestycyjne, zarządzanie aktywami, prowadzenie rachunków i funduszy powierniczych, obrót papierami wartościowymi, gwarancje, poręczenia.

Ze szczególnej pozycji banków prywatnych, a zwłaszcza z ich restrykcyjnej formy prawnej wynikają dwie ważne konsekwencje praktyczne. Po pierwsze, banki prywatne są zwolnione z obowiązku tworzenia rezerw obowiązkowych. Po drugie nie są zobligowane do publikowania swoich bilansów ani rachunków strat i zysków. Narodowy Bank Szwajcarski ujmuje to następująco: „Prywatni bankierzy, którzy nie pozyskują aktywnie depozytów, mogą odstąpić od tworzenia statutowych rezerw obowiązkowych, jako że partnerzy ponoszą solidarną odpowiedzialność. Dodatkowo nie mają oni obowiązku publikowania rocznych ani okresowych sprawozdań finansowych” (Swiss National Bank 2006). W stosunku do banków komercyjnych banki prywatne korzystają zatem z przywileju informacyjnego, chociaż dotyczy on samego faktu publikacji sprawozdań finansowych, a nie ich sporządzania. Banki prywatne, jak wszystkie inne, są zobligowane do przygotowania sprawozdań finansowych podlegających kontroli przez niezależnych audytorów. Nie muszą jednak podawać ich do publicznej wiadomości, bowiem rolę weryfikatora skuteczności zarządzania pełni tu personalna, nieograniczona odpowiedzialność finansowa właściciela – partnera (*unlimited liability*). Zwraca na to uwagę definicja Alfreda Sarasina, partnera banku Sarasin and Co: „Bankier prywatny to przedsiębiorca w prywatnym sektorze bankowym, prowadzący działalność wykorzystując własne zasoby, przyjmujący nieograniczoną odpowiedzialność do wysokości całej swej fortuny (komercyjnej i prywatnej) oraz mający pełną swobodę decyzji, bez konieczności raportowania organom zwierzchnim” (Sarasin 1990). Definicja podkreśla niezależność bankierów prywatnych oraz dużą autonomiczność podejmowanych przez nich decyzji.

Odwrotną stroną przywilejów informacyjnych są pewne ograniczenia działań marketingowych, wynikające ze statusu banku prywatnego. Zgodnie z art. 15 par. 1 szwajcarskiego prawa bankowego banki, które nie publikują sprawozdań finansowych nie mogą przyjmować depozytów oszczędnościowych (Schapper 1997, s. 52). W konsekwencji są zobligowane do powstrzymania się od jakiegokolwiek reklamy swej

działalności depozytowej. Mogą natomiast reklamować, choć robią to bardzo dyskretnie, wszelkie usługi i operacje generujące przychody pozaodsetkowe, np. zarządzanie aktywami, transakcje walutowe, handel papierami wartościowymi, doradztwo podatkowe, wykonawstwo testamentów. Przede wszystkim zaś mogą promować to, co mają najcenniejszego, czyli swoją własną markę i wizerunek.

Druga praktyczna konsekwencja funkcjonowania w formie spółki cywilnej dotyczy skali działalności banków prywatnych. Wobec faktu, że nie mogą one pozyskiwać funduszy ze środków publicznych, ich zasoby kapitałowe ograniczają się do wielkości majątku wspólników oraz sumy reinwestowanych zysków. To stanowczo za mało, aby skutecznie konkurować z dużymi bankami, dysponującymi możliwością finansowania rozwoju przy pomocy rynku kapitałowego. Dlatego w porównaniu z nowoczesnymi departamentami bankowości prywatnej banków komercyjnych tradycyjne banki prywatne wypadają skromnie, zarówno pod względem kapitałów własnych, jak i sumy aktywów. Z powodu braku publicznych sprawozdań finansowych trudno precyzyjnie określić, jak duże są to dysproporcje. Głównym źródłem informacji na temat skali operacji finansowych banków prywatnych są wypowiedzi i deklaracje partnerów zarządzających oraz oparte na tych deklaracjach zestawienia w prasie branżowej, np. w "Financial Times", "Institutional Investor" (Hall 2001b). Innym parametrem umożliwiającym porównania ilościowe może być liczba zatrudnionych pracowników, podawana w statystykach Szwajcarskiego Banku Narodowego. W całym szwajcarskim systemie bankowym zatrudnionych jest 119 500 osób, z czego na dwa największe banki, UBS i Credit Suisse, przypada 56 200 osób, Liczba specjalistów zatrudnionych we wszystkich tradycyjnych bankach prywatnych (dane dla całej kategorii) wynosi natomiast 3 800 (Swiss National Bank 2006).

Zmiany ilościowe

Zależność między majątkiem prywatnym wspólników a skalą działalności ma duży wpływ na charakter polityki inwestycyjnej banków prywatnych. Wraz ze wzrostem wartości powierzonych aktywów coraz bardziej iluzoryczna staje się możliwość pokrycia ewentualnych strat z osobistego majątku wspólników. Zwiększanie skali operacji, w tym skali ryzyka, stoi w naturalnej sprzeczności z zasadą nieograniczonej odpowiedzialności partnerów i jest główną przyczyną konserwatywnej polityki większości tradycyjnych banków prywatnych. Z tego względu nigdy nie aspirowały one do konkurowania z bankami komercyjnymi w zakresie skali działalności i wielkości aktywów

oddanych w zarządzanie. Podkreśla to wypowiedź Ivana Pictet, właściciela jednego z największych tradycyjnych szwajcarskich banków prywatnych. W 2001 r. stwierdził on: „Nigdy nie dyskutujemy naszego udziału w rynku; nie bierzemy udziału w tym wyścigu. Jesteśmy graczami niszowymi” (Hall 2001a). Dzisiaj takie stwierdzenie raczej nie byłoby aktualne. Jak pokazuje praktyka, konserwatywne podejście do rynku i przekonanie, że można być małym podmiotem wśród wielkich graczy, nie wytrzymują realiów dzisiejszej konkurencji w sektorze finansowym. Potwierdza to tempo, w jakim kurczy się klasyczna forma szwajcarskiej bankowości prywatnej: z 84 tradycyjnych banków prywatnych zarejestrowanych w szwajcarskim systemie bankowym w 1939 r. obecnie pozostało tylko 14¹. Ich aktualny wykaz zawiera tabela 1.

Istotna jest identyfikacja przyczyn systematycznego znikania z rynku tradycyjnych szwajcarskich banków prywatnych. Od końca II wojny światowej do chwili obecnej ich liczba zmniejszyła się o około 70 podmiotów². Dlaczego tak się dzieje? Istnieją trzy grupy przyczyn.

- 1) przejęcia przez silniejsze podmioty,
- 2) rezygnacje ze statusu prawnego banków prywatnych i przyjmowanie statusu spółek publicznych,
- 3) bankructwa i likwidacje.

Pierwsza i najważniejsza przyczyna kurczenia się liczby bankierów prywatnych dotyczy fali transakcji wykupu i przejęć, która objęła te podmioty od początku lat 70. Dzięki bardzo istotnym atutom, takim jak: marka, reputacja oraz stała baza zamożnej klienteli, były one i są bardzo łakomym kąskiem dla dużych banków komercyjnych i coraz częściej stają się celem strategicznym dla dużych graczy uniwersalnych lub dla innych banków prywatnych. Drugą bardzo istotną przyczyną znikania banków prywatnych ze szwajcarskiego pejzażu finansowego polega na ich wycofywaniu się ze statusu prawnego spółek cywilnych i przekształcaniu w spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Rezygnację z formy prawnej spółki cywilnej powoduje najczęściej niemożność sprostanienia zwiększonym wymagom kapitałowym oraz rosnącemu zakresowi ryzyka. Przekształcenie w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością umożliwia zwiększenie dopływu kapitału z zewnątrz, choć oczywiście automatycznie wyklucza podmiot z grona tradycyjnych banków prywatnych. Najbardziej spektakularne przykłady rezygnacji ze statusu banku prywatnego przedstawia tabela 2.

Jak pokazuje praktyka, fakt przekształcenia w spółkę publiczną mocno przybliży prawdopodobień-

¹ Kryterium klasyfikacyjnym jest forma prawna spółki jawnej lub spółki komandytowej.

² Znacznie bardziej drastyczne zmiany miały miejsce w Niemczech, ale tam decydującą rolę odegrały czynniki polityczne. Jak zwraca uwagę Gostomski (2006), w wyniku dojścia Hitlera do władzy z rynku niemieckiego zniknęły wszystkie (485) prywatne banki należące do rodzin żydowskich.

Tabela 1. Tradycyjne szwajcarskie banki prywatne zrzeszone w Swiss Private Banking Association w 2006 r.

Nazwa banku	Rok założenia	Siedziba	Liczba wspólników z nieograniczoną odpowiedzialnością	Uwagi
1. Wegelin & Co	1741	St.Gallen	5	Najstarszy bank prywatny Szwajcarii
2. Rahn & Bodmer	1750	Zurich	5	Zatrudnia 180 pracowników
3. Landolt & Cie	1780	Lozanna	3	Najstarszy bank prywatny we francuskojęzycznej części Szwajcarii
4. La Roche & Co Banquiers	1787	Bazylea	4	Najstarszy bank prywatny w Bazylei
5. Lombard Odier Darier Hentsch & Cie	1796/1798	Genewa	11	Powstał w wyniku fuzji w 2002 r. Jeden z największych tradycyjnych banków prywatnych
6. Pictet & Cie	1805	Genewa	8	Zatrudnia 1 900 osób, działa w skali międzynarodowej
7. Mirabaud & Cie	1819	Genewa	6	Prowadzi otwartą architekturę produktów
8. Bordier & Co	1844	Genewa	3	Nastawia się na obsługę klienteli międzynarodowej
9. Gonet & Cie	1845	Genewa	2	Zatrudnia 30 osób
10. Morgue d'Algue & Cie	1869	Genewa	3	Zatrudnia 15 osób
11. E. Gutzwiller & Cie	1886	Bazylea	4	Zatrudnia 60 osób
12. Baumann & Cie	1920	Bazylea	3	Zatrudnia 43 osoby
13. Hottinger & Cie	1968	Zurich	3	Nazwisko Hottinger jest związane z rozwojem gospodarczym Zurichu od 1362 r.
14. Reichmuth & Co	1995	Genewa	3	Najmłodszy bank prywatny w Szwajcarii

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Swiss Private Banking Association oraz Schapper (1997).

stwo utraty niezależności, tak cenionej przez bankierów prywatnych. Potwierdza to historia banku prywatnego Julius Baer. Założony w 1890 r., pozostający od ponad 100 lat w rękach jednej rodziny, w 1975 r. zrezygnował ze statusu banku prywatnego, przekształcając się w spółkę publiczną z ograniczoną odpowiedzialnością. Wzmocnienie kapitałowe pozwoliło wprowadzić na zachowanie pozycji rynkowej, nie uchroniło jednak banku przed próbami przejęcia ze

strony graczy o globalnym zasięgu. Walka o utrzymanie niezależności rozstrzygnęła się w 2005 r., gdy po burzliwych naradach rodzinnych wspólnicy zdecydowali się sprzedać 21,5% udziałów banku Julius Baer szwajcarskiemu potentatowi UBS („The Economist” 2005)³. Kolejnym spektakularnym przykładem

³ Oczywiście mimo zmiany właścicielskiej bank funkcjonuje pod swoją historyczną nazwą Julius Baer.

Tabela 2. Wybrane przykłady zmiany statusu banku prywatnego (registered/limited partnership) w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością (limited company)

Rok zmiany	Bank	Miejsce i rok założenia	Nowa nazwa
1975	Julius Baer & Co	Zurych, 1890	Bank Julius Baer & Co Ltd.
1976	Armand von Ernst & Co	Berno, 1812	Bank Armand von Ernst & Co Ltd.
1984	J.Vontobel & Co	Zurych, 1936	Bank Vontobel & Co Ltd.
1994	Hugo Kahn & Co	Zurych, 1923	Bank Hugo Kahn & Co Ltd.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Shapper (1997).

rezygnacji ze statusu banku prywatnego jest bank Sarasin. Największym zaskoczeniem dla środowiska bankowego był nie tyle sam fakt przekształcenia banku prywatnego Sarasin w spółkę publiczną, lecz odsprzedanie w 2005 r. pakietu 28% jego udziałów Rabobankowi – holenderskiemu bankowi o korzeniach spółdzielczych, który ze względów prestiżowych wydawał się całkowicie nieodpowiednim partnerem dla jednego z najbardziej elitarnych banków prywatnych⁴. Warto jednak pamiętać, że niemal w 100% przypadków banki prywatne zachowują swoje pierwotne historyczne nazwy mimo zmiany formy prawnej i składu właścicielskiego. W większości przypadków to właśnie marka o długoletniej tradycji, sygnowana imieniem i nazwiskiem założyciela, stanowi najcenniejszą część ich aktywów.

Na koniec warto wspomnieć o trzeciej grupie przyczyn kurczenia się liczby tradycyjnych szwajcarskich banków prywatnych, do której należą przypadki bankructwa i likwidacji. Zdarzają się one jednak znacznie rzadziej niż przejęcia i zmiany statusu prawnego.

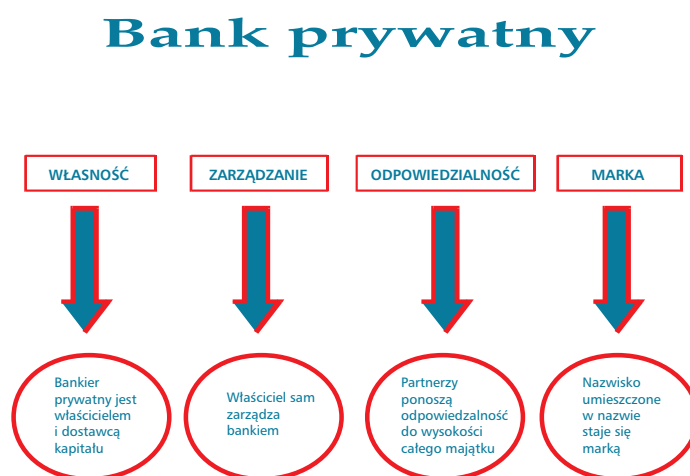
⁴ W środowisku szwajcarskich bankierów prywatnych każdy przypadek zmiany statusu prawnego, a szczególnie zmiany struktur własnościowych wywołuje duże poruszenie. Przypadek sprzedaży pakietu 28% akcji banku Sarasin Rabobankowi był komentowany następująco: „Sam fakt, że instytucja o 161-letniej tradycji może w ogóle rozpatrywać możliwość połączenia sił z bankiem spółdzielczym, mającym swoje korzenie w biznesie rolniczym, jest wystarczająco szokujący” (Business Week 2002).

Walka o zachowanie odrębności

Tradycyjne banki prywatne są często określane mianem „prywatnych domów bankowych” (*private banking houses*). Jest to bardzo trafne określenie, zwłaszcza gdy weźmiemy pod uwagę siedziby tych banków, ulokowanych najczęściej w prywatnych kamienicach, bez wielkich szyldów i rozgłosu. Wnętrza, w których obsługiwani są klienci, przypominają raczej wykwintne salony, niemające nic wspólnego z wyglądem sal operacyjnych banków komercyjnych. Zauważmy też, że nazwy tradycyjnych banków prywatnych nie są dowolne i zawsze zawierają nazwisko założyciela lub głównego wspólnika, nie zawierają natomiast słowa „bank”. Nazwisko w nazwie pełni funkcję identyfikacyjną, wyróżniającą i gwarancyjną, spełnia zatem wszystkie funkcje marki. Z tego względu tradycyjna bankowość prywatna może być uznana za kwintesencję prywatnego biznesu, gdzie cztery elementy, tj.: własność, zarządzanie, odpowiedzialność i marka, łączą się w jedną spójną całość (schemat 1).

Gwałtowny wzrost bogactwa, który trwa od 1982 r. do chwili obecnej, spowodował naturalne zainteresowanie dużych banków komercyjnych segmentem klientów zamożnych. Departamenty powołane do obsługi najbogatszej klienteli funkcjonują powszechnie pod nazwą *private banking* lub *private bank*. Wywołuje to zrozumiałe niezadowolenie tradycyjnych banków prywatnych, które wprowadziły tego terminu wyłącznie do własnego użytku (czyli dla spółek cywilnych z nieograniczoną odpowiedzialnością), ale uważają, że banki komercyjne jako spółki publiczne z ograniczoną odpowie-

Schemat 1. Główne elementy prywatnej przedsiębiorczości w modelu tradycyjnej bankowości prywatnej



działnością zawłaszczyły określenie *private bank*, wykorzystując wielowiekową reputację tradycyjnych banków prywatnych.

W 1961 r. stowarzyszenie Swiss Private Bankers Association (SPBA) podjęło próbę zastrzeżenia terminu *private bank* do wyłącznego użytku banków członkowskich, zakończoną jednak niepowodzeniem. Nie osłabiło to nacisków zmierzających do ochrony prawnej banków prywatnych, a zwłaszcza do poszukiwania sposobu odróżnienia ich od departamentów bankowości prywatnej banków uniwersalnych, które masowo zaczęły się specjalizować w zarządzaniu aktywami. W 1997 r. SPBA zanotowało pierwszy sukces: w Szwajcarskim Instytucie Własności Intelektualnej udało się zarejestrować określenie „bankier prywatny” (w liczbie pojedynczej, mnogiej oraz w różnych wersjach językowych) jako wspólny znak handlowy, którym w Szwajcarii mogą posługiwać się tylko banki zrzeszone w Swiss Private Banking Association, zarejestrowane w formie spółek z nieograniczoną odpowiedzialnością.

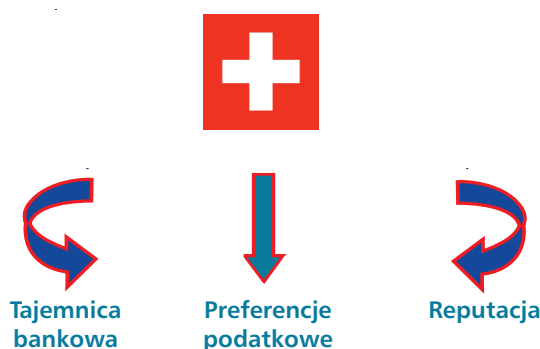
Zagrożenia konkurencyjne

Warunki, w jakich powstawały szwajcarskie banki prywatne, oraz czasy, gdy przeżywały swój największy rozkwit (XIX w. i pierwsza połowa XX w.) diametralnie różnią się od współczesnych realiów na światowym rynku usług finansowych. Obszar konkurencji rozszerzył się na niespotykaną wcześniej, masową skalę i ma zasięg globalny, co zdecydowanie premiuje banki o sieciowej strukturze, obecne we wszystkich

centrach finansowych świata. Stawia to tradycyjne banki prywatne, operujące (poza nielicznymi wyjątkami) głównie na terenie Szwajcarii, w bardzo trudnym położeniu. Jak wykazało studium delfickie pt. *Szwajcarski system bankowy u progu 21 wieku*, dziewięć na dziesięć banków komercyjnych deklaruje chęć rozszerzenia swojej działalności o zarządzanie aktywami i obsługę zamożnej klienteli (Schapper 1997). Bankowość prywatna przestała być elitarną enklawą, a stała się dziedziną, której zaczyna zagrażać widmo nadprodukcji. Na obszar zarządzania aktywami wkroczyły wielkie konglomeraty finansowe, dysponujące najnowszą technologią, zatrudniające najlepszych specjalistów, a przede wszystkim górujące nad tradycyjnymi bankami prywatnymi międzynarodową skalą operacji i wielkością zaangażowanego kapitału.

Oprócz zwiększonej podaży kolejnym poważnym zagrożeniem dla tradycyjnych banków prywatnych jest zmieniająca się struktura klienteli. Chodzi o to, że po stronie popytu, oprócz bogatych klientów indywidualnych pojawiła się grupa inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, fundusze powiernicze itp.), dysponujących skomasowanymi oszczędnościami rzeszy członków. Zarządzanie tak wielkimi aktywami stanowi wyzwanie, z którym mniejsze banki prywatne nie mogą sobie poradzić. Zmieniły się też potrzeby i oczekiwania klientów indywidualnych, którzy mają bardziej agresywne podejście do inwestowania i znacznie większą wiedzę w zakresie finansów. Cel w postaci utrzymania wartości majątku coraz częściej zastępowany jest oczekiwaniem jego skutecznego pomnożenia. To z kolei wymaga zatrudnienia specjalistów o najwyższych kwalifikacjach w dziedzi-

Schemat 2. Trzy filary szwajcarskiej bankowości prywatnej



nie inżynierii finansowej, posługujących się najnowszą technologią informatyczną z dostępem *on-line* do wszystkich centrów finansowych świata. Nie jest łatwo pozyskać takich ludzi, bowiem wolą oni wielkie międzynarodowe instytucje finansowe niż relatywnie małe i hermetyczne struktury, jakimi są tradycyjne banki prywatne⁵.

Oprócz słabości wewnętrznych, takich jak mała skala operacji, konserwatywna polityka inwestycyjna oraz kłopoty kadrowe i technologiczne, na pogorszenie sytuacji konkurencyjnej tradycyjnych banków prywatnych wpływają dodatkowo zagrożenia zewnętrzne, wpływające na pozycję Szwajcarii jako centrum europejskiej i światowej bankowości prywatnej. Tradycyjnie mocna pozycja Szwajcarii w tym względzie opierała się od lat na trzech filarach: bezwzględnie przestrzeganej tajemnicy bankowej, statusie europejskiego „raju podatkowego” oraz niepodważalnej reputacji jednego z najbezpieczniejszych centrów finansowych świata (schemat 2). W ostatnich latach zaszło jednak kilka zmian, które tę pozycję mogą mocno osłabić.

Pierwsza zmiana dotyczy zasad przestrzegania tajemnicy bankowej. W ramach walki z nielegalnym przepływem funduszy narkotykowych już w 1980 r. w Szwajcarii zaczęły obowiązywać ściśle reguły dotyczące identyfikacji klientów bankowych, znane pod nazwą „Know Your Customer” (KYC). Nasilające się ataki terrorystyczne u progu XXI w. spowodowały zaostrożenie tej reguły, skutkiem czego obecnie banki muszą identyfikować nie tylko źródło pochodzenia

funduszy, ale także ich przeznaczenie. Kolejny krok w kierunku osłabienia tajemnicy bankowej to przyjęte w 1998 r. nowe, niezwykle restrykcyjne prawo przeciwdziałaniu praniu brudnych pieniędzy. Nakłada ono na banki obowiązek udzielania agencjom rządowym wszelkich informacji o właścicielach kont w przypadkach, kiedy zachodzi udokumentowane podejrzenie o korupcję lub działalność przestępczą. Dotyczy to również rachunków numerycznych⁶, które są wprowadzone objęte specjalną ochroną prawną, niemniej w ściśle określonych przypadkach dane personalne ich właścicieli muszą być udostępnione władzom. Te ściśle określone przypadki obejmują takie sytuacje, jak: dochodzenie spadkowe, postępowanie upadłościowe, windykacja długu oraz przestępstwa kryminalne w rozumieniu prawa szwajcarskiego (Norani 2003). To ostatnie rozróżnienie jest bardzo istotne, ponieważ w prawie szwajcarskim występują ciekawe niuanse. Przykładowo, za przestępstwo uważane jest tam oszustwo podatkowe, czyli postępowanie związane z fałszerstwem dokumentów, natomiast nie jest przestępstwem, a jedynie wykroczeniem administracyjnym, unikanie podatków, czyli wyprowadzanie pieniędzy do krajów, w których opodatkowanie jest mniejsze lub wcale nie obowiązuje.

Trzeba jednak podkreślić, że nawet jako miejsce unikania podatków Szwajcaria straciła ostatnio na atrakcyjności. Przyczyną jest podpisane w 2003 r. przez rząd szwajcarski porozumienie z krajami Unii Europejskiej, w ramach którego podatek od depozy-

⁵ Zwracają na to uwagę m.in. autorzy raportu Global Wealth Report 2003, opracowanego przez Boston Consulting Group. Komentując konserwatywną politykę inwestycyjną tradycyjnych bankierów prywatnych stwierdzają, że „problem polega na tym, że zarządzający aktywami nie poświęcają dostatecznej ilości czasu na alokację aktywów ani nie mają do tego dostatecznych narzędzi” (Professional Wealth Management, 2003).

⁶ Rachunki numeryczne są otwierane tylko w przypadku, gdy zleceniodawca jest już klientem banku lub przedstawi przekonujące dowody poparte rekomendacjami, że ma uzasadnione powody, by ukrywać swoją tożsamość. Jego dane personalne nie są do końca tajne, ponieważ są znane ścisłemu kierownictwu banku. Rachunki numeryczne stanowią około 10% prywatnych rachunków bankowych w Szwajcarii. Są stosowane również w Austrii, Belgii, Hongkongu, Luksemburgu, Singapurze i kilku innych krajach.

Tabela 3. Zagrożenia wewnętrzne i zewnętrzne szwajcarskich tradycyjnych banków prywatnych

Wewnętrzne słabe strony banków prywatnych	Zagrożenia z zewnątrz
Słabość kapitałowa wynikająca z hermetycznej formuły prawnej	Przepisy osłabiające zasadę tajemnicy bankowej
Mała skala operacji będąca skutkiem słabości kapitałowej	Porozumienie Szwajcarii z krajami UE o nakładaniu podatku od depozytów „u źródła”
Konserwatywna polityka inwestycyjna przynosząca niezadowalające rezultaty finansowe	Amnestie podatkowe wprowadzane w krajach UE
Niedostateczne wyposażenie w nowoczesną technologię informatyczną	Konkurencja ze strony wielkich konglomeratów finansowych, specjalizujących się w zarządzaniu aktywami i korzystających bez ograniczeń z określenia <i>private banking</i>
Trudności z pozyskaniem najlepszych specjalistów	

tów jest nakładany u źródła (tj. w Szwajcarii) i przekazywany bezpośrednio władzom fiskalnym kraju, którego rezydentem jest właściciel rachunku. Może to poważnie osłabić pozycję Szwajcarii jako światowego centrum lokowania prywatnych zasobów, które w 60% pochodzą z właśnie krajów UE (Swissinfo 2003). Sytuację dodatkowo pogarszają popularne ostatnio decyzje poszczególnych rządów europejskich o wprowadzeniu amnestii podatkowej dla środków deponowanych za granicą. Szacuje się np., że amnestia podatkowa wprowadzona we Włoszech w 2002 r. spowodowała odpływ z banków szwajcarskich około 50 mld USD (Professional Wealth Management 2003). Jeszcze większy ubytek depozytów spowodowała podobna amnestia wprowadzona w Niemczech.

Wszystkie wspomniane wyżej zjawiska dotyczą wprawdzie całego szwajcarskiego sektora bankowego, ale ich skutki mogą się okazać najgroźniejsze właśnie dla tradycyjnych banków prywatnych. Mają one bowiem najmniej rozwinięty mechanizm adaptacyjny i w najmniejszym stopniu są przystosowane do nowych, trudniejszych warunków konkurencji na rynkach finansowych.

Perspektywy

Przyszłość tradycyjnych szwajcarskich banków prywatnych nie rysuje się optymistycznie. Ich pozycja konkurencyjna jest osłabiona na dwóch obszarach

funkcjonowania: wewnętrznym, na skutek anachronicznej struktury prawnej i konserwatywnego stylu zarządzania, oraz zewnętrznym, wynikającym z osłabienia roli Szwajcarii jako europejskiego centrum finansowego (tabela 3).

Najsilniejszą bronią, jaką dysponują tradycyjne banki prywatne, jest ich tradycja, oryginalna kultura organizacyjna i reputacja. Można założyć, że dla znacznej grupy klientów imienna marka, osobista obsługa i niepowtarzalny klimat prywatnych domów bankowych będą miały decydujące znaczenie podczas wyboru instytucji bankowej. Nie wydaje się to jednak wystarczające, aby tradycyjne banki prywatne obroniły się przed naporem globalnej konkurencji. Tytułem konkluzji można przytoczyć wypowiedź jednego z przedstawicieli tej profesji: „Tradycja to wspaniała rzecz, ale sama w sobie jest bezużyteczna. Tradycyjne wartości są przydatne tylko wtedy, gdy respektuje się dzisiejsze warunki konkurencji i jutrzejsze wyzwania” (Zahn 1963, za Shapper 1997, s. 72). Trudno jednak spełniać warunki współczesnej konkurencji, zachowując jednocześnie hermetyczną formułę prawną, ograniczony krąg klienteli i konserwatywną politykę inwestycyjną. Z drugiej strony byłoby żał, gdyby czarne scenariusze dotyczące tradycyjnej szwajcarskiej bankowości prywatnej miały się spełnić. Dlatego warto z uwagą śledzić losy ostatnich tradycyjnych banków prywatnych, bo reprezentują one ginący świat, który być może przejdzie do historii jeszcze przed upływem połowy obecnego stulecia.

Bibliografia

- Business Week (2002), *Swiss banks feel a sudden chill*, 17 czerwca, s. 17–18.
- Gostomski E. (2006), *Prywatni bankierzy w Europie*, „Gazeta Bankowa” nr 40, s. 12–14.
- Hall W. (2001a), *A personal tribute to the power of partnerships*, „Financial Times Survey: Private Banking”, 22 czerwca.
- Hall W. (2001b), *Smaller groups get the larger share*, „Financial Times Survey: Private Banking”, 22 czerwca.
- Noorani A.G. (2003), *The mystique of Swiss banks*, „Frontline”, Vol. 20, No. 23, s. 72–79.
- Professional Wealth Management (2003), *Swiss banks face level playing field*, http://www.pwmnet.com/news/fullstory.php/aid/429/Swiss_banks_face_level_playing_field.html.
- Sarasin A.E. (1990), *Handbuch des Geld-, Bank und Borsenwesens der Schweiz*, Zurich.
- Schapper G.R. (1997), *Timeless Banking. The Swiss Private Bankers and Their Challenges*, Swiss Private Bankers Association, Geneva.
- Swiss National Bank (2006), *Banks in Switzerland in 2005*, Zurich.
- Swissinfo (2003), *Zurich faces uncertain future as financial hub*, 12 maja, <http://www.swissinfo.org>
- The Economist (2005), *Bullish Baer*, 9 października, s. 69–72.

Joseph E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*

Wokół książki – refleksje subiektywne

About the Book by Joseph E. Stiglitz, *Economics of the Public Sector – Subjective Reflections*

Hanna Sochacka-Krysiak*

1. Uwagi wstępne

Tekst, który ośmielam się przedstawić czytelnikom czasopisma „Bank i Kredyt”, nie jest typową recenzją wydanej w Polsce przed trzema laty książki, napisanej przez słynnego amerykańskiego naukowca, laureata nagrody Nobla w 2001 r.

Dzieło to, rekomendowane przez Wydawcę jako „ważna lektura dla studenta i polityka”, a zarazem polecane jako podręcznik akademicki dotowany przez Ministerstwo Edukacji Narodowej i Sportu, znalazło już z pewnością szeroki krąg czytelników, nie tylko wśród studentów, dla których stanowi cenną pomoc dydaktyczną.

Pokusa, której uległam, podejmując próbę sformułowania osobistych refleksji na tle lektury książki, zrodziła się w związku z dwoma frapującymi mnie od dawna problemami.

Pierwszy z nich dotyczy oceny polskiej literatury poświęconej finansowym aspektom funkcjonowania sektora publicznego oraz konfrontacji wynikających stąd wniosków z literaturą amerykańską, reprezentowaną przez książkę J.E. Stiglitz. Ograniczone ramy niniejszego tekstu nie pozwalają na szerszą prezentację literatury amerykańskiej, zdecydowałam się jednak na krótką informację o dwóch innych książkach, niestety nie tłumaczonych na język polski.

Pierwsza z tych książek to *Public Finance in Theory and Practice* autorstwa Richarda A. Musgrave'a i Peggy B. Musgrave; jej pierwsze wydanie ukazało się

w 1973 r.¹ Druga z przywołanych wyżej książek to wydana w 2002 r. *Public Finance. A Normative Theory* autorstwa Richarda W. Trescha.

Nasuwa się w tym miejscu pytanie, dlaczego przedmiotem konfrontacji są oprócz dzieła J.E. Stiglitz, które poświęcone jest ekonomii sektora publicznego, dwie książki, noszące bliższy nawyk polskiego czytelnika tytuł „*Public Finance*”. Odpowiedź na to pytanie tkwi w wielości aspektów problematyki sektora publicznego.

W polskiej literaturze przedmiotu dominują mianowicie publikacje eksponujące aspekty finansowe sektora publicznego. Część tych publikacji zdominował ekonomiczny punkt widzenia w opisywaniu rzeczywistości (np. Owsiak 1997), przy czym niektórzy autorzy do wątku ekonomicznego dodają eksponowany równoległe wątek polityczny (np. Osiatyński 2006). Liczne są również publikacje poświęcone finansom publicznym, reprezentujące wyraźnie prawnicze spojrzenie na problematykę sektora publicznego (np. Borodo 2000b lub Kosikowski, Szpringer 2000)².

Ten niezwykle ogólny szkic kierunków prowadzonych u nas badań nad sektorem publicznym wy-

*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Ekonomiki i Finansów Samorządu Terytorialnego.

¹ W niniejszym szkicu odnoszę się jednak do jej wydania czwartego (Musgrave, Musgrave 1984).

² Por. także: Chojna-Duch (2003), Kosikowski (2004), a także Wójtowicz (2002).

pada uzupełnić informacją o publikacjach dotyczących zarządzania publicznego. Na uwagę zasługuje tu praca zbiorowa pod redakcją Jerzego Hausnera (2001); w zbiorze tym można znaleźć interesujące eseje na temat rozmaitych aspektów nowego zarządzania publicznego, m.in. „Poszukiwanie instrumentów wzrostu efektywności działań państwa”, „Sektor publiczny we współczesnej gospodarce rynkowej”, „Polityka rozwoju regionalnego a koncepcja konkurencyjności regionów” czy „Rola i zadania administracji publicznej w wieku informacji”.

Kwestie związane z upowszechnianiem w Polsce idei nowego zarządzania publicznego znalazły odzwierciedlenie również w tej części literatury należącej do sfery finansów publicznych czy – szerzej – sektora publicznego³, która dotyczy samorządu terytorialnego, rozumianego jako związek publiczno-prawny, działający w ramach sektora publicznego, odrębny od państwa, a zarazem powiązany z państwem wieloma dość skomplikowanymi instytucjami prawno-ekonomicznymi.

Tytułem przykładu można przywołać choćby pracę zbiorową pod redakcją Alojzego Zalewskiego (2005). Na rynku księgarskim funkcjonuje ogromna liczba monografii i podręczników noszących tytuły *Finanse lokalne* lub *Finanse samorządu terytorialnego* (plus rozmaite warianty tych tytułów, odpowiadające wskazanej wyżej problematyce). Brak miejsca zmusza mnie do pominięcia tej części polskiej literatury przedmiotu.

Trzeba przypomnieć, że większość publikacji poświęconych finansom publicznym obejmuje – oprócz finansów państwa – również finanse samorządu terytorialnego. Brakuje natomiast podręczników i monografii, wyraźnie ograniczających się do problematyki finansów państwa. Najczęściej tytuł eksponuje hasło „finanse publiczne”, natomiast w treści znajdują się finanse państwa, uzupełnione znacznie skromniejszym objętościowo tekstem dotyczącym finansów samorządowych.

Jako uzupełnienie publikacji dotyczących bardziej pośrednio funkcjonowania sektora publicznego warto odnotować przełożoną na język polski książkę autorstwa B. Guya Petersa (1999). Rozdział VII pt. „Koszt sektora publicznego: kształtowanie budżetu” ma treść analogiczną do tematyki prac o finansach publicznych, ale w znacznym stopniu dotyczącą strukturalnych problemów administracji publicznej (rozdział IV).

Drugi problem, który nurtuje mnie od pewnego czasu, to kwestia możliwości wykorzystania literatury amerykańskiej w Polsce. Nie chodzi tu wyłącznie o przydatność czysto teoretycznych rozważań autorów

za Oceanu Atlantyckiego do równie teoretycznych badań, studiów i analiz, mieszczących się w pojęciu ogólnych prawidłowości funkcjonowania gospodarki, lecz także o przydatność dla polskiej praktyki finansów publicznych tej części amerykańskich monografii i podręczników, które opierają się na doświadczeniach publicznej gospodarki finansowej w Stanach Zjednoczonych.

Wątpliwości dotyczące ewentualnego adaptowania do polskich warunków rozwiązań stosowanych w USA wiążą się m.in. z dydaktyką, tj. profilem kształcenia na kierunkach finansowych w szkołach wyższych. Osobiście sędzę, że prowadzenie badań porównawczo-analitycznych rozmaitych systemów publicznej gospodarki finansowej jest pod kątem ich praktycznego wykorzystania bardziej owocne, jeśli ogranicza się do kontynentu europejskiego, a nawet do państw członkowskich Unii Europejskiej. Są one bliższe Polsce nie tylko ze względów czysto ekonomicznych (ukształtowane w Europie modele gospodarki rynkowej mają – mimo wielu różnic – także pewne cechy wspólne), ale i z powodu tradycji historycznych oraz wspólnych elementów psychologiczno-socjologicznych. Sformułowaną wyżej opinię w znacznym stopniu potwierdzają prace zamieszczone w zbiorze pod redakcją Jana Pawła Hudzika i Wiesławy Woźniak (2006). Na szczególną uwagę zasługują tu eseje: „Europejska przestrzeń kulturowa czy przestrzenny miszmasz” oraz „Sfera publiczna Unii Europejskiej w świetle debaty nad konstytucją europejską”.

2. Sektor publiczny i finanse publiczne w książce J.E. Stiglitz'a oraz niektórych innych publikacjach zagranicznych przełożonych na język polski

Mimo wcześniej sformułowanego zastrzeżenia, że niniejszy artykuł nie jest typową recenzją, obliczoną na zarekomendowanie czytelnikowi omawianego dzieła, wypada jednak przypomnieć główne cechy książki J.E. Stiglitz'a, której ukazanie się w polskim przekładzie trzeba uznać za wydarzenie o dużym znaczeniu naukowym.

Konstrukcja książki jest inna niż większość monografii poświęconych gospodarce publicznej w Polsce, a także w innych krajach europejskich, np. we Francji.

J.E. Stiglitz podzielił tekst na siedem części.

Część pierwsza, zatytułowana „Wprowadzenie”, obejmuje prezentowaną z makroekonomicznego punktu widzenia problematykę roli państwa w gospodarce rynkowej oraz charakterystykę sektora publicznego w Stanach Zjednoczonych. Ważnym elementem tej charakterystyki (po zidentyfikowaniu różnych rodzajów działalności państwowej) jest obraz stanu wydatków i dochodów państwa, wzbogacony elementa-

³ Niektórzy prawnicy, opierając się na słownictwie ustawowym, używają pojęcia „sektor finansów publicznych” – por. Kosikowski (2006).

mi porównań międzynarodowych oraz – na tle konfrontacji wydatków i dochodów – ilustracja wielkości deficytu budżetowego i długu publicznego w Stanach Zjednoczonych. Uzupełnieniem wskazanych wyżej, niezwykle zwięźle ujętych informacji oraz towarzyszących im komentarzy jest wprowadzenie wątku dotyczącego pionowego podziału dochodów budżetowych, uwzględniającego szczebel stanowy i lokalny.

Druga część nosi tytuł „Podstawy ekonomii dobrobytu” i obejmuje trzy wątki tematyczne: efektywność rynku, zawodność rynku, uzasadniającą określoną aktywność państwa oraz konfrontację pojęć: efektywność i sprawiedliwość. Autor, przyjmując za punkt wyjścia współlistnienie sektora prywatnego i publicznego (gospodarka mieszana), zwraca uwagę na podstawowy dylemat, jakim jest wybór między wzrostem efektywności a „sprawiedliwym” podziałem dochodu narodowego. Część druga reprezentuje typowe dla podręczników makroekonomii rozważania teoretyczne, ilustrowane od czasu do czasu przykładami zaczerpniętymi z praktyki amerykańskiej.

Część trzecia, zatytułowana „Teoria wydatków publicznych”, ma z warsztatowego punktu widzenia podobny charakter. Autor omawia: dobra publiczne oraz dobra prywatne pochodzące ze źródeł publicznych (np. usługi edukacyjne), teorię wyboru publicznego, monopole naturalne i produkcję publiczną oraz konfrontację efektywności w sektorze publicznym i prywatnym, a także tzw. efekty zewnętrzne rozwoju gospodarki, mające charakter zdecydowanie negatywny, przede wszystkim dla środowiska naturalnego.

Odmienne podejście metodologiczne reprezentuje część czwarta pt. „Programy wydatków publicznych”, oparta w większości na prezentacji problemów i zjawisk występujących w praktyce amerykańskiej. Autor omawia tu kolejno: analizę polityki wydatków publicznych oraz analizę kosztów i korzyści w ujęciu prywatnym i społecznym, następnie system opieki zdrowotnej, wydatki na obronę narodową i badania służące rozwojowi techniki, system ubezpieczeń społecznych, programy pomocy społecznej oraz organizację i system finansowania edukacji w Stanach Zjednoczonych.

Część piąta „Teoria opodatkowania” ma – zgodnie z tytułem – charakter ogólny. Autor opisuje tu genezę oraz zasady racjonalnego systemu podatkowego, problemy rozkładu obciążeń podatkowych pomiędzy różne grupy podatników, wpływ podatków na efektywność ekonomiczną i tzw. opodatkowanie optymalne z punktu widzenia sprawiedliwości oraz kontrowersyjne kwestie związane z opodatkowaniem kapitału, w szczególności zaś z wpływem opodatkowania kapitału na oszczędności i inwestycje, a także na podejmowanie ryzyka.

Część szósta, zatytułowana „System podatkowy w Stanach Zjednoczonych”, zawiera opis amerykań-

skiego podatku dochodowego od osób fizycznych oraz podatku dochodowego od przedsiębiorstw, zbiór praktycznych sposobów legalnego płacenia niższych podatków oraz założenia i ocenę reform podatkowych przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych w dwóch ostatnich dekadach XX w. Szczególnie interesujące jest zakończenie części szóstej, prezentujące reformy podatkowe już zapoczątkowane lub projektowane w XXI w.

Część siódma nosi tytuł „Pozostałe zagadnienia”. Stanowi ona dość niejednolite połączenie dwu obszarów wiedzy o funkcjonowaniu sektora publicznego w gospodarce amerykańskiej. Z jednej strony mamy tu rozwinięcie kwestii bardzo zwięźle sygnalizowanej we wcześniejszych partiach tekstu, a mianowicie kwestii trójszczeblowej struktury pionowej sektora publicznego. Stany Zjednoczone są, jak wiadomo, państwem federalnym. Stąd oprócz powszechnie funkcjonującego w krajach demokratycznych szczebla samorządu terytorialnego mamy do czynienia z dwoma szczeblami podsektora państwowego, tj. ze szczeblem federalnym oraz szczeblem stanowym. Wymaga to oczywiście określenia zasad podziału zadań i wydatków oraz dochodów publicznych pomiędzy trzy wskazane wyżej szczeble pionowej struktury sektora publicznego, a także sprecyzowania związków i współzależności między tymi szczeblami oraz ich oceny pod kątem ekonomicznym i społecznym. Drugim segmentem części siódmej jest problematyka nieco szerzej omawiana już w części pierwszej, jednak uznana przez autora za szczególnie ważną dla oceny sytuacji, w której znalazły się Stany Zjednoczone na przełomie XX i XXI w. Jest to mianowicie kwestia deficytu budżetowego, jego przyczyn i skutków oraz metod i możliwości działań profilaktycznych, ograniczających zagrożenia wynikające ze zjawiska deficytu, m.in. z punktu widzenia długu publicznego.

Dzieło, określone przez autora jako podręcznik i liczące łącznie 991 stron (w wydaniu polskim), zaopatrzone jest w dość obszerną bibliografię (9 stron druku) oraz indeks rzeczowy w układzie alfabetycznym. Stosunkowo mało użyto w nim odsyłaczy, które zresztą przeważnie zawierają dodatkowe wyjaśnienia lub komentarze.

Z dydaktycznego punktu widzenia na ogromne uznanie zasługuje wiele zabiegów ułatwiających czytelnikowi percepcję treści podręcznika. Każda z jego części poprzedzona jest krótkim, jednostronicowym wprowadzeniem. Na początku każdego z rozdziałów, wchodzących w skład poszczególnych części, umieszczono kilka najważniejszych pytań, a na końcu – podsumowanie ujęte w punktach, co ogromnie ułatwia powtarzanie materiału. Następnie zestawiono podstawowe pojęcia używane w danym rozdziale oraz ponownie zamieszczono pytania – tym razem znacznie bardziej szczegółowe – a także zalecane ćwiczenia.

W tekście podstawowym, napisanym prosto i zrozumiale (duża w tym zasługa zespołu tłumaczy pracujących pod kierunkiem naukowym Ryszarda Rappackiego), poza tabelami i rysunkami znajdują się „ramki”, eksponujące najważniejsze zdaniem autora problemy, np. „Podstawowe warunki efektywności w ujęciu Pareta” (s. 86), „Sześć głównych rodzajów zawodności rynku” (s. 102), „Prywatne rozwiązania problemu efektów zewnętrznych” (s. 262) czy wreszcie „Skutki działania systemu ubezpieczeń społecznych” (s. 446) albo „Zasady konstrukcji systemu podatkowego w Stanach Zjednoczonych” (s. 745).

Teoretyczne i praktyczne walory książki J.E. Stiglitz'a uzasadniają jej wysoką ocenę oraz przydatność dla studentów polskich, zainteresowanych ekonomią w ogóle, a w szczególności pragnących pogłębić wiedzę na temat publicznej gospodarki finansowej. Mam nadzieję, że książka ta znalazła się na liście podręczników zalecanych studentom kierunków ekonomicznych w niezwykle licznych już w Polsce uczelniach wyższych, zarówno państwowych, jak też prywatnych.

Wracając do kwestii struktury tematycznej dzieła J.E. Stiglitz'a, trzeba stwierdzić, że:

1. Autor nie wyodrębnił konstrukcyjnie rozważań ogólnych o charakterze teoretycznym oraz konkretnych informacji dotyczących rozwiązań systemowych stosowanych w Stanach Zjednoczonych. Są one łączone w poszczególnych częściach, np. w części pierwszej i czwartej, gdzie dane dotyczące Stanów Zjednoczonych służą jako ilustracja rozważań ogólnych lub występują odrębnie, jako swoisty „aneks” do całości tekstu w postaci szóstej i siódmej jego części.

2. Omawiany podręcznik zawiera dużą dawkę wiedzy traktowanej w Polsce jako element składowy dyscypliny naukowej o nazwie „makroekonomia”.

3. Tekst, który dotyczy bezpośrednio finansów publicznych w takim rozumieniu, w jakim akceptują go autorzy większości monografii i podręczników polskich, obejmuje następujące segmenty: wydatki publiczne, dochody publiczne i związany z tym problem deficytu budżetowego oraz długu publicznego, a także strukturę pionową sektora publicznego, wynikającą z federalnego bądź unitarnego charakteru państwa oraz obecności w nim odrębnego związku publiczno-prawnego w postaci samorządu terytorialnego.

Bardzo podobną konstrukcję ogólną ma wspomniany podręcznik Musgrave, Musgrave (1984). Jednak w tym przypadku autorzy w ogóle nie wyodrębnili tekstów dotyczących teorii lub praktyki amerykańskiej, natomiast uwzględnili problemy wynikające z wyzwań epoki globalizacji, m.in. problemy koordynacji podatkowej oraz kwestię pomocy i redystrybucji na tle relacji między krajami bogatymi a biednymi (rozdział 36. pt. „International Public Finance”).

Podobne problemy, prezentowane w wersji wyłątkowo teoretycznej, wypełniają treść drugiego z cytowanych wyżej dzieł, którego autorem jest Tresch (2002).

Przed przystąpieniem do prezentacji zakresu wiedzy o finansach publicznych zawartej w polskiej literaturze przedmiotu warto odnotować obecność na polskim rynku księgarskim podręcznika autorstwa Gaudemet, Molinier (2000).

Podręcznik ten, rekomendowany i dotowany przez Ministerstwo Edukacji Narodowej, składa się z pięciu części.

Część wstępna wprowadza czytelnika w pojęcia dotyczące przedmiotu oraz metod badania i techniki funkcjonowania finansów publicznych.

Część pierwsza, zatytułowana „Operacje publicznymi zasobami pieniężnymi”, poświęcona jest klasyfikacji oraz analizie pojęć, za którymi kryją się zarówno wydatki publiczne (tu omawia się np. tendencję wzrostu wydatków publicznych, czyli tzw. prawo Wagnera), jak też dochody publiczne.

Część druga pt. „Operacje budżetowe” poświęcona jest prognozowaniu i planowaniu obciążeń publicznych (pod tym pojęciem kryją się tu wydatki publiczne) oraz wpływów budżetowych, głównie podatkowych, następnie autoryzacji oraz dokonywaniu wydatków publicznych, wreszcie kontroli wykonywania budżetu. Wydzielenie w odrębnej, obszernej części podręcznika, kwestii o charakterze przeważnie proceduralnym (zjawiska tego na ogół nie zauważa się w podręcznikach amerykańskich) może wynikać z dość często występującego w Europie „prawniczego” podejścia do problematyki sektora publicznego i finansów publicznych jako tych obszarów życia społecznego, które są w dużym stopniu regulowane normami prawa⁴.

Część trzecia pt. „Operacje skarbowe” poświęcona jest bardzo specyficznemu dla teorii i praktyki europejskiej problemowi skarbu państwa jako kwintesencji majątku państwa oraz instytucji reprezentującej państwo w roli kasjera i bankiera. Jako kasjer skarb państwa realizuje transfery pieniężne budżetu, jako bankier – realizuje operacje kredytowe. W części trzeciej oprócz teoretycznych rozważań nad istotą skarbu państwa, dość trudną do precyzyjnego określenia, umieszczony został tekst dotyczący pożyczek publicznych i zarządzania długiem publicznym.

Część czwarta książki nosi tytuł „Ogólna teoria podatku” i stanowi około 1/3 ogólnej objętości dzieła. Autorzy omawiają tu cechy i funkcje podatków, procedury wymiaru i poboru podatku, a także przyczyny i formy uchylania się od podatków oraz formy przeciwdziałania temu zjawisku.

⁴ Tytuł pierwszego podrozdziału w części wstępnej prezentowanego teraz podręcznika brzmi: „Finanse publiczne jako gałąź prawa publicznego”.

Podobny zasięg tematyczny, choć w nieco innym układzie, ma wcześniejsze dzieło Gaudemeta (1990).

Podjmując próbę oceny przydatności wybranych publikacji zagranicznych przełożonych na język polski dla polskiego czytelnika, trzeba stwierdzić, że prace reprezentujące literaturę francuską przesycione są prawniczym sposobem myślenia, a tekst o charakterze ogólnoteoretycznym ilustrowany jest obficie rozwiązaniami systemowymi stosowanymi we Francji.

Z punktu widzenia polskiego czytelnika, zarówno teoretyka, jak też praktyka, obie wymienione wyżej książki mają wiele zalet. Studenci ekonomii nie znajdują tu jednak – tak szeroko prezentowanej w literaturze amerykańskiej – problematyki dóbr publicznych, ekonomicznych i społecznych aspektów związanych z funkcjami państwa, a w konsekwencji również z jego wydatkami, zagrożeń wynikających z deficytów budżetowych oraz innych kwestii dotyczących aktywnej polityki fiskalnej i monetarnej państwa. Znajdą jednak interesujące rozważania na temat planowania i programowania operacji budżetowych dotyczących zarówno wydatków, jak też dochodów publicznych, autoryzacji wydatków oraz określania zasad opodatkowania przez organy władzy publicznej reguł rządzących procedurą wykonywania budżetu, a także organizacji i metod funkcjonowania kontroli finansowej w sektorze publicznym.

Jak już wspomniano, ta część omawianych publikacji jest mocno zakorzeniona w rozwiązaniach systemowych oraz doświadczeniach francuskich, co nie wyklucza możliwości wykorzystania tego typu materiałów do wzbogacenia kryteriów oceny rozmaitych sposobów funkcjonowania publicznej gospodarki finansowej oraz jako źródła inspiracji w toku badań zmierzających do tworzenia nowych rozwiązań legislacyjnych w Polsce. M.in. zespół pracujący obecnie pod kierunkiem Teresy Lubińskiej nad budżetem zadaniowym wykorzystuje (jak donosiła swego czasu prasa) w szerokim zakresie właśnie francuskie doświadczenia dotyczące konstruowania optymalnych budżetów zarówno państwowych, jak też samorządowych.

Innym przykładem możliwości podobnego wykorzystania doświadczeń francuskich może być konstrukcja podatków, np. rozwiązania „prorodzinne” w systemie opodatkowania dochodów osobistych.

Wracając do literatury amerykańskiej, reprezentowanej przez książkę J.E. Stiglitz, trzeba stwierdzić, że jej wysoka przydatność dla czytelników, zwłaszcza dla studentów kierunków ekonomicznych, dotyczy głównie warstwy ogólnoteoretycznej tekstu. Z aplikacyjnego punktu widzenia brakuje w niej elementów procedury budżetowej, obejmującej również kontrolę finansów publicznych i mocno opartej na systemie rachunkowości – co jest tak wyraźne w publikacjach pochodzących z Francji.

Z kolei przykłady wykorzystywane przez J.E. Stiglitz lub R.A. Musgrave’a, zaczerpnięte z praktyki amerykańskiej, są stosunkowo mniej przydatne do analizy porównawczej, a także do ewentualnego adaptowania ich w polskiej praktyce – ze względu na liczne różnice dzielące gospodarkę amerykańską i europejską, w tym polską.

3. Finanse publiczne w literaturze polskiej

Dotychczasowy dorobek polskiej literatury w dyscyplinie nazywanej w Polsce do 1939 r. „skarbowością”, niekiedy, zwłaszcza w podręcznikach akademickich, „skarbowością i prawem skarbowym”, w latach 1950–1989⁵ „nauką o budżecie państwa”, a od 1990 r. „nauką o finansach publicznych”, trzeba ocenić jako bogaty nie tylko ilościowo, ale też merytorycznie.

Dość dokładną charakterystykę tego dorobku można znaleźć w dwóch moich publikacjach, stanowiących próbę zebrania i skomentowania głównych nurtów polskiej literatury dotyczącej publicznej gospodarki finansowej (Sochacka-Krysiak 2006a; 2006b).

Liczne książki poświęcone zarówno teorii skarbowości, jak też administracji i kontroli skarbowej oraz skarbowości samorządowej, stanowiące twórczy dorobek takich autorytetów naukowych, jak np. K. Kasperski, J. Strzelecki, B. Markowski, T. Grodyński, J. Lubowicki, K. Krzeczowski, S. Rychliński, M. Jaroszyński, A. Krzyżanowski, R. Rybarski, M. Gutkowski i wielu innych, potwierdzają tezę o poważnej pozycji dyscypliny, reprezentującej publiczną gospodarkę finansową w polskiej nauce w okresie poprzedzającym wybuch II wojny światowej.

Przez parę lat po zakończeniu II wojny światowej podejmowano próby kontynuowania rozwiązań organizacyjno-systemowych oraz sposobów prowadzenia badań nawiązujących do tradycji i doświadczeń przedwojennych. Później nastąpił czterdziestoletni okres funkcjonowania systemu wzorowanego w znacznym stopniu na doświadczeniach byłego ZSRR.

Nazwa interesującej nas w niniejszym artykule dyscypliny naukowej przybrała postać ograniczoną do „budżetu państwa” lub „gospodarki budżetowej”. Jedynie Jadwiga i Zbigniew Jaśkiewiczowie uparcie używali w tytułach swoich książek nazwy „finanse publiczne”⁶, obejmując ich zasięgiem nie tylko gospodarkę budżetową, lecz także finanse przedsiębiorstw państwowych, określonych jako zdekoncen-

⁵ W latach 1945–1950 stosowany był zarówno termin „skarbowość”, jak też przejęty z literatury angielskiej termin „finanse publiczne” (*public finance*).

⁶ Już po wojnie nakładem prywatnej oficyny wydawniczej w Łodzi ukazał się przekład dzieła Daltona (1948).

⁷ Por. np. Pirożyński, Sochacka-Krysiak (1970) lub Kaleta (1980).

⁸ Por. Jaśkiewiczowa, Jaśkiewicz (1968, 1969).

⁹ Por. np. Kucharski (1986, rozdział VI) lub Domaszewicz (1980, rozdział

trowane finanse publiczne gospodarki narodowej. We wspomnianym opracowaniu (Sochacka-Krysiak 2006b, s. 127) napisałam m.in.: „Wydaje się, że takie podejście stanowiło prostą konsekwencję faktu, iż nacjonalizacji uległa w PRL nie tylko władza publiczna (wspomniana poprzednio likwidacja samorządu terytorialnego jako odrębnego ogniwa systemu władzy publicznej), lecz także własność środków produkcji... W tej sytuacji przymiotnik „publiczne” stał się synonimem przymiotnika „państwowe”.

Większość publikacji ukazujących się w PRL pod szyldem nauki o budżecie państwa zawierała teksty dotyczące dochodów i wydatków budżetu centralnego oraz budżetów terenowych, wchodzących w skład zbiorczego budżetu państwa, klasyfikacji budżetowej, procedur dotyczących tworzenia i wykonywania budżetów, a także tzw. gospodarki budżetowej i parabudżetowej, obejmującej w szczególności fundusze zlikwidowane u progu lat pięćdziesiątych, lecz następnie odradzające się niezwykle intensywnie. Nieco później pojawiły się w tych publikacjach kwestie równowagi budżetowej, tj. głównie kierunków i sposobów wykorzystywania nadwyżek budżetowych. O deficytach budżetowych pisywano najczęściej w nawiązaniu do tzw. gospodarki kapitalistycznej⁹.

Merytoryczna ocena dorobku naukowego, który powstał w Polsce przed zmianą ustroju na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, jest w ogóle bardzo trudna, a w tak krótkim artykule jak niniejszy – wręcz niemożliwa. Odnotujmy przeto jedynie niektóre spostrzeżenia.

Od końca lat sześćdziesiątych (cezurą był rok 1956, tzw. „polski październik”) w nauce finansów publicznych, nadal zwanej przeważnie nauką o budżecie państwa, zajmowano się podatkami, strukturą systemu budżetowego (w tym budżetami terenowymi), finansowaniem sfery niematerialnej, oceną zalet i wad gospodarki pozabudżetowej i parabudżetowej, a także kontrolą finansową, rozumianą jako element systemu zarządzania gospodarką narodową. Pisząc te słowa, mam na myśli nie tyle poszczególne części składowe podręczników, służących studentom do nauki o budżecie państwa, ile odrębne monografie, dysertacje, a zwłaszcza artykuły naukowe, w których łatwiej było przekazać czytelnikom głębsze treści i bardziej oryginalne poglądy, niż było to możliwe w podręcznikach poddanych określonym rygorom programowym.

Dyscyplina o nazwie „finanse publiczne” pojawia się w Polsce ponownie po 1990 r., już w warunkach nowego ustroju społeczno-gospodarczego.

Problemy wchodzące w jej skład można zilustrować przykładem książki wydanej w 1995 r.¹⁰, która zawiera omówienie takich tematów, jak: zakres finan-

sów publicznych, ekonomiczna struktura dochodów i wydatków publicznych, system budżetowy i gospodarka budżetowa państwa, wydatki budżetowe, podatki i opłaty publiczne, finanse samorządu terytorialnego, metody zabezpieczenia społecznego oraz polityka finansowa i jej komponenty.

Dwa lata później ukazała się znacznie obszerniejsza książka, o której wspomniałam już na początku niniejszego artykułu, napisana przez Stanisława Owsia-ka (1997). Zwraca w niej uwagę, zwłaszcza w porównaniu z poprzednią publikacją, znacznie obszerniejsze omówienie kwestii długu publicznego, zaprezentowanego na tle pojęcia równowagi budżetowej.

Wyodrębnianie i ujmowanie problematyki deficytu oraz długu publicznego w standardowej treści podręczników zaliczonych do omawianej tu dyscypliny naukowej, stawało się coraz powszechniejsze. Na przykład już Andrzej Komar (1994) wydzielił w swej książce rozdział pt. „Dług publiczny”, a ponadto jako jeden z pierwszych autorów zajął się niektórymi aspektami finansów Unii Europejskiej, zwłaszcza kwestią harmonizacji podatków¹¹. Również inni autorzy podobnie podchodzą do zakresu dyscypliny o nazwie finanse publiczne.

Przykładowo Wiesława Ziółkowska (2000) podzieliła swój podręcznik na następujące segmenty: pojęcia podstawowe, aspekty teoretyczne (np. interwencjonizm a neutralność finansów publicznych), funkcje finansów publicznych, wpływ zagregowanego popytu władz publicznych na wzrost gospodarczy, zasady gospodarowania finansami publicznymi, dochody publiczne, polski system podatkowy, wydatki publiczne, formy organizacyjne jednostek sektora finansów publicznych, budżet państwa, decentralizacja finansów publicznych, budżety jednostek samorządu terytorialnego, deficyt i dług publiczny, dyscyplina i kontrola finansów publicznych oraz rozliczenia z UE.

Bardzo podobną konstrukcję ma też podręcznik Grzegorza Szczodrowskiego (2003). Autor opisał w nim kolejno: podstawowe pojęcia i system finansów publicznych, dochody publiczne, polski system podatkowy, wydatki publiczne, deficyt i dług publiczny, politykę państwa oraz finanse publiczne w Polsce w kontekście integracji z UE.

Inaczej skonstruowane zostało dzieło zbiorowe zespołu autorów ze środowiska toruńskiego (Głuchowski et al. 2005), którzy po zaprezentowaniu kwestii dotyczących potrzeb oraz dóbr publicznych, a następnie struktury i zasad funkcjonowania sektora publicznego zajęli się funkcjami finansów publicznych, budżetem państwa, podatkami oraz innymi dochodami budżetowymi, a także wydatkami budżetowymi i ubezpieczeniami społecznymi. Pominęli praktycznie całą problematykę decentralizacji terytorialnej i sa-

XII; 1985, rozdział XI).

¹⁰ Por. Denek et al. (1995).

¹¹ Ostatnio ukazują się prace poświęcone wyłącznie finansom UE, np.

Oreżniak (2004).

¹² Po lekturze omawianego podręcznika odnosi się wrażenie, że bardziej

morządu terytorialnego, zajęli się natomiast: deficytem i długiem publicznym, rolą banku centralnego w gospodarce i finansach publicznych, finansami Unii Europejskiej oraz polityką fiskalną i monetarną UE¹².

Niektóre podręczniki eksponują w tytule swój „elementarny” charakter, co zdaje się sygnalizować pewien dystans autora do realizacji podjętego zadania badawczo-dydaktycznego (Podstawka 2001). Inne z kolei wyróżniają się zawartą już w tytule informacją, że autor ogranicza swe zainteresowania wyłącznie do funkcjonowania finansów publicznych w Polsce (Borodo 2000a; Malinowska-Misiąg, Misiąg 2006), albo sygnalizują, iż autor koncentruje się na analizie porównawczej funkcjonowania finansów publicznych w różnych państwach poza Polską (Sochacka-Krysiak 1992; 1997).

Jeszcze inny charakter mają książki zatytułowane wprawdzie jako „Finanse publiczne”, ale będące w istocie zbiorem referatów prezentowanych na konferencjach, organizowanych przez poszczególne uczelnie wyższe.

Przykładem tego typu publikacji, zredagowanych wyjątkowo starannie, jest obszerny tom (579 stron), stanowiący plon konferencji zorganizowanej przez Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie pod ogólnym hasłem „Instytucje, instrumenty i strategie finansowe w dobie integracji gospodarczej” (Pomorska 2006). Dzieło to składa się z pięciu części: ogólne problemy finansów publicznych we współczesnych doktrynach ekonomicznych, wybrane zagadnienia budżetu państwa i systemu podatkowego, wydatkowanie środków publicznych w wybranych dziedzinach funkcjonowania państwa, finanse jednostek samorządu terytorialnego oraz finanse międzynarodowe, obejmujące artykuły o konsolidacji fiskalnej krajów UE lub zadłużeniu krajów UE w świetle Traktatu z Maastricht, jak też prezentujące sektor publiczny w wybranym kraju Unii albo zaangażowanie państwa w finansowanie badań i rozwoju w ramach OECD. Książka ta nie jest naturalnie podręcznikiem, lecz usystematyzowanym zbiorem artykułów (referatów). Sądzę, że można ją traktować jako interesującą pozycję literatury uzupełniającej (zalecanej) oraz jako pomoc w pisaniu przez studentów prac promocyjnych.

Podjmując próbę przeglądu wybranych pozycji polskiej literatury przedmiotu, nie można pominąć dzieła zbiorowego, którego tytuł wprawdzie wykracza poza pojęcie finansów publicznych (Pietrzak et al. 2003), ale które zawiera bardzo obszerną (ponad 300 stron) część zatytułowaną „Publiczny system finansowy”, eksponującą węzłowe i zarazem w znacznej części kontrowersyjne problemy finansów publicznych, takie jak fundusze celowe, pomoc publiczna, polityka fiskalna czy dług publiczny.

Można stwierdzić, że większość autorów literatury poświęconej „finansom publicznym” albo ogranicza się do analizowania systemu finansów publicznych w Polsce, albo poświęca tej tematyce przeważającą część swych rozważań. Niektórzy, np. St. Owsiak (1997) i M. Podstawka (2001), wyraźnie oddzielają część ogólnoteoretyczną od części poświęconej rozwiązaniom systemowym w Polsce. Inni, jak np. Ziółkowska (2000), „przeplatają” wątki ogólne z informacjami dotyczącymi Polski, traktując je jako ilustrację poszczególnych pojęć i problemów ogólnych. Brakuje natomiast oryginalnych dzieł o charakterze wyłącznie teoretycznym. Jak już pisałam (Sochacka-Krysiak 2006b, s. 128-129), większość polskich autorów zajmujących się finansami publicznymi jest zainspirowana dziełem R.A. Musgrave’a, zaliczanego do postkeynesistów. Oznacza to przyjęcie założenia, że państwo powinno pełnić wobec obywatela funkcję opiekuńczą, a jednocześnie neutralizować szkodliwe skutki uboczne działania mechanizmów rynkowych. Część polskich ekonomistów stopniowo skłania się jednak do poglądów bliższych orientacji neoliberalnej, optującej za ograniczeniem polityki fiskalnej na rzecz polityki pieniężnej.

Cechą charakterystyczną polską literaturę przedmiotu jest wyodrębnienie z szeroko pojmowanej dyscypliny finansów publicznych swoistych subdyscyplin. Szczególnie rozbudowane pojęciowo są subdyscypliny dotyczące podatków oraz finansów samorządu terytorialnego. W obrębie drugiej z wymienionych subdyscyplin liczba opublikowanych ostatnio książek jest tak ogromna, że nie mogłam zdecydować się na ich choćby najbardziej zwięzły przegląd. Sytuacja ta kojarzy się ze spostrzeżeniem, które nasunęło mi się swego czasu podczas pobytu stypendialnego w Niemczech. Otóż zbierając materiały w niemieckich bibliotekach uniwersyteckich, zauważyłam, że około połowy publikacji poświęconych finansom publicznym stanowią pozycje dotyczące finansów samorządu terytorialnego oraz ich relacji z finansami państwowymi.

Kończąc niniejszy artykuł, będący zbiorem subiektywnych refleksji, wzbudzonych lekturą dzieła J.E. Stiglitz’a, pragnę stwierdzić, że w zakresie dyscypliny o nazwie „finanse publiczne” utrzymują się u nas główne kierunki badań, ukształtowane w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Ostatnio jednak bardzo intensywnie rozwijają się niektóre węższe kierunki badań, np. problemy pomocy publicznej dla przedsiębiorców, partnerstwa publiczno-prywatnego oraz racjonalizacji wydatków publicznych, zwłaszcza na finansowanie usług i świadczeń społecznych. Z tą ostatnią kwestią wiąże się coraz bardziej aktualna i popularna kwestia funkcjonowania tzw. sektora non-profit, w tym udziału organizacji pozarządowych w realizacji przynajmniej części zadań publicznych.

adekwatny do jego treści byłby tytuł „Finanse państwa”.

¹³ Por. np. Szczodrowski (2002), Kuzińska (2002), Ostaszewski et al. (2004), Wach (2005) oraz Grądalski (2006).

Bibliografia

- Borodo A. (2000a), *Finanse publiczne Rzeczypospolitej Polskiej: zagadnienia prawne*, Oficyna Wydawnicza „Branta”, Bydgoszcz.
- Borodo A. (2000b), *Finanse publiczne w świetle regulacji prawnych*, Wydawnictwo Prawnicze LEX, Sopot.
- Chojna-Duch E. (2003), *Polskie prawo finansowe. Finanse publiczne*, Wydawnictwo Lexis-Nexis, Warszawa.
- Dalton H. (1948), *Zasady Skarbowości*, Wydawnictwo Kazimierza Rudzkiego, Łódź.
- Denek E., Sobiech J., Wierzbicki J., Wolniak J. (1995), *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Domaszewicz R. (1980), *Finanse państw kapitalistycznych*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Domaszewicz R. (1985), *Finanse krajów kapitalistycznych*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gaudemet P.M. (1990), *Finanse publiczne*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gaudemet P.M., Molinier J. (2000), *Finanse publiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Głuchowski J., Huterski R., Kołosowska B., Patyk J., Wiśniewski J. (2005), *Finanse publiczne*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń.
- Grądański F. (2006), *System podatkowy w świetle teorii optymalnego opodatkowania*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- Hausner J. (red.) (2001), *Studia z zakresu zarządzania publicznego*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków.
- Hudzik J.P., Woźniak W. (red.) (2006), *Sfera publiczna: kondycja, przejawy, przemiany*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Jaśkiewiczowa J., Jaśkiewicz Z. (1968), *Zarys nauki finansów publicznych*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Jaśkiewiczowa J., Jaśkiewicz Z. (1969), *Polski system finansów publicznych*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Kaleta J. (1980), *Gospodarka budżetowa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Komar A. (1994), *Finanse publiczne*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Kosikowski C. (2004), *Finanse publiczne w świetle Konstytucji RP oraz orzecznictwa Trybunału Konstytucyjnego*, Wydawnictwo Sejmowe, Warszawa.
- Kosikowski C. (2006), *Sektor finansów publicznych w Polsce*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Kosikowski C., Ruśkowski E. (red.) (2006), *Finanse publiczne i prawo finansowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Kosikowski C., Szpringer Z. (2000), *Finanse publiczne. Komentarz do ustawy z dnia 26 listopada 1998 r.*, Zachodnie Centrum Organizacji, Zielona Góra.
- Kucharski M. (red.) (1986), *Finanse w gospodarce kapitalistycznej*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa.
- Kuzińska H. (2002), *Rola podatków pośrednich w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa.
- Malinowska-Misiąg E., Misiąg W. (2006), *Finanse publiczne w Polsce*, Wydawnictwo Lexis-Nexis, Warszawa.
- Musgrave R.A., Musgrave P.B. (1984), *Public Finance in Theory and Practice*, wydanie 4, McGraw-Hill Book Company, New York, St. Louis, San Francisco, Auckland, Bogota, Hamburg, Johannesburg, London, Madrid, Mexico, Montreal, New Delhi, Panama, Paris, São Paulo, Singapore, Sydney, Tokyo, Toronto (wydanie pierwsze z 1973 r.).
- Oręziak L. (2004), *Finanse Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Osiatyński J. (2006), *Finanse publiczne. Ekonomia i polityka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ostaszewski J., Fedorowicz Z., Kierczyński T. (red.) (2004), *Teoretyczne podstawy reformy podatków w Polsce*, Difin Centrum Doradztwa i Informacji, Warszawa.
- Owsiak S. (1997), *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Peters B.G. (1999), *Administracja publiczna w systemie politycznym*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.) (2003), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Piwożniński Z., Sochacka-Krysiak H. (1970), *Budżet państwa*, Szkoła Główna Planowania i Statystyki, Warszawa.
- Podstawka M. (2001), *Podstawy finansów publicznych*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego, Warszawa.
- Pomorska A. (red.) (2006), *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Sochacka-Krysiak H. (1992), *Systemy finansów publicznych*, Poltext, Warszawa.
- Sochacka-Krysiak H. (1997), *Finanse publiczne. Analiza porównawcza*, Poltext, Warszawa.
- Sochacka-Krysiak H. (2006a), *SGH a rozwój polskiej nauki finansów: finanse publiczne*, „Bank i Kredyt” nr 5-6, s. 60-69.

- Sochacka-Krysiak H. (2006b), *Nauka finansów publicznych w Polsce*, w: C. Kosikowski, E. Ruśkowski, *Finanse publiczne i prawo finansowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Szczodrowski G. (2002), *Polski system podatkowy. Strategie transformacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk.
- Szczodrowski G. (2003), *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości im. B. Jańskiego, Łomża.
- Tresch R.W. (2002), *Public Finance. A Normative Theory*, Academic Press, Elsevier Science, San Diego, California.
- Wach K. (2005), *Systemy podatkowe krajów Unii Europejskiej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Wójtowicz W. (red.) (2002), *Zarys finansów publicznych i prawa finansowego*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Zalewski A. (red.) (2005), *Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- Ziółkowska W. (2000), *Finanse publiczne. Teoria i zastosowanie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.

Mirosław Wójciak, *Metody oceny ryzyka kredytowego*

Review of the book by Mirosław Wójciak, *Methods of Credit Risk Assessment*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, 2007

Marek Gruszczyński*

Obficie eksploatowany, a jednak ciągle się rozwijający obszar analiz ryzyka kredytowego, ma nową pozycję wydawniczą w Polsce w postaci książki Mirosława Wójciaka pod tytułem *Metody oceny ryzyka kredytowego*. Próbuje ona łączyć akademickie ujęcie tej tematyki z podejściem praktycznym, wynikającym z Nowej Bazylejskiej Umowy Kapitałowej (Basel II). Siłą rzeczy produkt końcowy jest eklektyczny i nie do końca klarowny, jeśli chodzi o wymowę całości tekstu. Niemniej, warto książkę powitać z uznaniem, albowiem zawiera treści ważne dla strategii wdrażania zaawansowanych metod zarządzania ryzykiem kredytowym w polskich instytucjach finansowych. Treści te dobitnie uzasadniają obecność w bankowych departamentach ryzyka rozmaitych „modelarzy”, jak to z przekąsem określa znajomy dyrektor w banku, lub *quants*, jak ostatnio się o nich mówi.

Wracając do pewnego dwoistego charakteru książki – mamy w niej zatem, z jednej strony, akademicką propozycję pewnej syntetycznej miary ryzyka kredytowego dla podmiotów gospodarczych (a właściwie działów produkcyjnych w Polsce), propozycję opartą na wykorzystaniu wskaźników finansowych. Z drugiej strony Autor podejmuje się prezentacji wielu złożonych modeli praktycznego pomiaru ryzyka, stosowanych w wewnętrznych systemach bankowych, a jeden z takich modeli (Moody's KMV) stosuje do oceny ryzyka kredytowego giełdowych spółek branży budowlanej.

Główna nowość w Basel II to możliwość stosowania przez banki własnych ratingów wewnętrznych (*IRB: Internal Ratings-Based Approach*; por. Stefański 2006). Pierwsza propozycja Autora, zamieszczona w rozdziale 2., to pomysł oparcia wewnętrznego ratingu ryzyka kredytowego na metodach klasyfikacji danych, a ściślej – porządkowania liniowego. Cechami diagnostycznymi są w tym przypadku wskaźniki finansowe charakteryzujące firmę. Dobierając odpowiednie wskaźniki, wykorzystuje się pojęcia stymulanty, destymulanty i nominanty. Wprowadzenie tych pojęć ponad 30 lat temu mocno stymulowało prace z dziedziny wielowymiarowej analizy porównawczej (WAP) w Polsce, jednak nie odbiło się żadnym echem w świecie. Książka nie powołuje się na nurt „klasyfikacyjny” w badaniach nad ryzykiem kredytowym, z czego można wnosić, że takiego nurtu nie ma albo jest słabo widoczny. (W Polsce są to na przykład prace M. Krysiaka. Na marginesie – szkoda, że Autor nie wskazał, czym różni się propozycja syntetycznej miary ryzyka kredytowego (s. 60) od propozycji Krysiaka (1996, cyt. za Gątarek et al. 2001).

W książce znalazłem wyjaśnienie różnicy między doбором cech diagnostycznych za pomocą metod stosowanych przez Autora a doбором zmiennych do modelu ekonometrycznego. Procedury doboru w WAP są to mianowicie metody techniczne, a w ekonometrii – „przyczynowo-skutkowe”. Sądzę, że metody techniczne (w tym przypadku – taksonomiczne) sytuują się w okolicy *data mining*, a w ekonometrii, faktycznie, większą uwagę zwraca się na hipotezy teorii

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Analiz Ekonomicznych, Instytut Ekonometrii, Zakład Ekonometrii Stosowanej.

i ich weryfikację. Jednak właśnie pojęcia stymulant i destymulant, użyte w propozycji Autora, są definiowane zgodnie z przekonaniem, że duże lub małe wartości konkretnej zmiennej są pożądane bądź nie, a zatem mamy do czynienia z pewną „teorią”, która stoi za takim przekonaniem.

Podjęcie do budowy wewnętrznego ratingu ryzyka kredytowego oparte na analizie wskaźnikowej jest całkiem uzasadnione. Jest wiele modeli, które na tym opierają klasyfikacje ryzyka. Mają wspólne hasło: prognozowanie finansowej kondycji firmy (*financial distress*). Niektóre z nich Autor przywołuje w rozdziale 3. Można dodać, że prócz opisanych tam ujęć ekonometrycznych (właściwie: mikroekonometrycznych) należy też rozważać techniki klasyfikacyjne, w tym sieci neuronowe (por. np. Lasek 2007). Propozycja Autora z rozdziału 2. jest jedną z nich. Nie jestem zwolennikiem techniki wybranej przez Autora, albowiem w przypadku wskaźników finansowych określenie „dobrych” i „złych” wartości takich wskaźników nie daje się jednoznacznie uzasadnić. Wszystko zależy od zbioru firm, które analizujemy, od reguł rachunkowości, od polityki państwa oraz od wielu innych czynników. Fachowcy od rachunkowości łatwo wskażą sytuacje „nienormatywnych” (czyli – nieprawidłowych) wartości wskaźników w firmach, którym powodzi się całkiem dobrze. Badania nad ustaleniem związku wskaźników z kondycją firm prowadzi sam Autor, o czym dowiadujemy się w książce na s. 26. Współczesne finanse empiryczne zajmują się wskaźnikami z punktu widzenia ich postaci funkcyjnej, rozkładów, klasyfikacji, pomiaru itp. (por. Salmi et al. 2005). Nie jest jasne, czy proste normy wskaźników, które wprowadzono w polskich podręcznikach rachunkowości, mają solidne uzasadnienie. Nie jest też jasne, czy pojęcia typu dobra lub zła wartość wskaźnika są sensowne. W swoich badaniach opieram się zwykle na analizie związków korelacyjnych, chociaż mają one wady, na przykład zakładają zależności liniowe, czyli na przykład wykluczają znane z teorii ekonomii związki w kształcie litery U bądź odwróconej litery U. Statystyczną analizą wskaźników finansowych dla polskich przedsiębiorstw zajmuje się m.in. Dudycz (2006).

Propozycja wewnętrznego ratingu ryzyka kredytowego w instytucji finansowej została przez Autora zastosowana w dość dyskusyjny sposób (podrozdział 4.1). Założono, że „firmy” to działy produkcyjne w Polsce. Tych działów jest 23. Obliczono wskaźniki finansowe dla każdego działu w każdym z 20 półroczy w latach 1995–2004. Wszystko to potraktowano jako bazę danych, na której „przećwiczone” metodę z rozdziału 2. Pomijając fakt, że rzecz dzieje się w czasie (10 lat), że miały wtedy miejsce najprzeróżniejsze zmiany wpływające na sprawozdania finansowe firm, Autor łączy te dane w „obiekto-okresy” i na tej pod-

stawie prowadzi dalszą analizę. Otrzymane w rezultacie wartości syntetycznej miary ryzyka kredytowego (SMRK) można obliczyć dla każdego działu i w każdym półroczu badanego okresu. W rozdziale 4. Autor szczegółowo opisuje uzyskane w ten sposób wyniki i bada inercję otrzymanej miary w czasie. Wykonane ćwiczenie dobrze ilustruje metodę, lecz nie wiadomo, dlaczego przenosi rozważania ze skali mikro (pojedynczego przedsiębiorstwa) do skali makro (działu produkcyjnego). Nie bierze się przy tym poważnie pod uwagę kwestii agregacji oraz innych problemów ekonomicznych i ekonometrycznych wynikających z łączenia mikrodanych oraz z upływu czasu. Czytelnikowi pozostaje przyjąć, że Autor nie miał innego wyjścia, bowiem nie dysponował dostatecznie dobrym zbiorem danych o pojedynczych firmach.

To przekonanie okazuje się jednak bezzasadne, albowiem w kolejnej części empirycznej Autor obficie korzysta z bazy danych o pojedynczych firmach, a mianowicie o firmach z branży budowlanej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA. Empiryczne wyniki przedstawione w podrozdziale 4.2 mają swoje źródło w prezentacji z podrozdziału 3.3, gdzie omówiono tzw. nowe metody pomiaru ryzyka kredytowego. Przy okazji, to omówienie wskazuje, że nie mamy do czynienia z książką dla *quants*, lecz raczej dla osób, które chciałyby wiedzieć, jak wyglądają niektóre modele ryzyka, a nie muszą wiedzieć, dlaczego tak właśnie wyglądają. W prezentacji i klasyfikacji modeli w podrozdziale 3.3 Autor często korzysta z książki Saundersa (2001), a także z przeglądowego artykułu Jajugi (2004). Wzory są poprawne, a rezultat całkiem niezły – czytelnik ma wrażenie, że Autor dobrze zna się na tym, o czym pisze.

W podrozdziale 4.2 przedstawiono interesujący przykład zastosowania jednego z modeli ryzyka kredytowego dla firm, których akcje są notowane na rynku. Chodzi o model Moody's KMV szacowania prawdopodobieństwa niedotrzymania warunków (prawdopodobieństwa niewypłacalności, PD: *probability of default*). Pomiar ryzyka opiera się tu na modelu wyceny opcji Blacka-Scholesa-Mertona, rozwiniętym przez Vasicka i Kealhofera. Zakłada on, że kapitał własny firmy to opcja kupna na aktywa firmy z ceną wykonania równą wartości księgowej zadłużenia. Takie ujęcie pozwala wyznaczyć rynkową wartość aktywów firmy oraz jej zmienność – na podstawie obserwowanej rynkowej wartości kapitału własnego i jej zmienności, a także wartości księgowej zobowiązań. Model ma zatem charakter opisowy, a główne założenie stochastyczne, geometryczny ruch Browna jako proces generujący cenę instrumentu podstawowego.

Wyznaczenie prawdopodobieństw niewypłacalności dla każdej ze spółek branży budowlanej notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie to istotna wartość książki M. Wójciaka. Pod

uwagę wzięto lata 2000–2005, zarówno dla danych dziennych, jak i kwartalnych. Niezależnie od różnych kompromisów, na jakie musiał się godzić, Autor klarownie przekonuje czytelnika do zasadności zastosowanego podejścia. Daje też sporo wskazówek dla ewentualnych naśladowców. Wypada jedynie założyć, że tego rodzaju ćwiczenie można w Polsce na razie wykonać jedynie dla spółek notowanych na giełdzie. Rozszerzenie na inne firmy byłoby możliwe pod warunkiem dysponowania bazą danych, jaką mają na przykład profesjonalne firmy ratingowe. Wewnętrzne systemy ratingowe banków będą korzystać (korzystają) z własnych baz.

Obie części aplikacyjne książki, to jest podrozdziały 4.1 i 4.2, mogłyby do siebie nawiązywać, gdyby włączyć „budownictwo” do pierwszej z nich. Wówczas dałoby się prześledzić ewentualne podo-

bieństwo zmian w czasie wielkości syntetycznej miary ryzyka SMRK oraz prawdopodobieństwa PD – obu dla „budownictwa”. W pierwszym przypadku dla wszystkich większych firm w Polsce, a w drugim – dla firm giełdowych. Dołączenie obiektu „budownictwo” do działów przetwórczych w podrozdziale 4.1 jest jednak dyskusyjne.

Książka M. Wójciaka jest dobrą podstawą do poznawania współczesnej tematyki kwantyfikacji ryzyka kredytowego. Może być również pomocna dla zarządzających ryzykiem dzięki systematyzacji tych tematów i propozycjom zastosowań. Zbliży nas też do lepszego rozumienia, na jakich podejściach modelowych mogą się opierać wewnętrzne ratingi ryzyka kredytowego w bankach dopuszczone do stosowania w Basel II.

Bibliografia

- Dudycz T. (2006), *Weryfikacja normatywnych wskaźników płynności*, w: W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy: skuteczne inwestowanie*, Uniwersytet Szczeciński.
- Gątarek D., Maksymiuk R., Krysiak M., Witkowski Ł. (2001), *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*, WIG-PRESS, Warszawa.
- Jajuga K. (2004), *O systematyzacji modeli ryzyka kredytowego*, w: D. Appenzeller (red.), *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2003. Teoria i praktyka*, „Zeszyty Naukowe”, nr 49, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.
- Lasek M. (2007), *Metody Data Mining w analizowaniu i prognozowaniu kondycji ekonomicznej przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa.
- Salmi T., Nikkinen J., Sahlström P. (2005), *The review of the theoretical and empirical basis of financial ratio analysis revisited*, <http://lipas.uwasa.fi/~ts/wbfa/wbfa.htm>
- Saunders A. (2001), *Metody pomiaru ryzyka kredytowego*. KMV, VAR, CreditMetrics, LAS, RAROC, Credit Risk Plus, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Stefański M. (2006), *Nowe regulacje dotyczące wymagań kapitałowych wobec banków*, „Materiały i Studia”, nr 212, NBP, Warszawa.