

**STUDIA I PRACE  
KOLEGIUM  
ZARZĄDZANIA  
I FINANSÓW**

**ZESZYT NAUKOWY 112**



**Szkoła Główna Handlowa w Warszawie**

# SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – przewodniczący  
dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – vice przewodniczący  
prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk  
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH  
prof. dr hab. Jan Głuchowski  
prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
prof. dr hab. Jan Kaja  
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH  
prof. dr hab. Tomasz Michalski  
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski  
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski  
dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH  
dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH  
prof. dr hab. Maria Romanowska  
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH  
prof. dr hab. Teresa Słaby  
prof. dr hab. Marian Żukowski

## Recenzenci

dr hab. Agnieszka Alińska, prof. SGH  
dr Henryk Bąk  
dr Tomasz Berent  
dr Wiktor Bołkunow  
dr Tomasz Chmielewski  
dr Monika Czerwonka  
dr hab. Marek Garbicz, prof. SGH  
dr hab. Mirosława Janoś-Kresło, prof. SGH  
dr hab. Józef Olszyński, prof. SGH  
prof. dr hab. Cezary Suszyński  
dr Ilona Tomaszewska  
dr Rafał Tuzimek

## Redaktor

Krystyna Kawerska

## Asystent techniczny

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2011

ISSN 1234-8872

Nakład 270 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:  
Dom Wydawniczy ELIPSA,  
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa  
tel./fax (22) 635 03 01, 635 17 85, e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

## SPIS TREŚCI

Od Rady Naukowej .....	5
<b>CZĘŚĆ PIERWSZA</b>	
<b>ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH .....</b>	<b>7</b>
Kondycja polskiego eksportu po światowym kryzysie lat 2008–2009 Andrzej Nikołajczuk .....	9
Oddziaływanie światowych cen ropy naftowej na procesy inflacyjne w Polsce w okresie 1990–2010 Piotr Misztal .....	20
Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk .....	36
Ogólny zarys sytuacji gospodarczej oraz rozwój kryzysu <i>subprime</i> w wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej na przykładzie Czech i Węgier Wiktor Bołkunow .....	50
Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej Część II. Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF Piotr Wiśniewski .....	64
Model stałej korelacji w optymalizacji portfela inwestycyjnego na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie Piotr Czapiewski .....	83
Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) Waldemar Rogowski, Agnieszka Ulianiuk .....	99
<b>CZĘŚĆ DRUGA</b>	
<b>ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW .....</b>	<b>117</b>
Seniorat – zagadnienie definicji i metod jego pomiaru Część I: Definicja i pomiar senioratu – ujęcie historyczne Mikołaj Szadkowski .....	119
Formy transferu innowacji Izabela Krawczyk-Sokołowska .....	131
Perspektywy rozwoju rynku aptecznego w Polsce Konrad Zak .....	146
Wpływ spowolnienia gospodarczego na zmianę zachowań konsumentów na rynku usług telekomunikacyjnych Magdalena Nowek .....	162
Znaczenie bliskiej i dalekiej zagranicy w wymianie handlowej Federacji Rosyjskiej Arkadiusz Jędraszka .....	179
Summary .....	195
Artykuły opublikowane w Zeszytach Naukowych „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” w 2011 roku (numery 105–112) .....	201
Recenzenci artykułów opublikowanych w Zeszytach Naukowych „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” w 2011 roku (numery 105–112) .....	207



## **OD RADY NAUKOWEJ**

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”. Zawiera on artykuły pracowników Kolegium oraz uczestników prowadzonych przez Kolegium studiów doktoranckich.

Artykuły są poświęcone aktualnym zagadnieniom ekonomii, nauk o finansach oraz nauk o zarządzaniu. Stanowią one wynik studiów teoretycznych głęboko osadzonych w badaniach empirycznych polskiej gospodarki, a także gospodarek innych krajów, przede wszystkim członków Unii Europejskiej.

Pozostajemy w przekonaniu, że przedłożone opracowania spotkają się z Państwa życzliwym zainteresowaniem oraz, co byłoby szczególnie cenne, staną się przyczynkiem do polemiki i dalszych owocnych badań.

Życzymy Państwu przyjemnej lektury.

W imieniu Rady Naukowej – Ryszard Bartkowiak



**CZĘŚĆ PIERWSZA**

**ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH**





## Kondycja polskiego eksportu po światowym kryzysie lat 2008–2009

### 1. Wprowadzenie

Eksport zdecydowanie pozytywnie oddziałuje na rozwój gospodarczy kraju. Działalność eksportowa dynamizuje regionalną gospodarkę, wpływa na wzrost zatrudnienia, zwiększenie skali produkcji oraz pobudzenie wewnętrznego popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego. Eksport wywiera istotny wpływ na efektywność gospodarowania, a szczególnie na redukcję kosztów wytwarzania i wzrost poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych. Rozwój eksportu jest więc dla gospodarki celem istotnym i pożądanym.

Ważną kwestią w tej sytuacji jest kondycja polskiego eksportu po załamaniu wywołanym światowym kryzysem lat 2008–2009.

### 2. Stan polskiego eksportu przed i w trakcie kryzysu

Wartość polskiego eksportu rosła dynamicznie w pierwszych latach XXI wieku (zob. tabele 1, 2 i 3). Wyrazny spadek wartości polskiego eksportu odnotowano natomiast w 2009 roku. Było to wynikiem kryzysu w gospodarce światowej, który spowodował istotne pogorszenie uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych polskiego handlu zagranicznego.

**Tabela 1. Obroty handlu zagranicznego w latach 1990–2009 według danych statystyki celnej, na podstawie dokumentów SAD (w mln USD)**

Rok	Obroty	Eksport	Import	Saldo	Dynamika Rok poprzedni = 100		Dynamika Rok 1990 = 100	
					eksport	import	eksport	import
1990	23 845	14 316	9 529	4 787	100,0	100,0	100,0	100,0
1991	30 425	14 903	15 522	-619	104,1	162,9	104,1	162,9
1992	29 100	13 187	15 913	-2 726	88,5	102,5	92,1	167,0
1993	30 056	14 143	18 834	-4 691	107,2	118,4	98,8	197,6
1994	38 809	17 240	21 569	-4 329	121,9	114,5	120,4	226,4

## cd. tabeli 1

Rok	Obroty	Eksport	Import	Saldo	Dynamika Rok poprzedni = 100		Dynamika Rok 1990 = 100	
					eksport	import	eksport	import
w mln USD					eksport	import	eksport	import
1995	51 945	22 895	29 050	-6 155	132,8	134,7	159,9	304,9
1996	61 577	24 440	37 137	-12 697	106,7	127,8	170,7	389,7
1997	68 058	25 751	42 307	-16 556	105,4	113,9	179,9	444,0
1998	75 283	28 229	47 054	-18 825	109,6	111,2	197,2	493,8
1999	73 318	27 407	45 911	-18 504	97,1	97,6	191,4	481,8
2000	80 591	31 651	48 940	-17 289	115,5	106,6	221,0	513,6
2001	86 367	36 092	50 275	-14 183	114,0	102,7	252,0	527,6
2002	96 123	41 010	55 113	-14 103	113,6	109,6	286,5	578,4
2003	121 568	53 577	68 004	-14 427	130,6	123,4	374,2	713,7
2004	161 937	73 781	88 156	-14 375	137,7	129,6	515,4	925,1
2005	190 917	89 378	101 539	-12 161	121,1	115,2	624,3	1 065,6
2006	235 229	109 584	125 645	-16 061	122,6	123,7	765,5	1 318,6
2007	299 779	137 833	161 946	-24 113	125,8	128,9	962,8	1 699,5
2008	382 339	171 860	210 479	-38 619	123,8	128,2	1 200,5	2 208,8
2009	286 290	136 720	149 570	-12 849	79,6	71,1	955	1 569,6

Źródło: Roczniki Statystyki Handlu Zagranicznego za lata 1993–1999, dane CIHZ za 1999 rok oraz dane Ministerstwa Gospodarki.

**Tabela 2. Obroty towarowe Polski z zagranicą w latach 1997–2007 według NBP (w mln USD)**

Rok	Eksport	Import	Saldo	Dynamika rok poprzedni = 100	
				eksport	import
w mln USD					
1997	30 731	40 553	-9 822	111,5	116,4
1998	32 467	45 303	-12 836	105,6	111,7
1999	30 060	45 132	-15 072	92,6	99,6
2000	35 902	48 209	-12 307	119,4	106,8
2001	41 663	49 324	-7 661	116,0	102,3
2002	46 742	53 991	-7 249	112,2	109,5
2003	60 972	66 704	-5 732	146,3	135,2
2004	81 576	87 160	-5 584	133,8	130,6
2005	95 896	98 592	-2 696	117,2	112,7
2006	117 468	124 474	-7 006	122,5	126,3
2007	145 337	162 394	-17 057	123,7	130,5

Źródło: dane NBP.

Tabela 3. Obroty handlu zagranicznego Polski w latach 2001–2010 w mln EUR

Rok	Według GUS					Według NBP				
	mln EUR			Dynamika rok poprzedni = 100		mln EUR			Dynamika rok poprzedni = 100	
	eksport	import	saldo	eksport	import	eksport	import	saldo	eksport	import
2001	40 374,7	56 222,7	-15 848,0	117,4	105,8	46 487,0	55 075,0	-8 588,0	119,1	105,2
2002	43 400,2	58 307,4	-14 907,2	107,5	103,7	49 324,0	57 036,0	-7 712,0	106,1	103,6
2003	47 511,1	60 287,8	-12 776,7	109,5	103,4	53 814,0	58 890,0	-5 076,0	109,1	103,3
2004	59 698,0	71 354,3	-11 656,3	125,7	118,4	65 836,0	70 393,0	-4 557,0	122,3	119,5
2005	71 423,5	81 169,7	-9 746,2	119,6	113,8	77 601,0	79 846,0	-2 245,0	117,9	113,4
2006	87 925,9	100 784,1	-12 858,2	123,1	124,2	93 233,0	97 139,0	-3 906,0	120,1	121,7
2007	101 838,7	120 464,7	-18 626,0	115,8	119,5	107 328,0	116 077,0	-8 749,0	114,9	117,3
2008	116 244,0	142 448,0	-26 204,0	114,1	118,3	12 1082,0	138 808,0	-17 726,0	121,7	124,7
2009	98 274,0	107 529,0	-9 524,0	84,5	75,5	100 131,0	103 329,0	-3 198,0	82,7	74,4
2010	117 381,5	130 870,4	-13 489,0	119,5	121,7	-	-	-	-	-

Źródło: DAP MG na podstawie danych GUS i NBP.

Globalny kryzys finansowy przyniósł załamanie koniunktury gospodarczej na większości rynków światowych, zwłaszcza w Ameryce i Europie. Załamanie dotknęło głównie kraje rozwinięte gospodarczo, czyli rynki dominujące w polskich obrotach towarowych, jakkolwiek skala spadku PKB na rynkach WNP, zwłaszcza w Rosji i na Ukrainie, okazała się nieporównywalnie większa. Destruktywnemu wpływowi kryzysu oparły się natomiast niemal wszystkie rozwijające się gospodarki Azji Południowo-Wschodniej, na czele z Chinami.

Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego globalny PKB zmniejszył się o 0,6% (według OECD o 0,9%), po jego wzroście o 3% w 2008 roku. Spadek PKB w Unii Europejskiej wyniósł w 2009 roku 4,1%, w tym w Niemczech, czyli kluczowym rynku dla Polski, PKB zmniejszył się o 4,9%. Spadek PKB na rynkach WNP sięgnął 6,6%, przy czym w Rosji o 7,9% i na Ukrainie o 15,1%.

Natomiast na rozwijających się rynkach azjatyckich średni wzrost PKB sięgnął blisko 7%, w Chinach 9,1%, a w Indiach 5,7%.

Wolumen światowych obrotów towarowych zmniejszył się w 2009 roku o 12,2% po stronie eksportu oraz o 12,9% po stronie importu. Było to najgłębsze załamanie handlu międzynarodowego od zakończenia II wojny światowej.

Popyt zewnętrzny na rynkach polskich partnerów handlowych jest głównym czynnikiem wpływającym na kształtowanie się eksportu Polski. Wyjątkowo głęboka dekonunktura światowa, z jaką mieliśmy do czynienia w 2009 roku, doprowadziła do recesji i załamania popytu na naszych rynkach handlowych, szczególnie na głównych rynkach Unii Europejskiej, co wyjątkowo destrukcyjnie zadziało na polski eksport.

Pogorszenie światowej koniunktury przełożyło się na spadki globalnych obrotów. Wolumen eksportu towarowego w gospodarkach rozwiniętych obniżył się o 13,5%, a w gospodarkach wschodzących i rozwijających się o 9,1%. Równocześnie wolumen importu towarowego obniżył się odpowiednio: o 13% oraz o 9,5%. Tak głębokiego załamania obrotów towarowych nie notowano po II wojnie światowej<sup>1</sup>.

Kryzys na rynkach finansowych wywołał poważne zmiany zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowań polskiego handlu zagranicznego. Najbardziej wymierny i bezpośredni wpływ miały dwa przeciwstawne czynniki, a mianowicie:

- 1) załamanie popytu w otoczeniu międzynarodowym, zwłaszcza na kluczowych dla polskich eksporterów rynkach unijnych i innych rynkach rozwiniętych, oddziałujące negatywnie na eksport, a w warunkach jego wysokiej importochłonności także ograniczające import zaopatrzeniowy, oraz

---

<sup>1</sup> Obroty towarowe z zagranicą w fazie wychodzenia z kryzysu, Departament Analiz i Prognoz, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 14 października 2010 r., s. 1.

2) deprecjacja złotego, stymulująca eksport, przy równoległym hamującym jej wpływie na import.

**Załamanie popytu wewnętrznego, w tym importowego, na rynkach europejskich (w ujęciu rocznym)** nastąpiło w II półroczu 2008 roku. Po wyraźnym spowolnieniu jego wzrostu w UE 27 w III kwartale, do 0,2% (z 1,4% w I półroczu), IV kwartał przyniósł spadek o 1,4%.

W Niemczech wyhamowanie tempa wzrostu popytu w 2008 roku następowało bardziej łagodnie (z +2% w II kwartale do +1,3% w III kwartale i 0,5% w IV kwartale), jednak na niektórych innych większych rynkach unijnych, np. w Wielkiej Brytanii czy Włoszech, jego wyraźne załamanie notowano już w II kwartale 2008 roku, a nawet wcześniej.

W skali całego 2008 roku średnie tempo wzrostu popytu wewnętrznego na rynkach rozwiniętych spadło do 0,1% (z 2,3% w 2007 roku), jakkolwiek w strefie euro spowolnienie nie było jeszcze tak wyraźne (wzrost o 0,7% wobec 2,4% w 2007 roku), a w Niemczech odnotowano nawet wzrost popytu (z 1% w 2007 roku do 1,7%). Natomiast we Francji spowolnienie wzrostu popytu wewnętrznego w 2008 roku było bardzo znaczące (do 0,7% z 3,2% w 2007 roku). Podobnie w Wielkiej Brytanii tempo wzrostu popytu spadło z 3% w 2007 roku do zaledwie 0,1% w 2008 roku, a we Włoszech i Hiszpanii już wówczas odnotowano wyraźne jego załamanie (odpowiednio: do -1,5% oraz do -0,5%).

Spowolnienie zapoczątkowane w 2008 roku przeszło w 2009 roku w głęboki spadek popytu, trwający przez wszystkie kolejne kwartały tegoż roku, a nawet utrzymujący się na niektórych rynkach także w 2010 roku (m.in. w Irlandii, Grecji, Litwie, Bułgarii, Hiszpanii).

Średnioroczny spadek popytu w 2009 roku sięgnął w gospodarkach rozwiniętych 3,4%, tak jak w USA i strefie euro. Roczny spadek popytu w Niemczech, podobnie jak we Francji, okazał się relatywnie umiarkowany (odpowiednio: -1,8% oraz 2%), ale we Włoszech sięgnął 3,8%, a w Hiszpanii 6%<sup>2</sup>.

Obok załamania popytu zewnętrznego niemal równoległe, tj. od połowy lipca 2008 roku do lutego 2009 roku, postępowała **ostra deprecjacja złotego wobec głównych walut**, wywołana okresowym odpływem kapitału z rynku polskiego oraz niepewnością co do stabilności tego rynku w przypadku dalszego zaostrzenia kryzysu.

W jej rezultacie, w ciągu 7 miesięcy kurs złotego uległ osłabieniu o około 30% wobec euro oraz o blisko 43% wobec USD. Odbudowa pozycji złotego w okresie od marca do końca 2009 roku postępowała znacznie wolniej niż jego spadek, a w rezultacie średni kurs złotego wobec euro i USD w 2009 roku okazał się

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 2.

słabszy niż w 2008 roku odpowiednio: o 18,6% oraz o 22,7%. Tak znaczna deprecjacja złotego zniwelowała powszechny – wywołany kryzysem – spadek cen dewizowych w 2009 roku (szacowany na ponad 7% w polskim eksporcie i około 11% w imporcie), zapewniając (mimo ich spadku) wysoki wzrost cen transakcyjnych złotych w obu strumieniach polskich obrotów towarowych, sięgający 13,5% w eksporcie i 8,7% po stronie importu. Zapewniło to z jednej strony relatywnie wysoką opłacalność sprzedaży eksportowej, z drugiej natomiast znacznie podrożyło import (mimo powszechnego spadku cen światowych importowanych towarów).

Korzystne oddziaływanie czynnika kursowego nie zdołało wprawdzie skompensować negatywnego wpływu czynnika popytowego na eksport, ale w poważnym stopniu złagodziło skalę jego załamania. Jednocześnie osłabienie waluty, poprzez wyhamowanie importu, zaowocowało redukcją deficytu obrotów towarowych, z 26,2 mld EUR w 2008 roku do 9,5 mld EUR w 2009 roku<sup>3</sup>.

Oddziaływanie czynnika kursowego nie do końca pomogło polskim eksporterom. Teoretycznie powinien im pomagać słaby złoty. Im nasza waluta tańsza, tym cena towaru polskiej firmy za granicą jest bardziej atrakcyjna. Ten mechanizm – zwany efektem substytucji – w przypadku polskich firm nie działa do końca. To, co zyskają na słabym złotym (sprzedając swój towar na zagranicznym rynku) tracą kupując komponenty potrzebne do jego wyprodukowania.

To wynika ze specyfiki polskiego eksportu. Najwięcej za granicę sprzedaje branża metalurgiczna i motoryzacyjna. Obie potrzebują komponentów do produkcji, które muszą ściągnąć z zagranicy. Mówiąc inaczej, polski eksport jest w dużym stopniu importochłonny.

Załamanie obrotów towarowych Polski na skutek kryzysu wyniosło w 2009 roku 15,5% po stronie eksportu oraz 24,5% po stronie importu. Wartość polskiego eksportu po raz pierwszy przekroczyła 100 mld EUR w 2007 roku, a w 2008 roku osiągnęła 116,2 mld EUR, w 2009 roku spadła natomiast do poziomu 98,3 mld EUR. Również wartość importu w 2009 roku okazała się niższa niż w latach 2007–2008.

Dominującym odbiorcą polskich towarów są państwa rozwinięte gospodarczo – udział w całkowitym eksporcie 85,6% w 2009 roku, o 2,6 pkt. proc. większy niż w 2008 roku. W 2009 roku eksport do tej grupy zmniejszył się o 12,8%, przy równoczesnym spadku importu o 24,7%, dzięki czemu deficyt wymiany (2,2 mld EUR) zamienił się w nadwyżkę ponad 9,8 mld EUR<sup>4</sup>.

Pozytywna zmiana nastąpiła w obrotach z polskim najważniejszym partnerem handlowym – Niemcami, gdzie deficyt wynoszący w 2008 roku ponad 3,6 mln EUR przekształcił się w nadwyżkę prawie 1,6 mld EUR.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 2.

<sup>4</sup> Polska 2010 – Raport o stanie handlu zagranicznego, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2010, s. 31.

W 2009 roku o skali ogólnego deficytu polskich obrotów towarowych (9,3 mld EUR) jak zwykle zdecydował głęboko ujemny bilans wymiany z krajami rozwijającymi się gospodarczo, pomimo zmniejszenia z 24 mld EUR w 2008 roku do 19,1 mld EUR<sup>5</sup>.

W 2009 roku blisko 1,8-krotnie (do około 2,4 mld EUR) obniżył się eksport polskich towarów na drugi co do wielkości rynek WNP – Ukrainę. Eksport do Rosji zmniejszył się zaś o 40,7% (do około 3,59 mld EUR).

W 2009 roku załamanie wymiany nastąpiło we wszystkich grupach towarowych. Najgłębsze spadki zanotowano w eksporcie towarów niżej przetworzonych (produktów mineralnych, surowców i wyrobów metalurgicznych), podczas gdy relatywnie najbardziej odporne na kryzys okazały się towary o wyższym stopniu technologicznego przetworzenia – głównie wyroby elektromaszynowe.

Eksport wyrobów elektromaszynowych spadł o 11,8%, czyli o 3,7 pkt. proc. łagodniej niż łączny polski eksport. W rezultacie umocniły one swoją dominującą pozycję w eksporcie, zwiększając swój udział o 1,9 pkt. proc. do 44,8%.

Eksport wyrobów przemysłu chemicznego obniżył się natomiast o 14,9%, co przy spadku ich importu o 19,2% pozwoliło na zmniejszenie tradycyjnie wysokiego ujemnego salda wymiany o 2,3 mld EUR, do poziomu 6,6 mld EUR.

Jeśli chodzi zaś o artykuły rolno-spożywcze to ich eksport w 2009 roku zmniejszył się tylko o 1,2%, czyli o 14,3 pkt. proc. wolniej niż polski łączny eksport, a ich import spadł o 9,5%.

Największe spadki obrotów odnotowano w przypadku produktów mineralnych, których eksport zmniejszył się o 39,1%, a import o 38,7%.

Relatywnie głębokie spadki odnotowano również w wymianie wyrobami metalurgicznymi – o 33,1% po stronie eksportu i o 35,7% po stronie importu<sup>6</sup>.

Według NBP w 2009 roku eksport spadł o 17,1% do poziomu 100,1 mld EUR, a import o 25,4% do poziomu 103,3 mld EUR. Dzięki temu deficyt obrotów towarowych zmniejszył się do rekordowo niskiego poziomu 3,2 mld EUR (o 14,5 mld EUR mniej niż w 2008 roku).

### **3. Polska na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej.**

Wśród państw Unii Europejskiej Polska zajmuje 10 miejsce jako eksporter towarów (po Szwecji i Austrii) i 8 jako importer. Na Polskę przypada około 2,9% unijnego eksportu i 3,3% importu, łącznie z wymianą wewnątrzunijną (zob. tabela 4).

<sup>5</sup> *Ibidem.*

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 32.

**Tabela 4. Obroty handlu zagranicznego Polski na tle krajów Unii Europejskiej w 2009 roku**

Kraj	Wartość (w mld EUR)		Zmiana roczna (w %)	
	eksport	import	eksport	import
1. Niemcy	803,9	668,1	-18	-17
2. Holandia	357,3	319,5	-18	-19
3. Francja	341,6	396,1	-16	-17
4. Włochy	290,1	294,2	-21	-23
5. Belgia	265,2	252,3	-17	-20
6. Wielka Brytania	252,3	344,9	-19	-20
7. Hiszpania	156,6	206,2	-18	-28
8. Szwecja	99,1	85,4	-25	-25
9. Austria	98,6	102,8	-20	-18
<b>10. Polska</b>	<b>98,3</b>	<b>107,5</b>	<b>-16</b>	<b>-25</b>
11. Czechy	82,1	75,3	-19	-22
12. Irlandia	81,2	44,6	-4	-22
13. Dania	66,9	59,4	-16	-21
14. Węgry	60,0	56,0	-19	-24
15. Finlandia	44,9	43,3	-32	-31
16. Słowacja	40,1	39,6	-17	-21
17. Portugalia	31,1	50,1	-18	-18
18. Rumunia	29,1	38,9	-14	-32
19. Słowenia	18,8	19,0	-19	-25
20. Luksemburg	14,9	17,5	-13	-19
21. Grecja	14,4	42,9	-18	-30
22. Litwa	11,8	13,1	-27	-38
23. Bułgaria	11,8	16,7	-22	-33
24. Estonia	6,5	7,3	-24	-33
25. Łotwa	5,5	6,9	-21	-37
26. Malta	1,5	2,6	-25	-20
27. Cypr	0,9	5,6	-19	-23
Obroty pozaunijne	1094,4	1199,7	-16	-23
Obroty wewnątrzunijne	2183,0	2183,0	-19	-19
Razem	3277,4	3382,7	-18	-21

Źródło: J. Kotyński, Zmiany w handlu zagranicznym Polski na tle tendencji makroekonomicznych, w: Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2009–2010, IBRKiK, Warszawa 2010, s. 132.

W 2009 roku 85,4% wartości polskiego eksportu przypadało na obroty z krajami rozwiniętymi, z czego większość (79,3% ogólnego eksportu) na kraje



Unii Europejskiej. Najmniejsze spadki wartości eksportu odnotowano w handlu z krajami rozwiniętymi (7,1%, w euro). Wartość eksportu do UE zmniejszyła się o 15,6%, a importu z UE – o 26,8%.

W wymianie towarowej z krajami Unii Polska uzyskała nadwyżkę 11,9 mld EUR, w tym ze strefą euro 3,0 mld EUR (z Niemcami 1,6 mld EUR).

Najsilniej spadła wartość obrotów handlowych z krajami Europy Środkowej i Wschodniej – eksportu o 39,0%, a importu o 35,2%<sup>7</sup>.

#### **4. Kondycja polskich eksporterów**

Silna deprecjacja złotego zwiększyła rentowność sprzedaży wśród polskich eksporterów, ale jednocześnie wpłynęła negatywnie na działalność finansową tych przedsiębiorstw ze względu na zawieranie transakcji na rynku instrumentów pochodnych.

Według informacji uzyskanych przez Komisję Nadzoru Finansowego z banków, negatywna wycena z tytułu zaangażowania przedsiębiorstw w opcje walutowe osiągnęła na 17 kwietnia 2009 roku około 4,5 mld zł. Ujemna wycena pozostałych walutowych instrumentów wyniosła: transakcje forward około 3,6 mld zł, swapy – około 1,1 mld zł<sup>8</sup>.

Oslabienie złotego wpływa także niekorzystnie na sytuację tych przedsiębiorstw, które zaciągnęły zobowiązania w walutach obcych, przez co są narażone na wzrost kosztów finansowych z tytułu spłaty kapitału i odsetek.

#### **5. Sytuacja w polskim handlu zagranicznym w 2010 roku**

W 2010 roku nastąpiła wyraźna poprawa kondycji polskiego eksportu. Już na podstawie niepełnych danych za ten rok można było wywnioskować o odrobieniu strat wywołanych kryzysem.

Deficyt w handlu zagranicznym w okresie styczeń–listopad 2010 roku wyniósł 12,0 mld EUR wobec 8,4 mld EUR rok wcześniej. Eksport w okresie styczeń–listopad 2010 roku wzrósł o 19,8% w ujęciu rocznym i osiągnął 108,0 mld EUR (143,1 mld USD), zaś import – o 21,7% w ujęciu rocznym i wyniósł 120,0 mld EUR (159,1 mld USD).

<sup>7</sup> J. Kotyński, Zmiany w handlu zagranicznym Polski na tle tendencji makroekonomicznych, w: Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2009–2010, IBRKiK, Warszawa 2010, s. 133.

<sup>8</sup> Polska 2009 – Raport o stanie handlu zagranicznego, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2009, s. 20.

W dolarach eksport zwiększył się o 14,8%, a import o 16,8%. Ujemne saldo ukształtowało się w wysokości 16,0 mld USD (w analogicznym okresie poprzedniego roku minus 11,6 mld USD)<sup>9</sup>.

Ostatecznie Polska wyeksportowała w 2010 roku towary za 117 381,5 mln EUR, czyli o 19,5% więcej niż w 2009 roku. Import wzrósł jeszcze więcej – o 21,7%, do poziomu 130 870,4 mln EUR. Taki wynik eksportu jest niespodzianką i zdecydowanym sukcesem polskich przedsiębiorstw. Na początku 2010 roku nic nie zapowiadało, że uda się osiągnąć poziom sprzed kryzysu (116 244 mln EUR), a nawet go przekroczyć. Miało się to ewentualnie udać dopiero w 2011 roku. Pesymiści uważali zaś, że poziom 115 mld EUR uda się przekroczyć dopiero w 2012 roku<sup>10</sup>.

Udało się to osiągnąć przede wszystkim dzięki doskonałej kondycji gospodarki Niemiec. W 2010 roku rozwijała się ona w tempie najlepszym od 20 lat. Eksport Niemiec wzrósł o 18,5%, do poziomu aż 952 mld EUR.

Polska w 2010 roku sprzedała do Niemiec towary za 30,5 mld EUR, prawie o jedną piątą więcej niż w 2009 roku<sup>11</sup>.

Do krajów Europy Środkowo-Wschodniej Polska w 2010 roku wyeksportowała towary za 9,6 mld EUR, o jedną trzecią więcej niż rok wcześniej. Najważniejsi partnerzy Polski to Rosja i Czechy. Do Rosji sprzedaż wzrosła aż o 40%.

## 6. Podsumowanie

Koniec 2008 roku i rok 2009 okazały się dla polskiego eksportu okresem trudnym. Wartość eksportu w 2009 roku zmalała (i to znacznie) w porównaniu do roku poprzedniego po raz pierwszy od 1999 roku. Na tle innych krajów spadek polskiego eksportu nie był aż tak głęboki (15,5% wobec np. spadku 32% w Finlandii czy 27% na Litwie).

W 2010 roku nastąpiła znacząca poprawa wartości polskiego eksportu. Udało się w pełni odrobić straty wywołane kryzysem.

Deficyt w handlu zagranicznym w okresie styczeń–listopad 2010 roku wyniósł 12,0 mld EUR wobec 8,4 mld EUR rok wcześniej, podał Główny Urząd Statystyczny (GUS) w komunikacie 11 stycznia 2010 roku. Eksport w okresie styczeń–listopad 2010 roku wzrósł o 19,8% w ujęciu rocznym i osiągnął 108,0 mld

<sup>9</sup> Coraz większy deficyt w handlu zagranicznym. Polski eksport przegrywa z importem, „Gazeta Prawna” z 11 stycznia 2011 r.

<sup>10</sup> P. Maciejewicz, Siedmiolatka w UE: dwukrotny wzrost eksportu To rekord Polski, „Gazeta Wyborcza” z 11 lutego 2011 r.

<sup>11</sup> *Ibidem*.

EUR (143,1 mld USD), zaś import – o 21,7% w ujęciu rocznym i wyniósł 120,0 mld EUR (159,1 mld USD).

W dolarach eksport zwiększył się o 14,8%, a import o 16,8%. Ujemne saldo ukształtowało się w wysokości 16,0 mld USD (w analogicznym okresie poprzedniego roku minus 11,6 mld USD)<sup>12</sup>.

Podsumowując, można stwierdzić, że polski eksport z załamania spowodowanego światowym kryzysem finansowym wyszedł w miarę obronną ręką. Spadek wartości eksportu nie był aż tak głęboki jak w niektórych, często bardziej rozwiniętych od Polski, krajach. Częściowo wynikało to z mniejszej niż w innych krajach otwartości polskiej gospodarki. Jeszcze głębszy zaś spadek importu niż eksportu doprowadził do znacznego zmniejszenia deficytu handlowego w Polsce. Deficyt z niektórymi krajami zamienił się nawet w nadwyżkę. W 2010 roku można było zaś zaobserwować wyraźny wzrost wartości eksportu w Polsce.

Oczywiście sam fakt tak poważnego spadku wartości eksportu (po raz pierwszy od dekady) był zdecydowanie negatywnym czynnikiem dla polskiej gospodarki i przyczynił się do spadku tempa wzrostu polskiego PKB.

## 7. Bibliografia

1. Coraz większy deficyt w handlu zagranicznym. Polski eksport przegrywa z importem, „Gazeta Prawna” z 11 stycznia 2011 r.
2. Kotyński J., Zmiany w handlu zagranicznym Polski na tle tendencji makroekonomicznych, w: Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2009–2010, IBRKiK, Warszawa 2010.
3. Maciejewicz P., Siedmiolatka w UE: dwukrotny wzrost eksportu To rekord Polski, „Gazeta Wyborcza” z 11 lutego 2011 r.
4. Obroty towarowe z zagranicą w fazie wychodzenia z kryzysu, Departament Analiz i Prognoz, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 14 października 2010 r.
5. Polska 2009 – Raport o stanie handlu zagranicznego, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2009.
6. Polska 2010 – Raport o stanie handlu zagranicznego, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2010.

---

<sup>12</sup> Coraz większy deficyt w handlu zagranicznym. Polski eksport przegrywa z importem, „Gazeta Prawna” z 11 stycznia 2011 r.

## **Oddziaływanie światowych cen ropy naftowej na procesy inflacyjne w Polsce w okresie 1990–2010**

### **1. Wprowadzenie**

Ropa naftowa jest jednym z najważniejszych surowców będących przedmiotem obrotu na rynku światowym. Pomimo że paliwa alternatywne stają się coraz bardziej popularne w miarę upływu czasu, to ropa naftowa nadal jest ważnym źródłem energii we współczesnej gospodarce światowej.

W Polsce ropę naftową wykorzystuje się głównie jako materiał pędny w szeroko rozumianym transporcie, jako surowiec energetyczny w systemie grzewczym oraz w roli komponentu w budownictwie. W nieco mniejszym stopniu ropa naftowa jest wykorzystywana również jako podstawowy surowiec w przemyśle chemicznym, związanym chociażby z produkcją tworzyw sztucznych i materiałów budowlanych. Ponadto ropa naftowa znajduje zastosowanie także w takich gałęziach produkcji, jak przemysł komputerowy, elektroniczny czy farmaceutyczny. W praktyce trudno wskazać takie dziedziny życia, które pośrednio lub bezpośrednio nie wykorzystują ropy naftowej.

Krajowe zasoby ropy naftowej tylko w niewielkim stopniu pozwalają na pokrycie krajowego zapotrzebowania. W ostatnich latach pokrycie zapotrzebowania na ropę naftową ze złóż krajowych wynosiło od 2,5% do około 5%. W Polsce zostało udokumentowanych 85 złóż ropy naftowej o łącznych zasobach wydobywanych 23,4 mln ton. W złożach obecnie zagospodarowanych występuje około 85% krajowych zasobów ropy naftowej.

Z powyższych danych wynika więc, że w Polsce nie ma znaczących złóż ropy naftowej, które umożliwiłyby całkowite pokrycie krajowego popytu. Dlatego też w celu pokrycia krajowego zapotrzebowania na ten surowiec niezbędny jest jego import. Polska jest niemal całkowicie uzależniona od importu ropy naftowej, gdyż ponad 95% zużytej w Polsce ropy naftowej pochodzi z importu. Głównym dostawcą ropy naftowej na polski rynek jest Rosja, z której pochodzi około 90% całkowitego importu tego surowca. Pozostała część importowanej ropy naftowej pochodzi z krajów członkowskich Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> P. Janusz, Kierunki dostaw i struktura zużycia ropy naftowej w Polsce w latach 2000–2009, Materiały Krakowskiej Konferencji Młodych Uczonych, Akademia Górniczo-Hutnicza, Kraków 2010.

Intuicyjnie, łatwo można przewidzieć, że zmiany cen ropy naftowej powinny mieć bezpośredni wpływ na gospodarkę kraju importera. Wyższe ceny ropy naftowej powodują wzrost kosztów transportu i wzrost kosztów produkcji. Jeśli przedsiębiorstwa krajowe w dużym stopniu przenoszą wzrost cen ropy naftowej na konsumentów, to można oczekiwać, że inflacja w kraju wzrośnie. Taka sytuacja ma miejsce w Europie, gdzie konkurencja na rynku nie jest tak ogromna, jak na przykład w USA. Z drugiej strony, jeśli przedsiębiorstwa same ponoszą koszty wyższych cen ropy naftowej, obniżając swoje marże zysku ze względu na silną konkurencję na rynku, wówczas mogą one w tej sytuacji być zainteresowane ograniczeniem kosztów działalności na przykład poprzez redukcję zatrudnienia.

Gwałtowne fluktuacje cen ropy naftowej na rynku światowym w ciągu ostatnich lat wzbudziły ponowne zainteresowanie nominalnymi i realnymi efektami zmian cen ropy naftowej. Znaczenie zmian cen ropy naftowej jako źródła fluktuacji zmiennych makroekonomicznych istotnie wzrosło, w szczególności po wystąpieniu szoku paliwowego w latach 70. XX wieku, kiedy to inflacja na skutek gwałtownego wzrostu cen paliw na świecie osiągnęła dwucyfrowy poziom w krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo.

## 2. Mechanizmy transmisji zmian cen ropy naftowej w gospodarce

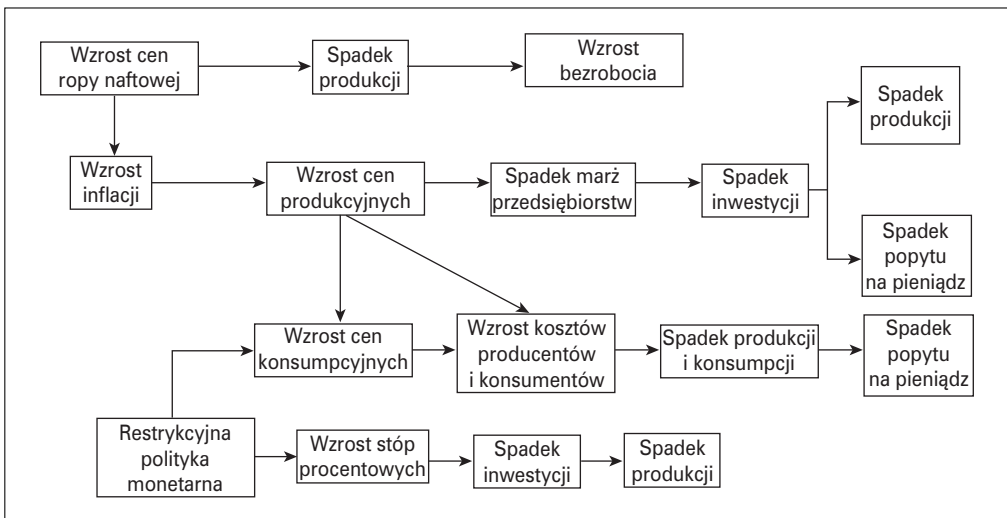
Z teoretycznego punktu widzenia zmiany cen ropy naftowej oddziałują na gospodarkę poprzez sześć podstawowych kanałów transmisji:

- 1) efekt podażowy, zgodnie z którym zmiany cen ropy naftowej bezpośrednio wpływają na rozmiary produkcji z powodu zmiany krańcowych kosztów produkcji spowodowanych przez szok cenowy;
- 2) efekt transferu dobrobytu, związany z deficytem handlowym w kraju importera powstałym w wyniku wzrostu cen importowanej ropy naftowej;
- 3) efekt inflacyjny, związany z inflacyjnym oddziaływaniem cen ropy naftowej;
- 4) efekt realnej konsumpcji, dotyczący wpływu zmian cen ropy naftowej na zmiany popytu na pieniądź i, w konsekwencji, na politykę monetarną kraju;
- 5) efekt dostosowania sektorowego, uwzględniający dostosowania kosztowe struktury przemysłu, wyjaśniające asymetryczne oddziaływanie zmian cen ropy naftowej na gospodarkę;
- 6) nieoczekiwany efekt, uwzględniający niepewność dotyczącą kształtowania się cen ropy naftowej oraz ich wpływu na gospodarkę.

Ropa naftowa jest jednym z najistotniejszych surowców z punktu widzenia produkcji przemysłowej, a zmiany cen ropy naftowej bezpośrednio oddziałują na rozmiary całkowitej produkcji kraju importującego ten surowiec. Zgodnie z rysunkiem 1 wzrost cen ropy naftowej może przyczynić się do wzrostu krańcowych kosztów produkcji i (w konsekwencji) do spadku rozmiarów produkcji (efekt podaży). Tenże szok cenowy może mieć przejściowy wpływ na wielkość produkcji lub też długookresowy wpływ na produkcję krajową poprzez cenowy (monetarny) mechanizm transmisji. Szok cenowy, transmitowany od producentów do konsumentów, może doprowadzić do wzrostu ogólnych kosztów producentów i konsumentów, zmniejszając w ten sposób realną konsumpcję i realną produkcję w kraju. W tej sytuacji krajowi producenci mogą zmniejszyć swoje marże zysku w odpowiedzi na wzrost kosztów produkcji, co z kolei spowoduje niewątpliwie spadek inwestycji tych przedsiębiorstw. Z drugiej strony, zmniejszenie inwestycji w kraju przyczynia się do spadku rozmiarów produkcji w długim okresie.

Dodatkowo wzrost cen ropy naftowej prowadzi do wzrostu inflacji w kraju i przyczynia się do wzrostu stóp procentowych w wyniku restrykcyjnej polityki monetarnej banku centralnego. Skutkiem tej polityki jest spadek rozmiarów krajowej produkcji i inwestycji w kraju (zob. rysunek 1).

**Rysunek 1. Kanały transmisji zmian cen ropy naftowej w gospodarce**

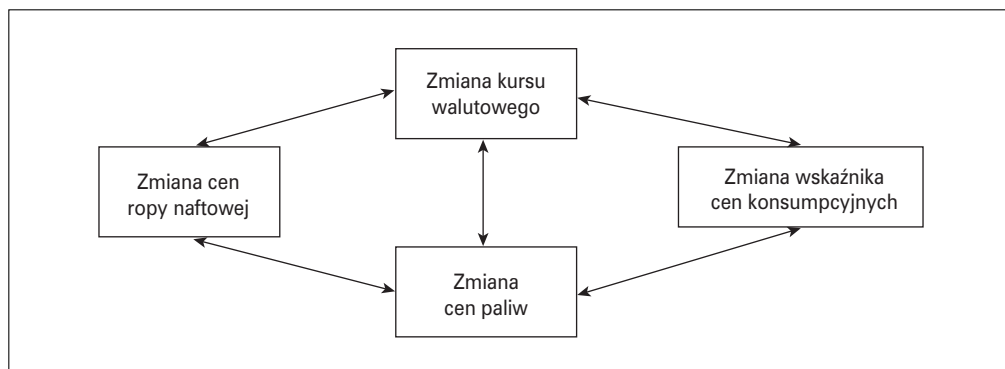


Źródło: T. Weiqi, W. Libo, Z. ZhongXiang., Oil price shocks and their short- and long-term effects on the Chinese economy, East-West Center Working Papers 2009, No. 102.

Z punktu widzenia oddziaływania zmian ceny ropy naftowej na inflację, wyróżnia się dwa kanały transmisji impulsów cenowych (cen ropy naftowej), tzn.

kanał bezpośredni i pośredni. Bezpośredni wpływ zmian cen ropy naftowej na inflację wynika z faktu, że ropa naftowa oraz produkty pochodne ropy naftowej, jak paliwa i oleje opałowe, są uwzględniane przy konstrukcji wskaźnika cen konsumpcyjnych (CPI – *Consumer Price Index*) (por. rysunek 2).

**Rysunek 2. Bezpośredni i pośredni kanał wpływu zmian ceny ropy naftowej na inflację**



Źródło: opracowanie własne.

Zmiany cen ropy naftowej na rynku międzynarodowym wpływają na kursy walut, które z kolei oddziałują na inflację w kraju importera. Tym samym zmiany cen ropy naftowej pośrednio (poprzez kurs walutowy) oddziałują na inflację w kraju. Zgodnie z tym mechanizmem wzrost cen importowanej ropy naftowej w obliczu niskiej cenowej elastyczności popytu krajowego na import prowadzi do wzrostu wydatków z tytułu importu, co powoduje deficyt bilansu płatniczego kraju importera i, w konsekwencji, deprecjację waluty krajowej. Spadek wartości waluty krajowej wobec innych walut powoduje wzrost cen wszystkich towarów importowanych w przeliczeniu na walutę krajową (również towarów niewymiealnych poprzez efekt substytucji produkcji i konsumpcji w międzynarodowym obrocie towarami), przyczyniając się do wzrostu krajowej inflacji<sup>2</sup>.

### 3. Ceny ropy naftowej i inflacja w świetle wyników analiz empirycznych

Literatura ekonomiczna zawiera wiele badań dotyczących wpływu cen ropy naftowej na takie zmienne makroekonomiczne, jak tempo wzrostu gospodarczego

<sup>2</sup> D. Salvatore, Oil Import Costs and Domestic Inflation in Industrial Countries, paper presented at the Annual Meetings, American Economic Association, Dallas December 1984.

czy dochody producentów i konsumentów ropy naftowej. Jednakże, gdy chodzi o wpływ zmian cen ropy naftowej na inflację, odpowiednie badania są o wiele mniej liczne.

A. Kinnefors i L. Wribe analizowali dane dotyczące cen ropy naftowej i inflacji w Szwecji w latach 1981–2004. Uwzględniając w swoim badaniu również inne zmienne, które mają wpływ na inflację (podaż pieniądza i stopy procentowe), przeprowadzili oni analizę regresji ekonometrycznej między tymi zmiennymi i doszli do wniosku, że 10% wzrost cen ropy naftowej prowadził do wzrostu stopy inflacji o około 0,18–0,20 pkt. proc.<sup>3</sup>

Badania przeprowadzone przez J. Cuñado i F. Perez de Gracia, dotyczące zależności między zmianami cen ropy naftowej i inflacji w sześciu krajach azjatyckich, wskazują na istnienie zależności między cenami ropy naftowej i wskaźnikiem cen konsumpcyjnych w krótkim okresie. Zależność ta jest bardziej znacząca, jeśli ceny ropy naftowej wyrażone są w walucie lokalnej (w walucie kraju importera)<sup>4</sup>. Autorzy ci przeprowadzili podobne badania w niektórych krajach europejskich. Wyniki tych analiz są zbliżone do tych, które dotyczą krajów azjatyckich. Otóż, gdy cena ropy naftowej jest wyrażona w walucie lokalnej wzrost cen ropy naftowej ma bardziej znaczący wpływ na inflację w danym kraju, co wynika z istotnego wpływu kursu walutowego na niektóre zmienne makroekonomiczne. Podobnie jak w badaniu przeprowadzonym dla krajów azjatyckich, autorzy analizy udowodnili występowanie jedynie krótkookresowych zależności między zmianami cen ropy naftowej i inflacji w analizowanych krajach europejskich<sup>5</sup>.

M. Hooker dostarczył formalnych dowodów potwierdzających spadek wpływu cen ropy naftowej na inflację w USA w okresie 1962–2000. W wykorzystanym modelu ekonometrycznym uwzględnił trzy zmienne, mianowicie ceny ropy naftowej, naturalną stopę bezrobocia oraz stopę inflacji. Wyniki przeprowadzonych badań potwierdziły negatywne oddziaływanie wzrostu cen ropy naftowej na inflację w okresie 1962–1980 oraz brak takiej zależności w okresie 1981–2000. Wyniki analizy nie uległy zmianie nawet wtedy, gdy Hooker uwzględnił inne alternatywne miary inflacji (wskaźnik cen konsumpcyjnych oraz delator PKB) oraz inne mierniki cen paliw i energii<sup>6</sup>.

<sup>3</sup> A. Kinnefors, L. Wribe, Inflationary effects of changes in the oil price, Jönköping International Business School, 2006, <http://hj.diva-portal.org>

<sup>4</sup> J. Cuñado, F. Perez de Gracia, Oil prices, economic activity and inflation: evidence for some Asian countries, „The quarterly Review of Economics and Finance”, 2005, Vol. 45.

<sup>5</sup> J. Cuñado, F. Perez de Gracia, Do oil price shocks matter? Evidence for some European countries, „Energy Economics”, 2003, No. 25.

<sup>6</sup> M. Hooker, Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime, „Journal of Money, Credit, and Banking”, 2002, No. 34.



Z kolei M. Bjellerup i M. LÖf, badając wpływ zmian ceny ropy naftowej na inflację w Szwecji w latach 1990–2005, wykazali, że 10% wzrost cen ropy naftowej prowadził do wzrostu stopy inflacji o 0,25 pkt. proc. w ciągu 5 lat od momentu wystąpienia szoku<sup>7</sup>.

Badania przeprowadzone przez M. LeBlanc i M. D. Chinn w USA, Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech i Japonii w okresie 1980–2001 ujawniły nieznaczne oddziaływanie zmian cen ropy naftowej na inflację w USA, Japonii oraz w analizowanych krajach europejskich. Mianowicie, wzrost cen ropy naftowej od 10% prowadził do wzrostu stopy inflacji w tych krajach od 0,1 do 1,2 pkt. proc. po upływie jednego roku<sup>8</sup>.

C. A. C. Paiva zajmował się badaniem wpływu zmian cen ropy naftowej na inflację w Brazylii w okresie 1994–2008 za pomocą modelu wektorowej autoregresji. Wyniki jego badań były zbliżone do rezultatów uzyskanych przez M. LeBlanc i M. D. Chinn. Otóż 10% wzrost ceny ropy naftowej prowadził do wzrostu stopy inflacji o 1,2 pkt. proc. w trakcie roku od momentu wystąpienia szoku cenowego. Wyniki badań ujawniły nieznaczny spadek oddziaływania cen ropy naftowej na inflację w Brazylii po wprowadzeniu w tym kraju przez bank centralny strategii bezpośredniego celu inflacyjnego. W tym przypadku 10% wzrost cen ropy naftowej przyczyniał się do wzrostu stopy inflacji w Brazylii o około 1 pkt. proc.<sup>9</sup>

Ostatnie badania dotyczące związku między zmianami cen ropy naftowej i inflacji koncentrowały się głównie na tym, czy stopień przenoszenia zmian ceny ropy naftowej na inflację zmniejsza się w miarę upływu czasu. J. DeGregoria, O. Landerretche i C. Neilson ujawnili znaczny spadek stopnia przenoszenia zmian cen ropy naftowej na ogólny poziom cen w krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo oraz nieznaczny spadek stopnia przenoszenia zmian cen ropy naftowej na inflację w gospodarkach rozwijających się. Do czynników, które mogły w największym stopniu wyjaśnić ten spadek, autorzy badań zaliczyli relatywny spadek zapotrzebowania na ropę naftową ze strony większości krajów świata, spadek stopnia przenoszenia zmian kursowych na ceny oraz spadek inflacji<sup>10</sup>.

Również S. S. Chen, analizując zależność między zmianami cen ropy naftowej i inflacji w 19 krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo, udowodnił spadek stopnia przenoszenia zmian cen ropy naftowej na inflację prawie we wszyst-

<sup>7</sup> M. Bjellerup, M. LÖf, The effects of the oil price on inflation in Sweden, *Economic Commentaries* 2008, No. 4.

<sup>8</sup> M. LeBlanc, M. D. Chinn, Do High Oil Prices Presage Inflation? The Evidence from G-5 Countries UC Santa Cruz, „Economics Working Paper”, 2004, No. 561.

<sup>9</sup> C. A. C. Paiva, Oil Prices and Inflation under Alternative Monetary Regimes: Evidence from Brazil, Annual American Business Research Conference, 28–29 September 2009.

<sup>10</sup> J. DeGregoria, O. Landerretche, C. Neilson, Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation, „Central Bank of Chile Working Paper”, 2007, No. 417.

kich z analizowanych krajów. Zdaniem S. S. Chen do najważniejszych czynników wyjaśniających spadek oddziaływania zmian cen ropy naftowej na inflację w tych krajach można zaliczyć: aprecjację waluty krajowej, prowadzenie aktywnej polityki pieniężnej w celu ograniczenia inflacji i wysoki stopień otwarcia gospodarki<sup>11</sup>.

O. J. Blanchard i J. Gali, analizując kraje należące do grupy G7 (z wyłączeniem Kanady), doszli do wniosku, że inflacyjne oddziaływanie cen ropy naftowej znacząco zmniejszyło się od połowy lat 80. XX wieku<sup>12</sup>.

Również wyniki badań przeprowadzonych przez L. J. Alvarez, S. Hurtado, I. Sánchez, C. Thomas wskazywały na spadek inflacyjnego oddziaływania cen ropy naftowej w Hiszpanii w latach 1996–2008. Autorzy oszacowali, że 10% wzrost cen ropy naftowej prowadził do wzrostu stopy inflacji w Hiszpanii średnio o około 0,20 pkt. proc.<sup>13</sup>

#### 4. Oddziaływanie światowych cen ropy naftowej na inflację w Polsce

Polska, będąc importers netto ropy naftowej, sprowadza do kraju około 20 miliardów ton tego surowca rocznie. Biorąc ten fakt pod uwagę, istotną kwestią wydaje się znalezienie odpowiedzi na pytanie, jak gwałtowny wzrost światowych cen ropy naftowej wpływa na polską gospodarkę. Biorąc pod uwagę relatywnie wysokie znaczenie tego surowca w Polsce, wydaje się oczywiste, że taki wzrost cen importowanej ropy naftowej powinien mieć przynajmniej pewien wpływ na krajową stopę inflacji.

W celu analizy związku między zmianami cen ropy naftowej i dynamiką cen konsumpcyjnych w Polsce w okresie 1990–2010 wykorzystano model wektorowej autoregresji (VAR – *Vector Autoregression Model*) przedstawiający się poniższymi wyrażeniami:

$$CP_{i,t} = \delta_k + \sum_{k=1}^p \alpha_k CP_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \beta_k ER_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \lambda_k FP_{i,t-k} + \mu_{i,t}, \quad (1)$$

$$ER_{i,t} = \gamma_k + \sum_{k=1}^p \varepsilon_k CP_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \phi_k ER_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \chi_k FP_{i,t-k} + \mu_{i,t}, \quad (2)$$

<sup>11</sup> S. S. Chen, Oil price pass-through into inflation, „Energy Economics”, 2009, Vol. 31, issue 1.

<sup>12</sup> O. J. Blanchard, J. Gali, The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?, Massachusetts Institute of Technology, „Center for Energy and Environmental Policy Research Working Papers”, 2007, No. 0711.

<sup>13</sup> L. J. Alvarez, S. Hurtado, I. Sánchez, C. Thomas, The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation, „Banco de España Occasional Papers”, 2009, No. 904.

$$FP_{i,t} = \eta_k + \sum_{k=1}^p v_k CP_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \omega_k ER_{i,t-k} + \sum_{k=1}^p \psi_k FP_{i,t-k} + \mu_{i,t}, \quad (3)$$

gdzie:

$CP$  – dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce wyrażonych w PLN (2005 rok = 100),

$ER$  – dynamika kursu złotego do dolara amerykańskiego (2005 rok = 100),

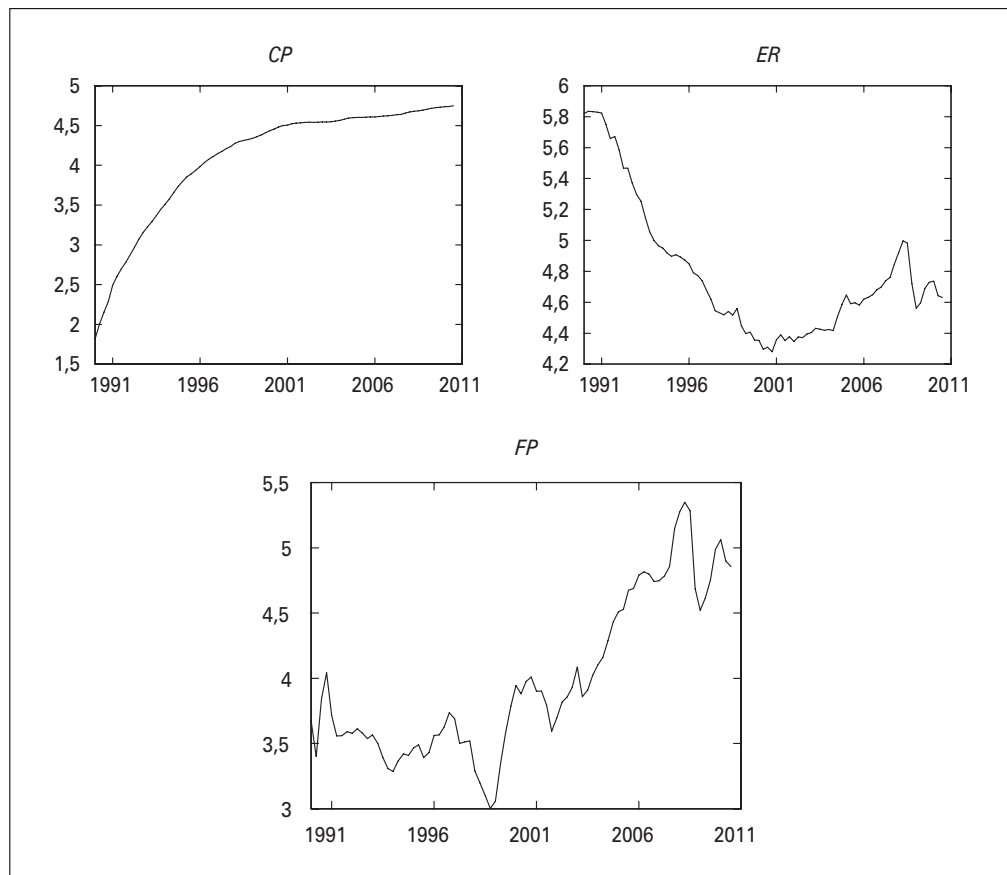
$FP$  – dynamika cen ropy naftowej typu Brent wyrażonych w USD (2005 rok = 100),

$\mu$  – składnik resztowy,

$t$  – okres analizy,

$k$  – liczba opóźnień zmiennych.

**Rysunek 3. Logarytm naturalny dynamiki cen konsumpcyjnych, kursu walutowego i cen ropy naftowej w Polsce w okresie 1990–2010 (dane odsezonowane)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Financial Statistics, International Monetary Fund, Washington 2010.

Wymienione powyżej szeregi czasowe miały częstotliwość kwartalną i obejmowały okres od pierwszego kwartału 1990 roku do trzeciego kwartału 2010 roku. Dodatkowo wszystkie zmienne poddano procedurze logarytmowania, co miało na celu uzyskanie liniowych zależności pomiędzy analizowanymi zmiennymi. Z szeregu czasowego wyodrębniono także czynnik sezonowy, gdyż jego występowanie mogłoby spowodować problemy w interpretowaniu zmian danego zjawiska w badanym okresie. W tym celu wykorzystano procedurę X12-ARIMA. Ostatecznie, zmiany wskaźników wykorzystanych w modelu przedstawiały się w okresie 1990–2010 zgodnie z rysunkiem 3.

Obliczone na podstawie powyższych szeregów czasowych współczynniki korelacji między zmiennymi wykorzystanymi w modelu mogły świadczyć o występowaniu stosunkowo istotnej i dodatniej zależności liniowej między zmianami cen ropy naftowej i dynamiką cen konsumpcyjnych w Polsce w latach 1990–2010. Jednocześnie stosunkowo najsilniejszą, lecz ujemną zależność liniową stwierdzono w badanym okresie w przypadku zmian kursu walutowego i wskaźnika cen konsumpcyjnych w Polsce (zob. tabela 1).

**Tabela 1. Współczynniki korelacji liniowej między zmiennymi modelu w okresie 1990–2010**

<i>CP</i>	<i>ER</i>	<i>FP</i>	
1,00	-0,90	0,52	<b><i>CP</i></b>
	1,00	-0,17	<b><i>ER</i></b>
		1,00	<b><i>FP</i></b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Financial Statistics, International Monetary Fund, Washington 2010.

Przed dokonaniem estymacji modelu niezbędne było również określenie stacjonarności analizowanych szeregów czasowych. W tym celu wykorzystano rozszerzony test Dickeya-Fullera (*Augmented Dickey-Fuller* – ADF). Wśród analizowanych danych, wykorzystanych w dalszej części opracowania, znalazły się szeregi czasowe o rzędach integracji 0 i 1. Odpowiednie wyniki testów ADF przedstawiono w tabeli 2.

W przypadku większości analizowanych zmiennych makroekonomicznych mieliśmy do czynienia z brakiem stacjonarności szeregów czasowych. Tylko w przypadku dynamiki kursu złotego do dolara amerykańskiego odnotowano występowanie stacjonarności szeregu czasowego. Nie uwzględniając braku stacjonarności pozostałych szeregów czasowych, sytuacja ta spowodowałaby występowanie regresji pozornej między zmiennymi. Dlatego brak stacjonarności szeregów wymusił modyfikację postaci funkcyjnej modelu, w celu doprowadzenia zmiennych do

stacjonarności. Modyfikacja ta polegała na zastąpieniu wielkości analizowanych zmiennych przez ich pierwsze różnice. Należy również podkreślić, że ze względu na brak występowania kointegracji między zmiennymi modelu, nie było możliwości rozszerzenia i przekształcenia strukturalnego modelu VAR w wektorowy model korekty błędem.

**Tabela 2. Wyniki analizy stacjonarności poszczególnych szeregów czasowych modelu VAR**

Szereg czasowy	Rząd integracji
<i>CP</i> – dynamika cen konsumpcyjnych	$I(1)$
<i>ER</i> – zmiany kursu złotego do dolara amerykańskiego	$I(0)$
<i>FP</i> – dynamika cen ropy naftowej	$I(1)$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: International Financial Statistics, International Monetary Fund, Washington 2010.

W analizie przyjęto dwa okresy opóźnień czasowych między zmiennymi objaśniającymi a zmienną objaśnianą (dwa kwartały). Wyboru rzędu opóźnień dokonano zgodnie z wynikami kryteriów informacyjnych modelu Akaike, Schwartz-Bayesiana oraz Hannana-Quinna. Według tych kryteriów największą pojemność informacyjną miał model z dwoma opóźnieniami. W dalszej kolejności oszacowano parametry strukturalne modelu VAR. Wyniki oszacowania parametrów modelu, po wyeliminowaniu nieistotnych statystycznie zmiennych, przedstawiono w tabeli 3.

**Tabela 3. Wyniki oszacowania parametrów strukturalnych modelu VAR**

Logarytm wiarygodności = 435,33802					
Wyznacznik macierzy kowariancji = 3,7666427e-009					
AIC = -10,3585					
BIC = -9,7332					
HQC = -10,1078					
Test Portmanteau: $LB(20) = 176,51, df = 162 [0,2061]$					
<b>Równanie 1: CP</b>					
	Współczynnik	Błąd standardowy	t-Studenta	wartość p	
<i>const</i>	-0,0617711	0,0312904	-1,9741	0,05215	*
FP_1	0,0272603	0,0107649	2,5323	0,01348	**
FP_2	0,0262017	0,0102809	2,5486	0,01292	**
ER_1	-0,0676081	0,0284445	-2,3768	0,02008	**
ER_2	0,0815513	0,0282147	2,8904	0,00506	***
CP_1	0,407844	0,10385	3,9273	0,00019	***
CP_2	0,317272	0,0992556	3,1965	0,00206	***

## cd. tabeli 3

Logarytm wiarygodności = 435,33802 Wyznacznik macierzy kowariancji = 3,7666427e-009 AIC = -10,3585 BIC = -9,7332 HQC = -10,1078 Test Portmanteau: LB(20) = 176,51, $df = 162$ [0,2061]					
Średnia arytmetyczna zmiennej zależnej	0,032403	Odchylenie standardowe zmiennej zależnej	0,037600		
Suma kwadratów reszt	0,010515	Błąd standardowy reszt	0,012002		
Współczynnik determ. $R$ -kwadrat	0,905854	Skorygowany $R$ -kwadrat	0,898116		
$F(6, 73)$	117,0653	Wartość $p$ dla testu $F$	2,08e-35		
Autokorel.reszt – rho1	-0,070340	Stat. Durbina-Watsona	2,124738		
<b>Równanie 2: ER</b>					
	<b>Współczynnik</b>	<b>Błąd standardowy</b>	<b>t-Studenta</b>	<b>wartość <math>p</math></b>	
const	0,204129	0,0679708	3,0032	0,00363	***
ER_1	1,20654	0,119574	10,0904	<0,00001	***
ER_2	-0,251954	0,115604	-2,1795	0,03244	**
FP_1	0,110438	0,0446252	2,4748	0,01559	**
Średnia arytmetyczna zmiennej zależnej	4,751507	Odchylenie standardowe zmiennej zależnej	0,390008		
Suma kwadratów reszt	0,191030	Błąd standardowy reszt	0,050468		
Współczynnik determ. $R$ -kwadrat	0,984103	Skorygowany $R$ -kwadrat	0,983255		
$F(4, 75)$	1160,690	Wartość $p$ dla testu $F$	1,34e-66		
Autokorel.reszt – rho1	-0,013875	Stat. Durbina-Watsona	2,018165		
<b>Równanie 3: FP</b>					
	<b>Współczynnik</b>	<b>Błąd standardowy</b>	<b>t-Studenta</b>	<b>wartość <math>p</math></b>	
FP_1	0,41558	0,0917835	4,5278	0,00002	***
FP_2	-0,286137	0,113445	-2,5223	0,01397	**
Średnia arytmetyczna zmiennej zależnej	0,012646	Odchylenie standardowe zmiennej zależnej	0,136877		
Suma kwadratów reszt	1,101575	Błąd standardowy reszt	0,126352		
Współczynnik determ. $R$ -kwadrat	0,255740	Skorygowany $R$ -kwadrat	0,147876		
$F(10, 69)$	5,657776	Wartość $p$ dla testu $F$	3,94e-06		
Autokorel.reszt – rho1	0,019814	Stat. Durbina-Watsona	1,960201		

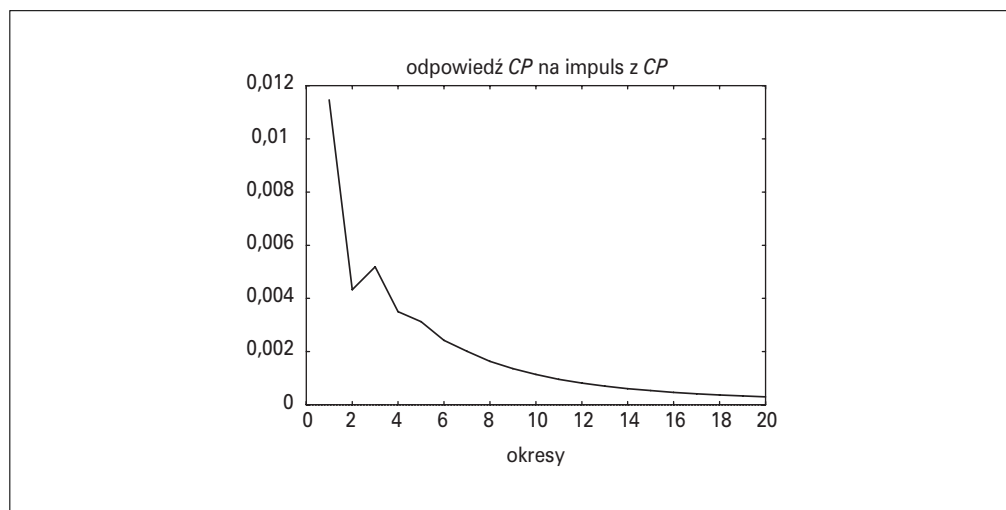
Źródło: opracowanie własne.

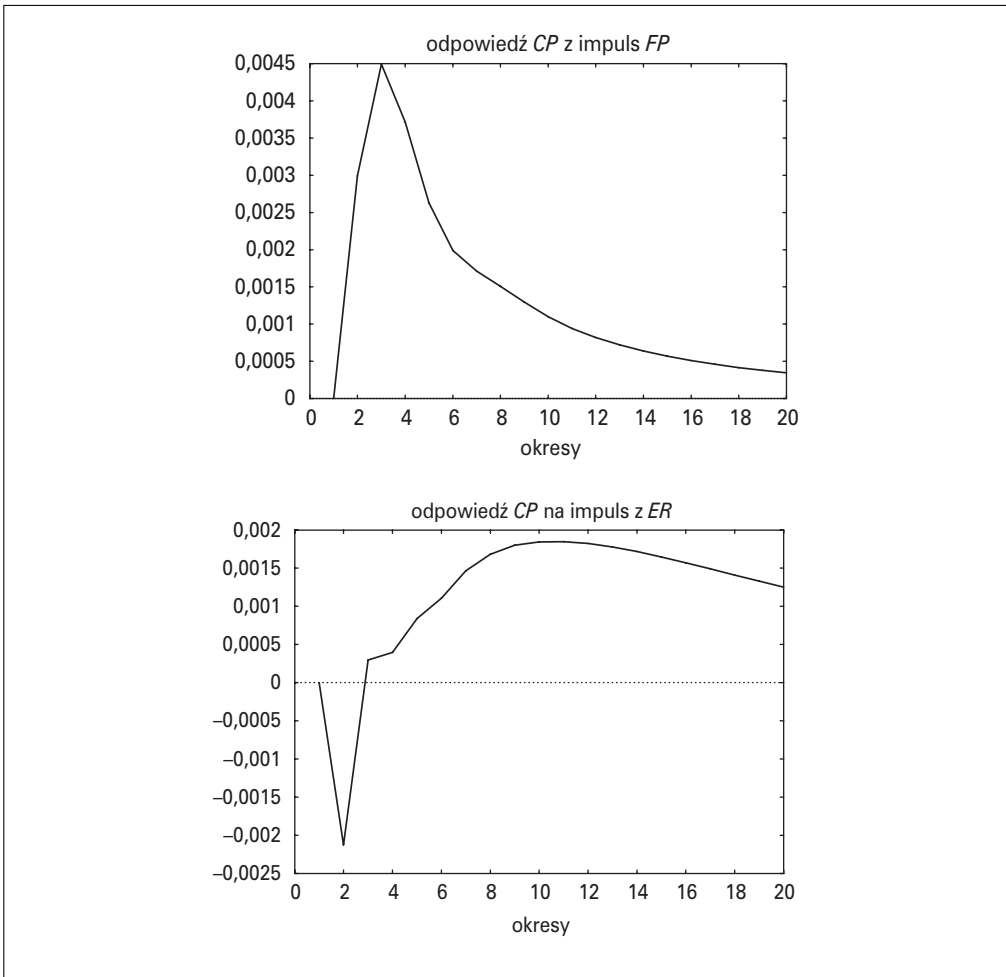
Na podstawie danych przedstawionych w tabeli 3 można zauważyć, że średnia elastyczność zmian cen konsumpcyjnych w Polsce na zmiany cen ropy naftowej wynosiła od 0,026 do 0,027, przy 5% poziomie istotności. Zdecydowanie odmiennie kształtowała się średnia elastyczność zmian cen konsumpcyjnych w Polsce na zmiany kursu złotego do dolara amerykańskiego. Otóż wskaźnik ten wynosił od -0,067 do 0,081, odpowiednio przy 5% i 10% poziomie istotności.

Zatem z danych zaprezentowanych w tabeli 3 wynikało, że zmiany cen ropy naftowej w stosunkowo istotnym stopniu determinowały tempo zmian cen konsumpcyjnych w Polsce w krótkim okresie. Natomiast zmiany kursu walutowego miały relatywnie niewielki wpływ na dynamikę cen konsumpcyjnych w Polsce w latach 1990–2010.

Następnym etapem analizy był pomiar siły oddziaływania zmian cen ropy naftowej i kursu walutowego na dynamikę cen konsumpcyjnych w Polsce w latach 1990–2010. Pomiaru tego dokonano za pomocą tzw. funkcji odpowiedzi impulsowych (*Impulse Response Function*), czyli funkcji reakcji wskaźnika cen konsumpcyjnych na impuls w postaci jednostkowej zmiany cen ropy naftowej i kursu walutowego (por. rysunek 4).

**Rysunek 4. Wykresy funkcji odpowiedzi impulsowych cen konsumpcyjnych w Polsce na impuls wywołany jednorazową, jednostkową zmianą cen ropy naftowej i kursu walutowego w latach 1990–2010**





Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie rysunku 4 zauważono, że szokowy wzrost cen ropy naftowej prowadził do stopniowego wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce w ciągu trzech kolejnych kwartałów od momentu pojawienia się szoku cenowego, a następnie do stabilizacji cen konsumpcyjnych po upływie dwudziestu kwartałów. Z kolei, szokowy wzrost cen konsumpcyjnych w Polsce prowadził do natychmiastowego wzrostu wskaźnika cen konsumpcyjnych, a następnie do jego stabilizacji po upływie dwudziestu kwartałów od momentu pojawienia się szoku. Odmiennie wyglądała sytuacja w przypadku reakcji cen konsumpcyjnych w Polsce na szok w postaci jednostkowej zmiany kursu polskiego złotego do dolara amerykańskiego. Otóż aprecjacja złotego do dolara prowadziła do stopniowego spadku cen konsumpcyjnych



w Polsce w ciągu dwóch kolejnych kwartałów od momentu wystąpienia szoku, a w dalszej kolejności do ich stabilizacji po upływie dwunastu kwartałów.

Ostatnim etapem analizy była dekompozycja wariancji składnika resztowego (*Cholesky Decomposition*) wskaźnika cen konsumpcyjnych w Polsce, w celu oszacowania wpływu zmian cen ropy naftowej i kursu walutowego na kształtowanie się zmienności cen konsumpcyjnych w Polsce (zob. tabela 4).

**Tabela 4. Dekompozycja wariancji składnika resztowego dynamiki cen konsumpcyjnych w Polsce w latach 1990–2010**

Liczba kwartałów po wystąpieniu szoku	Błąd standardowy	<i>CP</i>	<i>ER</i>	<i>FP</i>
1	0,01	100,00	0,00	0,00
2	0,01	91,77	2,76	5,47
3	0,01	83,99	2,19	13,83
4	0,02	79,87	2,01	18,12
5	0,02	78,25	2,15	19,60
6	0,02	77,20	2,52	20,28
7	0,02	76,11	3,22	20,67
8	0,02	74,96	4,13	20,91
9	0,02	73,84	5,16	21,00
10	0,02	72,81	6,21	20,99
11	0,02	71,85	7,23	20,92
12	0,02	70,97	8,21	20,82
13	0,02	70,17	9,12	20,71
14	0,02	69,45	9,96	20,59
15	0,02	68,81	10,71	20,48
16	0,02	68,24	11,39	20,37
17	0,02	67,74	11,99	20,27
18	0,02	67,30	12,52	20,18
19	0,02	66,92	12,98	20,10
20	0,02	66,59	13,39	20,03

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie danych z tabeli 4 można zauważyć, że zmiany cen ropy naftowej wyjaśniały około 18,1% zmienności cen konsumpcyjnych w Polsce po upływie roku od momentu wystąpienia szoku oraz 20% po upływie pięciu lat. Dla porównania, największy udział w wyjaśnieniu zmienności cen konsumpcyjnych w Polsce w okresie 1990–2010 miał czynnik inercyjny, czyli opóźnione zmiany

cen konsumpcyjnych. Z kolei, zmiany kursu złotego do dolara amerykańskiego wyjaśniały około 2% zmienności cen konsumpcyjnych w Polsce po upływie czterech kwartałów od momentu wystąpienia szoku oraz 13,4% po upływie dwudziestu kwartałów od wystąpienia szoku.

## 5. Podsumowanie

Na podstawie wyników przeprowadzonej analizy dotyczącej wpływu zmian światowych cen ropy naftowej na inflację w Polsce w okresie 1990–2010 można stwierdzić, że zmiany światowych cen ropy naftowej w stosunkowo istotnym stopniu determinowały tempo zmian cen konsumpcyjnych w Polsce w krótkim okresie. Mianowicie, średnia wartość współczynnika elastyczności zmian cen konsumpcyjnych w Polsce na zmiany cen ropy naftowej wyniosła od 0,026 do 0,027. Wynika stąd, że 10% wzrost cen ropy naftowej prowadził do wzrostu stopy inflacji w Polsce średnio o około 0,26–0,27 pkt. proc. w krótkim okresie. Co więcej, zmiany światowych cen ropy naftowej wyjaśniały około 18,1% zmienności cen konsumpcyjnych w Polsce po upływie roku od momentu wystąpienia szoku oraz 20% po upływie pięciu lat. Wyniki przeprowadzonej analizy są zatem w dużym stopniu zgodne z wynikami badań uzyskanymi przez A. Kinnefors i L. Wribe, M. Bjellerup i M. Löf oraz L. J. Alvarez, S. Hurtado, I. Sánchez, C. Thomas.

Jednocześnie należy w przyszłości oczekiwać spadku oddziaływania zmian światowych cen ropy naftowej na dynamikę cen konsumpcyjnych w Polsce w miarę upływu czasu i dalszego rozwoju gospodarczego kraju. Istnieje wiele przyczyn wyjaśniających przewidywany spadek inflacyjnego oddziaływania światowych cen ropy naftowej w Polsce. Do najważniejszych przyczyn tego stanu rzeczy zalicza się postępujący spadek energochłonności procesów produkcji i, w ślad za tym, relatywny spadek popytu na ropę naftową, rosnące możliwości wykorzystania alternatywnych (odnawialnych) źródeł energii oraz rosnący wpływ globalizacji na kształtowanie się cen.

## 6. Bibliografia

1. Alvarez L. J., Hurtado S., Sánchez I., Thomas C., The impact of oil price changes on Spanish and euro area consumer price inflation, „Banco de España Occasional Papers”, 2009, No. 904.
2. Bjellerup M., Löf M., The effects of the oil price on inflation in Sweden, „Economic Commentaries”, 2008, No 4.
3. Blanchard O. J., Gali J., The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?, Massachusetts Institute of

- Technology, „Center for Energy and Environmental Policy Research Working Papers”, 2007, No. 0711.
4. Chen S. S., Oil price pass-through into inflation, „Energy Economics”, 2009, Vol. 31, issue 1.
  5. Cuñado J., Perez de Gracia F., Do oil price shocks matter? Evidence for some European countries, „Energy Economics”, 2003, No. 25.
  6. Cuñado J., Perez de Gracia F., Oil prices, economic activity and inflation: evidence for some Asian countries, „The quarterly Review of Economics and Finance”, 2005, Vol. 45.
  7. DeGregoria J., Landerretche O., Neilson C., Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation, „Central Bank of Chile Working Paper”, 2007, No. 417.
  8. Hooker M., Are Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime, „Journal of Money, Credit, and Banking”, 2002, No. 34.
  9. International Financial Statistics, International Monetary Fund, Washington 2010.
  10. Janusz J., Kierunki dostaw i struktura zużycia ropy naftowej w Polsce w latach 2000–2009, Materiały Krakowskiej Konferencji Młodych Uczonych, Akademia Górniczo-Hutnicza, Kraków 2010.
  11. Kinnefors A., Wribe L., Inflationary effects of changes in the oil price, Jönköping International Business School, 2006 <http://hj.diva-portal.org>
  12. LeBlanc M., Chinn M. D., Do High Oil Prices Presage Inflation? The Evidence from G-5 Countries UC Santa Cruz, „Economics Working Paper”, 2004, No. 561.
  13. Paiva C. A. C., Oil Prices and Inflation under Alternative Monetary Regimes: Evidence from Brazil, Annual American Business Research Conference, 28–29 September 2009.
  14. Salvatore D., Oil Import Costs and Domestic Inflation in Industrial Countries, paper was presented at the Annual Meetings, American Economic Association, Dallas December 1984.
  15. Weiqi T., Libo W., ZhongXiang Z., Oil price shocks and their short- and long-term effects on the Chinese economy, „East-West Center Working Papers”, 2009, No. 102.

Maria Aluchna  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Olga Mikołajczyk  
Kolegium Zarządzania i Finansów

## **Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy**

### **1. Wprowadzenie**

Kryzys finansowy zapoczątkowany w 2007 roku załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych wywarł ogromny wpływ nie tylko na kondycję gospodarek na całym świecie, ale przyczynił się do poważnej rewizji stosowanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych. Niewątpliwie poczynione obserwacje będą miały kluczowe znaczenie dla rozwoju zarówno pojedynczych spółek, jak i krajów czy regionów. Ponadto wnioski z prowadzonych badań analizujących źródła i przebieg kryzysu stanowią znaczący wkład w rozwój wielu zagadnień, jak: funkcjonowanie rynku instrumentów pochodnych, finanse przedsiębiorstwa, ład korporacyjny i nadzór bankowy. Szczególne znaczenie dla tej problematyki będzie miało wdrażanie w Stanach Zjednoczonych nowego prawa Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, potocznie zwanego Dodd-Frank Act, przyjętego przez Kongres Stanów Zjednoczonych w 2010 roku. Choć można doszukiwać się podobieństw między obecną a poprzednią reakcją władz amerykańskich na zachodzące kryzysy i wskazywać podobieństwa między przyjętym w 2002 roku Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act (Sarbanes-Oxley Act) i Dodd-Frank Act, warto podkreślić, że drugi z nich stanowi najpoważniejszą reformę na rynku finansowym w USA w ciągu ostatnich 75 lat. Ze względu na straty i problemy wywołane kryzysem finansowym z 2007 roku oczekiwania wobec Dodd-Frank Act są znaczne. Jednocześnie sam proces tworzenia tego prawa jest interesującą ilustracją obecnego układu sił w amerykańskiej gospodarce.

Niniejszy artykuł analizuje potencjał rozwiązań proponowanych przez Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act w odpowiedzi na zidentyfikowane problemy, które w ocenie wielu analityków przyczyniły się do kryzysu finansowego. Poczynione obserwacje dotyczą głównie rynku amerykańskiego, ale odnoszą się również do sytuacji w Unii Europejskiej. Choć załamanie z 2007 roku zostało zapoczątkowane głównie przez kryzys na rynku kredytów hipotecznych, to dalszy jego przebieg ujawnił wiele słabości ładu korporacyjnego i systemu

nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Celem artykułu jest próba określenia, czy proponowane zapisy Dodd-Frank Act odpowiadają na zdiagnozowane niedociągnięcia, błędy nadzorcze i instytucjonalne oraz, czy mają szansę na poprawę efektywności *corporate governance* i nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Przytoczono tu najistotniejsze regulacje rynku kapitałowego i ładu korporacyjnego, będące odpowiedzią na wcześniejsze kryzysy. Omówiono główne obszary problemowe zidentyfikowane w trakcie przebiegu kryzysu finansowego, odnoszące się przede wszystkim do ładu korporacyjnego oraz interakcji poszczególnych stron na rynku kapitałowym, a także główne założenia i przepisy Dodd-Frank Act. Podjęto próbę oceny, czy proponowane zapisy pomogą rozwiązać problemy i wyzwania nadzorcze.

## 2. Regulacje rynku kapitałowego jako reakcja na kryzysy i wyzwania

Rozwój rynków kapitałowych i ładu korporacyjnego jest w dużej mierze reakcją regulatorów lub środowiska inwestorów i spółek na pojawiające się na rynku kryzysy i skandale korporacyjne. Przykładami takich procesów były już, wdrażane na początku XX wieku, regulacje ograniczające procesy konsolidacji i działania monopoli czy zwiększające ochronę inwestorów<sup>1</sup>. Kluczowe znaczenie dla rozwoju amerykańskiego ładu korporacyjnego miały ustawy Securities Act z 1933 roku, Securities and Exchange Act z 1934 roku, Securities Investor Protection Act z 1970 oraz Williams Act z 1968 roku<sup>2</sup>. Słynne przepisy Glass-Steagall Act z 1933 roku, dokonujące rozdzielenia bankowości depozytowej i inwestycyjnej, na wiele dziesięcioleci ukształtowały system finansowy w Stanach Zjednoczonych. Regulacje takie nie ograniczają się jednak wyłącznie do rynku amerykańskiego – wiele miejsca w literaturze przedmiotu poświęcono analizom znaczenia i roli regulacji w Niemczech czy Francji<sup>3</sup>. Szczególną wrażliwość miały nowe przepisy wdrożone w latach 90. XX wieku liberalizujące system finansowy, zwiększające wagę rynku kapitałowego, podnoszące standardy ochrony inwestorów<sup>4</sup>. Dobrym przykładem reagowania środowiska inwestorów i spółek giełdowych na pojawiające się słabości nadzorcze jest także inicjatywa dobrych praktyk nadzoru korporacyjnego. Sformułowany w 1992 roku pierwszy tego typu dokument Cadbury

<sup>1</sup> Przykładowo: Ustawa antymonopolowa (Sherman Act of 1890), Prawo antytrustowe (The Anti-Trust Law), Ustawa Clayтона (Clayton Act of 1914).

<sup>2</sup> K. Oplustil, Instrumenty nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) w spółce akcyjnej, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 94–101.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 101–112.

<sup>4</sup> Do regulacji tych zalicza się między innymi ustawy o podwyższaniu kapitału zakładowego, (Kapitalaufnahmeverleichterungsgesetz – KapAEG), opodatkowania spółek (Steuerungsgesetz), o fuzjach i przejęciach (Übernahmegesetz), o zwiększeniu przejrzystości (Kontrolle- und Transparenzgesetz – KonTraG).

Report swoje początki miał w skandalach korporacyjnych w Wielkiej Brytanii (BCCI, Maxwell), zidentyfikowanych problemach nadzorczych i niskiej jakości pracy rady<sup>5</sup>. Rekomendacje koncentrowały się na poprawie pracy rady dyrektorów poprzez zwiększenie udziału członków niezależnych, tworzenie wyspecjalizowanych komitetów oraz poprawę przejrzystości spółek (raporty). Po raz pierwszy wówczas wprowadzono zasadę *comply or explain*. Pod koniec XX wieku dominowało przekonanie o konieczności deregulacji rynków kapitałowych na rzecz większej swobody przepływu kapitału i możliwości poszukiwania przez zarządzających obszarów wzrostu wartości. Jednakże doświadczenia skandali korporacyjnych z lat 2000–2002<sup>6</sup> (Enron, Worldcom) wskazały wyraźnie, że choć zbyt duża ingerencja państwa i zbyt wysoki poziom regulacji gospodarki są nieefektywne, to jednak zbyt niski poziom regulacyjnej roli państwa często przekłada się na znaczne niedoskonałości rynku. Szczególnej roli upatrywano w instytucjach ładu korporacyjnego oraz nadzoru nad rynkiem kapitałowym<sup>7</sup>. Jednocześnie wskazywano na niską efektywność pracy rady i brak jej kontroli nad działaniami zarządzających<sup>8</sup>. Gorzką lekcją wyniesioną ze skandali z początku XXI wieku były słabości nadzorcze, które dotyczyły w szczególności zatajania rzeczywistych danych o kondycji finansowej, prowadzenia kreatywnej rachunkowości i, w porozumieniu z audytorami, fałszowania sprawozdań finansowych, braku kontroli nad zarządzającymi ze strony rady i akcjonariuszy zarówno w odniesieniu do prowadzonej polityki fuzji i przejęć, jak i wydatków korporacyjnych (wynagrodzenia, wydatki reprezentacyjne, koszty obsługi zarządu). W reakcji na zidentyfikowane słabości nadzorcze nowe regulacje wprowadzały:

- wyższe standardy przejrzystości (dane o swojej kondycji finansowej z uwzględnieniem spółek zależnych, jawność przyznawanych wynagrodzeń),
- powszechne praktyki tworzenia wyspecjalizowanych komitetów działających w ramach rady (nie tylko audytu, wynagrodzenia, nominacji, ale także polityki inwestycyjnej, oceny ryzyka, *compliance*),
- zwiększenie niezależności audytorów i analityków,
- poprawę standardów kontroli wewnętrznej,

<sup>5</sup> C. Mallin, *Corporate governance*, Oxford University Press, 2004.

<sup>6</sup> L. Fox, *Enron. The rise and fall*, John Wiley & Sons, New York 2003; B. McLean, P. Elkind, *The smartest guy in the room*, Penguin Books, 2003; C. Jackson, *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008; S. Madsen, C. Vance, *Unlearned lessons from the past: an insider's view of Enron's downfall*, „Corporate Governance”, Vol. 9, No. 2, s. 216–227.

<sup>7</sup> J. Coffee, *Understanding Enron: It's about gatekeepers, stupid*, 2002, [www.ssrn.com/abstract\\_id=325240](http://www.ssrn.com/abstract_id=325240) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].

<sup>8</sup> P. MacAvoy, I. Millstein, *The recurrent crisis in corporate governance*, Palgrave Macmillan, Nowy Jork 2003, s. 40–45.

- jawność powiązań z podmiotami zależnymi oraz wzmocnienie praw akcjonariuszy,
- nowe zasady rachunkowości.

Skandale Enrona, Worldcomu i innych stały się impulsem do zwiększenia nadzoru nad rynkiem i znaczącego zaostrzenia sankcji za nieprzestrzeganie nowych wymogów. W Stanach Zjednoczonych przyjęto nowy akt prawny, znany jako Sarbanes-Oxley Act<sup>9</sup>, na mocy którego powołano do życia instytucję Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB) nadzorującą pracę audytorów<sup>10</sup>. Dodatkowo zintegrowano nie tylko pracę instytucji typu International Accounting Standards Board oraz Financial Accounting Standards Board, ale także rozpoczęto dialog między Ameryką a Unią Europejską, gdyż wprowadzanie wysokich standardów nadzoru wymaga bliskiej współpracy ze względu na procesy globalizacyjne i integracyjne na rynkach kapitałowych<sup>11</sup>. Unia Europejska z kolei odpowiedziała zbiorem dyrektyw dotyczących wzmocnienia nadzoru korporacyjnego i niewykonawczych dyrektorów rad<sup>12</sup>.

### 3. Doświadczenia kryzysu 2007–2009

Kryzys finansowy zapoczątkowany załamaniem na amerykańskim rynku kredytów hipotecznych w 2007 roku początkowo łączono ze słabościami dotyczącymi głównie sektora bankowego, głównie kredytów hipotecznych. Walka z pierwszymi objawami kryzysu, obecnie poważnie krytykowana przez wiele autorytetów<sup>13</sup>, sugerowała także znaczenie kwestii monetarnych i makroekonomicznych<sup>14</sup>. Szybko jednak okazało się, że kryzys nie tylko obejmuje wiele gospodarek na całym świecie, ale dotyczy różnych obszarów, w tym bankowości, nadzoru nad rynkiem kapitałowym,

<sup>9</sup> R. Romano, The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance, „The Yale Law Journal”, 2005, Vol. 114, No. 7, s. 1521–1611.

<sup>10</sup> M. Bainbridge, The complete guide to Sarbanes-Oxley. Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business, Adams Business, Avon, Massachusetts 2007.

<sup>11</sup> C. Cox, Keynote address to the 2007 US-EU corporate governance conference, wystąpienie przewodniczącego Securities and Exchange Commission, 2007, [www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].

<sup>12</sup> T. Buck, A. Shahrin, The translations of corporate governance changes cross national cultures: the case of Germany, „Journal of International Business Studies”, 2005, Vol. 36, s. 42–61; R. Gilson, C. Milhaupt, Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance, „American Journal of Comparative Law”, 2005, Vol. 53, No. 2, s. 343–377; R. Czerniawski, Kierunki regulacji ustawowych w zakresie ładu korporacyjnego w Polsce, w: D. Dobija, I. Koładkiewicz, Ład korporacyjny, podręcznik akademicki, Wolters Kluwer, 2011, s. 301–308.

<sup>13</sup> J. Taylor, Zrozumieć kryzys finansowy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

<sup>14</sup> V. Smith, Housing, recessions and sustaining wealth creation, prezentacja z wykładu w Komisji Nadzoru Finansowego, 2010 [http://www.knf.gov.pl/aktualnosci/wyklad\\_v.smith.html](http://www.knf.gov.pl/aktualnosci/wyklad_v.smith.html) [dostęp: 24 stycznia 2011 r.].

ładu korporacyjnego. Rozwój kryzysu i skala jego oddziaływania przyczyniły się do poważnej rewizji stosowanych dotychczas rozwiązań regulacyjnych. Wnioski płynące z analizy przebiegu kryzysu dotyczą zarówno nadzoru korporacyjnego i regulacji rynków kapitałowych, jak i funkcjonowania banków komercyjnych czy polityki banków centralnych. Ponadto szczególnie w środowisku prawników<sup>15</sup> panuje pogląd o pewnym wyczerpaniu się istniejących struktur i nienadążaniu regulacji za postępującymi procesami globalizacyjnymi i presji rynków wschodzących. Poniżej przedstawiono główne obszary problemowe zidentyfikowane jako źródła kryzysu finansowego lat 2007–2009 w odniesieniu do ładu korporacyjnego i funkcjonowania rynku kapitałowego.

### 3.1. Słabości nadzoru korporacyjnego

Amerykańskie regulacje z 2002 roku (Sarbanes-Oxley, dyrektywy EU) miały za zadanie zwiększenie przejrzystości funkcjonowania spółek na rynku, poprawę standardów ochrony inwestorów, zwiększenie niezależności audytorów oraz zwiększenie odpowiedzialności organów nadzorczych. Dodatkowo przepisy wdrożone w Europie dążyły do liberalizacji na rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia lepszej płynności i większego rozproszenia akcjonariatu czy zwiększenia powszechności występowania transakcji fuzji i przejęć<sup>16</sup>. Mimo kompleksowego podejścia nowe regulacje nie zdołały wyeliminować wszelkich słabości nadzoru korporacyjnego i zapobiec kryzysowi z lat 2007–2009. Do głównych obszarów problematycznych *corporate governance* zidentyfikowanych w ostatnich trzech latach należy zaliczyć nieprawidłowe funkcjonowanie rady (dyrektorów, nadzorczej), nieefektywną funkcję wynagrodzenia menedżerskiego oraz słaby wpływ akcjonariuszy na losy spółki<sup>17</sup>. I na przykład:

<sup>15</sup> J. Coffee, Understanding Enron..., *op. cit.*; J. Coffee, Redesigning the SEC. Does the treasury have a better idea?, The center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper 348, 2008, [www.ssrn.com/abstract=1309776](http://www.ssrn.com/abstract=1309776) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.].

<sup>16</sup> Do dyrektyw tych zalicza się między innymi:

- rozporządzenie Komisji Europejskiej (uchwalone w czerwcu 2002 roku) w sprawie prowadzenia sprawozdawczości finansowej według międzynarodowych standardów rachunkowości (MSR),
- dyrektywę w sprawie harmonizacji wymogów przygotowywania prospektów emisyjnych,
- dyrektywę w sprawie przejrzystości,
- plan działania Modernizacja prawa spółek i wzmocnienie Ładu Korporacyjnego UE,
- dwie rekomendacje Komisji Europejskiej dotyczące wynagrodzenia członków rad i zarządów oraz pozycji i roli niezależnych członków rady,
- dyrektywę o wzmocnieniu wykonywania praw akcjonariuszy.

<sup>17</sup> G. Kirkpatrick, The corporate governance lessons from the financial crisis, OCED, 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [dostęp: 21 stycznia 2010 r.]; por. też M. Aluchna, Kryzys gospodarczy 2007–2009: wyzwania dla *corporate governance*, w: P. Urbanek (red.), Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 97–110; I. Koladkiewicz, Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął, „Master of Business Administration”, 2010, Nr 3 (104), s. 86–95.



- 1) instytucja rady zawiodła w zakresie głównych swoich zadań, obejmujących monitoring i nadzór nad zarządzającymi. Jak się okazało, rady nie radziły sobie ze złożonością działalności spółek, w szczególności nie były przygotowane do oceny roli i zagrożeń związanych z wykorzystywaniem instrumentów pochodnych przez wiele spółek. Ponadto rady wielu spółek nie były zdolne do rzeczywistego monitoringu menedżerów najwyższego szczebla i egzekwowania interesu akcjonariuszy. Przypadki nadmiernie wysokich wynagrodzeń czy zgoda na absurdalnie wysokie wydatki zarządzających w sytuacji bankructwa spółki wskazują na trudności rady w ocenie sytuacji. Wątpliwości poddawano także rzeczywistą niezależność wielu członków rady, wskazując na potencjalne możliwości występowania konfliktów interesu;
- 2) motywacyjna funkcja wynagrodzeń menedżerskich, która była postrzegana jako jeden z ważniejszych osiągnięć ładu korporacyjnego ostatnich lat, okazała się nie tylko nieefektywna, ale co gorsza to właśnie w wypracowanych regułach płacy menedżerskiej upatruje się główne źródło kryzysu *corporate governance*<sup>18</sup>. Absurdalnie wysokie płace oraz zachęcające do podejmowania nadmiernego ryzyka krótkoterminowe programy motywacyjne nie były w stanie wiązać efektywności pracy menedżera z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy. Patologiczne praktyki kazały przywrócić się od dawna sygnalizowanym nieprawidłowościom funkcjonowania komitetów ds. wynagrodzeń. Wskazywano na słabości metodologiczne kalkulowania płacy menedżerskiej (orientacja w czasie, wskaźniki oceny efektywności spółki) oraz problemy strukturalne (powiązania personalne między członkami komitetów ds. wynagrodzeń i kadrami zarządzającą, brak obiektywnej oceny menedżerów);
- 3) słaby wpływ akcjonariuszy na decyzje spółki – brak możliwości realnego wpływu akcjonariuszy na losy spółki i podejmowane przez nią decyzje ze względu na trudności w koordynowaniu działań akcjonariuszy i brak bardziej aktywnej pozycji akcjonariuszy. Na ograniczenie roli akcjonariuszy wpływ ma także bardzo często spotykana w amerykańskich spółkach, powszechnie krytykowana, praktyka łączenia funkcji CEO i przewodniczącego rady dyrektorów, co sprzyja koncentracji władzy w przedsiębiorstwie.

<sup>18</sup> G. Kirkpatrick, *The corporate...*, *op. cit.*; P. Urbanek, Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów, w: P. Urbanek (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 83–96.

### 3.2. Zarządzanie ryzykiem

Analizy przebiegu kryzysu 2007–2009 wskazują także na słabości zarządzania ryzykiem, zarówno w odniesieniu do całego systemu ładu korporacyjnego, jak i procedur przyjętych przez spółki. Ani zarządzający, ani wypełniające funkcje kontrolne rady dyrektorów czy rady nadzorcze nie zdołały zapewnić efektywnego zarządzania ryzykiem i prowadzenia efektywnej kontroli wewnętrznej. Komitety audytu i analizy audytorów nie dostrzegły zagrożeń, dopuszczając do bardzo ryzykownych strategii i stosowania narzędzi finansowych opartych na instrumentach pochodnych. Jak zauważa Grant Kirkpatrick w raporcie OECD *The corporate governance: Lessons from the financial crisis*<sup>19</sup>, słabości nadzoru korporacyjnego są widoczne zarówno w niskiej jakości dokumentów, na podstawie których można analizować poziom ryzyka, jak i w słabych procedurach pracy komitetów audytu, które nie zauważyły wystarczająco wcześnie pojawiających się zagrożeń. W efekcie wiele spółek oraz instytucji finansowych zostało narażonych na bardzo wysokie ryzyko, zarówno w odniesieniu do działalności operacyjnej, jak i strategii finansowania<sup>20</sup>. Ważnym czynnikiem zwiększającym znaczenie umiejętności szacowania ryzyka jest wzrost popularności złożonych pochodnych instrumentów finansowych oraz rozwój funduszy *private equity*, co uczyniło nadzór nad spółkami znacznie trudniejszym. Takie zmiany oznaczają konieczność włączenia specjalistów od instrumentów pochodnych w skład rady, dla lepszej oceny ryzyka, oraz potrzebę bardziej dokładnego monitoringu poczynąń menedżerów przez radę<sup>21</sup>.

### 3.3. Agencje ratingowe i fundusze inwestycyjne

Ostatnią kwestią wymagającą omówienia jest rola i funkcjonowanie pośredników strony popytowej rynku kapitałowego. Warto bowiem zaznaczyć, że większość reform z zakresu funkcjonowania rynku kapitałowego i ładu korporacyjnego wdrażanych w ostatnich latach jest skierowana przede wszystkim do spółek giełdowych (niezależni członkowie rady, komitety działające w radzie, zwiększona odpowiedzialność zarządzających, większa przejrzystość). System nadzorczy może jednak działać sprawnie i gwarantować rzetelność informacji i bezpieczeństwo inwestycji tylko wtedy, gdy wszystkie jego elementy będą oparte na tej zasadzie. Tymczasem praktyka gospodarcza oraz obserwacje dotyczące funkcjonowania pośredników (analitycy i agencje ratingowe) oraz strony popytowej (fundusze inwestycyjne)

<sup>19</sup> G. Kirkpatrick, *The corporate...*, *op. cit.*; *The more effective corporate governance*, panel, OECD Forum, 2009.

<sup>20</sup> P. Martin, *As risk management evolves, is operational risk management important?*, „*The Journal of Operational Risk*”, 2009, Vol. 4, No. 4, s. 75–84.

<sup>21</sup> R. Masulis, R. Thomas, *Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance*, *University of Chicago Law Review*, 2009, Vol. 76, No. 1, s. 219–259.

wskazuje na wiele słabości i nadużyć<sup>22</sup>. Mimo że również inwestorzy instytucjonalni, w tym w szczególności fundusze inwestycyjne i emerytalne, wypracowały swoje dokumenty dobrych praktyk *corporate governance*<sup>23</sup>, to ich działanie często budzi wiele wątpliwości. Obserwacje praktyki zwracają uwagę na bliskie, często nieformalne, relacje tych instytucji oraz ryzyko wystąpienia konfliktów interesu. Działania zarówno agencji ratingowych<sup>24</sup>, jak i analityków rynku kapitałowego wywierają silny wpływ na postrzeganie walorów poszczególnych spółek na rynku. Doświadczenia ostatnich lat pokazały dobitnie, że kontakty między tymi instytucjami nie są wolne od różnorodnych nacisków ograniczających obiektywność dokonywanej oceny. Wyższa ocena ratingowa przekłada się bowiem na większy popyt i lepszą sprzedaż danych walorów. Możliwość nacisków i konfliktów interesu jest dodatkowo wzmocniana motywacyjnymi pakietami wynagrodzeń, których wysokość jest silnie uzależniona od generowanych obrotów<sup>25</sup>. Ponadto złożone instrumenty oceniane są za pomocą bardzo skomplikowanych narzędzi, których nie rozumie wielu uczestników rynku. Sytuacja taka prowadzi z jednej strony do zaburzenia rzetelności informacji pojawiających się na rynku, a z drugiej do braku świadomości potencjalnych zagrożeń wynikających ze znacznego ryzyka poszczególnych papierów wartościowych<sup>26</sup>. Z tego też powodu coraz częściej pojawiają się głosy wskazujące, że odejście od regulacji Glass-Steagall Act i połączenie działalności inwestycyjnej na rynku kapitałowym i depozytowej amerykańskich banków negatywnie wpłynęło nie tylko na zarządzanie ryzykiem, ale także na efektywność całego systemu<sup>27</sup>.

<sup>22</sup> D. Kansas, *Guide of the end of Wall Street as we know it*, Collins Business, Nowy Jork 2009.

<sup>23</sup> P. Clapman, *Committee on fund governance. Best practice principles*, Stanford Institutional Investors Forum, 2007.

<sup>24</sup> *Testimony of Professor J. C. Coffee before the Senate Banking Committee*, 2007, [http://banking.senate.gov/public/\\_files/OpgStmtCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmtCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].

<sup>25</sup> W gazecie „The London Paper” ukazywały się, początkowo anonimowo, wspomnienia jednego z analityków banków inwestycyjnych w londyńskim City, przedstawiające kulisy pracy, relacje analityków z przedstawicielami spółek oraz funduszy inwestycyjnych, a także politykę wynagrodzeń opartą na przyznawanych premiach motywujących do generowania jak najwyższych obrotów – zob. <http://www.thelondonpaper.com/thelondonpaper/news/features/since-city-boy-unmasked-himself-on-thelondonpaper-website-hilarious-tributes-hav> [dostęp: 21 stycznia 2010 r.]. Większość z tych wspomnień nie tylko pozostaje w sprzeczności z podstawowymi zasadami ładu korporacyjnego, ale wręcz nie nadaje się do cytowania.

<sup>26</sup> A. Ashcraft, T. Schuermann, *Understanding the securitization of subprime mortgage credit*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 318, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, 2007, <http://ssrn.com/abstract=1071189>; M. Crouhy, R. Jarrow, S. Turnbull, *The Subprime credit crisis of 07*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1112467>

<sup>27</sup> H. Boerner, *The capital markets crash of 2008: What kind of regulatory reforms are needed*, „Corporate Finance Review”, 2008, Vol. 13, No. 3, s. 34–37.

## 4. Dodd-Frank Act – amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy

W odpowiedzi na zaistniałe problemy w Stanach Zjednoczonych przyjęto w 2010 roku nową regulację Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act), która stanowi najpoważniejszą rewizję amerykańskich przepisów systemu finansowego od 75 lat<sup>28</sup>. Można uznać, że w dniu podpisania Dodd-Frank Act – 21 lipca 2010 roku – rozpoczęła się nowa era w zakresie regulacji rynku kapitałowego. Ustawa ta jest odpowiedzią Stanów Zjednoczonych na pojawiające się obawy, związane z niedoskonałą, jak na turbulentne czasy XXI wieku, architekturą regulacyjną<sup>29</sup>.

### 4.1. Podstawowe cele ustawy

Analizując treść niezwykle długiego, zawierającego ponad 2000 stron dokumentu Dodd-Frank Act, należy zwrócić uwagę na dwa podstawowe cele, które zostały tam jasno sprecyzowane<sup>30</sup>. Po pierwsze – ustawa ma ograniczać ryzyko w świecie współczesnych finansów, po drugie – ograniczać straty, które mogą wystąpić po upadku dużych instytucji finansowych. Pierwszy cel dotyczy ograniczania ryzyka przed wystąpieniem jakichkolwiek zaburzeń w funkcjonowaniu instytucji czy rynków finansowych, drugi cel związany jest z ewentualnymi działaniami po wystąpieniu problemów. Odpowiednie instytucje regulacyjne powinny błyskawicznie zareagować, aby ograniczyć straty w przypadku upadku znaczących instytucji finansowych, którym nie można było zapobiec wcześniej, pomimo podejmowanych wysiłków i działań.

Porównując dwa powyższe cele z leczeniem organizmu ludzkiego, pierwszy stanowi swoistą terapię zapobiegawczą, polegającą na prowadzeniu zdrowego trybu życia, pilnowaniu terminów badań kontrolnych czy stosowaniu odpowiedniej profilaktyki. Drugi natomiast cel można porównać do rozpoczęcia leczenia natychmiast po zauważeniu pierwszych symptomów choroby. W zależności od stanu organizmu, leczenie może być tylko farmakologiczne, ale niekiedy trzeba sięgnąć do bardziej inwazyjnych metod, nie czekając na całkowitą utratę zdrowia przez pacjenta.

<sup>28</sup> J. Coffee, The litigation and corporate governance. Impact of the Dodd-Frank Act, prezentacja z konferencji Corporate governance and the new financial regulation: Complements or substitutes, Transatlantic Corporate Governance Dialog, Bruksela 25 października 2010 r., [http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/coffee\\_tcgd2010.ppt](http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/coffee_tcgd2010.ppt) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.].

<sup>29</sup> M. Fein – Dodd-Frank Act Wall Street Reform and Consumer Protection Act, [www.ssrn.com/abstract=1357452](http://www.ssrn.com/abstract=1357452)

<sup>30</sup> D. Skeel – The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences, <http://ssrn.com/abstract=1690979>

Poszczególnymi organami pacjenta są w tym przypadku wielkie instytucje – holdingi bankowe oraz nie bankowe instytucje, których działalność wpływa na funkcjonowanie całego systemu finansowego. Lekarzem są liczne urzędy nadzorcze, powołane przed laty, jak np. Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) czy SEC oraz nowe jednostki, np. Consumer Financial Protection Bureau czy Financial Stability Oversight Council, którego członkami są szefowie najważniejszych instytucji regulacyjnych oraz federalny nadzorca rynku ubezpieczeń.

## 4.2. Zasady *corporate governance* w Dodd-Frank Act

Konieczne do przeprowadzenia reformy, opisane szczegółowo w Dodd-Frank Act, odnoszące się do dwóch podstawowych celów tego aktu prawnego, związane są z różnymi obszarami działalności instytucji finansowych. Jednym z ważniejszych obszarów jest *corporate governance*, gdzie wśród podstawowych celów jest zwiększenie wpływu akcjonariuszy na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Zapisy ustawy wprowadzają wyższe standardy doboru członków rady oraz większy wpływ akcjonariuszy w procesie nominacji. Jeden z zapisów ustawy stanowi, że udziałowcy posiadający co najmniej 3% akcji mają prawo powoływania członków do rady oraz wykonywania praw głosu (*proxy access*, zawarty w rozdziale 971). Kolejny zapis, dotyczący większej przejrzystości wynagradzania kadry menedżerskiej, zakłada możliwość niewiążącego wydawania opinii przez akcjonariuszy w sprawie polityki wynagradzania (*say on pay*, zawarty w rozdziale 951)<sup>31</sup>. Pomimo tego że głos *say on pay* nie jest wiążący, może jednak stanowić rodzaj nacisku na kadrę menedżerską, aby rozważyła punkt widzenia akcjonariuszy dotyczący zasad wynagradzania. Inny zapis ustawy stanowi, że w uzasadnionych przypadkach istnieje możliwość nakazania zwrotu uzyskanego wynagrodzenia (*clawback*). Choć przepis ten w przeszłości był już stosowany, to jednak tylko kilkanaście procent przedsiębiorstw prowadziło politykę *clawback*, i to ze znacznymi ograniczeniami<sup>32</sup>.

Na mocy Dodd-Frank Act wprowadzono także wymogi większej przejrzystości przyczyn dla łączenia funkcji przewodniczącego rady i CEO, jeśli taka sytuacja ma miejsce, oraz wymóg pełnej niezależności członków w komitetach do spraw wynagradzania przy określeniu ich specjalnych zadań nadzorczych.

Istotne jest także stworzenie tzw. systemów wczesnego ostrzegania (*whistle blowing*), polegających na tym, że osoby, które zauważą znaczące nadużycia czy działanie wbrew przepisom prawa w korporacji, i w odpowiednim momencie powiadomią o tym fakcie SEC lub inną instytucję nadzorczą, otrzymają za to

<sup>31</sup> S. Landau, K. Bardunias, K. Wentzler, Dodd-Frank Act Reforms Executive Compensation and Corporate Governance for All Public Companies, Client Alert, Pillsbury, July 2010.

<sup>32</sup> Tak było np. w 2008 roku.

nagrodę. Wysokość nagrody jest ustalona w ustawie i zależy od tego, jak dużej defraudacji czy nadużyciu udało się zapobiec.

W ustawie wprowadzono także regulacje dotyczące funkcjonowania agencji ratingowych i audytorów. Największe instytucje ratingowe: Standard&Poor's, Moody's czy Fitch, wykonywały w przeszłości swoją pracę nierzetelnie, nadając nieadekwatne do stanu faktycznego oceny. Problemem jest fakt, że banki, które poddawane są ocenie agencji ratingowych, same płacą za wykonywane dla nich ratingi. Dodd-Frank Act wprowadza szereg zasad funkcjonowania agencji ratingowych, które mają zapobiec powstawaniu nieścisłości w opracowywaniu ratingów.

### 4.3. Próba oceny Dodd-Frank Act

Analizowana ustawa niewątpliwie porusza wiele kwestii zidentyfikowanych jako problematyczne z punktu widzenia efektywności ładu korporacyjnego i funkcjonowania rynku kapitałowego. Warto zauważyć, że przepisy odnoszą się do zagadnień, które uznano za przyczyniające się do wybuchu kryzysu finansowego. Przepisy podejmują próbę regulacji takich obszarów, jak: przejrzystość spółki na rynku, aktywizm inwestorów i ich wpływ na losy spółki, praktyka wynagrodzeń menedżerskich czy funkcjonowanie agencji ratingowych. Pomimo kompleksowości Dodd-Frank Act pojawia się jednak wiele wątpliwości, które nie dotyczą dwóch podstawowych celów ustawy, o których wcześniej wspomniano, ale tego, jakie będzie podejście do nich i ich implementacja. Krytyka ustawy obejmuje dwa główne nurty zagadnień: powiązania rządu z największymi instytucjami finansowymi oraz możliwość interwencji regulatorów *ad hoc* zamiast podejmowania bardziej przemyślanych, opartych na regulach działań. Wielu autorów amerykańskich podjęło polemikę z zapisami ustawy, wytykając jej niedoskonałości<sup>33</sup>. Niektórzy zastanawiają się nawet, jak było możliwe przyjęcie przez kongres takiego dokumentu (nazywanego nawet „bulem prawnym”) i doszukują się powiązań z lobby sektora finansowego oraz przedstawicielami największych spółek<sup>34</sup>. Poza tym krytyce poddawany jest też okres podpisania ustawy – kryzysowe otoczenie nie sprzyja wprowadzaniu ważnych dokumentów prawnych, będących odpowiedzią na populistyczny ostry sprzeciw przeciwko wielkim korporacjom i rynkom finansowym.

<sup>33</sup> S. Bainbridge, J. Dodd-Frank, Quack federal corporate governance round II, 2010, [www.ssrn.com/abstract=1673575](http://www.ssrn.com/abstract=1673575) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.]; J. Gordon, Resolution authority: Alternative approaches, prezentacja z konferencji Corporate governance and the new financial regulation: Complements or substitutes, Transatlantic Corporate Governance Dialog, Bruksela 25 października 2010 r., [http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/gordon\\_tcgd2010.pdf](http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/gordon_tcgd2010.pdf) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.].

<sup>34</sup> S. Johnson, J. Kwak, 13 Bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown, Panteon Books, New York 2010.

## 5. Podsumowanie

Najpoważniejszy i najbardziej kompleksowy dokument dotyczący regulacji amerykańskiego rynku kapitałowego – Dodd-Frank Act – nie ma jeszcze roku. Wpływ tej ustawy na funkcjonowanie spółek zarówno na rynku amerykańskim, jak i na globalnym rynku kapitałowym, niewątpliwie będzie duży. Trudno jednak określić, czy przyczyni się on do eliminacji problemów, które wpłynęły w przeszłości na wywołanie kryzysu finansowego. Wprowadzenie w życie zasad przyjętych w ustawie, związanych z *corporate governance*, niewątpliwie przyczyni się do większej przejrzystości w stosunkach panujących na rynku, głównie pomiędzy instytucjami nadzorczymi, akcjonariuszami oraz kadrą zarządzającą. Wiele oczekuje się od przepisów odnoszących się do zasady *say on pay* i zapewnienia większej efektywności płacy menedżerskiej oraz zwiększenia aktywnego udziału akcjonariuszy w procesach decyzyjnych spółki. Kontrowersje powstałe wokół Dodd-Frank Act niewątpliwie wpłyną na obniżenie znaczenia tego dokumentu, jednakże należy mieć nadzieję, że stosowanie się do zawartych w nim zapisów zniweluje skutki potencjalnych zawirowań, które mogą wystąpić w przyszłości nie tylko na amerykańskim rynku kapitałowym.

## 6. Bibliografia

1. Aluchna M., Kryzys gospodarczy 2007–2009: wyzwania dla *corporate governance*, w: P. Urbanek (red.), Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
2. Ashcraft A., Schuermann T., Understanding the securitization of subprime mortgage credit, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 318, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, 2007, <http://ssrn.com/abstract=1071189> [dostęp: 3 lutego 2011 r.].
3. Bainbridge S., The complete guide to Sarbanes-Oxley. Understanding how Sarbanes-Oxley affects your business, Adams Business, Avon, Massachusetts 2007.
4. Bainbridge S., Dodd-Frank: Quack federal corporate governance round II, 2010, [www.ssrn.com/abstract=1673575](http://www.ssrn.com/abstract=1673575) [dostęp: 1 lutego 2011 r.].
5. Boerner H., The capital markets crash of 2008: What kind of regulatory reforms are needed, „Corporate Finance Review”, 2008, Vol. 13, No. 3.
6. Buck T., Shahrin A., The translations of corporate governance changes cross national cultures: the case of Germany, „Journal of International Business Studies”, 2005, Vol. 36.
7. Cheffins B., Did corporate governance ‘fail’ during the 2008 stock market meltdown? The case of the S&P 500, „The Business Lawyer”, 2009, Vol. 65.

8. Clapman P., Committee on fund governance. Best practice principles, Stanford Institutional Investors Forum, 2007.
9. Coffee J., The litigation and corporate governance. Impact of the Dodd-Frank Act, prezentacja z konferencji Corporate governance and the new financial regulation: Complements or substitutes, Transatlantic Corporate Governance Dialog, Bruksela 25 października 2010 r., [http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/coffee\\_tcgd2010.ppt](http://www.ecgi.org/tcgd/2010/documents/coffee_tcgd2010.ppt) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.].
10. Coffee J., Redesigning the SEC. Does the treasury have a better idea?, The center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law, Working Paper 348, 2008, [www.ssrn.com/abstract=1309776](http://www.ssrn.com/abstract=1309776) [dostęp: 4 stycznia 2011 r.].
11. Coffee J., Understanding Enron: It's about gatekeepers, stupid, 2002, [www.ssrn.com/abstract\\_id=325240](http://www.ssrn.com/abstract_id=325240) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
12. Cox C., Keynote address to the 2007 US-EU corporate governance conference, wystąpienie przewodniczącego Securities and Exchange Commission, 2007, [www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch100907cc.htm) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
13. Crouhy M., Jarrow R., Turnbull S., The Subprime Credit Crisis of 07, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1112467> [dostęp: 3 lutego 2011 r.].
14. Czerniawski R., Kierunki regulacji ustawowych w zakresie ładu korporacyjnego w Polsce, w: D. Dobija, I. Kołodkiewicz, Ład korporacyjny, podręcznik akademicki, Wolters Kluwer, 2011.
15. Fox L., Enron. The rise and fall, John Wiley & Sons, New York 2003.
16. Gilson R., Milhaupt C., Choice as regulatory reform: The case of Japanese corporate governance, „American Journal of Comparative Law”, 2005, Vol. 53, No. 2.
17. Gordon J., Resolution authority: Alternative approaches, prezentacja z konferencji Corporate governance and the new financial regulation: Complements or substitutes, Transatlantic Corporate Governance Dialog, Bruksela 25 października 2010 r.
18. <http://www.thelondonpaper.com/thelondonpaper/news/features/since-city-boy-unmasked-himself-on-thelondonpaper-website-hilarious-tributes-hav> [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
19. Isaksson M., Corporate governance and the financial crisis: Questions and answers, OECD, 2009, [http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en\\_2649\\_34813\\_43063537\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_43063537_1_1_1_1,00.html) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
20. Jackson C., Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
21. Johnson S., Ryan H., Tian Y., Managerial incentives and corporate fraud: the sources of incentives matter, [www.ssrn.com/abstract=395960](http://www.ssrn.com/abstract=395960) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].



22. Johnson S., Kwak J., 13 Bankers. The Wall Street takeover and the next financial meltdown, Panteon Books, New York 2010.
23. Kansas D., Guide of the end of Wall Street as we know it, Collins Business, Nowy Jork 2009.
24. Kirkpatrick G., The corporate governance lessons from the financial crisis, OCED, 2009, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf> [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
25. Kołodkiewicz I., Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął, „Master of Business Administration”, 2010, Nr 3 (104).
26. Landau S., Bardunias K., Wentzler K., Dodd-Frank Act Reforms Executive Compensation and Corporate Governance for All Public Companies, Client Alert, Pillsbury, July 2010.
27. MacAvoy P., Millstein I., The recurrent crisis in corporate governance, Palgrave Macmillan, Nowy Jork 2003.
28. Madsen S., Vance C., Unlearned lessons from the past: an insider’s view of Enron’s downfall, „Corporate Governance”, Vol. 9, No. 2.
29. Mallin C., Corporate governance, Oxford University Press, 2004.
30. Martin P., As risk management evolves, is operational risk management important?, „The Journal of Operational Risk”, 2009, Vol. 4, No. 4.
31. Masulis R., Thomas R., Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance, University of Chicago Law Review, 2009, Vol. 76, No. 1.
32. McLean B., Elkind E., The smartest guy in the room, Penguin Books, 2003.
33. Oplustil K., Instrumenty nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) w spółce akcyjnej, C.H. Beck, Warszawa 2010.
34. Romano R., The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance, „The Yale Law Journal”, 2005, Vol. 114, No. 7.
35. Smith V., Housing, recessions and sustaining wealth creation, prezentacja z wykładu w Komisji Nadzoru Finansowego, 2010 [http://www.knf.gov.pl/aktualnosci/wyklad\\_v.smith.html](http://www.knf.gov.pl/aktualnosci/wyklad_v.smith.html) [dostęp: 1 lutego 2011 r.].
36. Taylor J., Zrozumieć kryzys finansowy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
37. Testimony of Professor J. C. Coffee before the Senate Banking Committee, 2007, [http://banking.senate.gov/public/\\_files/OpgStmntCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/OpgStmntCoffeeSenateTestimonyTurmoilintheUSCreditMarkets.pdf) [dostęp: 21 stycznia 2010 r.].
38. Urbanek P., Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów, w: P. Urbanek (red.), Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

## **Ogólny zarys sytuacji gospodarczej oraz rozwój kryzysu *subprime* w wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej na przykładzie Czech i Węgier**

### **1. Wprowadzenie**

Artykuł niniejszy jest częścią badania statutowego pt.: Unia Europejska w kryzysie gospodarczym – działania w sektorze finansowym oraz w sferze realnej i ich skutki w gospodarkach krajów członkowskich, realizowanego w Katedrze Polityki Gospodarczej w 2010 roku.

Wiele państw Unii Europejskiej nadal jest pogrążonych w kryzysie *subprime*, którego skutki widać zarówno w sektorze finansowym, jak i w realnych sektorach gospodarki. Poważnym spadkom podlegają prawie wszystkie sektory, ze szczególnym uwzględnieniem sektora budowlanego oraz przemysłu samochodowego. Efekty tych spadków widoczne są w niskiej (niejednokrotnie ujemnej) dynamice PKB, wzroście stopy zatrudnienia oraz malejącej konsumpcji.

Państwa Europy Środkowo-Wschodniej zajmują miejsce szczególne w zakresie obserwacji przebiegu kryzysu *subprime*. Państwa te są mocno zróżnicowane zarówno w zakresie specyfiki (specjalizacji, bądź nie) gospodarek, jak i w reagowaniu na kryzys. O ile republiki nadbałtyckie (Litwa, Łotwa, Estonia), nazywane do niedawna tygrysami gospodarczymi, obecnie są państwami, których gospodarki podlegały drastycznym spadkom we wszystkich sektorach, to zupełnie inny przebieg miał kryzys w Republice Czech czy na Węgrzech. Państwa te okazały się być stabilniejsze i mniej podatne na jego negatywne skutki. W pewnej mierze przebieg kryzysu w Republice Czech oraz na Węgrzech jest porównywalny z przebiegiem kryzysu w państwach starej Unii.

Celem poniższego opracowania jest przedstawienie ogólnej sytuacji gospodarczej, podjętych działań antykryzysowych oraz wychodzenia z nich w wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej (Czechy, Węgry).

### **2. Stabilne podstawy gospodarcze Republiki Czeskiej**

Republika Czech w okresie ostatniej dobrej światowej koniunktury należała do tych państw w Europie, które wykazywały się najwyższym tempem wzrostu gospo-

darczego. Ważnym elementem napędzającym wzrost PKB były możliwości, które pojawiły się wraz z przystąpieniem do Unii Europejskiej.

Silne makroekonomiczne podstawy, wykwalifikowana oraz dobrze wykształcona siła robocza, konkurencyjność kosztowa na rynku międzynarodowym, połączona z niską inflacją, spowodowały, że Czechy przyciągnęły wiele bezpośrednich inwestycji zagranicznych, co z kolei znalazło swe odzwierciedlenie w wysokiej dynamice PKB (w latach 2004–2007 średniorocznie 6%)<sup>1</sup>.

Stabilny wzrost gospodarczy oparty na silnych makroekonomicznych podstawach uległ znaczącemu wyhamowaniu wraz z wystąpieniem kryzysu *subprime* (2008 rok – 2,5% PKB). Pomimo szybkiego wprowadzenia działań antykryzysowych w zakresie polityki pieniężnej oraz fiskalnej sytuacja w gospodarce czeskiej ulegała ciąglemu pogorszeniu, ażeby w ostatnim kwartale 2008 roku zejść z poziomu niskiej dynamiki do poziomu dynamiki ujemnej. Trwało to do połowy 2009 roku. Skala spadków była na tyle wysoka, że przerwanie tendencji spadkowych w połowie 2009 roku nie zaowocowało dodatnim wynikiem dla całego roku. Szacuje się, że gospodarka czeska zakończyła 2009 rok ze stratą na poziomie –4,2% PKB<sup>2</sup>. Powyższe dane świadczą o sile recesji w jakiej znalazła się Republika Czeska.

Podstawową przyczyną tak silnych spadków była duża otwartość gospodarki czeskiej (eksport stanowiący ponad 75% PKB) oraz wysoka specjalizacja, która dawała Czechom znaczące przewagi komparatywne w okresie dobrej koniunktury światowej<sup>3</sup>. Wysoki poziom integracji rynków światowych spowodował, że kraj ten był wyjątkowo podatny na zmiany zachodzące u ich gospodarczych partnerów.

Dodatkowo na zaostrzenie się sytuacji złożyły się zmiany wewnątrz gospodarki. Głównym czynnikiem było ograniczenie dostępności kredytu dla gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw nie finansowych. Spadek ilości udzielanych kredytów szybko przełożył się na spadek popytu wewnętrznego oraz spadek inwestycji zagranicznych.

Ożywienie gospodarki czeskiej następuje wraz z poprawą światowej gospodarki, co jest wynikiem szerokiej otwartości systemu gospodarczego Czech. Ożywienie na rynkach światowych zaowocowało wzrostem eksportu Republiki Czech, który, połączony z silnym bodźcem w postaci wzmożonej konsumpcji publicznej, spowodował, że w trzecim kwartale 2009 roku realny wzrost PKB był dodatni.

<sup>1</sup> Economic Forecast Spring 2010, s. 72, Raport Komisji Europejskiej analizujący oraz prognozujący sytuację gospodarczą państw UE.

<sup>2</sup> *Ibidem*.

<sup>3</sup> Teoria kosztów komparatywnych winna być zestawiana z teorią parytetu siły nabywczej, P. R. Krugman, M. Obstfeld, Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 105–106.

Tabela 1. Kryzys *subprime* oraz prognoza dla czeskiej gospodarki

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010 <sup>a</sup>
	zmiany roczne (w %)			
Produkt krajowy brutto (PKB)	6,1	2,5	-4,2	1,6
Konsumpcja z dochodów osobistych	4,9	3,6	-0,2	-0,8
Konsumpcja zbiorowa	10,25	21,02	-5,48	2,80
Nakłady brutto na środki trwałe	14,12	10,42	-13,01	2,48
Eksport towarów i usług	15,0	6,0	-10,2	6,5
Import towarów i usług	14,3	4,7	-10,2	5,3
Przeciętne wynagrodzenie	6,3	6,3	-0,8	2,3
Ceny konsumpcyjne	3,0	6,3	0,6	1,0
	poziom			
Stopa bezrobocia (w %)	5,3	4,4	6,7	8,3
Krótkoterminowa stopa procentowa	2,77	3,42	1,58	-
Długoterminowa stopa procentowa	4,30	4,63	4,84	-
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,6	-3,4	-1,0	-0,3
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-0,7	-2,7	-5,9	-5,7
Dług publiczny (% PKB)	29,0	30,0	35,4	39,8
Kurs waluty krajowej (1 EUR = ...) <sup>a</sup>	27,766	24,946	26,435	-

<sup>a</sup> – prognoza.

Źródło: European Commission, Spring Economic Forecast, maj 2010 r., Eurostat, oraz EBC, „Biuletyn Miesięczny”.

Konsumpcja rządowa była znacznie wyższa aniżeli zakładały to prognozy, na jej zwiększenie złożyły się wysokie transfery społeczne, których głównym celem były wydatki na opiekę zdrowotną.

Obecnie czeski sektor bankowy wykazuje się dużą stabilnością, na co składa się wysoki poziom depozytów oraz niski udział nie spłacanych należności w portfelach kredytowych banków komercyjnych. Banki czeskie wolne są również od toksycznych aktywów w postaci dłużnych papierów wartościowych. O ile zdrowe portfele kredytowe są wynikiem konserwatywnej polityki banków w przeszłości, o tyle brak dłużnych papierów wartościowych na rynku czeskim wynika nie z jego genezy, ale rozmiaru<sup>4</sup>. Duży wpływ na stabilność czeskiego sektora bankowego

<sup>4</sup> Emisja dłużnych papierów wartościowych, w pełnym tego słowa znaczeniu, możliwa jest tylko na rynkach wysoko rozwiniętych, cechujących się sektorem bankowym o dużych rozmiarach. Wynika to z tego, że sam fakt emisji jest niezwykle kosztowny i wymaga wysokich nakładów, dlatego jest opłacalny tylko w warunkach dostatecznie dobrze rozwiniętego sektora bankowego. Małe emisje są nieopłacalne ze względu na koszty przewyższające zyski.

ma również niski udział kredytów walutowych w portfelach kredytowych banków komercyjnych.

Ważnym atutem czeskiej gospodarki, pozwalającym na wykorzystanie ożywienia w światowym handlu, była znaczna deprecjacja korony czeskiej w stosunku do euro. Od połowy lipca 2008 roku do połowy lutego 2009 roku euro wzrosło o około 15%, a korona czeska straciła około jedną piątą w stosunku do euro.

Odbijanie się od dna gospodarki czeskiej w początkowych fazach odbywać się będzie przede wszystkim na skutek wzrostu popytu zewnętrznego, co będzie sprzyjać dalszemu ożywieniu w czeskim eksporcie. Konsumpcja prywatna i inwestycje będą w tym okresie odgrywać mniej istotną rolę, co wynika ze wzrostu podatków pośrednich, niskiego tempa wzrostu płac oraz utrzymującego się wysokiego bezrobocia. Stopniowe ożywienie w eksporcie w ciągu 2010 roku z czasem przełoży się na ożywienie popytu wewnętrznego. Toteż szacuje się, że popyt wewnętrzny będzie podstawą wzrostu gospodarczego w 2011 roku.

## 2.1. Działania antykryzysowe w Republice Czech

Poważny bodziec w postaci polityki fiskalnej i pieniężnej przełożył się na istotne ograniczenie skutków kryzysu. W 2009 roku władze Republiki Czeskiej przeznaczyły około 2% PKB na działania stymulacyjne skierowane przede wszystkim na pomoc przedsiębiorcom. Większość środków miała charakter doraźny i tymczasowy, mający na celu wsparcie przede wszystkim strony popytowej gospodarki. Pomoc przedsiębiorcom miała na celu wsparcie rynku pracy.

Działania, jakie podjął w tym zakresie czeski rząd, to programy dotujące krótkookresowe formy zatrudnienia oraz cięcia składek na ubezpieczenia społeczne. Działania te były wynikiem wzrostu bezrobocia z 4,4% w 2008 roku do 6,7% w 2009 roku. Ostatecznie działania podjęte przez rząd nie przyniosły większych rezultatów w postaci spadku bezrobocia, szacunki dla 2010 roku zakładają jego wzrost do poziomu 8,3%. Stopniowy spadek bezrobocia jest przewidziany dopiero w 2011 roku.

Kolejnym istotnym działaniem, jakie przełożyło się na złagodzenie skutków, był poważny wzrost konsumpcji rządowej. Jej poziom znaczący przekroczył wcześniejsze przewidywania. Podstawową przyczyną tak gwałtownego wzrostu konsumpcji rządowej był dynamiczny wzrost transferów społecznych (najwyższy wzrost zanotowano w wydatkach na opiekę zdrowotną)<sup>5</sup>.

Działania z zakresu polityki pieniężnej sprowadzały się przede wszystkim do podniesienia stopy procentowej, która w 2008 roku wyniosła 3,75%. Spowodowało to „wystudzenie” gospodarki oraz, poprzez ograniczenie dostępności kredytu, pod-

<sup>5</sup> Economic Forecast Spring 2010..., *op. cit.*, s. 72.

niesienie jego całkowitej ceny. Był to ważny element stabilizacyjny, mający na celu ograniczenie narastającej inflacji oraz utrzymanie sektora bankowego w stanie stabilności. Inflacja w gospodarce czeskiej w 2008 roku osiągnęła poziom 6,3%<sup>6</sup>.

**Tabela 2. Wskaźniki wpływu szoków fiskalnych na zmianę 1% PKB w pierwszym roku**

Instrument polityki fiskalnej	Stymulowanie stałe	Stymulowanie okresowe (jednoroczne)	Stymulowanie w warunkach niezmiennego stopy % w pierwszym roku
Subsydiowanie inwestycji	0,46	1,37	2,19
Inwestycje rządowe	0,84	1,07	1,40
Konsumpcja rządowa	0,36	0,99	1,40
Opodatkowanie konsumpcji	0,37	0,67	0,99
Transfery budżetowe	0,22	0,55	0,78
Koszty pracy	0,48	0,53	0,68
Opodatkowanie przedsiębiorstw	0,32	0,03	0,05

Źródło: Economic Forecast Spring 2009 (wskaźniki szacowane na podstawie modelu QUEST III), s. 44 (50).

Podjęcie działań antykrzysowych, przede wszystkim w postaci bodźca stymulacyjnego, przyczyniło się do znaczącego wzrostu deficytu budżetowego. Wzrósł on z 2,7% PKB w 2008 roku do 5,9% PKB w 2009 roku. Około połowy wzrostu deficytu stanowiły środki przeznaczone na bodziec stymulacyjny dla czeskiej gospodarki.

Wzrost konsumpcji rządowej w zestawieniu z malejącymi przychodami budżetowymi przyczynił się również do zwiększenia długu publicznego (szacunki zakładają wzrost długu publicznego z 35,5% PKB w 2009 roku do niespełna 40% w 2010 roku)<sup>7</sup>.

Stabilny sektor bankowy, wolny od toksycznych aktywów, jest elementem, który nie stanowi poważnego zagrożenia dla sektora finansów publicznych. Obecna sytuacja pokazuje, że sektor ten wykazuje płynność i nie wymaga dofinansowania.

## 2.2. Wychodzenie z działań antykrzysowych oraz konsolidacja budżetu

Działania antykrzysowe, jakich podjęły się Czechy w postaci bodźca stymulacyjnego, wzmożonej konsumpcji rządowej oraz spadku dochodów sektora publicznego, przyczyniły się do wzrostu deficytu oraz długu publicznego.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 74.

<sup>7</sup> *Ibidem*.

Nierównowaga fiskalna, zarówno w krótkim, jak i średnim okresie, jest obecnie dla Republiki Czech podstawowym problemem. Dlatego też bodziec stymulacyjny wspierający stronę podażową gospodarki został wycofany wraz z końcem 2009 roku, co wyraźnie stanowiło o tymczasowości środków przeznaczonych na ten cel.

Rok 2010 rozpoczął się od konsolidacji finansów publicznych, pakiet konsolidacyjny zakłada przede wszystkim wzmocnienie strony przychodowej budżetu, poprzez wzmocnienie roli podatków pośrednich (VAT, akcyza). Zostanie również podniesiony podatek od nieruchomości oraz składka na ubezpieczenie społeczne. W wyniku powyższych działań 2010 rok ma zostać zamknięty deficytem na poziomie 5,7%, czyli deficyt zostanie zredukowany o 0,5 pkt. proc. pod względem strukturalnym.

Podnoszenie danin publicznych, a zwłaszcza ubezpieczenia społecznego, świadczy o całkiem poważnym odstąpieniu od działań antykryzysowych i przejściu do działań wyznaczonych przez UE. Należy do nich kontrolowanie deficytu oraz długu publicznego zarówno w długim, jak i krótkim okresie. Działanie to ma na celu zagwarantowanie dalszej stabilności gospodarczej Republiki Czeskiej.

W polityce monetarnej można zaobserwować zmiany świadczące o poluzowaniu stóp procentowych. Stopa procentowa spadła z 3,75% w lipcu 2008 roku do 1% w lutym 2010 roku, działanie to w długim okresie przyczyni się do obniżenia kosztów kredytu, przez co zwiększy się jego dostępność.

Powyższe działania w postaci wzrostu podatków pośrednich przyczynią się do wzrostu cen towarów i usług, co, w zestawieniu ze stopniową aprecjacją waluty oraz ożywieniem gospodarczym, przyczyni się do generowania nieznacznej presji inflacyjnej. Zakłada się stopniowy wzrost inflacji do poziomu 1,3% w 2011 roku.

### **2.3. Wnioski**

Gospodarka czeska dzięki stabilnym podstawom makroekonomicznym znajdowała się w fazie trwałego i stabilnego wzrostu PKB. Te same czynniki w zestawieniu ze zdrowym sektorem finansowym spowodowały, że władze Republiki Czech były w stanie podjąć realne działania antykryzysowe zarówno w postaci bodźca stymulacyjnego, wzmożonej konsumpcji rządowej, jak i dyskrecjonalnej polityki fiskalnej.

Niski poziom skuteczności tych działań w krótkim okresie był wynikiem poważnej trudności nadrobienia strat wskutek poważnego spadku eksportu, od którego gospodarka czeska jest uzależniona.

Wszystkie te działania pokazały, że Republika Czech potrafi skutecznie bronić się przed gospodarczymi trudnościami. Realne plany wychodzenia z pakie-

tów anty kryzysowych i wchodzenia w fazę konsolidacji budżetowej czynią Czechy państwem wiarygodnym nie tylko dla inwestorów, ale także wiarygodnym dłużnikiem na rynku europejskim.

Pomimo strat, jakie kryzys *subprime* poczynił w czeskim eksporcie, przewagi komparatywne w długiej perspektywie w zestawieniu z dobrymi podstawami makroekonomicznymi staną się podstawowym elementem napędzającym czeską gospodarkę.

### 3. Kryzys *subprime* zaostrza kryzys w polityce gospodarczej Węgier

W trakcie, kiedy cała Europa Środkowo-Wschodnia osiągała rekordowo wysokie dla swoich gospodarek wyniki, gospodarka Węgier ulegała stopniowemu spowolnieniu. Kłopoty gospodarcze na Węgrzech rozpoczęły się kilka lat przed nadejściem kryzysu *subprime*, co objawiało się w spadającej wydajności pracy oraz w malejącej produkcji potencjalnej.

Do wybuchu kryzysu *subprime* Węgom udawało się utrzymywać dodatni wzrost PKB dzięki dwóm czynnikom: ekspansywnej polityce fiskalnej oraz wyjątkowo dobrej koniunkturze na rynkach światowych. Ekspansywna polityka fiskalna, objawiająca się w wyjątkowo wysokich wydatkach rządowych (deficyt budżetowy w 2006 roku to 9,3%), była czynnikiem stymulującym popyt wewnętrzny<sup>8</sup>. Drugi czynnik, czyli dobra koniunktura na rynkach światowych, odgrywała podobną rolę. Działo się tak dlatego, że gospodarka Węgier była gospodarką proeksportową, silnie połączoną z rynkami światowymi, dlatego dobra koniunktura u węgierskich partnerów gospodarczych miała istotny wpływ na podtrzymywanie Węgier w fazie dodatniego PKB.

Jednak, mimo to negatywne symptomy można było zaobserwować już w 2004 roku, kiedy poziom denominowanego zadłużenia walutowego dynamicznie wzrastał<sup>9</sup>.

Kolejny niepokojący czynnik to deficyt budżetowy, który w 2006 roku osiągnął poziom przeszło 9%<sup>10</sup>. Tak wysoki deficyt budżetowy wykraczał zarówno poza kryteria konwergencji obowiązujące w ramach Unii Europejskiej, jak i poza ekonomiczny poziom bezpieczeństwa. Wysoki deficyt budżetowy generował realne zagrożenie szybkiego wzrostu długu publicznego oraz kosztów jego obsługi.

<sup>8</sup> *Ibidem*, s. 116.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 114.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 116.



**Tabela 3. Rozwój kryzysu w gospodarce węgierskiej**

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010 <sup>a</sup>
	zmiany roczne (w %)			
Produkt krajowy brutto (PKB)	1,0	0,6	-6,3	0,0
Konsumpcja z dochodów osobistych	0,4	-0,5	-7,5	-3,2
Konsumpcja zbiorowa	12,07	4,97	-13,32	3,29
Nakłady brutto na środki trwałe	9,60	3,25	-15,67	7,55
Eksport towarów i usług	16,2	5,6	-91	6,6
Import towarów i usług	13,3	5,7	-15,4	5,4
Przeciętne wynagrodzenie	6,7	6,5	-0,2	-0,3
Ceny konsumpcyjne	7,9	6,0	4,0	4,6
	poziom			
Stopa bezrobocia (w %)	7,4	7,8	10,0	10,8
Krótkoterminowa stopa procentowa	7,64	8,27	8,24	-
Długoterminowa stopa procentowa	6,74	8,24	9,12	-
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-6,5	-7,2	0,4	-0,2
Saldo sektora finansów publicznych (% PKB)	-5,0	-3,8	-4,0	-4,1
Dług publiczny (% PKB)	65,9	72,9	78,3	78,9
Kurs waluty krajowej (1 EUR = ...) <sup>a</sup>	251,35	251,51	280,33	-

<sup>a</sup> – prognoza.

Źródło: European Commission, Spring Economic Forecast, maj 2010 r., Eurostat, oraz EBC, „Biuletyn Miesięczny”.

Objawem pogarszania się koniunktury w gospodarce węgierskiej była niska dynamika PKB, co można było zaobserwować już w 2006 roku – kiedy wzrost PKB wyniósł 4%<sup>11</sup>. Ten poziom dynamiki był niepokojący, ponieważ większość państw Europy Środkowo-Wschodniej osiągała wzrosty przekraczające niejednokrotnie znacząco poziom 5%, bez wsparcia rządowego<sup>12</sup>, co oznaczało, że dynamika na poziomie 4% stymulowana przez wydatki rządowe była wyjątkowo słaba.

Rok 2007 bezwarunkowo pokazał Węgry jako państwo pogrążone w recesji, co w jeszcze bardziej obrazowy sposób objawiała dynamika PKB. W 2007 roku państwa Europy Środkowo-Wschodniej wciąż osiągały rekordowo wysokie poziomy wzrostu PKB, dochodzące nawet do 10%<sup>13</sup>, podczas gdy Węgry osiągnęły 1% wzrostu PKB.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 116.

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 84, 108, 111.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 140.

Po osiągnięciu pułapu przeszło 9% deficytu budżetowego w 2006 roku rząd węgierski podjął działania mające na celu redukcję wydatków publicznych. Zjawisko to można było zaobserwować w zmniejszającym się deficycie budżetowym w kolejnych latach (w 2007 roku 5%, w 2008 roku 3,8%)<sup>14</sup>.

Jednak problemy z zadłużeniem sektora rządowego w wyniku przerostu wydatków publicznych stanowiły tylko część kłopotów gospodarczych, w jakich znalazły się Węgry. Na drugą część problemów składało się wysokie zadłużenie przedsiębiorstw, zwłaszcza w walutach obcych. Wysokie zadłużenie w połączeniu z kosztami jego obsługi oraz presją płacowo-cenową przyczyniło się do spadku wydajności pracy, co oznaczało spadek produkcji potencjalnej.

W drugiej połowie 2008 roku gospodarka węgierska utraciła zdolność do realizowania swych potrzeb finansowych kanałami rynkowymi, utrata ta miała miejsce zarówno w przypadku sektora prywatnego, jak i rządowego. Występujący na świecie kryzys finansowy przyczynił się do wyjątkowo wysokiego wzrostu awersji do ryzyka w skali globalnej. Drugim jego aspektem była olbrzymia ilość podmiotów, zarówno prywatnych, jak i rządowych, występujących z potrzebami finansowymi, a jednocześnie niewielka ilość podmiotów finansujących. To właśnie spowodowało, że gospodarka węgierska nie mogła już realizować swoich mocno zawyżonych potrzeb.

Reakcja inwestorów była natychmiastowa i objawiła się w gwałtownym wyzbywaniu węgierskich aktywów, w obawie przed utratą stabilności systemu finansowego. W odpowiedzi na zachowanie inwestorów Narodowy Bank Węgier, dla ratowania sytuacji, dokonał szybkiego podniesienia stóp procentowych o trzy punkty, do poziomu 11,5%. Działanie to miało wesprzeć budżety gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw mających kredyty w walutach obcych. Przyczyniło się jednak przede wszystkim do zaostrzenia sytuacji poprzez doprowadzenie do gwałtownych spadków na rynkach kapitałowych.

W wyniku nienależytej polityki budżetowej oraz nadmiernego lewarowania przedsiębiorstw prywatnych, na rynku węgierskim można było obserwować narastającą inflację płacowo-cenową. W wyniku rekordowych wydatków publicznych w 2006 roku stopa inflacji mierzona indeksem HICP w 2007 roku osiągnęła poziom 7,9%. Po czym po redukcji wydatków publicznych uległa spadkowi do 6% w 2008 roku. Inflacja w 2009 roku spadła do poziomu 4%, co było wynikiem redukcji zarówno w sferze finansów publicznych, jak i pierwszych poważnych zmian w lewarowaniu przedsiębiorstw. Czynnikiem dodatkowym było zatrzymanie wzrostu płac.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 116.

W wyniku kryzysu wewnętrznego węgierski rynek pracy uległ redukcji, na przestrzeni lat 2006–2009 liczba bezrobotnych wzrosła z poziomu 7,5% do poziomu 10%. Zmiany te świadczą o znaczącym wpływie kryzysu na stan zatrudnienia. Szacuje się, że w 2010 roku poziom bezrobocia wzrośnie do 10,8% i w następnych latach będzie spadać.

Odzwierciedlenie powyższej sytuacji można znaleźć w zmianach dynamiki PKB, która w 2009 roku jest szacowana na poziomie – 6,3%. Dodatni wzrost PKB przewidywany jest na 2011 rok, ma on być wynikiem zarówno reform finansów publicznych przeprowadzanych w 2009 roku i kontynuowanych w 2010 roku oraz restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw, która zaczęła się już w 2008 roku.

### 3.1. Działania antykryzysowe i środki naprawcze

W kontekście Węgier mówienie o działaniach antykryzysowych i środkach naprawczych rozumiane jest przede wszystkim jako dbałość o realizację planów budżetowych, absorpcji oraz spłacie środków pomocowych.

W rezultacie braku możliwości realizowania swych potrzeb drogą rynkową w 2008 roku rząd węgierski rozpoczął konsolidację polityki fiskalnej. W wyniku zaistniałej sytuacji w sektorze finansów publicznych Węgry wystąpiły do międzynarodowych instytucji finansowych oraz Wspólnoty Europejskiej o wsparcie finansowe celem zapobieżenia zapaści finansowej. Sytuacja finansowa kraju była na tyle poważna, że pozostawienie tego państwa bez pomocy zaowocowało by brakiem środków na podtrzymanie podstawowych struktur państwowych<sup>15</sup>.

Ostatecznie na rzecz Węgier MBS, MFW, UE przekazały kwotę 20 mld euro. Warunkiem otrzymania tych środków było dalsze utrzymanie procesu konsolidacji fiskalnej<sup>16</sup>.

W 2009 roku podstawowym celem rządu było utrzymanie deficytu budżetowego na planowanym poziomie 3,9%. Obecne szacunki zakładają nieznaczne

<sup>15</sup> Podobne scenariusze wystąpiły na Łotwie oraz Grecji. Państwa te stanęły przed widmem bankructwa. Są kolejnymi krajami, po Argentynie, które obalają tezę o niemożności bankructwa sektora budżetowego. Obecnie szybko zachodzące mechanizmy globalizacyjne pociągają za sobą silną integrację nie tylko zjawisk gospodarczych w skali światowej, ale również silną integrację rynków finansowych ze sferą realną. Kolejnym aspektem, działającym w wyżej wymienionym kontekście w sposób niekorzystny dla państwa i odbierającym mu dotychczasową pozycję jako organizacji stabilnej finansowo, jest konkurowanie o środki finansowe z podmiotami gospodarczymi oraz podleganie tym samym mechanizmom oceny wypłacalności.

<sup>16</sup> Konsolidacja fiskalna, a tym samym uporządkowanie sfery finansów publicznych, było warunkiem nieodzownym z kilku przyczyn. Po pierwsze konsolidacja powoduje, że państwo znajdujące się w poważnych problemach finansowych eliminuje źródło owych problemów, co powoduje, że pomoc ma rzeczywisty sens i nie ma charakteru jedynie doraźnej pomocy. Po drugie konsolidacja fiskalna ułatwia planowanie dochodów oraz wydatków budżetowych, co pozostaje w ważnym związku ze stabilnością oraz wiarygodnością potencjalnego harmonogramu spłat wobec instytucji udzielających pomocy.

przekroczenie planowanego deficytu, dane szacunkowe wskazują, że deficyt osiągnął poziom 4%.

**Tabela 4. Wskaźniki wpływu szoków fiskalnych na zmianę 1% PKB w pierwszym roku**

Instrument polityki fiskalnej	Stymulowanie stałe	Stymulowanie okresowe (jednoroczne)	Stymulowanie w warunkach niezmiennego stopy % w pierwszym roku
Subsydiowanie inwestycji	0,46	1,37	2,19
Inwestycje rządowe	0,84	1,07	1,40
Konsumpcja rządowa	0,36	0,99	1,40
Opodatkowanie konsumpcji	0,37	0,67	0,99
Transfery budżetowe	0,22	0,55	0,78
Koszty pracy	0,48	0,53	0,68
Opodatkowanie przedsiębiorstw	0,32	0,03	0,05

Źródło: Economic Forecast Spring 2009 (wskaźniki szacowane na podstawie modelu QUEST III), s. 44 (50).

Na czynniki, które ratowały budżet Węgier w 2009 roku, składała się rezygnacja ze zwrotu podatków, które pozostawały bez znaczenia dla rachunków narodowych. Ważny wpływ na ratowanie sytuacji węgierskich finansów miały również podwyżki podatku VAT (wzrost z 20% do 25%)<sup>17</sup>. Podwyżki zostały uchwalone wiosną 2009 roku i weszły w życie 1 lipca tego samego roku<sup>18</sup>. Dzięki nim przychody z tytułu podatku VAT były wyższe aniżeli planowano.

Kolejnym elementem korzystnie oddziałującym na węgierski budżet były wyższe od planowanych przychody z tytułu akcyzy, przyczyną tego zjawiska było nabywanie znaków akcyzy z wyprzedzeniem, głównie przez przedsiębiorstwa tytoniowe. Ostatnim istotnym elementem były dywidendy wypłacane przez państwowe przedsiębiorstwa.

### 3.2. Stabilizacja gospodarcza i powrót do ścieżki wzrostu

Działania antykryzysowe, jakich podjęło się państwo węgierskie, wciąż trwają i trudno mówić o ich szybkim zakończeniu. O ile część zmian miała na celu doraźne poprawienie sytuacji, o tyle znacząca ich część ma charakter ciągłego procesu i będzie on trwał do momentu pełnego uzdrowienia sytuacji finansów publicznych na Węgrzech.

<sup>17</sup> <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/04/07/wegierskie-jojo/> [dostęp: 7 czerwca 2010 r.].

<sup>18</sup> *Ibidem*.

Sektor prywatny odczuwa już pewne pozytywne zmiany samoistnego dyscyplinowania przez rynek, ale sektor publiczny wciąż jest w fazie zmian.

Wraz z 2010 rokiem nastąpiły kolejne poważne zmiany w polityce fiskalnej państwa. Zostaje podniesiony podatek CIT (3 pkt. proc.). Obniżono podstawowe progi podatku PIT (dolny z 18% do 17%, górny z 36% do 32%)<sup>19</sup>. Zmienił się również sposób naliczania podatku PIT, będzie on naliczany od kwoty ubruttoowanej, czyli powiększonej o składkę na ubezpieczenie społeczne.

Kolejne zmiany, jakie zachodzą w polityce fiskalnej Węgier, to likwidacja podatku solidarnościowego oraz zmniejszenie składek na ubezpieczenie społeczne, a także wprowadzenie ulg podatkowych dla przedsiębiorców tworzących nowe miejsca pracy. Ulgi te wchodzi w miejsce wielu likwidowanych nieefektywnych ulg w PIT i CIT.

Działania, które zostały podjęte w 2009 roku, znajdą swe odzwierciedlenie w roku 2010. Podniesienie podatku VAT prawdopodobnie zaowocuje wzrostem inflacji (HICP) nieco ponad 0,5%. W 2011 roku inflacja ma spaść do poziomu 2,8%, co będzie wynikać z dalszej redukcji wydatków rządowych oraz stabilnych płac.

Wypłacane dywidendy z przedsiębiorstw państwowych, które ratowały budżet w 2009 roku, mogą negatywnie wpłynąć na poziom kapitału w tych przedsiębiorstwach, a tym samym na ich rentowność także 2011 roku.

Rynek pracy w ciągu najbliższych lat ma utrzymywać bezrobocie na poziomie 10%, z nieznaczną redukcją w 2011 roku.

### 3.3. Wnioski

Dzięki otrzymanej pomocy oraz przeprowadzonym reformom Węgry wyjdą z kryzysu z najlepszymi podstawami makroekonomicznymi od pięciu lat. Niski deficyt budżetowy, zredukowane wydatki, połączone z restrukturyzacją finansową przedsiębiorstw spowodują, że Węgry w 2011 roku powinny zanotować pierwsze poważne wzrosty PKB.

Nie zmienia to jednak faktu, że państwo jest dobrym przykładem, jak ważne jest postrzeganie wartości zagregowanych przez decydentów z dziedziny polityki gospodarczej. Dbalność o kontrolowanie wydatków państwa, poziom deficytu, zadłużenie społeczeństwa należy do elementów fundamentalnych, które przez państwo węgierskie zostały w dużej mierze zignorowane. Spowodowało to nie tylko znalezienie się w poważniejszej aniżeli np. Czechy sytuacji w momencie gdy nadszedł kryzys *subprime*, ale przede wszystkim nie pozwoliły one na optymalne wykorzystanie minionej dobrej koniunktury.

<sup>19</sup> <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/04/07/wegierskie-jojo/> [dostęp: 7 czerwca 2010 r.].

Węgry, podobnie jak kraje bałtyckie, są dobrym przykładem na ile pożyteczne jest uczestniczenie w UE. Węgry otrzymały znaczące wsparcie w ramach pomocy wspólnotowej, co nie byłoby możliwe w sytuacji gdyby nie były w UE.

#### 4. Podsumowanie

Czechy i Węgry zaliczają się do państw Europy Środkowo-Wschodniej. Pierwsze podstawowe różnice, jakie występują pomiędzy państwami w tym regionie, to siła recesji oraz jej konsekwencji dla realnej sfery gospodarki.

Siła z jaką przebiega kryzys w Czechach i Węgrzech jest nieporównywalnie mniejsza od tej, jaka występuje na przykład w krajach bałtyckich. Przykłady państw Europy Środkowo-Wschodniej obrazują, jak istotne jest kreowanie wzrostu gospodarczego, przy jednoczesnej dbałości o wskaźniki wymiany z zagranicą, pokazują również, jak istotny jest system finansów publicznych i jego dyscyplinowanie.

#### 5. Bibliografia

1. Economic Forecast Spring 2010, Raport Komisji Europejskiej analizujący oraz prognozujący sytuację gospodarczą państw UE.
2. Krugman P. R., Obstfeld M., Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
3. Mises L. von, Interwencjonizm, Wydawnictwo ARCANA, Kraków 2000.
4. Ricardo D., Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1957.
5. Romer D., Makroekonomia dla zaawansowanych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
6. <http://www.doingbusiness.org/documents/fullreport/2010/DB10-full-report.pdf> [dostęp: 27 stycznia 2010 r.], Doing Business raport Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju.
7. <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/04/07/wegierskie-jojo> [dostęp: 7 czerwca 2010 r.].
8. [forsal.pl/artykuly/318086,gospodarka\\_czech\\_sie\\_kurczy.html](http://forsal.pl/artykuly/318086,gospodarka_czech_sie_kurczy.html) ostatnia aktualizacja [dostęp: 15 maja 2009 r.].
9. [forsal.pl/artykuly/318131,europa\\_tonie\\_w\\_recesji.html](http://forsal.pl/artykuly/318131,europa_tonie_w_recesji.html) ostatnia aktualizacja [dostęp: 15 maja 2009 r.].
10. <http://biznes.interia.pl/news/gospodarka-czech-w-odwrocie,1320747> [dostęp: 27 maja 2010 r.].

11. [http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/wegry;premier;orban;prze  
dstawil;plan;ratunkowy,204,0,629964.html](http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/arttykul/wegry;premier;orban;prze<br/>dstawil;plan;ratunkowy,204,0,629964.html) [dostęp: 6 sierpnia 2010 r.].
12. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Kryzys-zaatakowal-z-Wegier-1853361.html>  
[dostęp: 25 maja 2009 r.].

## **Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny w gospodarce światowej Część II. Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF<sup>1</sup>**

### **1. Wprowadzenie**

Państwowe fundusze majątkowe – SWF to podmioty, których zadaniem jest zagospodarowywanie rezerw dewizowych krajów wykazujących istotną i trwałą ich nadwyżkę. Ze względu na wpływ rządów na politykę inwestycyjną, SWF łączą w swych strategiach zarówno aspekty *stricte* ekonomiczne, jak i przesłanki społeczno-polityczne. Artykuł niniejszy stanowi ocenę standardów przejrzystości instytucjonalnej światowych SWF w powiązaniu z realizacją przezeń różnorodnych celów, a także ryzyka potencjalnego protekcjonizmu państw-beneficjentów inwestycji państwowych funduszy majątkowych. Zawarte tu są także świadectwa zaangażowania SWF w polską gospodarkę.

### **2. SWF a zagrożenie praktykami protekcjonistycznymi**

**Protekcjonizm gospodarczy**, zgodnie z Encyclopædia Britannica, to polityka ochrony krajowych uczestników życia gospodarczego przed konkurencją międzynarodową. Z reguły dokonywane jest to za pomocą mechanizmów regulacyjnych, takich jak cła, dotacje, nakazy i inne ograniczenia oraz bodźce zapobiegające ingerencji zewnętrznej uznawanej za wroga<sup>2</sup>.

Pojęcie protekcjonizmu inwestycyjnego wynikającego z działalności SWF jest przedmiotem uwagi wielu światowych ośrodków naukowych, organizacji międzynarodowych, a także regulatorów rynków finansowych.

Na początku należy wspomnieć tu o inicjatywach Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. *Organisation for Economic Co-operation and*

<sup>1</sup> Część I: Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej zob. 111 „Zeszyt Naukowy” KZiF, s. 80 i n.

<sup>2</sup> Por. elektroniczne wydanie Encyclopædia Britannica: <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/479643/protectionism> [dostęp: 15 października 2010 r.].



*Development*, OECD), która – w ramach wypełniania swych statutowych celów – wspiera tzw. wolność inwestycyjną<sup>3</sup> w skali międzynarodowej<sup>4</sup>. Częścią tych działań jest opracowanie wytycznych dla światowych SWF<sup>5</sup>. W kluczowym dokumencie, jaki OECD opublikowała w tym zakresie (tj. Deklaracji nt. polityki wobec państwowych funduszy majątkowych i krajów-beneficjentów), odnajdujemy m.in. następujące spostrzeżenia:

- **pozytywną ocenę** roli SWF w zasilaniu różnorodnych, wartościowych przedsięwzięć inwestycyjnych, a także stabilizacji ekonomicznej, jakiej (generalnie) SWF służą,
- obawy, że jeśli motywacje polityczne w aktywności SWF wezmą prymat nad przesłankami ekonomicznymi to fundusze te mogą przyczynić się do zagrożenia bezpieczeństwa narodowego krajów-beneficjentów lokat,
- zadowolenie z **dialogu** pomiędzy SWF, krajami-odbiorcami ich inwestycji, a także społecznością międzynarodową *sensu largo* (którego celem jest umacnianie zaufania do działalności SWF),
- uwagę, że zasadniczym aspektem budowy zaufania do inwestycji SWF jest ich **przejrzystość instytucjonalna**<sup>6</sup> i **dobre praktyki** inwestorskie, na czele z kreowaniem zasad tzw. ładu korporacyjnego w spółkach portfelowych,
- wniosek, że newralgicznym zadaniem jest promocja zasad **swobody inwestycyjnej** w świecie, połączona z poszanowaniem interesów narodowych państw, które są obiektem zaangażowania inwestycyjnego SWF.

Konkluzje końcowe przedstawione w tym dokumencie i przyjęte przez 33 państwa, sprowadzone są do trzech zaleceń:

- 1) beneficjenci inwestycji SWF nie powinni tworzyć barier wobec inwestycji podejmowanych przez te fundusze;
- 2) kraje-odbiorcy finansowania ze strony SWF nie powinny stosować praktyk dyskryminacyjnych w stosunku do tych funduszy, jedynym wyjątkiem są

<sup>3</sup> OECD publikuje okresowe raporty nt. przestrzegania zasad „wolności inwestycyjnej”, np. Building Trust and Confidence in International Investment – Report by Countries Participating in the „Freedom of Investment” Process, OECD Publications, marzec 2009 r., s. 1–21.

<sup>4</sup> Zob. zakładkę tematyczną OECD nt. umacniania wolności inwestycyjnej na portalu internetowym tej instytucji: [http://www.oecd.org/document/7/0,3343,en\\_2649\\_34887\\_37363207\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/7/0,3343,en_2649_34887_37363207_1_1_1_1,00.html) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>5</sup> Szerzej – na portalu internetowym OECD, w zakładce dotyczącej standardów współpracy z SWF: [http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en\\_2649\\_34887\\_41807059\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34887_41807059_1_1_1_1,00.html) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>6</sup> Niektórzy obserwatorzy postulują przyjęcie zasad egalitaryzmu w kwestii wymogów raportowania dla wszystkich inwestorów instytucjonalnych, zob. R. Avendaño, J. Santiso, Are Sovereign Wealth Funds’ Investment Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds, OECD Development Centre, Working Paper No. 283, Paryż grudzień 2009 r., s. 1–50.

okoliczności bezpośredniego zagrożenia bezpieczeństwa narodowego tych krajów;

- 3) w przypadku zagrożenia bezpieczeństwa narodowego, kraje-odbiorcy inwestycji, ewentualne działania protekcyjnistyczne powinny:
- być przejrzyste i przewidywalne,
  - być proporcjonalne do stopnia zagrożenia narodowych interesów,
  - umożliwiać zewnętrzną ocenę tych działań<sup>7</sup>.

Prace OECD wsparte zostały przez Międzynarodową Grupę Roboczą ds. Państwowych Funduszy Majątkowych (ang. *International Working Group on Sovereign Wealth Funds IWG-SWF*), która w październiku 2008 roku opublikowała zestaw standardów raportowania finansowego SWF (ang. *Sovereign Wealth Fund Generally Accepted Principles and Practices – „Santiago Principles”*)<sup>8</sup>. Zasady są zbiorem szczegółowych zaleceń wobec charakteru i zakresu raportowania operacyjnego i finansowego SWF<sup>9</sup>.

Zalecenia wydane przez OECD i IWG-SWF poszerzone zostały przez E. Chalamisha<sup>10</sup>. W swym wystąpieniu na Global Forum for International Investment (także pod egidą OECD) postulował on włączenie zasad przeciwdziałania dyskryminacji (wobec SWF) do krajowych i międzynarodowych reżimów regulacyjnych. Ponadto polecał on także podobne umocowanie wymogów przejrzystości SWF w regulacjach prawnych na szczeblu krajowym i ponadnarodowym.

Na znaczne zaangażowanie inwestycyjne światowych SWF w akcje przedsiębiorstw notowanych na giełdach zwrócili uwagę R. J. Gilson, C. J. Milhaupt. Zagrożenia wynikające z wpływu SWF na obroty dokonywane na rynkach regulowanych, przy niewielkiej wciąż otwartości informacyjnej SWF, powinny skłaniać (zdaniem tych autorów) do rozważenia idei selektywnego ograniczania praw wykonywanych z akcji przez SWF w spółkach publicznych<sup>11</sup>.

Wszeczhronną analizę wpływu SWF na światowy system finansowy zawiera raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), stworzony pod kierun-

<sup>7</sup> Materiał ze spotkania Rady OECD na szczeblu ministerialnym pt. OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, 5 czerwca 2008 r.; skrót materiału przedstawiony na stronie internetowej OECD: [http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(2008\)8/FINAL&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=C/MIN(2008)8/FINAL&doclanguage=en) [dostęp: 20 października 2010 r.].

<sup>8</sup> Ich skrót oraz pełna wersja tekstowa na witrynie internetowej IWG-SWF: <http://www.iwg-swf.org/pubs/gaplist.htm> [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>9</sup> Zbieżne są one *notabene* z metodyką kalkulacji wskaźnika przejrzystości SWF (Linaburga-Maduella).

<sup>10</sup> E. Chalamish (Global Fellow – New York University School of Law), Protectionism and Sovereign Investment post Global Recession, Global Forum on International Investment – OECD, 7–8 grudnia 2009 r., s. 1–10.

<sup>11</sup> R. J. Gilson, C. J. Milhaupt, Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism, Rock Center for Corporate Governance Stanford University, Working Paper Series No. 26, Stanford University Law and Economics Olin Working Paper No. 355, Columbia University Law and Economics Working Paper No. 328, s. 1–35.

kiem M. Allena i J. Caruana. Ocena działalności SWF jest tu dwojaka. Z jednej strony SWF są wartościowym uczestnikiem światowej gospodarki, przyczyniając się do zasilania istotnych społecznie projektów i (także dzięki orientacji politycznej) minimalizując wahania koniunkturalne, z drugiej zaś polityczne motywy aktywności SWF mogą powodować destabilizację ekonomiczną, w szczególności w okresach napięć behawioralnych na rynkach finansowych<sup>12</sup>.

W innej publikacji pod egidą MFW T. Sun i H. Hesse przeprowadzili badania 166 przypadków (ang. *case studies*) odnoszące się aktywności inwestycyjnej SWF na poszczególnych akcjach notowanych na giełdzie. Wbrew wielu poglądom trudno było empirycznie wskazać jakiegokolwiek istotne przykłady **destabilizującego wpływu** SWF na kształtowanie się gry popytowo-podażowej na giełdach akcji<sup>13</sup>.

**Przeszacowanie oddziaływania SWF** na rynki finansowe (w związku z mylną oceną danych o międzynarodowych przepływach finansowych) stanowi konkluzję badań C. Baldinga. Stwierdza on, że SWF zachowywały się racjonalnie nawet w okresie największych zawirowań kryzysu lat 2007–2009, prócz tego nie dysponują one prawdziwą skalą, która byłaby zdolna do destabilizacji wiodących rynków finansowych<sup>14</sup>.

Na niewielki stopień przejrzystości informacyjnej dalekowschodnich SWF zwrócili uwagę badacze Wharton Leadership Center. Zauważyli oni znaczne straty poniesione przez szereg SWF osadzonych w tym obszarze gospodarki światowej, a także lokalne presje polityczne co do realokacji aktywów podczas globalnego kryzysu ekonomicznego lat 2007–2009<sup>15</sup>. Inną analizą akcentującą rosnącą siłę azjatyckich SWF, w związku z akumulacją rezerw walutowych, jest publikacja D. Parka i A. Rozanova<sup>16</sup>.

W raporcie Komisji Europejskiej na temat regulacyjnych i nadzorczych uwarunkowań działania SWF podkreślono, że genezą powstania SWF była i jest trwała nierównowaga handlowa i płatnicza w skali międzynarodowej<sup>17</sup>. To właśnie

<sup>12</sup> Dobrą ilustracją jest tu ostatni kryzys ekonomiczny. Zob. M. Allen, J. Caruana, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, International Monetary Fund, 29 lutego 2008 r., s. 1–38.

<sup>13</sup> T. Sun, H. Hesse, *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability – An Event Study Analysis*, IMF Working Paper (WP/09/239), październik 2009 r., s. 1–18.

<sup>14</sup> C. Balding, *Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds*, University of California, Irvine czerwiec 2008 r., s. 1–64.

<sup>15</sup> *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*, Wharton Leadership Center, University of Pennsylvania, 2010, s. 1–72.

<sup>16</sup> D. Park, A. Rozanov, *Asia's Sovereign Wealth Funds and Reform of the Global Reserve System*, Asian Development Bank/ State Street Global Markets, Boston kwiecień 2010 r., s. 1–23.

<sup>17</sup> S. Mezzacapo, *The so-called „Sovereign Wealth Funds”: regulatory issues, financial stability and prudential supervision, Economic and Financial Affairs – European Commission, Economic Papers (Nr 378)*, kwiecień 2009 r., s. 1–106.

ona powoduje gromadzenie się rezerw dewizowych w krajach, w których działają największe SWF. Receptą na ewentualne praktyki destabilizacyjne, podejmowane lub powodowane przez SWF, powinien być elastyczny nadzór (ang. *light regulatory touch*)<sup>18</sup>, stronić powinno się natomiast od „przeregulowania” SWF na fali minionego kryzysu.

Podobne treści zawarł E. M. Truman (w swym przesłuchaniu przed Komisją Spraw Zagranicznych Izby Reprezentantów USA w czasie zaostrenia się globalnego kryzysu ekonomicznego ostatnich lat). Stwierdził on, że SWF nie stwarzają systemowego zagrożenia dla strategicznych interesów Stanów Zjednoczonych, stanowią jedynie element szerszych czynników globalizacyjnych, którym USA muszą sprostać. Najlepszym sposobem obniżenia elementów ryzyka właściwych działalności SWF jest skłanianie ich do większej przejrzystości oraz propagowanie wśród nich dobrych praktyk korporacyjnych<sup>19</sup>. Podobne wnioski można odnaleźć w publikacji B. W. Setsera, który zarekomendował zmianę polityki gospodarczej USA tak, aby (w większym stopniu) uniezależnić ten kraj od obcych źródeł finansowania deficytu na rachunku obrotów bieżących<sup>20</sup>.

Niezmiernie interesującą charakterystyką modeli decyzyjnych SWF stosowanych wobec zaangażowania w spółki niepubliczne, jest praca S. Bernsteina, J. Lernerera oraz A. Schoar. W wynikach tej analizy można odnaleźć empirycznie stwierdzoną negatywną wartość (w kontekście ponadprzeciętnie słabych wyników inwestycyjnych), jaka jest przypisywana tym SWF, w których dużą rolę odgrywają czynniki polityczne. Tworzy to swoisty **mechanizm samokorygujący**, w którym politycznie determinowane SWF, przynosząc niesatysfakcjonujące stopy zwrotu swym mocodawcom, prowokują decyzje o ich restrukturyzacji lub rozwiązaniu<sup>21</sup>.

Obszernym badaniem ilościowym dotyczącym działalności SWF jest dzieło autorstwa B. Bortolottiego (i in.), w którym odnajdujemy opis 803 inwestycji 33 SWF w spółki notowane na giełdzie, w okresie od maja 1985 roku do listopada 2009 roku. Wbrew licznym obiegowym opiniom, badacze ci skonstatowali, że SWF zwykle obejmują niewielkie pakiety w spółkach celowych, ponadprzeciętnie często uczestniczą w pierwszych ofertach publicznych przedsiębiorstw, a także

<sup>18</sup> *Ibidem*.

<sup>19</sup> E. M. Truman, Senior Fellow – Peterson Institute, The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Waszyngton 21 maja 2008 r.

<sup>20</sup> B. W. Setser, Sovereign Wealth and Sovereign Power. The Strategic Consequences of American Indebtedness, Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, The Bernard and Irene Schwartz Series on American Competitiveness, Council Special Report No. 37, Nowy Jork wrzesień 2008 r., s. 1–69.

<sup>21</sup> Por. S. Bernstein, J. Lerner, A. Schoar, The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds, Harvard Business School, Working Paper: 09-112, Boston 2009, s. 1–53.

– w znakomitej większości – starają się współpracować z pozostałymi akcjonariuszami i rzadko podejmują się konfrontacyjnych przedsięwzięć korporacyjnych<sup>22</sup>.

Należy podkreślić, że (niezależnie od prób uogólnienia spostrzeżeń) w działalności SWF występuje duży stopień indywidualizacji. Każdy z SWF reprezentuje własną genezę, a także strategię, jaką postawiły przed nim tworzące go państwa. Z reguły priorytety SWF stanowią połączenie realizacji kilku celów, z których część ma przenikające się pola znaczeniowe. Dla uproszczenia można jednak pogrupować priorytety działania SWF w sposób ujęty w tabeli 1. Choć polityczne przesłanki wynikają z samej konstrukcji SWF, podmioty te spełniają zarazem wiele funkcji technicznych.

**Tabela 1. Systematyka celów realizowanych przez SWF (w podziale na czynniki polityczne i techniczne)**

Kategoria celu	Polityczny	Techniczny
1. Ochrona równowagi budżetowej przed zmiennością dochodów państwa/salda obrotów bieżących		×
2. Dywersyfikacja wpływów z eksportu nieodnawialnych źródeł surowcowych		×
3. Uzyskanie stopy zwrotu przewyższającej dochodowość rezerw dewizowych		×
4. Neutralizacja wpływu rezerw dewizowych na podaż pieniądza krajowego		×
5. Akumulacja oszczędności dla przyszłych pokoleń	×	×
6. Finansowanie rozwoju społeczno-ekonomicznego krajów-dysponentów	×	×
7. Sterowanie rozwojem społeczno-ekonomicznym krajów-beneficjentów	×	
8. Realizowanie innych, wyspecyfikowanych celów politycznych	×	

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów zawartych na witrynie internetowej SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/> [dostęp: 19 października 2010 r.].

Najbardziej użyteczną miarą otwartości światowych SWF jest tzw. indeks przejrzystości Linaburga-Maduella (ang. *Linaburg-Maduell Transparency Index*)<sup>23</sup>. Stanowi on prostą próbę kwantyfikacji praktyk informacyjnych SWF w zakresie

<sup>22</sup> Na czele, rzecz jasna, z aranżowaniem wrogich przejęć. Zob. B. Bortolotti (i in.), *Sovereign Wealth Funds Investment Patterns and Performance*, Nota di Lavoro, Fondazione ENI Enrico Mattei, Mediolan 2009, s. 1-62.

<sup>23</sup> Opis i uwagi metodyczne nt. tego wskaźnika: na odnośnej zakładce witryny SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> [dostęp: 16 października 2010 r.].

różnorodnych cech tych podmiotów. Choć formuła jednorodnych wag przyjętych dla poszczególnych kategorii stanowi znaczne uproszczenie metodyczne i może wydawać się kontrowersyjna<sup>24</sup>, samą ideę rankingu – ze względu na potrzebę zwiększenia otwartości SWF w świecie – należy uznać za udaną. W tabeli 2 zawarto metodykę liczenia wskaźnika przejrzystości SWF Linaburga-Maduella w podziale na składniki transparenacji instytucjonalnej SWF (których gama jest szeroka).

**Tabela 2. Metodyka kalkulacji wskaźnika przejrzystości SWF Linaburga-Maduella**

Punktacja	Zasady kalkulacji wskaźnika przejrzystości Linaburga-Maduella
1	Publikacja informacji na temat celu powstania, źródeł pochodzenia aktywów oraz zakresu własności państwowej
1	Publikacja aktualnych i niezależnie badanych raportów rocznych
1	Publikacja procentowych udziałów w spółkach portfelowych i geograficznej struktury zaangażowania inwestycyjnego
1	Publikacja wyceny portfela inwestycyjnego po cenie rynkowej, stóp zwrotu i wynagrodzenia zarządu
1	Tworzenie standardów etyki, zasad polityki inwestycyjnej i ich wdrażanie
1	Publikacja jasnej strategii i celów inwestycyjnych
1	Jeśli ma to zastosowanie – informacja o podmiotach zależnych i ich danych kontaktowych
1	Jeśli ma to zastosowanie, informacja o zewnętrznych zarządzających
1	Utrzymywanie własnej witryny internetowej
1	Informacja o siedzibie (wraz z danymi kontaktowymi: numerem telefonu i faksu)

Źródło: SWF Institute (uwagi metodyczne na temat indeksu przejrzystości Linaburga-Maduella): <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> [dostęp: 20 października 2010 r.].

Ciekawym aspektem badania przejrzystości informacyjnej światowych SWF jest zestawienie wskazań indeksu Linaburga-Maduella z innymi, uznanymi rankingami społeczno-gospodarczymi, odnoszącymi się do swobód gospodarczych i istotności centrów finansowych. W porównaniu tym posłużono się dodatkowo następującymi klasyfikacjami:

1. Ranking Banku Światowego i International Finance Corporation (IFC) *Doing Business*<sup>25</sup>, który obejmuje kwantyfikację warunków prowadzenia

<sup>24</sup> Np. utrzymywanie własnej witryny internetowej (na której zakres istotnych informacji może być znikomy) zrównano według tego rankingu z faktem publikacji aktualnych i niezależnie badanych rocznych raportów na temat SWF (zasadniczego źródła informacji o światowych inwestorach instytucjonalnych).

<sup>25</sup> Ranking opublikowany jest na odnośnej witrynie internetowej: <http://www.doingbusiness.org/rankings> [dostęp: 20 października 2010 r.].

działalności gospodarczej w 183 krajach świata. Podzbiory tej sumarycznej klasyfikacji odnoszą się do poszczególnych, istotnych z punktu widzenia praktycznego form aktywności ekonomicznej, tj.<sup>26</sup>:

- rozpoczynania działalności gospodarczej (ang. *starting a business*),
- uzyskiwania pozwoleń budowlanych (ang. *dealing with construction permits*),
- zatrudniania pracowników (ang. *employing workers*),
- rejestrowania nieruchomości (ang. *registering property*),
- dostępności kredytów (ang. *getting credit*),
- ochrony praw inwestorów (ang. *protecting investors*),
- rozliczeń podatkowych (ang. *paying taxes*),
- handlu zagranicznego (ang. *trading across borders*),
- możliwości egzekwowania umów (ang. *enforcing contracts*),
- zamykania działalności gospodarczej (ang. *closing a business*);

2. **Wskaźnik globalnych centrów finansowych** (ang. *Global Financial Centres Index, GFCI*)<sup>27</sup> publikowany przez niezależny ośrodek badawczy (ang. *think tank*) Z/Yen. GFCI to próba oceny rangi pełnionej przez poszczególne ośrodki finansowe na świecie poprzez analizę dwóch rodzajów czynników:

- instrumentalne: zewnętrzne miary konkurencyjności pozyskiwane z różnorodnych rankingów (obecnie 64 źródła) odnoszących się do kluczowych aspektów istotności centrów finansowych,
- ankietowe: zbierane dzięki anonimowym kwestionariuszom składanym internetowo przez respondentów znających poszczególne centra finansowe i sukcesywnie opiniujących je.

Wśród czynników instrumentalnych, uznanych za Z/Yen jako kluczowe, są następujące obszary konkurencyjności (pogrupowane według kryterium istotności):

- dostępność wysoko wykwalifikowanej siły roboczej,
- otoczenie regulacyjne,
- dostęp do międzynarodowych rynków finansowych,
- dostęp do infrastruktury gospodarczej,
- dostęp do klientów,
- uczciwe i sprawiedliwe otoczenie gospodarcze,
- przyjazność instytucji rządowych,

<sup>26</sup> Uwagi dotyczące metodyki kalkulacji wskaźnika Doing Business i poszczególnych jego komponentów na witrynie: <http://www.doingbusiness.org/methodology> [dostęp: 20 października 2010 r.].

<sup>27</sup> Opis metodyki wyliczania indeksu na witrynie Z/Yen: <http://www.zyen.com/long-finance/global-financial-centres-index-gfci/methodology.html> [dostęp: 20 października 2010 r.].

- opodatkowanie przedsiębiorstw,
- poziom kosztów operacyjnych,
- dostępność profesjonalnych usług,
- jakość życia,
- poziom kultury i zdolności językowych,
- jakość/dostępność powierzchni biurowej,
- opodatkowanie osób fizycznych.

3. **Wskaźnik postrzegania korupcji** (ang. *Corruption Perceptions Index*, CPI)<sup>28</sup> stanowiący próbę kwantyfikacji przez Transparency International (globalną organizację stawiającą sobie za cel walkę z tą plagą społeczną) zjawisk korupcyjnych w poszczególnych gospodarkach świata. Dane do rankingu zbierane są pośród 10 instytucji międzynarodowych, na podstawie 13 typów badań ankietowych. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że CPI jest miarą percepcji zachowań korupcyjnych, nie zaś empirycznie stwierdzonych przykładów korupcji (tj. korupcji jako takiej), co stanowi jedno z ograniczeń tego miernika.

4. Łączny **ranking swobód politycznych i osobistych** (ang. *Freedom in the World*)<sup>29</sup> autorstwa Freedom House – opiniotwórczej organizacji pozarządowej założonej w USA w 1941 roku przez W. Wilkiego i E. Roosevelt – stanowi ocenę dwóch zasadniczych obszarów wolności człowieka: politycznej i osobistej. Każdy z krajów oceniany jest w tych dwóch kategoriach, a łączny wynik stanowi średnią z obu szacunków. Kraje, na podstawie tych wskazań, kwalifikowane są następnie jako „wolne”, „częściowo wolne” i „pozbawione wolności”. Interpretacja swobód w obu obszarach dokonywana jest w odniesieniu do Powszechnej Deklaracji Praw Człowieka – przyjętej przez Zgromadzenie Ogólne Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ) w 1948 roku<sup>30</sup>.

5. **Wskaźnik wolności ekonomicznej** (ang. *Index of Economic Freedom*)<sup>31</sup> Heritage Foundation oraz The Wall Street Journal jest szacunkiem stopnia liberalizmu gospodarczego, dla którego pierwotną inspiracją było

<sup>28</sup> Skrócona oraz poszerzona metodyka opublikowana jest na witrynie Transparency International: [http://www.transparency.org/policy\\_research/surveys\\_indices/cpi/2010/in\\_detail#4](http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/in_detail#4) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>29</sup> Podsumowanie metody kwantyfikacji tego rankingu w: [http://www.freedomhouse.org/uploads/fiw10/FTW\\_2010\\_Methodology\\_Summary.pdf](http://www.freedomhouse.org/uploads/fiw10/FTW_2010_Methodology_Summary.pdf) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>30</sup> Tekst polskojęzyczny Deklaracji w Wikisource: [http://pl.wikisource.org/wiki/Powszechna\\_Deklaracja\\_Praw\\_Cz%C5%82owieka\\_\(1948\)](http://pl.wikisource.org/wiki/Powszechna_Deklaracja_Praw_Cz%C5%82owieka_(1948)) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>31</sup> Idea i metodyka kalkulacji wskaźnika na witrynie Heritage Foundation: <http://www.heritage.org/index/About.aspx> [dostęp: 21 października 2010 r.].



rozumienie wolności gospodarczej zawarte w dziele A. Smitha, *Bogactwo narodów*<sup>32</sup>. Indeks złożony jest z określenia 10 typów wolności:

- prowadzenia biznesu,
- handlu,
- od fiskalizmu,
- wydatków rządowych,
- od wydatków rządowych,
- pieniężnej,
- inwestycyjnej,
- finansowej,
- nieruchomości,
- od korupcji,
- pracy.

Rozpatrując wskaźnik przejrzystości SWF (Linaburga-Maduella) wraz z przedstawionymi miernikami warunków prowadzenia działalności gospodarczej, stopnia swobód socjoekonomicznych i obywatelskich, a także istotności globalnych centrów kapitałowych, można pokusić się o następujące obserwacje (por. tabela 3):

- przejrzystość instytucjonalna SWF jest – w znacznej mierze – pochodną otoczenia socjoekonomicznego i politycznego, w jakim przyszło im funkcjonować (nietrudno zauważyć korelację wysokich not transparentności SWF z ogólnym stopniem liberalizmu ekonomicznego i politycznego krajów-dysponentów),
- niektóre SWF osiągają wskaźniki Linaburga-Maduella znacznie przewyższające średnie standardy socjoekonomiczne i polityczne właściwe państwom, z których się wywodzą, mogą więc istnieć przesłanki dla kreowania odpowiedzialnej i przejrzystej polityki inwestycyjnej tego typu funduszy (nawet w reżimach uznawanych za względnie autorytarne),
- ranga lokalnego rynku finansowego nie jest czynnikiem, który determinuje stopień otwartości danego SWF w prezentowaniu przezeń informacji operacyjnej lub finansowej: ma to zarówno związek z niedorozwojem rynków kapitałowych w wielu gospodarkach wschodzących (skąd bierze się większość SWF), a także stylem inwestycyjnym tych funduszy – dominującą praktyką jest lokowanie środków w skali globalnej, często także przez pośredników finansowych.

<sup>32</sup> Pełen tekst dzieła (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*) w formie elektronicznej na witrynie Library of Economics & Liberty: <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html> [dostęp: 21 października 2010 r.].

Tabela 3. Państwa-obszary dysponujące największymi SWF w świecie: rankingi międzynarodowe<sup>a</sup> za lata 2009–2010

Państwo – terytorium <sup>b</sup>	Linaburg- Maduell 1–10 (50)	Doing Business 1–183 (183) <sup>c</sup>	Z/Yen GFCI 1–44 (75) <sup>d</sup>	Transparency International: CPI 1–10 (178)	Freedom House: Freedom in the World 7–1 (194)	Heritage: Economic Freedom 0–100 (183)
Norwegia	10	10	53	8,6	1,0	69,4
Singapur	10	1	4	9,3	4,0	86,1
USA – Alaska	10	4	2	7,1	1,0	78,0
Irlandia	10	7	29	8,0	1,0	81,3
Chile	10	49	bd.	7,2	1,0	77,2
Azerbejdżan	10	38	bd.	2,4	5,5	58,8
ZEA – Abu Zabi	10	33	28	6,3	5,5	67,3
Nowa Zelandia	10	2	38	9,3	1,0	82,1
Australia	9	9	10	8,7	1,0	82,6
Korea Południowa	9	19	24	5,4	1,5	69,9
Kanada	9	8	12	8,9	1,0	80,4
USA – Nowy Meksyk	9	4	2	7,1	1,0	78,0
USA – Wyoming	9	4	2	7,1	1,0	78,0
Chiny – Hongkong	8	3	3	8,4	3,5	89,7
Bahrajn	8	20	42	4,9	5,5	76,3
Chiny	6	89	6	3,5	6,5	51,0
Singapur	6	1	4	9,3	4,5	86,1
Kuwejt	6	61	bd.	4,5	4,0	67,7
Kazachstan	6	63	bd.	2,9	5,5	61,0
Timor Wschodni	6	164	bd.	2,5	bd.	45,8
Chiny	5	89	6	3,5	6,5	51,0
Rosja	5	120	68	2,1	5,5	50,3
Katar	5	39	34	7,7	5,5	69,0
Trynidad i Tobago	5	81	bd.	3,6	2,0	65,7
Malezja	4	23	48	4,4	4,0	64,8
ZEA – Dubaj	4	33	28	6,3	5,5	67,3
Chiny	4	89	6	3,5	6,5	51,0
Wietnam	4	93	bd.	2,7	6,0	49,8
ZEA – Abu Zabi	3	33	28	6,3	5,5	67,3
Arabia Saudyjska	3	13	69	4,7	6,5	64,1
ZEA – Ras al-Chajma	3	33	28	6,3	5,5	67,3

cd. tabeli 3

Państwo – terytorium <sup>b</sup>	Linaburg- Maduell 1–10 (50)	Doing Business 1–183 (183) <sup>c</sup>	Z/Yen GFCI 1–44 (75) <sup>d</sup>	Transparency International: CPI 1–10 (178)	Freedom House: Freedom in the World 7–1 (194)	Heritage: Economic Freedom 0–100 (183)
Arabia Saudyjska	2	13	69	4,7	6,5	64,1
Chiny	2	89	6	3,5	6,5	51,0
Libia	2	bd.	bd.	2,2	7,0	40,2
ZEA – Federalny	2	33	28	6,3	5,5	67,3
Algieria	1	136	bd.	2,9	5,5	56,9
Brunei	1	96	bd.	5,5	5,5	bd.
Iran	1	137	bd.	2,2	6,0	43,4
Oman	1	65	bd.	5,3	5,5	67,7
Botswana	1	45	bd.	5,8	2,5	70,3
Wenezuela	1	177	bd.	2,0	4,5	37,1
Nigeria	1	125	bd.	2,4	4,5	56,8
Kiribati	1	79	bd.	3,2	1,0	43,7
Mauretania	1	166	bd.	2,3	5,5	52,0
Francja	bd.	31	18	6,8	1,0	64,2
ZEA – Abu Zabi	bd.	33	28	6,3	5,5	67,3
Brazylia	bd.	129	52	3,7	2,0	55,6
Indonezja	bd.	122	62	2,8	2,5	55,5
Oman	bd.	65	bd.	5,3	5,5	67,7
ZEA – Abu Zabi	bd.	33	28	6,3	5,5	67,3

Uwaga: <sup>a</sup> w nagłówku każdego z rankingów wykazano przedział liczbowy, w jakim mieszczą się obserwacje (od najgorszej – do najlepszej), zaś w nawiasie podano liczbę uczestników rankingu w każdej z kategorii; <sup>b</sup> w przypadku dwóch (lub więcej) SWF pochodzących z tego samego państwa otrzymały one ten sam ranking krajowy w danej kategorii; <sup>c</sup> ranking Doing Business nie zawiera tu wyników liczbowych (a tylko kolejność państw); <sup>d</sup> dla GFCI zastosowano kolejność państw (bez wskazań punktowych), a także najlepszy wskaźnik centrum finansowego (miasta) dla danego kraju.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: SWF Institute (ranking SWF za 2010 r.): <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>; Doing Business (sumaryczny ranking Banku Światowego i IFC za 2010 r.): <http://www.doingbusiness.org/rankings>; Heritage Foundation/Wall Street Journal (ranking wolności ekonomicznej za 2010 r.): <http://www.heritage.org/Index/Ranking.aspx>; Z/Yen Group (ranking globalnych centrów finansowych – Global Financial Centres Index, GFCI za wrzesień 2010 r.): <http://www.zyen.com/PDF/GFCI%208.pdf>; Transparency International (wskaźnik percepcji korupcji – Corruption Perceptions Index, CPI za 2010 r.): [http://www.transparency.org/policy\\_research/surveys\\_indices/cpi/2010/results](http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/results); Freedom in the World (łączny, uśredniony ranking wolności politycznej i osobistej za 2010 r.): <http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=251&year=2010> [dostęp: 21 października 2010 r.].

### 3. Wpływ SWF na polską gospodarkę

W światowej literaturze ekonomicznej trudno natknąć się na wiarygodne, kompletne szacunki inwestycji SWF w poszczególnych gospodarkach wschodzących (włączając w to Polskę). Przykłady zainteresowania inwestycjami SWF w odniesieniu do polskich aktywów można jednakże zilustrować następująco<sup>33</sup>:

- inwestycje norweskiego Government Pension Fund Global w polskie obligacje skarbowe, a także akcje notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (na koniec 2009 roku fundusz ten posiadał zdywersyfikowane udziały w aż 40 polskich spółkach giełdowych<sup>34</sup>),
- Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) podejmowała inwestycje w Polsce za pośrednictwem rodzimego funduszu *private equity*: Copernicus Capital Partners TFI S.A.,
- ADIA posiada także udziały w Eastern European Trust Plc.<sup>35</sup>, który aktywnie inwestuje w krajach Europy Środkowo-Wschodniej,
- fundusze państw Zatoki Perskiej (na czele z Kuwait Investment Authority oraz Qatar Investment Authority<sup>36</sup>) przejawiały zainteresowanie inwestycjami o charakterze bezpośrednim w różnorodnej branży polskiego przemysłu<sup>37</sup>.

Prawdopodobny wpływ SWF na polską gospodarkę jest z pewnością jednak znacznie większy. Rysunek 1 pokazuje obrót akcjami przedsiębiorstw na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie w prawie 50% kontrolowany jest przez **inwestorów zagranicznych**; spadek wynikający z tzw. ucieczki do bezpieczeństwa<sup>38</sup> w okresie ostatniego globalnego kryzysu ekonomicznego został już z nadkładem przewyższony.

<sup>33</sup> R. Ostaszewski, Państwowe fundusze majątkowe, „Pieniądz, giełda, gospodarka”, Poznań 2009, s. 152–170; artykuł opublikowany także na polskojęzycznej witrynie: Sovereign Wealth Funds – Państwowe Fundusze Majątkowe, <http://www.sovereignwealthfunds.pl/wp-content/uploads/2010/09/SovereignWealthFunds.pdf> [dostęp: 20 października 2010 r.].

<sup>34</sup> Raport roczny nt. działalności Government Pension Fund Globa za 2009 r., opublikowany na wirynie funduszu: [http://www.nbim.no/Global/Documents/Holdings/EQ\\_holdings\\_SPU\\_Sorted\\_09.pdf](http://www.nbim.no/Global/Documents/Holdings/EQ_holdings_SPU_Sorted_09.pdf) [dostęp: 21 października 2010 r.].

<sup>35</sup> Towarzystwie funduszy inwestycyjnych, jakie operuje poprzez fundusze zamknięte (polityką inwestycyjną zbliżone do kategorii tzw. inwestorów alternatywnych).

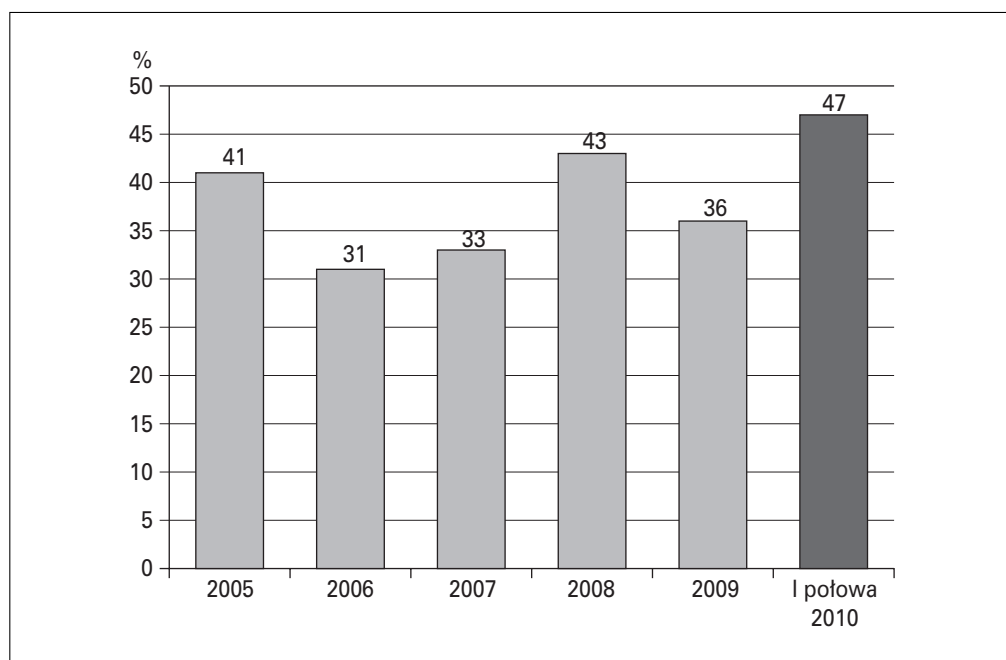
<sup>36</sup> Włącznie z nieudanym, niestety, pomysłem przejęcia aktywów upadających polskich stoczni (Gdynia i Szczecin); por. P. Wiśniewski, Sovereign Wealth Funds – Państwowe Fundusze Majątkowe, Biuro Analiz Sejmowych (BAS) Sejmu RP, Seria „Infos – Zagadnienia społeczno-gospodarcze”, Nr 19(66), 22 października 2009 r., s. 1–4; materiał opublikowany na witrynie BAS: [http://parl.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/\\$file/Infos\\_66.pdf](http://parl.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/$file/Infos_66.pdf) [dostęp: 16 października 2010 r.].

<sup>37</sup> R. Ostaszewski, Państwowe fundusze..., *op. cit.*, s. 17.

<sup>38</sup> Ang. *flight to safety*, tj. migracji środków zarządzanych przez globalnych inwestorów od rodzajów aktywów uznawanych za ryzykowne, do tych postrzeganych jako bezpieczne; por. B. Noeth, R. Sengupta, Flight to Safety and U.S. Treasury Securities, *The Regional Economist*, lipiec 2010 r., s. 1–2.

Historycznie – znaczna część międzynarodowych inwestorów zainteresowanych polskimi walorami reprezentowała podmioty o znacznym „apetycie na ryzyko”, m.in. inwestorów w tzw. aktywa alternatywne. Należy założyć, że pokaźna część tego rodzaju lokat, ze względu na wykorzystywanie pośredników oraz anonimowość obrotu na rynkach finansowych, nie była identyfikowana. Dokonująca się obecnie prywatyzacja warszawskiego parkietu wzbudziła zainteresowanie SWF, które złożyły zapisy w tzw. *book-buildingu*<sup>39</sup>. Z pewnością sprywatyzowana polska giełda, na której partnerzy zagraniczni nie tylko będą odgrywać rolę inwestorów, ale także współwłaścicieli, będzie przyciągać coraz więcej światowych SWF.

**Rysunek 1. Udział inwestorów zagranicznych w obrotach akcjami na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie (w okresie: 2005 rok–I połowa 2010 roku – w %)**

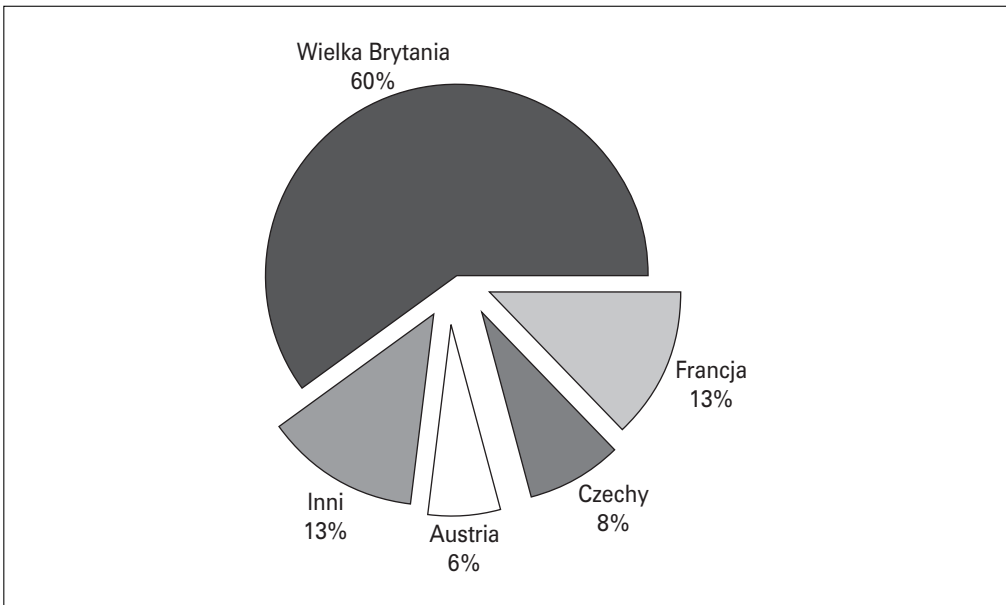


Źródło: Inwestorzy w obrotach giełdowych – I połowa 2010 r. (podsumowanie badania), [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje\\_gieldowe&k=9&i=/publikacje/publikacje&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=9&i=/publikacje/publikacje&sky=1) [dostęp: 20 października 2010 r.].

<sup>39</sup> M. Sobczyk, M. Kruk, Update: Poland Prices Warsaw Stock Exchange IPO at PLN 46/Share, Dow Jones Newswires, Nowy Jork 29 października 2010 r.; materiał opublikowany elektronicznie na witrynie NASDAQ: <http://www.nasdaq.com/aspx/company-news-story.aspx?storyid=201010291059DOWJONESDJONLINE000500> [dostęp: 29 października 2010 r.]. Book-building uprzedza ofertę publiczną i jest procesem składania deklaracji zakupu akcji i jej ceny, brany pod uwagę przy ustalaniu ceny emisyjnej na rynku pierwotnym, definicja zawarta w słowniku giełdowym portalu [www.interia.pl](http://www.interia.pl): <http://mojeinwestycje.interia.pl/slow/gie?hid=752> [dostęp: 20 października 2010 r.].

Za dużą dywersyfikacją inwestorów zagranicznych operujących na GPW w Warszawie przemawia także struktura obrotu zagranicznego (por. rysunek 2). W przypadku akcji polskich przedsiębiorstw około 60% inwestycji dokonywanych jest ze strony spółek brytyjskich, które charakteryzuje największy stopień tzw. umiędzynarodowienia (roli kapitałów obcych) spośród wszystkich istotnych centrów kapitałowych w świecie<sup>40</sup>.

**Rysunek 2. Struktura inwestorów zagranicznych (w podziale na państwa) w obrotach akcjami na GPW w II połowie 2010 roku**



Źródło: Inwestorzy w obrotach giełdowych..., *op. cit.*

#### 4. Podsumowanie

Państwowe fundusze majątkowe (ang. *Sovereign Wealth Funds*, SWF) są obecnie (po globalnym kryzysie ekonomicznym lat 2007–2009) największą klasą inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w tzw. aktywa alternatywne w skali ogólnoswiatowej. Charakter działalności alokacyjnej SWF, ich strategia i całościowe motywacje pozostają wciąż słabo rozpoznane – głównie za sprawą ograniczonych praktyk informacyjnych tych funduszy.

<sup>40</sup> Por. analizę Z/Yen i Corporation of London, *The Competitive Position of London as a Global Financial Centre*, materiał opublikowany na witrynie Z/Yen: <http://www.zyen.com/PDF/LCGFC.pdf> [dostęp: 21 października 2010 r.].

SWF (z definicji) łączącą w sobie priorytety efektywności zarządzania portfelowego z realizacją celów o charakterze społeczno-politycznym. Ze względu na państwowe uwarunkowania towarzyszące tworzeniu oraz zarządzaniu SWF nie da się abstrahować od kombinacji obu tych celów.

Oceniając użyteczność SWF z perspektywy współczesnej teorii i praktyki ekonomicznej, należy podkreślić zaangażowanie tych funduszy w wiele produktywnych społecznie przedmiotów inwestycji (aktywów portfelowych). Ryzykiem są wszak motywy polityczne, szczególnie w okresach systemowej **destabilizacji** (*vide* – miniony kryzys ekonomiczny).

Nadmierny protekcyjnizm w stosunku do SWF niwelowałby ogromne pożytki, jakie gospodarka światowa (na czele z odbiorcami ich inwestycji) odnosi w wyniku zaangażowania tych funduszy. Występuje natomiast potrzeba poprawy standardów przejrzystości instytucjonalnej SWF (przede wszystkim zaś regularnego i wszechstronnego raportowania operacyjno-finansowego). Dobrym punktem wyjścia dla tego procesu byłoby upowszechnienie rankingu Linaburga-Maduella i powiązanie jego wyników z ewentualnymi, ograniczonymi sankcjami regulacyjnymi (protekcjonistycznymi) wobec funduszy, które nie są skłonne sprostać minimalnym wymogom transparenacji.

Z perspektywy polskiej, przy wciąż dużych potrzebach kapitałowych rodzimych przedsiębiorstw – korzyści wynikające z ewentualnego zainteresowania SWF, szczególnie w odniesieniu do inwestycji infrastrukturalnych – znacznie przewyższają elementy ewentualnego ryzyka związane z aktywnością tych funduszy. Należy więc dynamicznie zabiegać o zaangażowanie SWF, włącznie z powołaniem wyspecjalizowanej komórki organizacyjnej (w ramach istniejących agend rządowych), która promowałaby Polskę wśród światowych SWF. Znaczna część z nich nie ma bowiem bezpośrednich interesów dotyczących naszego kraju i może z powodzeniem służyć dywersyfikacji ryzyka politycznego, przy spełnianiu szeregu użytecznych funkcji ekonomicznych.

## 5. Bibliografia

1. Allen M., Caruana J., Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda, International Monetary Fund, 29 lutego 2008 r.
2. Analiza Z/Yen i Corporation of London, The Competitive Position of London as a Global Financial Centre, materiał opublikowany na witrynie Z/Yen: <http://www.zyen.com/PDF/LCGFC.pdf> [dostęp: 21 października 2010 r.].
3. Avendaño R., Santiso J., Are Sovereign Wealth Funds' Investment Politically Biased? A Comparison with Mutual Funds, OECD Development Centre, Working Paper No. 283, Paryż grudzień 2009 r.

4. Balding C., *Portfolio Analysis Of Sovereign Wealth Funds*, University of California, Irvine czerwiec 2008 r.
5. Bernstein S., Lerner J., Schoar A., *The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds*, Harvard Business School, Working Paper: 09-112, Boston 2009.
6. Book-building – definicja zawarta w słowniku giełdowym portalu [www.interia.pl](http://www.interia.pl): <http://mojeinwestycje.interia.pl/slow/gie?hid=752> [dostęp: 20 października 2010 r.].
7. Bortolotti B. (i in.), *Sovereign Wealth Funds Investment Patterns and Performance*, Nota di Lavoro, Fondazione ENI Enrico Mattei, Mediolan 2009.
8. Chalamish E. (Global Fellow – New York University School of Law), *Protectionism and Sovereign Investment post Global Recession*, Global Forum on International Investment – OECD, 7–8 grudnia 2009 r.
9. Definicja SWF na witrynie internetowej SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/what-is-a-swf/> [dostęp: 19 października 2010 r.].
10. Elektroniczne wydanie Encyclopædia Britannica: <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/479643/protectionism> [dostęp: 15 października 2010 r.].
11. Gilson R. J., Milhaupt C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Merchantilism*, Rock Center for Corporate Governance Stanford University, Working Paper Series No. 26, Stanford University Law and Economics Olin Working Paper No. 355, Columbia University Law and Economics Working Paper No. 328.
12. [http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje\\_gieldowe&k=9&i=/publikacje/publikacje&sky=1](http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=9&i=/publikacje/publikacje&sky=1) [dostęp: 20 października 2010 r.].
13. IWG-SWF (witryna internetowa organizacji): <http://www.iwg-swf.org/pubs/gap-list.htm> [dostęp: 21 października 2010 r.].
14. Metodyka kalkulacji Corruption Perceptions Index (CPI) na witrynie internetowej Transparency International: [http://www.transparency.org/policy\\_research/surveys\\_indices/cpi/2010/in\\_detail#4](http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2010/in_detail#4) [dostęp: 21 października 2010 r.].
15. Metodyka kalkulacji wskaźnika Doing Business i poszczególnych jego komponentów na witrynie: <http://www.doingbusiness.org/methodology> [dostęp: 20 października 2010 r.].
16. Metodyka kalkulacji wskaźnika przejrzystości SWF (Linaburga-Maduella) na witrynie internetowej SWF Institute: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/> [dostęp: 16 października 2010 r.].
17. Metodyka kalkulacji wskaźnika wolności ekonomicznej Heritage Foundation – na witrynie internetowej tej organizacji: <http://www.heritage.org/index/About.aspx> [dostęp: 21 października 2010 r.].
18. Metodyka kwantyfikacji rankingu Freedom House w: [http://www.freedomhouse.org/uploads/fiw10/FIW\\_2010\\_Methodology\\_Summary.pdf](http://www.freedomhouse.org/uploads/fiw10/FIW_2010_Methodology_Summary.pdf) [dostęp: 21 października 2010 r.].



19. Metodyka wyliczenia indeksu Global Financial Centres Index (GFCI) na witrynie Z/Yen: <http://www.zyen.com/long-finance/global-financial-centres-index-gfci/methodology.html> [dostęp: 20 października 2010 r.].
20. Mezzacapo S., The so-called „Sovereign Wealth Funds”: regulatory issues, financial stability and prudential supervision, *Economic and Financial Affairs – European Commission, Economic Papers* (Nr 378), kwiecień 2009 r.
21. Noeth B., Sengupta R., Flight to Safety and U.S. Treasury Securities, *The Regional Economist*, lipiec 2010 r.
22. OECD: materiał ze spotkania Rady OECD na szczepku ministerialnym pt. OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, 5 czerwca 2008 r.; skrót materiału przedstawiony na stronie internetowej OECD: [http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(2008\)8/FINAL&doclanguage=en](http://www.oecd.org/officialdocuments/displaydocumentpdf/?cote=C/MIN(2008)8/FINAL&doclanguage=en) [dostęp: 20 października 2010 r.].
23. OECD: okresowe raporty nt. przestrzegania zasad „wolności inwestycyjnej”, np. Building Trust and Confidence in International Investment – Report by Countries Participating in the „Freedom of Investment” Process, OECD Publications, marzec 2009 r.
24. OECD: zakładka tematyczna dotycząca standardów współpracy z SWF: [http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en\\_2649\\_34887\\_41807059\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_34887_41807059_1_1_1_1,00.html) [dostęp: 21 października 2010 r.].
25. OECD: zakładka tematyczna nt. umacniania wolności inwestycyjnej na portalu internetowym tej instytucji: [http://www.oecd.org/document/7/0,3343,en\\_2649\\_34887\\_37363207\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/7/0,3343,en_2649_34887_37363207_1_1_1_1,00.html) [dostęp: 21 października 2010 r.].
26. Ostaszewski R., Państwowe fundusze majątkowe, „Pieniądz, giełda, gospodarka”, Poznań 2009; artykuł opublikowany także na polskojęzycznej witrynie: Sovereign Wealth Funds – Państwowe Fundusze Majątkowe, <http://www.sovereignwealthfunds.pl/wp-content/uploads/2010/09/SovereignWealthFunds.pdf> [dostęp: 20 października 2010 r.].
27. Park D., Rozanov A., Asia’s Sovereign Wealth Funds and Reform of the Global Reserve System, Asian Development Bank/ State Street Global Markets, Boston kwiecień 2010 r.
28. Powszechna Deklaracja Praw Człowieka – tekst polskojęzyczny w „Wikisource”: [http://pl.wikisource.org/wiki/Powszechna\\_Deklaracja\\_Praw\\_Cz%C5%82owieka\\_\(1948\)](http://pl.wikisource.org/wiki/Powszechna_Deklaracja_Praw_Cz%C5%82owieka_(1948)) [dostęp: 21 października 2010 r.].
29. Ranking „doing business”: <http://www.doingbusiness.org/rankings> [dostęp: 20 października 2010 r.].
30. Raport Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie: Inwestorzy w obrotach giełdowych – I połowa 2010 r. (podsumowanie badania), dostępny na witrynie internetowej: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
31. Raport roczny z działalności Government Pension Fund Global za 2009 r., opublikowany na wirynie internetowej funduszu: <http://www.nbim.no/Global/>

- Documents/Holdings/EQ\_holdings\_SPU\_Sorted\_09.pdf [dostęp: 21 października 2010 r.].
32. Setser B.W., *Sovereign Wealth and Sovereign Power. The Strategic Consequences of American Indebtedness*, Council on Foreign Relations, Center for Geoeconomic Studies, The Bernard and Irene Schwartz Series on American Competitiveness, Council Special Report No. 37, Nowy Jork wrzesień 2008 r.
  33. Smith A. (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*), pełen tekst dzieła w formie elektronicznej na witrynie Library of Economics & Liberty: <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html> [dostęp: 21 października 2010 r.].
  34. Sobczyk M., Kruk M., *Update: Poland Prices Warsaw Stock Exchange IPO at PLN 46/Share*, Dow Jones Newswires, Nowy Jork 29 października 2010 r.; materiał opublikowany elektronicznie na witrynie NASDAQ: <http://www.nasdaq.com/asp/company-news-story.aspx?storyid=201010291059DOWJONESDJONLINE000500> [dostęp: 29 października 2010 r.].
  35. Sun T., Hesse H., *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability – An Event Study Analysis*, IMF Working Paper (WP/09/239), październik 2009 r.
  36. *The Brave New World of Sovereign Wealth Funds*, Wharton Leadership Center, University of Pennsylvania, 2010.
  37. Truman E. M., Senior Fellow – Peterson Institute, *The Rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on US Foreign Policy and Economic Interests*, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Waszyngton 21 maja 2008 r.
  38. Wiśniewski P., *Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe*, Biuro Analiz Sejmowych (BAS) Sejmu RP, Seria „Infos – Zagadnienia społeczno-gospodarcze”, Nr 19(66), 22 października 2009 r.; materiał opublikowany na witrynie BAS: [http://parl.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/\\$file/Infos\\_66.pdf](http://parl.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/$file/Infos_66.pdf) [dostęp: 16 października 2010 r.].

## **Model stałej korelacji w optymalizacji portfela inwestycyjnego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie**

### **1. Wprowadzenie**

Celem niniejszego opracowania jest analiza skuteczności modelu stałej korelacji w optymalizacji portfela papierów wartościowych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW w Warszawie). Model stałej korelacji służy selekcji portfela optymalnego przy analizie w kategoriach średniej stopy zwrotu i wariancji. Zakłada on, że współczynniki korelacji pomiędzy stopami zwrotu z 2 dowolnych walorów są równe<sup>1</sup>.

Model został wprowadzony i spopularyzowany przez Eltona, Grubera i Padberga w serii artykułów poświęconych selekcji portfeli optymalnych<sup>2</sup>. Wskazywano, że uproszczenie polegające na przyjęciu jednej wartości korelacji nie musi prowadzić do otrzymania portfeli o niższej efektywności niż w przypadku portfeli wyznaczanych na podstawie dokładnych historycznych wartości korelacji. Model wykorzystuje te same zasady selekcji portfeli co modele wskaźnikowe i możliwe jest skonstruowanie algorytmu selekcji portfeli, który będzie miał zastosowanie zarówno w modelu stałej korelacji, jak i w modelach wskaźnikowych<sup>3</sup>.

Wcześniejsze obserwacje autora wskazują na możliwość występowania na GPW w Warszawie stosunkowo stabilnej struktury wartości współczynników korelacji w czasie. Pod pojęciem struktury rozumiany jest rozkład wartości korelacji. Wartość pojedynczych współczynników korelacji pomiędzy stopami zwrotu dwóch

---

<sup>1</sup> C. C. Y. Kwan, Some Further Analytical Properties of the Constant Correlation Model for Portfolio Selection, „International Journal of Theoretical and Applied Finance”, 2006, Vol. 9, No. 7, s. 1071.

<sup>2</sup> Zob. np. E. J. Elton, M. J. Gruber, Simple Criteria for Optimal Portfolio Selection, „Journal of Finance”, Xi, No. 5, December 1976, s. 1341–1357 oraz E. J. Elton, M. J. Gruber, M. W. Padberg, Optimal Portfolios from Simple Ranking Devices, „Journal of Portfolio Management”, Spring 1978, Vol. 4, No. 3, s. 15–19.

<sup>3</sup> Zob. C. C. Y. Kwan, Portfolio Analysis Using Single Index, Multi-Index, and Constant Correlation Models: a Unified Treatment, „The Journal of Finance”, December 1984, XXXIX, No. 5, s. 1469–1483.

walorów ulegała dość istotnym zmianom w czasie<sup>4</sup>. Te obserwacje stanowią bezpośrednią przyczynę chęci przeprowadzenia bliższej analizy modelu stałej korelacji.

W opracowaniu najpierw prezentowana jest analiza samej zmienności wartości współczynników korelacji stóp zwrotu z akcji notowanych na GPW w Warszawie. Następnie omówiona została metodologia badania efektywności modelu stałej korelacji oraz wyniki tego badania.

## 2. Zmienność współczynników korelacji w czasie

Obserwacje dotyczące zachowania korelacji zostały przez autora przeprowadzone w okresie do końca 2007 roku, a charakter zmian wartości współczynników korelacji jest kluczowy dla modelu stałej korelacji, dlatego postanowiono dokonać dokładniejszej analizy tego zjawiska, z uwzględnieniem nowych danych odnoszących się do kursów akcji na GPW w Warszawie.

Analizę przeprowadzono na podstawie danych na temat kursów akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie w okresie od 2001 roku włącznie do końca czerwca 2010 roku włącznie. Wykorzystano dane dostępne na stronie internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A.<sup>5</sup> Kalkulacje oparto na miesięcznych stopach zwrotu. W celu analizy zmienności korelacji w czasie wykorzystano stopy zwrotu z akcji spółek, które były notowane w całym analizowanym okresie. Tak dobrana próba liczyła 117 spółek. Badany okres podzielono na 4 okresy dwuletnie (poczynając od 2001 roku) oraz jeden okres od długości 18 miesięcy (od początku 2009 roku do czerwca 2010 roku).

Dodatkowo dla ostatniego okresu dokonano oszacowań współczynników korelacji na podstawie kursów akcji wszystkich akcji spółek, które były notowane w całym tym okresie. Dzięki temu otrzymano próbę liczącą 316 podmiotów. Miało to na celu umożliwienie oceny, czy nowe wchodzące na GPW w Warszawie spółki zmieniają obraz kształtowania się korelacji na tym rynku.

By ocenić otrzymane współczynniki korelacji i ich strukturę dla każdego podokresu obliczono średnią wartość współczynnika korelacji, odchylenie standardowe wartości współczynników korelacji, wartość najwyższą i najniższą, skośność i kurtozę rozkładu oraz skonstruowano rozkład oparty na 21 przedziałach.

Ocena zmienności wartości współczynników korelacji w czasie została oparta na zmianach wartości pojedynczych współczynników korelacji z okresu na

<sup>4</sup> Zob. P. Czapiewski, Forecasting Correlation Coefficients on the Polish Capital Market with the Application of Beta Coefficients, „Journal of Management and Financial Sciences”, October 2008, Vol. 1, Issue 1, s. 57–58.

<sup>5</sup> www.bossa.pl, z 14 lipca 2010 r.

okres. Dla tak oszacowanych zmian obliczono średnią i odchylenie standardowe. Dodatkowo ocena zmienności struktury korelacji w czasie była dokonana według otrzymanych dla poszczególnych podokresów rozkładów wartości korelacji.

**Tabela 1. Podstawowe parametry otrzymanych rozkładów wartości współczynników korelacji**

Okres od do	Akcje 117 spółek					Akcje 316 spółek
	2001–2002	2003–2004	2005–2006	2007–2008	2009 I połowa 2010	2009 I połowa 2010
Średnia	0,1136	0,1868	0,1794	0,3140	0,3632	0,3424
Mediana	0,1108	0,1874	0,1747	0,3240	0,3904	0,3648
Odchylenie standardowe	0,2407	0,2335	0,2053	0,2062	0,2393	0,2521
Wartość najwyższa	0,7992	0,8879	0,9170	0,9308	0,9216	0,9217
Wartość najniższa	-0,7497	-0,6583	-0,5438	-0,5803	-0,5287	-0,8681
Skośność	0,0572	-0,0477	0,0739	-0,2693	-0,4856	-0,4572
Kurtoza	-0,2515	-0,3595	-0,2350	0,0002	-0,0991	-0,0691

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl) z 14 lipca 2010 r.

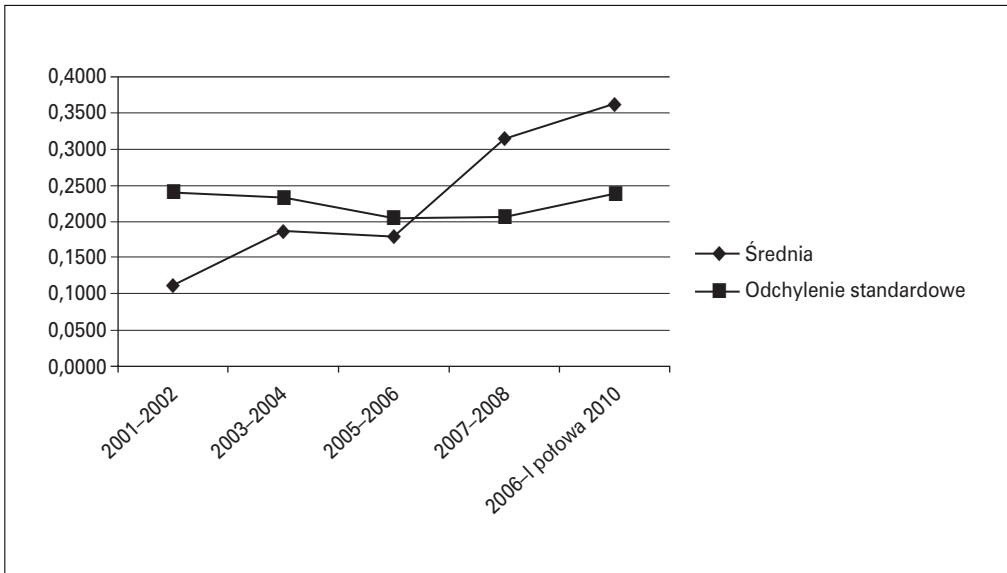
Tabela 1 zawiera zestawienie podstawowych statystyk otrzymanych rozkładów wartości współczynników korelacji. Wartość średnia współczynników korelacji zmienia się istotnie w analizowanym okresie i wyraźnie wzrasta w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego, tj. w 2008 roku. Wysoka wartość utrzymuje się też później. Odchylenie standardowe pozostaje stosunkowo stabilne i pozostaje w przedziale 20,5–24%. Zmiany średniej wskazują na niestabilność rozkładów, co wstępnie wskazuje na fakt, że dla GPW w Warszawie model stałej korelacji może być zbyt dużym uproszczeniem.

Należy zaznaczyć, że wzrost wartości średniej może być tłumaczony wspomnianym kryzysem finansowym i gospodarczym. Uznaje się, że kryzysy prowadzą do wzrostu korelacji stóp zwrotu z aktywów inwestycyjnych<sup>6</sup>. Innymi słowy, w okresie kryzysu zazwyczaj większość aktywów traci na wartości niezależnie od ich relatywnej oceny jakościowej. Jednak 2009 rok charakteryzował się wzrostem

<sup>6</sup> Zob. P. Czapiewski, Wybrane uproszczenia w modelach oceny poziomu ryzyka instrumentów finansowych prowadzące do niedoszacowania stopnia tego ryzyka, w: red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 217–219.

wartości akcji na światowych giełdach papierów wartościowych i w Polsce. Indeks WIG zanotował stopę zwrotu na poziomie 46,85%. Dlatego nie można odrzucić tezy, że wzrost średniej wartości współczynnika korelacji pomiędzy stopami zwrotu walorów notowanych na GPW w Warszawie jest zjawiskiem trwałym, które nie jest związane z kryzysem finansowym. Dopiero jednak kolejne okresy pozwolą tę hipotezę zweryfikować.

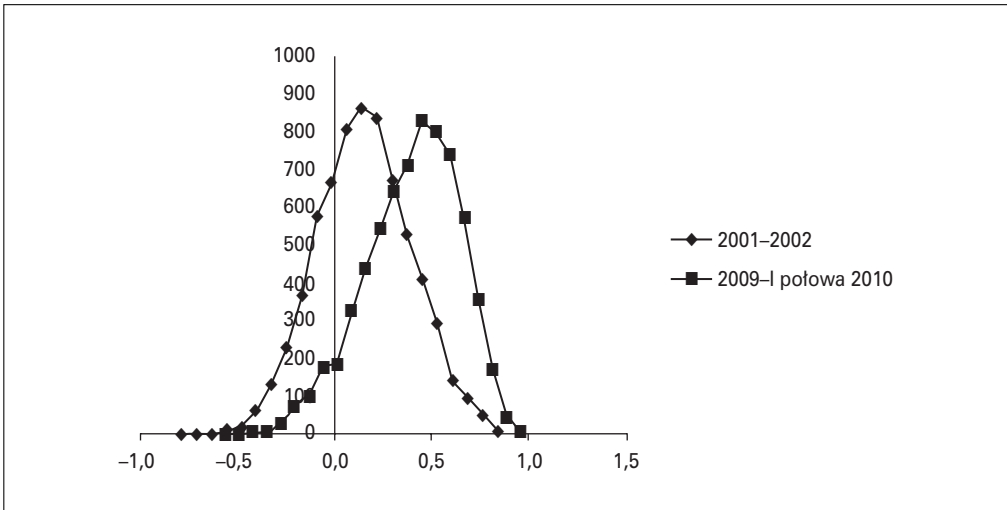
**Rysunek 1. Średnia i odchylenie standardowe wartości współczynników korelacji w analizowanych okresach**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Tabela 1 pozwala zaobserwować, że rozkłady wartości współczynników korelacji są w pierwszych okresach lekko płatokurtotyczne, by stać się mezokurtycznymi, poczynając od 2007 roku. Podobna zmiana w czasie następuje również w zakresie obserwowanej skośności. Rozkłady, które początkowo są symetryczne, od 2007 roku stają się prawoskośne. Zapewne wpływ na to miał kryzys finansowy, jednak nie można być tego pewnym. Będzie to można określić dopiero na podstawie analizy rozkładów w kolejnych okresach. Obserwowana zmiana w zakresie skośności pozostaje w zgodzie z obserwacjami dotyczącymi średniej, która rośnie w wyniku wzrostu częstości wysokich wartości współczynników korelacji. Omówione zmiany średniej, kurtozy i skośności można zaobserwować na rysunku 2, który przedstawia rozkłady dla pierwszego i ostatniego okresu analizy.

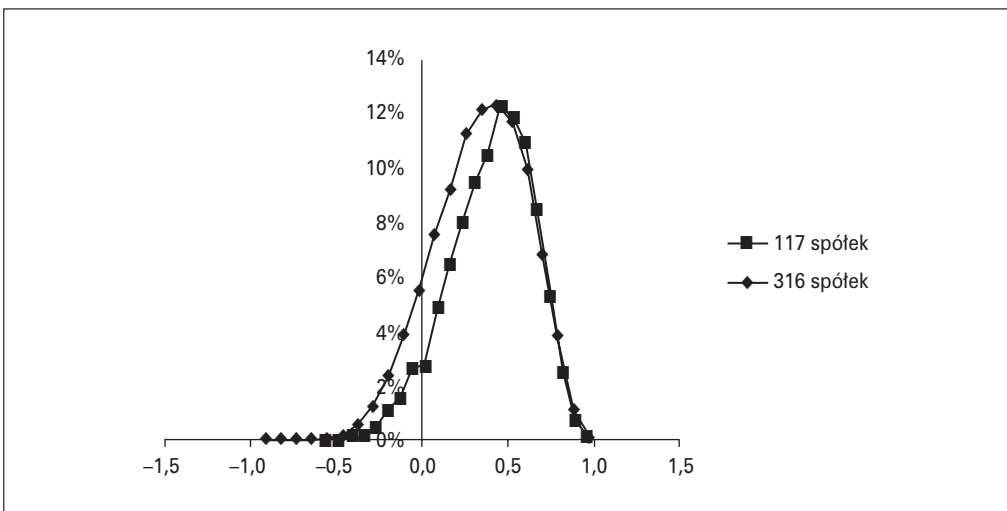
**Rysunek 2. Rozkład wartości współczynników korelacji w latach 2001–2002 oraz 2009 roku–połowa 2010 roku**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Zaobserwowane wahania kurtozy i skośności, podobnie jak zmiany średniej, nakazują ostrożność przy przyjmowaniu modelu stałej korelacji w optymalizacji portfeli akcji notowanych na GPW w Warszawie.

**Rysunek 3. Rozkłady wartości współczynników korelacji w 2009 roku–połowa 2010 roku dla próby 117 i 316 spółek**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Zarówno tabela 1, jak i rysunek 3, wskazują na fakt, że rozszerzenie próby analizowanych spółek w ostatnim okresie nie doprowadziło do istotnych zmian rozkładu wartości współczynników korelacji. Podstawowe parametry rozkładu nie uległy dużym zmianom. Główna zmiana polegała na wydłużeniu lewego ogona rozkładu, co jednak nie wpłynęło istotnie na obserwowaną wartość średniej.

Podsumowując analizę korelacji na GPW w Warszawie, należy stwierdzić, że rozkłady wartości współczynników korelacji pomiędzy stopami zwrotu akcji notowanych na GPW w Warszawie cechowały się wyraźną zmianą średniej, kurtozy i skośności, która nastąpiła w okresie kryzysu finansowego. Za wcześniej jest, by stwierdzić, czy zmiana ta ma charakter trwały i czy powstała w efekcie kryzysu. Ta obserwacja może mieć istotny wpływ na wyniki oceny modelu stałej korelacji (zob. dalej).

### 3. Metodologia oceny modelu stałej korelacji

Ocena efektywności zastosowania modelu stałej korelacji, przy optymalizacji portfela akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie, wymaga dobrania odpowiednich parametrów oceny oraz punktu odniesienia. Postanowiono zastosować typowe parametry oceny portfeli inwestycyjnych, które nie budzą kontrowersji, tj. średnią stopę zwrotu, jako miarę dochodu, oraz odchylenie standardowe stóp zwrotu, jako miarę ryzyka. Ostateczne kryterium oceny stanowił wskaźnik Sharpe'a, co wynika z opisanej poniżej ostatecznej konstrukcji metodologii oceny. Wybór punktu odniesienia był zdecydowanie trudniejszy. Zastosowanie portfela wzorcowego, na przykład w postaci indeksu WIG, nie pozwoliłoby na ocenę samego założenia dotyczącego stałej wartości korelacji. Wynika to z faktu, że samo założenie stałej korelacji musi być uzupełnione odpowiednią metodą optymalizacji portfela. W takiej sytuacji duża część różnicy pomiędzy stopami zwrotu otrzymanych portfeli a indeksem WIG mogłaby wynikać nie z samego założenia stałej korelacji, ale z przyjętej metody optymalizacji. Dlatego zdecydowano się na ocenę założenia stałej korelacji przez pryzmat konstrukcji portfela rynkowego.

Portfel rynkowy to oczywiście portfel, który maksymalizuje dodatkową stopę zwrotu przypadającą na jednostkę ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym. Jest to zatem portfel, który spośród wszystkich dostępnych portfeli ma najwyższy wskaźnik Sharpe'a, dany wzorem (1)<sup>7</sup>:

$$Sh_i = \frac{\bar{R}_i - R_f}{\sigma_i}, \quad (1)$$

<sup>7</sup> Zob. np. C. C. Y. Kwan, *Some...*, *op. cit.*, s. 1074–1075.



gdzie:

$Sh_i$  – wskaźnik Sharpe’a stóp zwrotu  $i$ -tego waloru lub portfela,

$\bar{R}_i$  – oczekiwana stopa zwrotu  $i$ -tego waloru lub portfela,

$R_f$  – stopa wolna od ryzyka,

$\sigma_i$  – odchylenie standardowe stóp zwrotu  $i$ -tego waloru lub portfela.

W rzeczywistym świecie portfel rynkowy nie jest znany inwestorom, gdyż opiera się on na założeniach odnośnie do wartości oczekiwanych stóp zwrotu z poszczególnych walorów oraz wartościach macierzy wariancji–kowariancji stóp zwrotu. Udziały poszczególnych walorów w tym portfelu dla danych historycznych można oszacować poprzez wspomnianą maksymalizację współczynnika Sharpe’a. Przy oszacowaniu portfela rynkowego można przyjąć założenie równej i stałej w czasie korelacji dla stóp zwrotu ze wszystkich walorów w miejsce macierzy wariancji–kowariancji. Prowadzi to do uproszczenia procesu konstrukcji portfela. Pojawia się pytanie, czy to uproszczenie nie prowadzi do gorszych rezultatów inwestycyjnych, na które zostanie podjęta próba odpowiedzi. Jednocześnie wyznaczenie portfela rynkowego za pomocą dokładnych wartości historycznych kowariancji i za pomocą modelu stałej korelacji oraz analiza jego parametrów stwarza dobre warunki do oceny modelu korelacji. Jest tak ponieważ metoda (maksymalizacja współczynnika Sharpe’a) w takich warunkach będzie tożsama dla portfela ocenianego i portfela wzorcowego. Oczywiście przy analizie danych historycznych, gdy portfel rynkowy wyznaczany jest *ex post*, lepsze wyniki zostaną osiągnięte przy zastosowaniu dokładnych wartości korelacji. Jednak z punktu widzenia inwestora istotniejsze jest, jak tak wyznaczony portfel zachowa się w kolejnych okresach. W tym przypadku nie wiadomo, które podejście przyniesie lepsze rezultaty.

W związku z powyższym zdecydowano się ocenić model stałej korelacji poprzez konstrukcję portfela rynkowego opartego na stałej korelacji i porównanie jego parametrów w kolejnym okresie inwestycyjnym z parametrami portfela rynkowego wyznaczonego z zastosowaniem dokładnej macierzy wariancji–kowariancji. Dodatkowo wyniki obu portfeli porównano z parametrami stóp zwrotu indeksu WIG w celu oceny atrakcyjności samej metody inwestycyjnej polegającej na szukaniu portfela rynkowego.

Pierwsze testy przeprowadzono dla okresu od 2001 roku włącznie do czerwca 2010 roku włącznie. Okres analizy podzielono na dwa podokresy. Pierwszy obejmował dane do końca 2005 roku, drugi pozostałe informacje. Na bazie wartości średnich stóp zwrotu oraz wariancji, kowariancji i korelacji z pierwszego podokresu skonstruowano portfele rynkowe. Następnie oszacowano ich parametry w kolejnym podokresie w celu ich oceny. Przyjęto zatem, że hipotetyczny inwestor konstruuje 31 grudnia 2005 roku, na bazie danych za wcześniejszych 5 lat, teoretyczny

portfel rynkowy i następnie utrzymuje inwestycję do końca czerwca 2010 roku. Oczywiście analizę można byłoby rozszerzyć o okresowe aktualizacje stanu portfela. Jednak mogłoby to prowadzić do sytuacji, w której ocena założenia stałej korelacji byłaby bardzo trudna z uwagi na dodatkowe czynniki, które musiałyby zostać uwzględnione, jak koszty prowizji maklerskich, koszty związane z różnicą pomiędzy ceną zamknięcia a faktycznie dostępnymi cenami transakcyjnymi oraz koszty związane z płynnością niedostateczną do natychmiastowej przebudowy portfela. Stosunkowo długi okres oceny po samej konstrukcji portfela był też potrzebny dla oszacowania odchylenia standardowego stóp zwrotu otrzymanych portfeli.

W analizie wykorzystano wcześniej zastosowane dane z portalu [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl) oraz oparto się na miesięcznych stopach zwrotu. Podobnie jak przy analizie samych współczynników korelacji, przy optymalizacji portfeli wykorzystano jedynie walory, które były notowane w całym okresie analizy, czyli akcje 117 spółek. Za przybliżenie stopy wolnej od ryzyka posłużyły wartości rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych z dnia konstrukcji portfeli. Analizę prowadzono przy założeniu braku możliwości dokonywania krótkiej sprzedaży akcji, która na rynku polskim wciąż nie funkcjonuje, pomimo prób jej wdrożenia w ostatnim okresie<sup>8</sup>.

Analogiczną analizę przeprowadzono również dla okresu od 2005 roku włącznie do końca czerwca 2010 roku, przyjmując za pierwszy podokres czas do końca 2007 roku. Miało to na celu przetestowanie modelu w innych warunkach rynkowych i dla krótszych serii danych oraz uwzględnienie większej liczby spółek. W tej analizie przy optymalizacji portfela brano pod uwagę akcje 160 podmiotów.

Portfel rynkowy, wzięty z dokładnych historycznych wartości korelacji, wyznaczano poprzez zwykłą maksymalizację wskaźnika Sharpe'a, opartą na historycznych średnich stopach zwrotu poszczególnych walorów oraz ich wariancji i korelacji pomiędzy nimi. Optymalizację przeprowadzono za pomocą narzędzia Solver programu Microsoft Excel. Nie dokonywano optymalizacji rachunkiem macierzowym z uwagi na błędy programu przy odwracaniu macierzy kwadratowych o dużej liczbie elementów. Narzędzie Solver dokonuje optymalizacji metodą iteracyjną, co dla funkcji z wieloma ekstremami mogłoby prowadzić do błędów w postaci otrzymania ekstremum lokalnego zamiast globalnego. Jednak w analizowanym przypadku konstrukcja pocisku Markowitza oraz linii rynku kapitałowego wyraźnie wskazuje na istnienie tylko jednego maksimum, co pozwala skorzystać z metody iteracyjnej.

<sup>8</sup> W praktyce na rynku polskim krótka sprzedaż jest dokonywana przy użyciu cywilnoprawnej umowy pożyczki akcji. Jednak wolumen tak dokonywanych transakcji jest znikomy w porównaniu z ogólną wartością obrotów na GPW w Warszawie. Dane na ten temat dostępne są na: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) [dostęp: 25 lipca 2010 r.].

W przypadku wyznaczania portfela rynkowego z zastosowaniem modelu stałej korelacji skorzystano z metody rankingowej. Sama metoda nie stanowi żadnego uproszczenia. Jest wyprowadzona z warunku maksymalizacji współczynnika Sharpe'a, przy założeniu jednej wartości współczynnika korelacji<sup>9</sup>. Pierwszy krok w metodzie stanowi oszacowanie współczynnika Sharpe'a dla każdego pojedynczego waloru oraz uszeregowanie walorów według wartości tego wskaźnika w porządku malejącym. Następnie dla każdego waloru obliczany jest parametr pomocniczy  $C_i$  dany wzorem (2). W tym wzorze wyrażenie  $\sum_{j=1}^i \frac{\bar{R}_j - R_f}{\sigma_j}$  oznacza sumę wskaźników Sharpe'a dla wszystkich akcji od pierwszej (według rankingu według tego wskaźnika) do  $i$ -tej. Akcje, dla których współczynnik Sharpe'a ma wartość wyższą od parametru  $C_i$  wchodzi w skład portfela. Ostatni krok to wyznaczenie udziałów wyselekcjonowanych akcji w portfelu. W tym celu najpierw wyznacza się dla każdego waloru parametr pomocniczy  $Z_i$  według wzoru (3), a następnie udziały poszczególnych walorów w portfelu ( $X_i$ ) na podstawie wzoru (4)<sup>10</sup>.

$$C_i = \frac{\rho}{1 - \rho + i\rho} \sum_{j=1}^i \frac{\bar{R}_j - R_f}{\sigma_j}, \quad (2)^{11}$$

gdzie:

$\rho$  – przyjęta wartość współczynnika korelacji, równa dla wszystkich walorów.

$$Z_i = \frac{1}{(1 - \rho)\sigma_i} \left( \frac{\bar{R}_i - R_f}{\sigma_i} - C^* \right), \quad (3)^{12}$$

gdzie:

$C^*$  – wartość graniczna  $C_i$ , czyli wartość dla ostatniego uwzględnionego w portfelu waloru według stworzonego rankingu.

$$X_i = \frac{Z_i}{\sum_{j=1}^N Z_j}, \quad (4)^{13}$$

gdzie:

$N$  – liczba walorów w portfelu.

<sup>9</sup> Zob. E. J. Elton, M. J. Gruber, Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 245–247.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 234–236.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 235.

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 236.

<sup>13</sup> *Ibidem*.

Przy ocenie portfeli przyjęto dwa założenia odnośnie do zachowania inwestora w okresie po konstrukcji portfela. W pierwszym przypadku przyjęto, że inwestor utrzymuje portfel bez dokonywania w nim zmian w całym okresie inwestycji. W drugim przypadku założono, że co miesiąc dokonywane jest dostosowanie udziałów poszczególnych walorów do ich wartości początkowych. Pierwsze założenie należy uznać za dokładniejsze z punktu widzenia precyzji oceny, gdyż nie zawiera ono w sobie kosztów transakcyjnych, które nie zostały uwzględnione w analizie z uwagi na brak danych do ich oszacowania (same prowizje maklerskie stanowią niewielką część tych kosztów). Drugie podejście jest jednak zapewne bliższe rzeczywistości. Wielu inwestorów dokonuje zmian w portfelach, nawet w krótkich lub bardzo krótkich okresach.

#### 4. Wyniki analizy

W pierwszym z analizowanych okresów można zauważyć, że portfel wyznaczony za pomocą modelu stałej korelacji był zdecydowanie szerszy niż portfel oparty na historycznych wartościach korelacji (patrz tabela 2). W jego skład wchodziło 61 spółek, tj. niemal 2 razy więcej niż w przypadku portfela opierającego się na wartościach historycznych. Jednocześnie oba portfele cechowały się dużo mniejszą liczbą spółek niż indeks WIG, w którego skład w całym okresie analizy wchodziło ponad 100 spółek.

**Tabela 2. Podstawowe parametry portfeli otrzymanych w analizie przeprowadzonej dla okresu od 2006 roku do czerwca 2010 roku**

Wyszczególnienie	Portfel rynkowy MSK* bez zmian udziałów	Portfel rynkowy MSK*, okresowe zmiany udziałów	Portfel rynkowy bez zmian udziałów	Portfel rynkowy, okresowe zmiany udziałów	Indeks WIG
Liczba spółek w portfelu	61	61	31	31	zmienna
Całkowita stopa zwrotu (w %)	40,58	130,75	85,22	127,94	27,07
Średnia geometryczna roczna stopa zwrotu (w %)	7,43	19,25	13,86	18,94	5,17
Średnia arytmetyczna miesięczna stopa zwrotu (w %)	1,28	2,04	2,14	1,98	0,72

cd. tabeli 2

Wyszczególnienie	Portfel rynkowy MSK* bez zmian udziałów	Portfel rynkowy MSK*, okresowe zmiany udziałów	Portfel rynkowy bez zmian udziałów	Portfel rynkowy, okresowe zmiany udziałów	Indeks WIG
Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu (w %)	12,11	10,90	16,31	10,55	7,77
Odchylenie standardowe w skali roku (w %)	41,97	37,76	56,51	36,53	26,92
Wskaźnik Sharpe'a (w %)	5,56	37,46	15,49	37,89	0,27

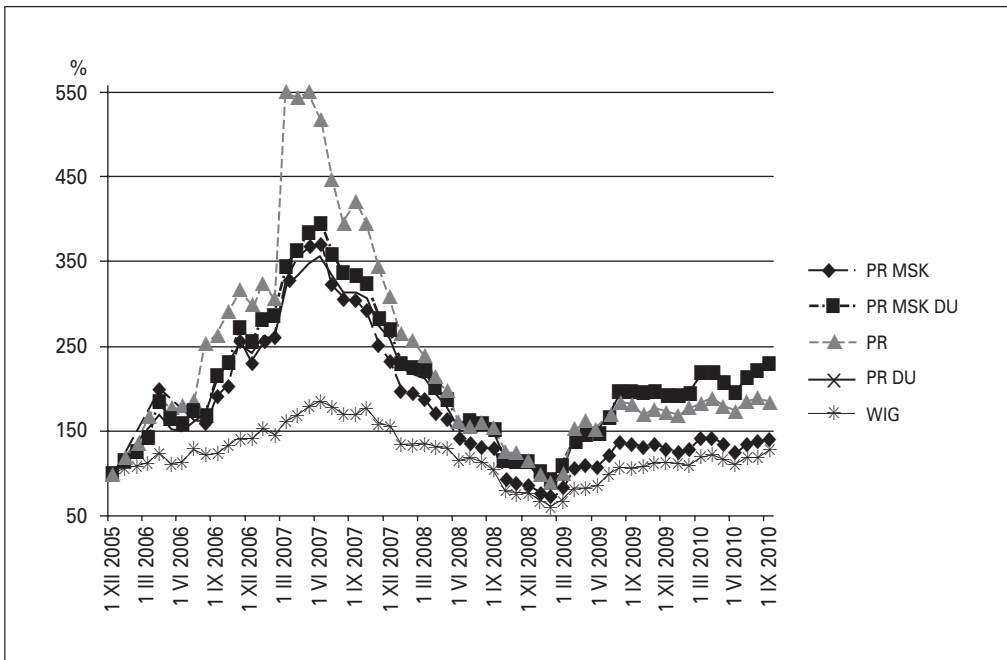
\* MSK oznacza portfel oparty na modelu stałej korelacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl) [dostęp: 14 lipca 2010 r.].

Wszystkie portfele rynkowe osiągnęły stopy zwrotu wyższe niż WIG, ale jednocześnie wszystkie cechowały się wyraźnie wyższym ryzykiem mierzonym odchyleniem standardowym stóp zwrotu. Z punktu widzenia stóp zwrotu nie można wyciągać jednoznacznych wniosków przy porównywaniu portfeli opartych na stałej korelacji i portfeli skonstruowanych według historycznych korelacji. Portfel oparty na stałej korelacji, bez okresowego dostosowywania udziałów, okazał się mieć niższą stopę zwrotu od swojego odpowiednika opartego na wartościach historycznych. Jednak w przypadku portfeli z dostosowywaniem udziałów sytuacja była odmienna. Dodanie do analizy odchylenia standardowego również nie pozwoli na uzyskanie jednoznacznej oceny.

Jednak wskaźnik Sharpe'a pozwala na taką ocenę. Portfele oparte na danych historycznych uzyskały wyższe wskaźniki Sharpe'a niż te konstruowane na bazie stałej korelacji. Wszystkie portfele uzyskały wskaźniki wyższe niż indeks WIG. Należy oczywiście zaznaczyć, że wskaźnik Sharpe'a pozwala na jednoznaczną ocenę portfeli jedynie wtedy, gdy dla inwestorów dostępne jest lokowanie i pożyczanie środków według stopy wolnej od ryzyka oraz, gdy za właściwe miary dochodu i ryzyka uznają oni odpowiednio stopę zwrotu i odchylenie standardowe stóp zwrotu.

**Rysunek 4. Zmiany wartości analizowanych portfeli w okresie od 2006 roku do czerwca 2010 roku**



Na wykresie przedstawiono wartość portfela jako % wartości początkowej.

PR MSK – portfel rynkowy oparty na modelu stałej korelacji, brak okresowego dostosowywania udziałów; PR MSK DU – portfel rynkowy oparty na modelu stałej korelacji, okresowe dostosowywanie udziałów; PR – portfel rynkowy oparty na historycznych wartościach korelacji, brak okresowego dostosowywania udziałów; PR DU – portfel rynkowy oparty na historycznych wartościach korelacji, okresowe dostosowywanie udziałów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Rysunek 4 pozwala zaobserwować, opisane wcześniej, relacje pomiędzy stopami zwrotu analizowanych portfeli: wyższe stopy zwrotu portfeli rynkowych, ale także ich wyższą zmienność. Jednocześnie można zauważyć wysoki stopień skorelowania zmian wartości portfeli, co potwierdza tabela 3 zawierająca współczynniki korelacji pomiędzy stopami zwrotu wszystkich analizowanych portfeli.

Dla przyjętego krótszego horyzontu badania otrzymano rezultaty zdecydowanie odmienne niż w przypadku okresu dłuższego. Portfele oparte na modelu stałej korelacji cechowały się niższymi stopami zwrotu i wyższymi odchyleniami standardowymi niż portfele rynkowe oparte na danych historycznych. Najciekawsza wydaje się obserwacja odchylenia standardowego. Model stałej korelacji dał portfele o prawie czterokrotnie wyższej liczbie akcji, a pomimo tego cechowały się one wyższą zmiennością niż węższe portfele wyznaczone według dokładnych wartości

korelacji. Ta obserwacja wskazywałaby na fakt, że portfele oparte na stałej korelacji są zdominowane przez portfele konstruowane na historycznych korelacjach, jednak analiza w kategoriach dodatkowej stopy zwrotu za pomocą wskaźnika Sharpe'a daje odmienne rezultaty. Portfele oparte na stałej korelacji uzyskały wyższe wskaźniki Sharpe'a niż portfele oparte na historycznych korelacjach.

**Tabela 3. Współczynniki korelacji pomiędzy stopami zwrotu analizowanych portfeli w okresie od 2006 roku do czerwca 2010 roku**

	PR MSK	PR MSK DU	PR	PR DU	WIG
PR MSK	1				
PR MSK DU	0,95	1			
PR	0,98	0,95	1		
PR DU	0,93	0,99	0,93	1	
WIG	0,94	0,94	0,90	0,93	1

Oznaczenia jak przy rysunku 4.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

**Tabela 4. Podstawowe parametry portfeli otrzymanych w analizie przeprowadzonej dla okresu od 2005 roku do czerwca 2010 roku**

Wyszczególnienie	Portfel rynkowy MSK <sup>a</sup> bez zmian udziałów	Portfel rynkowy MSK <sup>a</sup> , okresowe zmiany udziałów	Portfel rynkowy bez zmian udziałów	Portfel rynkowy, okresowe zmiany udziałów	Indeks WIG
Liczba spółek w portfelu	95	95	25	25	zmienna
Całkowita stopa zwrotu (w %)	-34,59	-26,65	-35,66	-31,86	-18,71
Średnia geometryczna roczna stopa zwrotu (w %)	-14,30	-10,66	-14,82	-13,02	-7,26
Średnia arytmetyczna miesięczna stopa zwrotu (w %)	-0,94	-0,51	-1,01	-0,79	-0,25
Odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu (w %)	8,24	9,36	7,98	8,53	8,70
Odchylenie standardowe w skali roku (w %)	28,55	32,43	27,66	29,56	30,12
Wskaźnik Sharpe'a (w %)	-70,83	-51,10	-74,96	-64,07	-43,72

<sup>a</sup> MSK oznacza portfel oparty na modelu stałej korelacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

Indeks WIG uzyskał najwyższą stopę zwrotu i stosunkowo wysokie odchylenie standardowe stopy zwrotu, pomimo że był portfelem z największą liczbą spółek (wynoszącą w okresie analizy około 300). Ostatecznie wskaźnik Sharpe'a indeksu WIG okazał się wyższy niż w przypadku portfeli rynkowych.

Stopy zwrotu wszystkich portfeli były ze sobą silnie skorelowane (por. rysunek 5 i tabela 5).

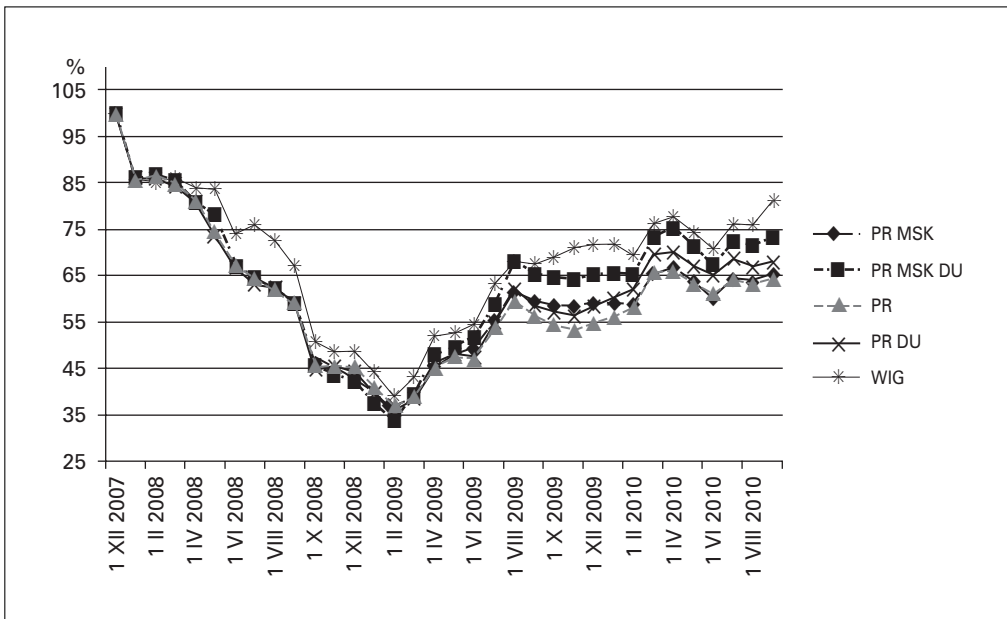
**Tabela 5. Współczynniki korelacji pomiędzy stopami zwrotu analizowanych portfeli w okresie od 2008 roku do czerwca 2010 roku**

	PR MSK	PR MSK DU	PR	PR DU	WIG
PR MSK	1				
PR MSK DU	0,97	1			
PR	0,99	0,95	1		
PR DU	0,99	0,98	0,99	1	
WIG	0,96	0,98	0,94	0,96	1

Oznaczenia jak przy rysunku 4.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.

**Rysunek 5. Zmiany wartości analizowanych portfeli w okresie od 2008 roku do czerwca 2010 roku**



Metodologia i oznaczenia jak przy rysunku 4.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych jak w tabeli 1.



Na podstawie uzyskanych rezultatów jedyne możliwe podsumowanie analizy to stwierdzenie, że nie pozwala ona na jednoznaczne ustalenie, która z analizowanych metod jest najbardziej efektywna. Nie można stwierdzić, że portfele oparte na stałej korelacji charakteryzują się parametrami jednoznacznie lepszymi lub gorszymi od portfeli rynkowych opartych na wartościach historycznych korelacji. Jednocześnie portfele rynkowe, które okazały się w kategoriach wskaźnika Sharpe'a efektywniejsze od WIG w szerszym horyzoncie czasowym, w krótszym okresie były od WIG wyraźnie gorsze.

## 5. Podsumowanie

W opracowaniu niniejszym przedstawiono konstrukcję portfeli optymalnych za pomocą modelu stałej korelacji, który zakłada jedną wartość współczynnika korelacji pomiędzy stopami zwrotu ze wszystkich walorów branych pod uwagę przy konstrukcji portfela. Metodologia konstrukcji portfeli zakładała konstrukcję portfeli rynkowych, które maksymalizują wskaźnik Sharpe'a. Dla oceny modelu stałej korelacji skonstruowano również portfele rynkowe na bazie dokładnych historycznych wartości współczynników korelacji. Dodatkowo wyniki portfeli zestawiono z wynikami indeksu WIG. Ocena była dokonywana dla okresu po momencie konstrukcji portfela, by odwzorować faktyczną sytuację, w której znajdują się inwestorzy – nie znają przyszłości.

Otrzymane wyniki nie są jednoznaczne. Nie można stwierdzić, aby model stałej korelacji dominował nad oszacowaniami opartymi na historycznych korelacjach lub nad indeksem WIG. Jednocześnie nie można stwierdzić, by prowadził on do uzyskania rezultatów jednoznacznie mniej efektywnych. Podobnie nie jest możliwe stwierdzenie, by portfele rynkowe dominowały nad WIG lub odwrotnie. Może to stanowić jeden z argumentów na rzecz efektywności polskiego rynku kapitałowego.

Należy podkreślić, że portfele, nazywane tu rynkowymi, stanowiły jedynie przybliżenie portfeli rynkowych. Za przybliżenie oczekiwanych wartości stóp zwrotu, wariancji i korelacji przyjęto wartości historyczne tych parametrów. Liczba uwzględnionych walorów również była ograniczona z uwagi na dostępne dane.

Przeprowadzona analiza zmian w czasie wartości korelacji pomiędzy stopami zwrotu z akcji notowanych na GPW w Warszawie pokazała wyraźny wzrost korelacji w okresie kryzysu finansowego. Może to istotnie wpływać na otrzymane rezultaty. Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że nie można być pewnym, iż to kryzys finansowy był jedyną przyczyną wzrostu wartości korelacji. Polski rynek kapitałowy cały czas dynamicznie się rozwija, zarówno pod względem liczby emitentów,

jak i notowanych podmiotów. „Dojrzewanie” rynku również może mieć wpływ na obserwowane parametry stóp zwrotu.

Dalsze badania mogą obejmować analizę wpływu kryzysu finansowego na parametry stóp zwrotu akcji notowanych w Polsce, co powinno być możliwe wraz z upływem czasu i pojawieniem się danych z okresu po kryzysie. Warto również przeanalizować inne metody optymalizacji portfela. Tutaj ciekawe może być wykorzystanie tzw. odpornej metody optymalizacji portfeli inwestycyjnych (ang. *robust portfolio optimization*), która w miejsce oszacowań punktowych podstawowych parametrów zakłada przedziały ufności<sup>14</sup>.

## 6. Bibliografia

1. Czapiewski P., Forecasting Correlation Coefficients on the Polish Capital Market with the Application of Beta Coefficients, „Journal of Management and Financial Sciences”, Vol. 1, Issue 1, October 2008.
2. Czapiewski P., Wybrane uproszczenia w modelach oceny poziomu ryzyka instrumentów finansowych prowadzące do niedoszacowania stopnia tego ryzyka, w: red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
3. Elton E. J., Gruber M. J., Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych, WIG-Press, Warszawa 1998.
4. Elton E. J., Gruber M. J., Simple Criteria for Optimal Portfolio Selection, „Journal of Finance”, Xi, No. 5, December 1976.
5. Elton E. J., Gruber M. J., Padberg M. W., Optimal Portfolios from Simple Ranking Devices, „Journal of Portfolio Management”, 4, No. 3, Spring 1978.
6. Kwan C. C. Y., Some Further Analytical Properties of the Constant Correlation Model for Portfolio Selection, „International Journal of Theoretical and Applied Finance”, 2006, Vol. 9, No. 7.
7. Kwan C. C. Y., Portfolio Analysis Using Single Index, Multi-Index, and Constant Correlation Models: a Unified Treatment, „The Journal of Finance”, XXXIX, No. 5, December 1984.

<sup>14</sup> Zob. np. F. J. Fabozzi, P. N. Kolm, D. A. Pachamanova, S. M. Focardi, Robust Portfolio Optimization, „Journal of Portfolio Management”, Spring 2007, 33, 3, ABI/INFORM Global, s. 40.

Waldemar Rogowski  
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
Agnieszka Ulianiuk  
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

## **Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki**

### **Część I: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI)<sup>1</sup>**

#### **1. Wprowadzenie**

Historia społecznie odpowiedzialnego inwestowania – SRI (*Socially Responsible Investing*) jest silnie związana z religiami żydowską, chrześcijańską oraz islamską. Już w czasach biblijnych prawo żydowskie określało zasady inwestowania zgodnie z wartościami etycznymi. Następnie w połowie XVII wieku John Wesley, współtwórca kościoła metodystów w swoim kazaniu „Użytek pieniądza” jako pierwszy przedstawił podstawowe założenia dotyczące społecznego inwestowania. Istotą tego typu inwestycji była, według niego, rezygnacja z prowadzenia działalności hazardowej oraz prowadzenie praktyk biznesowych w taki sposób, aby nie szkodziły ludziom. Większość inwestycji społecznie odpowiedzialnych miało w tym czasie podłoże religijne, dlatego też inwestorzy starali się unikać tzw. grzesznych firm produkujących broń, alkohol i tytoń lub brudnych biznesów tzw. *dirty bussines*. Również w religii islamskiej można doszukać się zasad dotyczących etycznego inwestowania. Według Koranu należy unikać praktyk biznesowych związanych z hazardem, pornografią, wieprzowiną oraz instytucji finansowych czerpiących korzyści od udzielanych kredytów w formie odsetek, czyli lichwy.

Nowa era inwestycji społecznie odpowiedzialnych została zapoczątkowana w latach 60. XX wieku przez amerykańskich inwestorów, którzy wyrazili swój sprzeciw wobec toczącej się wojny w Wietnamie. Przełomem w historii inwestycji społecznie odpowiedzialnych jest zdjęcie wykonane przez Nicka Uta, wietnamskiego korespondenta pracującego dla amerykańskiej agencji Associated Press,

---

<sup>1</sup> Niniejszy artykuł to pierwsza z trzech części publikacji, która w całości będzie poświęcona próbie przybliżenia zjawiska społecznie odpowiedzialnego inwestowania – SRI (*Socially Responsible Investing*). Tematyka tego opracowania będzie koncentrować się na przedstawieniu genezy zjawiska SRI, wzajemnej relacji SRI i społecznie odpowiedzialnego biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR), charakterystyce kluczowych strategii SRI. Część II to opis rynku SRI, a część III pokaże rentowność inwestycji społecznie odpowiedzialnych.

które przedstawia nagą dziewięcioletnią dziewczynkę Phan Thi Kim Phúc z poparzonymi plecami na skutek omyłkowego rozpylenia napalmu w jej wiosce przez wojska południowowietnamskie współpracujące z oddziałami amerykańskimi. Zdjęcie to wywołało serię protestów przeciwko firmie Dow Chemical – producenta napalmu oraz innym firmom uzyskującym korzyści z wojny wietnamskiej, m.in. producentom broni.

Punktem zwrotnym dla inwestycji społecznie odpowiedzialnych była próba przezwyciężenia apartheidu w RPA. Od 1970 roku do początku lat 90. XX wieku wielu inwestorów rezygnowało z inwestowania w kraju słynącym z dyskryminacji rasowej, ponadto w ramach restrykcyjnych działań ONZ nałożyła embargo na dostawy broni do RPA. Ważną rolę w historii społecznie odpowiedzialnych inwestycji odegrał również raport Sullivana, który zainicjował proces likwidacji dyskryminacji na tle rasowym. Przekonywał on, że firmy z siedzibą w RPA poprzez swoją działalność biznesową powinny stwarzać szansę zawodową czarnoskórym pracownikom i wspomagać lokalną społeczność, w ten sposób mogą przyczynić się do zwalczania apartheidu. Zasady kodeksu zostały docenione i rozpowszechnione. Obecnie występują jako Globalne Zasady Sullivana. Pomimo że wysiłki te nie przyczyniły się bezpośrednio do zwalczania dyskryminacji rasowej w RPA, to jednak mocno wpłynęły na świadomość międzynarodowej opinii publicznej i tworzyły presję na lokalne strefy biznesowe<sup>2</sup>.

Od początku lat 90. XX wieku do chwili obecnej inwestowanie społecznie odpowiedzialne jest coraz częściej określane jako instrument promujący zrównoważony rozwój, który stara się poprzez swoją działalność przeciwdziałać i zapobiegać problemom społeczno-środowiskowym.

Kolejnym przełomem w historii koncepcji społecznego inwestowania jest początek XXI wieku i związane z tym okresem zawirowania na rynkach kapitałowych. Głośne skandale finansowe takich firm, jak Enron, Xerox czy Wordcom przyczyniły się do utraty zaufania do wielkich korporacji przez wielu inwestorów. W celu odbudowania zaufania została rozpowszechniona koncepcja ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*), która ma na celu zaostrezenie kontroli wewnętrznej przedsiębiorstw oraz zwiększenie transparentności informacyjnej spółek publicznych. Inwestorzy szybko docenili wagę nowej koncepcji i, w konsekwencji, uzupełnili analizy inwestycyjne o kwestie związane z *Corporate Governance*. Odtąd badania elementów pozafinansowych spółek opierają się na trzech najważniejszych czynnikach z punktu widzenia koncepcji SRI, tzn. czynnikach ESG (*Environment* – Środowisko, *Society* – Społeczność, *Governance* – Ład korporacyjny).

<sup>2</sup> W. Adamski, P. Barański, SRI & vice funds. Praca zbiorowa pod red. K. Gabryelczyk, Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 168.

## 2. Istota koncepcji SRI

Obecnie trudno jest jeszcze wskazać jeden ogólny, podstawowy wzorzec najlepszych praktyk SRI. To, co dla jednych jest etyczne i społeczne, nie oznacza, że dla innych też musi przedstawiać taką samą wartość. Są to bowiem elementy dość subiektywne, np. fundusze islamskie są ważne w świecie wyznawców Islamu, natomiast dla osób spoza tego kręgu religijnego niekoniecznie muszą mieć już takie samo znaczenie, z kolei fundusze chrześcijańskie, które są ważne przede wszystkim dla chrześcijan, nie muszą mieć już tak istotnego znaczenia dla wyznawców innych religii. Odmienne uwarunkowania na tle społecznym, prawnym i politycznym doprowadziły do wyłonienia się zróżnicowanego podejścia do inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Zdefiniowanie koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania jest dosyć trudne, zależy bowiem ona w dużym stopniu od istoty poszczególnych kryteriów pozafinansowych, na których koncentruje się dany inwestor. Początkowo inwestorzy SRI skupiali się przede wszystkim na aspekcie społecznym, który był postrzegany jako rdzeń koncepcji. Do tej pory skrót SRI (*Socially Responsible Investing*), czyli Społecznie Odpowiedzialne Inwestowanie, jest najczęściej używany na świecie, a zarazem ma bardzo pozytywny wydźwięk.

Z kolei Europejskie Forum ds. Zrównoważonego Inwestowania (EUROSIF) rozwija skrót SRI jako Zrównoważone i Odpowiedzialne Inwestowanie (*Sustainable and Responsible Investing*). Organizacja ta zdefiniowała SRI jako ogólną koncepcję obejmującą zrównoważone inwestycje, etyczne inwestycje, bądź też odpowiedzialne inwestycje, które łączą cele finansowe inwestora z jego troską o kwestie społeczne, środowiskowe i związane z ładem korporacyjnym (ESG)<sup>3</sup>.

*International Finance Corporation (IFC)* proponuje z kolei terminologię zrównoważonego inwestowania. Według IFC: *zrównoważone inwestowanie integruje czynniki ESG w analizach inwestycyjnych w czasie doboru spółek oraz podczas korzystania z praw korporacyjnych w przekonaniu, że czynniki te mogą pozytywnie wpłynąć na długookresową efektywność zarządzania ryzykiem*<sup>4</sup>.

Zdefiniowane w ten sposób koncepcje społecznego inwestowania rozszerzają dotychczasowe pojęcie inwestycji, ujmując ją w bardziej kompleksowy sposób. Dotychczasowy inwestor, skoncentrowany wyłącznie na kwestiach finansowych (maksymalizacji uzyskiwanej stopy zwrotu z kapitału), odgrywa nową rolę, to znaczy inwestora odpowiedzialnego, który podejmuje swoje decyzje inwestycyjne nie tylko na podstawie finansowego rachunku efektywności inwestycji, ale przede

<sup>3</sup> European SRI Study 2010, European Social Investment Forum, October 2010, s. 8, [http://www.eurosif.org/publications/sri\\_studies](http://www.eurosif.org/publications/sri_studies) [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

<sup>4</sup> I. Kwiatkowska, Co to jest odpowiedzialne inwestowanie?, <http://gielda.onet.pl/co-to-jest-odpowiedzialne-inwestowanie,18874,3201165,1,poradnik-detel> [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

wszystkim bierze pod uwagę długoterminowe konsekwencje swoich działań dla otoczenia, w tym środowiska naturalnego czy społeczeństwa.

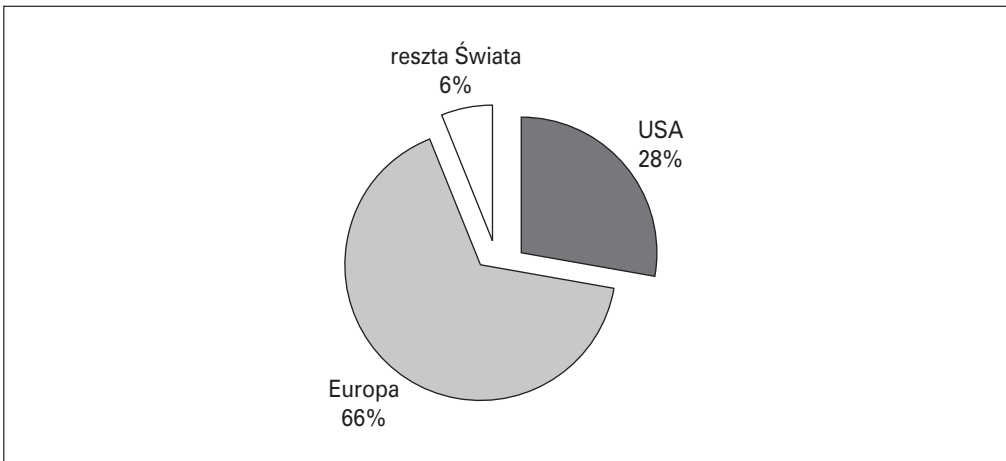
Dokonując analizy całego segmentu inwestycji społecznie odpowiedzialnych, można zaobserwować, że inwestycje tego typu rozwijają się w dwóch kierunkach:

- 1) w przedsiębiorstwa, których podstawową działalnością *core business* są produkty lub usługi społecznie odpowiedzialne. Należą do nich przedsiębiorstwa zajmujące się m.in. odnawialnymi źródłami energii, recyklingiem, bio oraz ekotechnologią;
- 2) w firmy, które oferują standardowe produkty lub usługi, ale w ramach swojej działalności, strategii zarządzania wdrażają reguły społecznie odpowiedzialnego biznesu (CSR – *Corporate Social Responsibility*<sup>5</sup>). Są to spółki działające w sektorach tradycyjnych, ale uwzględniające biznesowe kryteria społecznej odpowiedzialności biznesu.

### 3. Charakterystyka inwestycji SRI

Na podstawie danych zaprezentowanych przez organizację Eurosif (por. rysunek 1) rynek europejski jest nadal liderem (66% udział), biorąc pod uwagę wartość zrealizowanych inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Drugie miejsce zajmuje rynek amerykański z 28% udziałem w globalnym rynku SRI.

Rysunek 1. Struktura geograficzna globalnego rynku SRI



Źródło: opracowanie własne na podstawie: European SRI Study 2008, European Social Investment Forum, September 2010, s. 59, <http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/2010> [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

<sup>5</sup> Szerzej o charakterystyce CSR zob. s. 111 i n.

Analizując dwa najważniejsze rynki SRI na świecie, czyli europejski i amerykański, można dostrzec istotne różnice zarówno w zakresie stosowanej klasyfikacji czy kategoryzacji inwestycji społecznie odpowiedzialnych, jak również w wykorzystywanych strategiach SRI.

### **3.1. Inwestycje SRI w Europie**

W latach 2007–2010 w Europie nastąpił silny wzrost tej formy inwestowania z 2,665 bln euro do blisko 7 bln euro. Pomimo że ta forma inwestowania postrzegana jest cały czas jako segment niszowy, zauważalny jest jej dynamiczny rozwój w stosunku do innych form inwestowania. Następstwem wzrostu zainteresowania rynkiem SRI jest coraz większa liczba inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych (w tym funduszy inwestycyjnych), które tworząc swój portfel inwestycyjny opierają się na spółkach społecznie odpowiedzialnych. W 2010 roku łączna wartość aktywów zarządzanych przez fundusze społecznie odpowiedzialne w Europie wzrosła o 41%, z poziomu 53 mld euro w 2009 roku do 75 mld euro w 2010 roku. Pomimo kryzysu finansowego wartość aktywów zarządzanych przez fundusze SRI charakteryzuje się nadal tendencją rosnącą, zarówno pod względem wartości zarządzanych aktywów, jak i liczby powstających funduszy. W latach 2008–2010 zanotowano wzrost europejskich funduszy społecznie odpowiedzialnych z 537 do 879 – wzrost o blisko 64%. Spośród państw europejskich w realizowaniu inwestycji społecznie odpowiedzialnych dominują inwestorzy z Wielkiej Brytanii. W 2010 roku brytyjskie fundusze inwestycyjne SRI uzyskały rekordową wartość około 10 mld funtów, a tym samym rynek wzbogacił się o kolejne fundusze społecznie odpowiedzialne. Obecnie odpowiedzialny inwestor może dokonać wyboru spośród około 100 zróżnicowanych funduszy SRI.

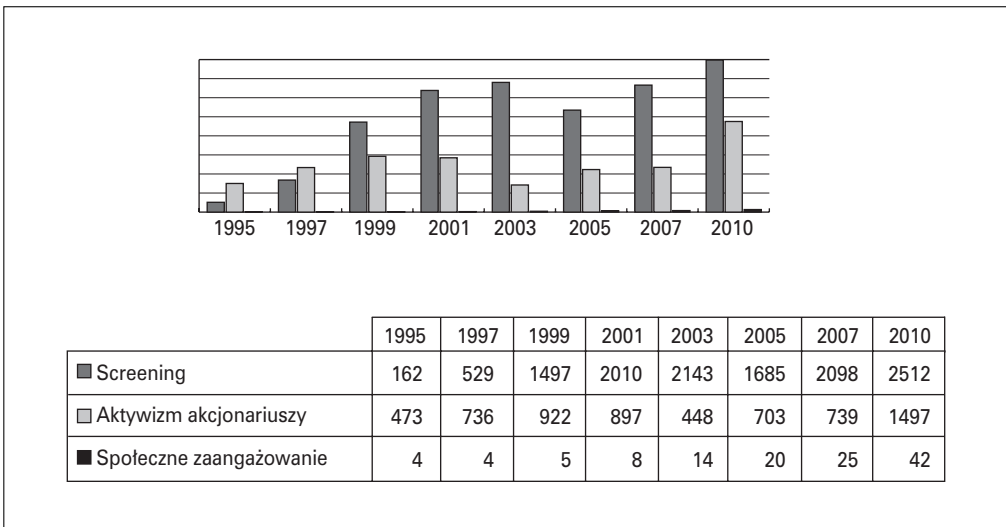
### **3.2. Inwestycje SRI w Stanach Zjednoczonych**

Stany Zjednoczone są drugim, co do wielkości, rynkiem inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Rynek SRI rozwija się w szybszym tempie w porównaniu z rynkiem aktywów zarządzanych bez uwzględniania aspektów społecznych, co potwierdzają wyniki badań opublikowane przez The Social Investment Forum: w latach 2005–2010 nastąpił 34% wzrost inwestycji społecznie odpowiedzialnych, podczas gdy pozostałe aktywa zainwestowane na amerykańskim rynku kapitałowym wzrosły zaledwie o 3%. Obecnie rynek inwestycji SRI stanowi 12,2% wszystkich aktywów zgromadzonych na amerykańskim rynku kapitałowym, co należy zinterpretować, że jeden na osiem zainwestowanych dolarów został ulokowany zgodnie z zasadami społecznej odpowiedzialności.

Inwestycje zlokalizowane w Stanach Zjednoczonych, aby mogły zostać zaklasyfikowane do obszaru SRI, muszą spełniać kryteria jednej z trzech strategii zdefiniowanych przez Social Investment Forum:

- 1) strategia typu screening polega na dobrowolnym poddaniu się audytowi zewnętrznemu o charakterze społecznym, który weryfikuje spółki zarówno pod względem pozytywnym, jak i negatywnym;
- 2) strategia tzw. *shareholder activism* (aktywizm akcjonariuszy), czyli postawa, w ramach której akcjonariusze będący współwłaścicielami przybierają pozycję tzw. aktywnych ambasadorów odpowiedzialnych za czynności społeczne i ekologiczne w przedsiębiorstwie;
- 3) strategia tzw. *community investing* (społeczne zaangażowanie) polega na udzieleniu kapitału inwestycyjnego lokalnym społecznościom, które nie mogą pozwolić sobie na skorzystanie z usług tradycyjnych instytucji finansowych. Najczęściej udzielona pomoc ma postać pożyczek mikrofinansowych, dostępu do kredytu, kapitału potrzebnego na otwarcie niewielkiej lokalnej firmy, bądź też wsparcie w zakresie lokalnych obiektów społecznych związanych z edukacją, ochroną zdrowia i ochroną środowiska.

**Rysunek 2. Inwestycje społecznie odpowiedzialne w USA w latach 1995–2010 (w mld dolarów)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, Washington 2010, s. 10.



Analizując dane zaprezentowane na rysunku 2, można stwierdzić, że największy udział w inwestycjach SRI na rynku amerykańskim posiada screening i aktywizm akcjonariuszy.

### 3.3. Porównanie inwestycji SRI w Europie i Stanach Zjednoczonych

Europejski rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych wykazuje istotne różnice w porównaniu z rynkiem amerykańskim. Pierwszą znaczącą różnicą jest **zastosowana klasyfikacja strategii w ramach inwestycji społecznych**. Europejskie Forum ds. Inwestycji Społecznie Odpowiedzialnych (EUROSIF) dokonało podziału wszystkich dostępnych strategii SRI na dwie kategorie: Core SRI i Broad SRI. Grupa inwestorów **wiodących praktyk SRI** (*core SRI investors*) posługuje się szczegółową analizą aspektów ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej, czyli tzw. screenowaniem o charakterze zarówno pozytywnym, jak i negatywnym. **Selekcja negatywna**, określana również jako **strategia wykluczenia**, polega na eliminowaniu z portfela inwestycyjnego spółek, organizacji, a nawet państw, które są zaangażowane w działalność budzącą wątpliwości natury etycznej. Inwestor, przyjmując taką postawę, unika inwestowania w firmy produkujące i sprzedające broń, tytoń, zajmujące się hazardem lub pornografią, łamiące prawa człowieka, zanieczyszczające środowisko. Selekcja negatywna jest obecnie wykorzystywana przez zarządzających z reguły w celu złożenia otoczeniu czytelnej deklaracji dotyczącej postawy funduszu w zakresie wartości etycznych, co przyczynia się do nawiązania bardziej efektywnej komunikacji z członkami funduszu i opinią publiczną<sup>6</sup>. Z drugiej strony zastosowanie tej metody może przyczynić się do osiągania niższych stóp zwrotu. Poprzez ograniczenie sektorowe, a nawet geograficzne w alokacji kapitału, zawęża się potencjalny obszar inwestycyjny do niewielkiej grupy przedsiębiorstw. Nie dokonywanie inwestycji w wybrane rodzaje spółek powoduje ich niedowartościowanie przez rynek<sup>7</sup>, tym samym rezygnacja z zakupu spółek niedowartościowanych może uniemożliwić uzyskanie wysokich zwrotów w długim okresie, co jest traktowane jako cena, którą płaci inwestor za bycie etycznym. Selekcja negatywna jest szczególnie rozpowszechniona w krajach skandynawskich, gdzie przestrzeganie norm i standardów przez przedsiębiorstwa jest traktowane jako podstawowe kryterium brane pod uwagę w procesie inwestycyjnym.

**Selekcja pozytywna** opiera się na wyborze spółek odznaczających się wysoką społeczną odpowiedzialnością biznesu (CSR). W ramach tej strategii najczęściej stosowanymi praktykami są:

<sup>6</sup> T. Czerwińska, Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3/2009, s. 15.

<sup>7</sup> K. Gabryelczyk, Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 166.

- strategia *Best-in-class* polegająca na inwestowaniu w firmy, które osiągnęły najlepsze wyniki w danej branży w zakresie kwestii społecznych, środowiskowych i ekonomicznych,
- selekcja normatywna koncentrująca się na wyborze spółek przestrzegających norm i standardów ESG,
- pionierski screening ma na celu inwestowanie w spółki przyszłościowe, czyli takie, które np. wytwarzają technologię redukującą zużycie zasobów nieodnawialnych.

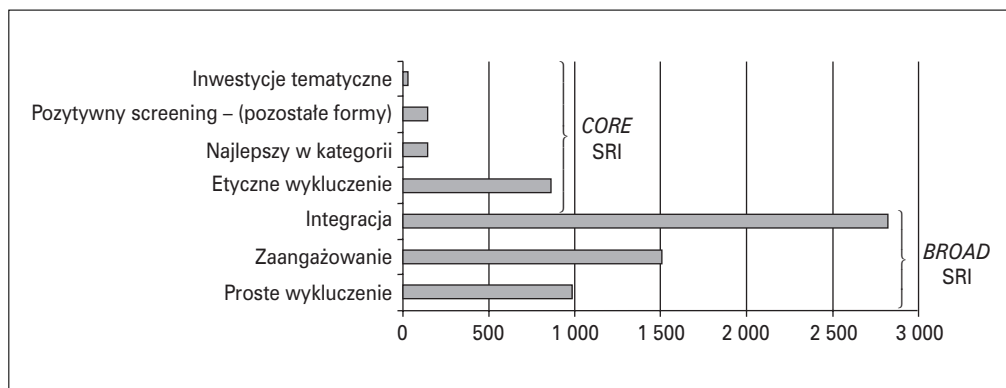
**Grupe *broad SRI*** tworzą z kolei inwestorzy, którzy opierają się bardziej na strategii zaangażowania i integracji. **Zaangażowanie akcjonariuszy** polega na aktywnej roli inwestorów w procesie wdrażania zasad społecznej odpowiedzialności biznesu w formie rozmowy, albo poprzez politykę nadzoru właścicielskiego. W ramach swoich działań podejmują często dialog z firmą na temat kwestii społecznych, środowiskowych i ładu korporacyjnego. **Strategia zaangażowania**, w przeciwieństwie do selekcji pozytywnej bądź negatywnej, nie koncentruje się na doborze spółek do portfela inwestycyjnego. Zgodnie z tą strategią każda potencjalna firma może być przedmiotem inwestycji społecznych. Strategia zaangażowania skupia się przede wszystkim na ładzie korporacyjnym. Dużą zaletą jest w tym przypadku szeroki wybór narzędzi będących w dyspozycji akcjonariusza, dzięki którym jest on w stanie skutecznie wpływać na politykę firmy, m.in. poprzez prowadzenie dialogu z zarządem spółki (listy, spotkania), głosowanie na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, a nawet, w razie konieczności, wycofanie się z inwestycji.

**Integracja** polega na trwałej implementacji zasad związanych z ładem korporacyjnym oraz ocenie ryzyka społecznego, środowiskowego i etycznego w proces doboru spółek, w które inwestujemy. Strategia integracji jest coraz częściej stosowana przez inwestorów, którzy włączają ocenę aspektów związanych z etyką, środowiskiem i społeczeństwem do tradycyjnej analizy inwestycyjnej. Podejście to odzwierciedla bardziej pasywną postawę inwestora w porównaniu z pozostałymi strategiami, ponieważ w tym przypadku działanie polega wyłącznie na uwzględnieniu ryzyk pozafinansowych w ocenie spółki, bez wprowadzania jakichkolwiek zmian w dotychczasowej strategii inwestycyjnej.

Zaprezentowane strategie nie wykluczają się wzajemnie, a wręcz przeciwnie uzupełniają się. Wybór przez inwestora więcej niż jednej strategii świadczy o jego kompleksowym podejściu do kwestii związanych ze społecznym inwestowaniem. Każda z zaprezentowanych strategii ma swoje plusy i minusy, dlatego też trudno jest jednoznacznie określić najbardziej efektywną strategię. W dużym stopniu zależy to od dostępnych informacji, jak raporty, indeksy SRI, ratingi, świadomości społecznej, działalności organizacji pozarządowych, czy też uwarunkowań prawnych, np. uregulowania dotyczące aktywizmu akcjonariuszy.

Większość inwestycji SRI stanowi grupa inwestycji typu *broad*, która reprezentuje 77% inwestycji SRI na podstawie danych EUROSIF z 2010 roku. Duży udział inwestycji należących do segmentu *broad* wynika z faktu, że strategię tę wykorzystują przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni i dlatego wielkość aktywów zarządzanych według tej strategii jest bardzo duża. Z kolei *core* SRI stanowi 23% wszystkich inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Analizując poszczególne kraje europejskie, nie można dostrzec dominującej strategii, która obowiązuje na wszystkich rynkach europejskich. Podział inwestycji między *core* a *broad* jest silnie zróżnicowany między poszczególnymi krajami w Europie. Francja, Włochy, Belgia i Wielka Brytania mają ponad 90% udział inwestycji SRI typu *broad*, natomiast Austria, Niemcy i Szwajcaria praktykują wyłącznie inwestycje należące do segmentu *core* SRI, o czym świadczy ich 100% udział we wszystkich zrealizowanych inwestycjach o charakterze społecznie odpowiedzialnym.

**Rysunek 3. Strategie SRI stosowane w Europie (w mld euro)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Christensen, S. Clawson, European SRI Study 2010, Eurosif, Paris 2010, s. 11.

Na przestrzeni lat inwestycje społecznie odpowiedzialne ewoluowały od tzw. lekkich SRI, przejawiających się jedynie w selekcji negatywnej spółek, rozumianej jako wykluczanie spółek społecznie nieodpowiedzialnych, do tzw. głębokich inwestycji, które obecnie przejawiają się w selekcji zarówno pozytywnej, jak i negatywnej, zaangażowaniu akcjonariuszy oraz integracji.

Kolejną znaczącą różnicą w podejściu do inwestycji społecznie odpowiedzialnych między europejskim a amerykańskim rynkiem SRI jest kwestia dotycząca aktywizmu akcjonariuszy (*shareholder activism*). W Stanach Zjednoczonych jest to powszechnie występująca forma wpływania na poprawę zachowania firmy, która wynika z długoletniej tradycji. W Europie uregulowania prawne w tej kwestii są

dosyć surowe, co stanowi istotne utrudnienie w roli aktywnego właściciela. Kolejną cechą europejskiego rynku SRI, odróżniającą od modelu amerykańskiego, jest praktycznie brak strategii społecznego zaangażowania (*community investment*).

#### 4. Charakterystyka inwestora SRI

Cechą charakterystyczną odpowiedzialnego inwestora jest świadoma alokacja kapitału w przedsiębiorstwa funkcjonujące zgodnie z normami etycznymi i środowiskowymi<sup>8</sup>. Inwestor w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej obejmującej inwestycje kapitałowe uwzględnia zarówno relację dochód–ryzyko, jak i kryteria społeczne, ekologiczne oraz etyczne. Często rezygnuje on z krótkoterminowych inwestycji o charakterze spekulacyjnym, które nastawione są wyłącznie na maksymalizację stopy zwrotu na rzecz długookresowych inwestycji o wysokich, a zarazem stabilnych i przewidywalnych zyskach. Inwestor, przyjmując postawę odpowiedzialną i świadomą własnych decyzji inwestycyjnych, przyczynia się do kreowania popytu i zwiększa presję wśród przedsiębiorstw na społeczną odpowiedzialność biznesu.

Biorąc pod uwagę motywy, którymi kierują się inwestorzy w podejmowaniu decyzji społecznie odpowiedzialnych, można dokonać ich podziału na trzy kategorie<sup>9</sup>:

- 1) **inwestor opierający się na wartościach** (*values-based investor*), który uwzględnia aspekty pozafinansowe w budowie portfela inwestycyjnego, kierując się przede wszystkim głęboko zakorzenionymi wartościami etycznymi i religijnymi, w konsekwencji czego przywiązuje mniejszą uwagę do efektów finansowych podjętej decyzji. Do tej grupy należą przede wszystkim kościoły, związki wyznaniowe oraz organizacje charytatywne (non-profit);
- 2) **inwestorzy poszukujący wartości** (*value-seeking investors*) stanowią tzw. grupę fundamentalnych inwestorów. Podejmując decyzję inwestycyjną, liczą oni na uzyskanie dodatkowej wartości dodanej poprzez połączenie analizy czynników ESG z tradycyjną analizą finansową. Inwestorzy instytucjonalni mają w tej grupie największy udział;

<sup>8</sup> N. Ćwik, Anatomia społecznie odpowiedzialnego inwestowania, listopad 2009 r., <http://www.csrinfo.org/pl/wiadomosci/artykuly/1782-anatomia-spoecznie-odpowiedzialnego-inwestowania> [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

<sup>9</sup> L. Kurtz, Socially Responsible Investment and Shareholder Activism, praca zbior. pod red. A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D. Siegel, *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, Oxford University Press, New York 2008, s. 251.

3) **inwestorzy zwiększający wartość** (*value-enhancing investors*) jest to grupa inwestorów, która poprzez własne zaangażowanie przede wszystkim w kwestii ładu korporacyjnego dąży do zwiększenia wartości inwestycji.

W praktyce trudno jest jednoznacznie określić wzorcowy profil inwestora odpowiedzialnego społecznie. Na podstawie dokonanych klasyfikacji można wywnioskować, że inwestorzy społecznie odpowiedzialni nie stanowią grupy homogenicznej, co przekłada się na wybór odmiennych strategii SRI, a zarazem na zróżnicowanie obszaru działalności w obrębie zagadnienia zrównoważonego rozwoju. W ramach koncepcji SRI sklasyfikowano pięć głównych obszarów, na których koncentrują się społecznie odpowiedzialni inwestorzy<sup>10</sup>:

- 1) **obszar związany z warunkami pracy** – zapobieganie wykorzystywaniu dzieci do pracy, respektowanie praw człowieka, przestrzeganie norm BHP, sprawiedliwe wynagrodzenia, doskonalenie i rozwój kwalifikacji;
- 2) **zorientowanie na dobro społeczne** – aktywna postawa wobec społeczności lokalnych (dialog społeczny), wolontariat, działalność charytatywna, współpraca z organizacjami pozarządowymi;
- 3) **ochrona środowiska** – programy recyklingowe, redukcja efektu cieplarnianego, wspieranie technologii mających na celu uniezależnienie się od nieodnawialnych zasobów;
- 4) **etyka w działalności gospodarczej** – nienaruszanie założeń uczciwego handlu, monitoring jakości, dialog z partnerami biznesowymi, bezpieczeństwo produktów i usług zarówno dla ludzi, jak i środowiska;
- 5) **wartości kulturowe i religijne** – bojkotowanie produktów firm związanych z hazardem, pornografią, produkcją i dystrybucją broni, zapobieganie ewentualnej korupcji.

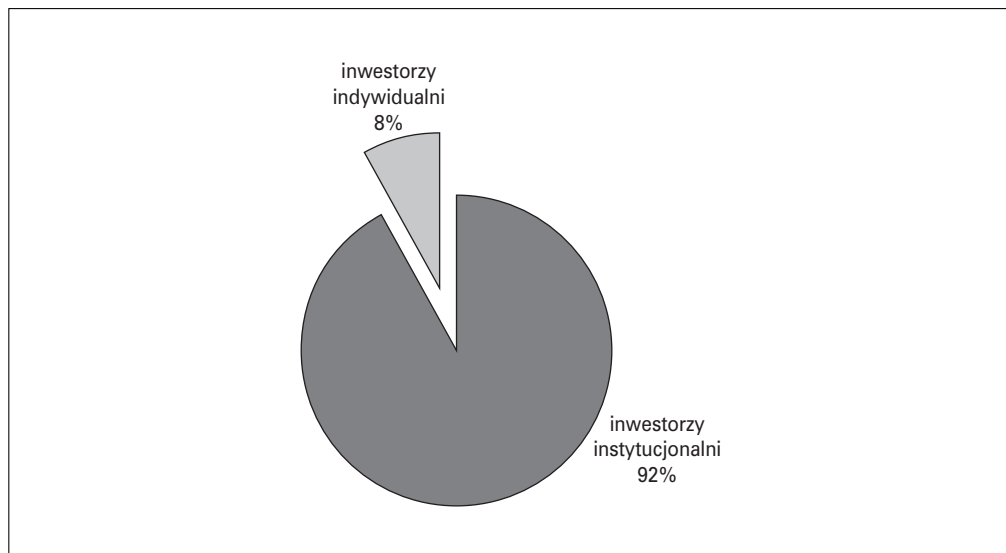
W praktyce inwestor społecznie odpowiedzialny tworzy swoją politykę inwestycyjną, która stanowi powiązanie wyżej wymienionych zagadnień. W krajach anglosaskich inwestorzy skupiają się w większym stopniu na zagadnieniach związanych z wartościami religijnymi, społecznymi i kulturowymi, z kolei w Europie kontynentalnej na kwestiach związanych z warunkami pracy, ochroną środowiska oraz etyką w biznesie.

Segment inwestycji społecznie odpowiedzialnych inwestorów skupia zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Obecnie inwestorzy instytucjonalni stanowią największy i najszybciej rozwijający się segment rynku SRI, co potwierdza europejski rynek SRI. Rynek ten jest zdominowany w 92% przez inwestycje dokonywane przez inwestorów instytucjonalnych i to oni tworzą główną siłę napędową rozwoju rynku SRI w Europie. Największy udział tego typu inwe-

<sup>10</sup> T. Czerwińska, Społeczna odpowiedzialność..., *op. cit.*, s. 13.

storów zanotowano w Holandii i Wielkiej Brytanii, znaczna grupa jest również w krajach skandynawskich, Francji i, w najbliższej przyszłości z dużym prawdopodobieństwem, w Hiszpanii.

#### Rysunek 4. Procentowy udział inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych w europejskim rynku SRI



Źródło: opracowanie własne na podstawie: European SRI Study 2010, European Social Investment Forum, September 2010, s. 15, [http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif\\_2010\\_SRI\\_Study\\_WEB1.pdf](http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Research/Eurosif_2010_SRI_Study_WEB1.pdf) [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

Biorąc pod uwagę wielkość zarządzanych aktywów SRI, liderami w tym zakresie pozostają państwowe fundusze emerytalne (63,4%), uniwersytety (20,3%) oraz firmy ubezpieczeniowe (12%), które dostosowują swoją politykę inwestycyjną w zależności od zapotrzebowania i oczekiwania swoich klientów. Obserwowany dynamiczny wzrost funduszy etycznych, czego przykładem jest rynek francuski, świadczy o ogólnym wzroście zapotrzebowania społeczeństwa na tego typu inwestycje.

Coraz większe zainteresowanie SRI wykazują również indywidualni inwestorzy. Do najważniejszych przesłanek tego zjawiska można zaliczyć<sup>11</sup>:

- coraz większą skłonność do wspierania rozwoju gospodarczego i społecznego poprzez własne inwestycje,
- chęć zainwestowania w przyszłościowe projekty biznesowe zgodnie z wyznawanymi wartościami,

<sup>11</sup> M. Schlumberger, Socially Responsible Portfolio Management, BHF-BANK, Brussels 2007, s. 2.

- oczekiwanie potencjalnie wyższych zysków dzięki inwestycjom społecznie odpowiedzialnym.

Jako podsumowanie dotychczasowych rozważań można zaprezentować ogólny zarys powszechnie występujących zależności, jakie występują pomiędzy typem inwestora a wybieraną przez niego strategią SRI, co przedstawia tabela 1.

**Tabela 1. Występujące zależności między typem inwestora a wybraną strategią**

Inwestor	Główna strategia inwestycyjna	Główny typ inwestora
Inwestor oparty na wartościach ( <i>values-based</i> )	Selekcja	Kościóły, inwestorzy charytatywni, niektóre fundusze inwestycyjne
Inwestor szukający wartości ( <i>value-seeking</i> )	Zaangażowanie Integracja Selekcja (ograniczona)	Inwestorzy instytucjonalni
Inwestor zwiększający wartość	Zaangażowanie	Publiczne fundusze emerytalne
Inwestor popierający wartość	Pionierski screening	Inwestorzy indywidualni Fundusze „tematyczne”

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Slager, *Responsible Investment: Integration, Engagement, Transparency*, oikos PRI Young Scholars Finance Academy 2009, s. 4.

## 5. Społeczna odpowiedzialność inwestowania (SRI) a społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR)

Tradycyjny model zarządzania przedsiębiorstwem, koncentrujący się wyłącznie na zwiększaniu wartości, bez uwzględniania efektów zewnętrznych (społecznych) podejmowanych decyzji biznesowych, stał się nieadekwatny do współczesnych wymagań otoczenia. W celu sprostania oczekiwaniom społeczeństwa pojawiła się koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility* – CSR), według której firmy dobrowolnie prowadzą swoją działalność gospodarczą, uwzględniając interesy społeczne i ochronę środowiska, a także relacje z interesariuszami. Bycie społecznie odpowiedzialną firmą nie oznacza tylko spełniania wszystkich wymogów formalnych, ale również zwiększone inwestycje w kapitał ludzki, ochronę środowiska i relacje z interesariuszami, czyli dobrowolne zaangażowanie<sup>12</sup>. Inwestorzy z kolei zaczynają również zwracać coraz większą uwagę na pozytywne, a zarazem negatywne skutki działalności przedsiębiorstwa w kontek-

<sup>12</sup> Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004, s. 22.

ście środowiska i społeczeństwa, co z kolei przyczyniło się do rozpowszechnienia koncepcji odpowiedzialnego inwestowania SRI na rynku kapitałowym.

Społeczna odpowiedzialność jest tym, co łączy obie koncepcje CSR z SRI, z tym że społeczna odpowiedzialność biznesu postrzegana jest z punktu widzenia prowadzenia przedsięwiorstwa, natomiast inwestycje społecznie odpowiedzialne rozpatrywane są z perspektywy inwestora. Można zatem stwierdzić, że koncepcje CSR oraz SRI są swoistym odbiciem lustrzanym postrzeganym z dwóch różnych perspektyw<sup>13</sup>.

Zatem odpowiedzialny inwestor zainwestuje w spółkę, jeśli polityka firmy jest zgodna z jego przekonaniem, bądź też widzi możliwość wpływu na przyszłą jej działalność, uwzględniającą standardy CSR. W przypadku odmiennej polityki w stosunku do oczekiwań inwestora, bądź też braku szansy na znalezienie porozumienia, inwestor zrezygnuje z inwestowania na rzecz innej spółki. Może zdarzyć się również sytuacja, w której inwestor angażuje się w spółkę niezgodną z koncepcją SRI, ale potem, poprzez aktywne działania w formie dialogu z zarządem lub podejmowaniu uchwał, wprowadza zmiany w polityce firmy (*shareholder engagement*). To wszystko dowodzi, że nie możemy mówić o inwestycjach społecznie odpowiedzialnych w oderwaniu od społecznie odpowiedzialnego biznesu. Można pójść o krok dalej i stwierdzić, że w przypadku spółek akcyjnych pełne wdrożenie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu do strategii przedsięwiorstwa nie jest możliwe bez wsparcia ze strony odpowiedzialnych inwestorów. Niezbędne jest współdziałanie i podobne spojrzenie na wagę czynników ESG. Bierna postawa akcjonariuszy, bądź też brak zgody na wdrożenie tej koncepcji w działania strategiczne spółki, są poważnym ograniczeniem zrównoważonego rozwoju spółki, dlatego w tym przypadku tak ważna jest aktywna rola akcjonariuszy względem firmy.

## 6. Podsumowanie

Rozważając charakter relacji występujący między koncepcjami SRI a CSR, nasuwa się pytanie, czy istnieje wzajemna korelacja między nimi. Spółki, które wdrażają zasady CSR do głównego nurtu zarządzania przedsięwiorstwem i odpowiednio raportują efekty tych działań, są w stanie wpłynąć w długim okresie na wzrost wartości firmy, a w konsekwencji przyciągnąć odpowiedzialnych inwestorów. Problem ten został poruszony w referacie S. Kasiewicza, W. Rogowskiego

<sup>13</sup> Szerzej piszą o tym: S. Kasiewicz, W. Rogowski, K. Deluga, Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) jako element społecznego inwestowania, w: Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Inwestycje i Wycena przedsięwiorstw, pod. red. D. Zarzeckiego, „Zeszyty Naukowe, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, Nr 25, 2010.



i K. Delugi<sup>14</sup>. Autorzy zdefiniowali zagadnienie CSR jako część składową szeroko rozumianej koncepcji społecznie odpowiedzialnego inwestowania, w ramach której należy wyróżnić dwa rodzaje inwestycji w odniesieniu do przedsiębiorstwa. Z jednej strony są to inwestycje kapitałowe o wymiarze zewnętrznym z perspektywy przedsiębiorstwa, z drugiej strony są to też inwestycje rzeczowe i niematerialne realizowane w ramach działalności przedsiębiorstwa. Inwestycje prospołeczne dokonywane przez przedsiębiorstwo obejmują działania ukierunkowane ku wnętrzu firmy, najczęściej pod postacią inwestycji w kapitał ludzki oraz działań zorientowanych na otoczenie firmy w formie inwestycji społecznych, a także inwestycji hybrydowych, czyli społecznych z elementami komercyjnymi lub komercyjnych z aspektami społecznymi<sup>15</sup>.

Przedsiębiorstwo, realizując inwestycje prospołeczne w wymiarze wewnętrznym, zyskuje status społecznie odpowiedzialnego, co w konsekwencji ma wpływ na jego postrzeganie przez inwestorów<sup>16</sup>, czyli skutki wewnętrznych inwestycji (CSR) mają bezpośrednie odzwierciedlenie w inwestycjach zewnętrznych (SRI).

Znacznie bardziej problematyczne jest pytanie, czy inwestorzy kierujący się w swoich decyzjach inwestycyjnych koncepcją SRI są w stanie naprawdę zachęcić firmy do wdrożenia zasad CSR w swoje strategie biznesowe. Niestety, nie ma jednoznacznej odpowiedzi na nie. Część badań empirycznych wykazała, że nie ma istotnej korelacji między SRI a działaniami w kwestii CSR. Mimo tego można założyć, że gwałtowny wzrost rynku SRI w ciągu następnych 15 lat będzie czynnikiem stymulującym z jednej strony wzrost zaangażowania firm w działalność CSR, a z drugiej strony wpłynie pozytywnie na firmy w sprawie ujawniania ich działalności w tym zakresie. Warto zaznaczyć, że nie zawsze docenienie kwestii CSR przez kadre zarządzającą przekłada się na zakres i jakość raportowania, uważając tę czynność za zbyt cenną, a nawet kłopotliwą. W praktyce zaobserwowano, że przedsiębiorstwa, traktujące CSR jako integralną część strategii, często nie odzwierciedlają tego faktu w swoich raportach biznesowych<sup>17</sup>, co oznacza, że firmy, działając w sposób społecznie odpowiedzialny, nie zawsze o tym komunikują swoim interesariuszom. Pierwsze nie musi determinować drugiego, ani drugie pierwszego – społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwa nie zawsze publikują

<sup>14</sup> *Ibidem*.

<sup>15</sup> Szerzej na ten temat zob.: S. Kasiewicz, W. Rogowski, Inwestycje hybrydowe – nowe ujęcie oceny efektywności, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

<sup>16</sup> S. Kasiewicz, W. Rogowski, K. Deluga, Koncepcja społecznej..., *op. cit.*

<sup>17</sup> P. Roszkowska, Raportowanie społecznej odpowiedzialności biznesu, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, Migracja kapitału w globalnej gospodarce, Difin, Warszawa 2009, s. 406; W. Rogowski, K. Leszczyńska, Możliwość pozyskiwania informacji o kapitale intelektualnym z raportów rocznych wybranych spółek z GPW w Warszawie, w: Finanse przedsiębiorstw, pod red. A. Kopińskiego, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010.

„dobre raporty”, a „złe nie muszą oznaczać nieodpowiedzialnego prowadzenia biznesu”<sup>18</sup>.

Selekcja przeprowadzana przez inwestorów w celu podjęcia decyzji inwestycyjnej może stanowić również bodziec motywujący firmy do realizowania raportowania swojej działalności CSR. Odrzucenie firm na skutek oceny może stymulować przedsiębiorstwa konkurencyjne do poprawy swoich zachowań i, w konsekwencji, prowadzić do dobrego wyniku społecznego jako całości.

## 7. Bibliografia

1. Adamski W., Barański P., SRI & vice funds, praca zbior. pod red. K. Gabryelczyk, Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
2. Christensen M., High Net Worth Individuals and Sustainable Investment, Eurosif, September 2008, [http://www.eurosif.org/publications/hnwi\\_sustainable\\_investment](http://www.eurosif.org/publications/hnwi_sustainable_investment) [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].
3. Ćwik N., Anatomia społecznie odpowiedzialnego inwestowania, listopad 2009 r., <http://www.csrinfo.org/pl/wiadomosci/artykuly/1782-anatomia-spoecznie-odpowiedzialnego-inwestowania> [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].
4. Czerwińska T., Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych, „Wiadomości Ubezpieczeniowe”, 3/2009.
5. European SRI Study 2010, European Social Investment Forum, October 2008, [http://www.eurosif.org/publications/sri\\_studies](http://www.eurosif.org/publications/sri_studies) [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].
6. Gabryelczyk K., Private asset & Wealth management. Nowe instrumenty i usługi finansowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
7. Kasiewicz S., Rogowski W., Deluga K., Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) jako element społecznego inwestowania, w: Czas na pieniądze. Zarządzanie Finansami. Inwestycje i Wycena przedsiębiorstw, pod. red. D. Zarzeckiego, „Zeszyty Naukowe, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, Nr 25, 2010.
8. Kasiewicz S., Rogowski W., Inwestycje hybrydowe – nowe ujęcie oceny efektywności, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
9. Kurtz L., Socially Responsible Investment and Shareholder Activism, praca zbior. pod. red. A. McWilliams, D. Matten, J. Moon, D. Siegiel, The Oxford handbook of corporate social responsibility, Oxford University Press, New York 2008.
10. Kwiatkowska I., Co to jest odpowiedzialne inwestowanie?, marzec 2010 r., <http://gieluda.onet.pl/co-to-jest-odpowiedzialne-inwestowanie,18874,3201165,1,p-oradnik-detel> [dostęp: 1 kwietnia 2011 r.].

---

<sup>18</sup> P. Roszkowska, Raportowanie społecznej..., *op. cit.*, s. 412.

11. Odpowiedzialny biznes w nieodpowiedzialnym świecie, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Forum Odpowiedzialnego Biznesu, Warszawa 2004.
12. Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, Washington 2010.
13. Rogowski W., Leszczyńska K., Możliwość pozyskiwania informacji o kapitale intelektualnym z raportów rocznych wybranych spółek z GPW w Warszawie, w: Finanse przedsiębiorstw, pod red. A. Kopińskiego, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2010.
14. Roszkowska P., Raportowanie społecznej odpowiedzialności biznesu, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, Migracja kapitału w globalnej gospodarce, Difin, Warszawa 2009.
15. Schlumberger M., Socially Responsible Portfolio Management, BHF-BANK, Brussels 2007.
16. Slager R., Responsible Investment: Integration, Engagement, Transparency, oikos PRI Young Scholars Finance Academy 2009.



**CZĘŚĆ DRUGA**

**ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW  
STUDIÓW DOKTORANCKICH  
W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW**



## Seniorat – zagadnienie definicji i metod jego pomiaru Część I: Definicja i pomiar senioratu – ujęcie historyczne

### 1. Wprowadzenie

Bank centralny jest instytucją, której nadano uprawnienie do emitowania pieniądza na terenie kraju albo obszaru ekonomicznego (unii monetarnej). Z jednej strony jest to współcześnie związane z nałożeniem na bank centralny obowiązku stania na straży wartości pieniądza (zapobieganie wysokiej inflacji). Z drugiej strony wartość nominalna wyemitowanego pieniądza nie znajduje bezpośredniego pokrycia w realnych zasobach (np. złocie). Tym samym koszt produkcji pieniądza jest dużo niższy od jego wartości nominalnej. Oznacza to, że bank centralny osiąga zyski z emisji pieniądza, określane mianem senioratu (ang. *seigniorage*, *seigniorage*), dawniej renty emisyjnej lub renty menniczej. Jedynym ograniczeniem dla banku centralnego w osiąganiu w ten sposób przychodów jest związana z tym akceptowalna wysokość inflacji<sup>1</sup>.

Celem opracowania nie jest próba wskazania optymalnej stopy inflacji, przy której maksymalizowany byłby dochód banku centralnego z emisji pieniądza. Interesującym nas zagadnieniem jest natomiast zgłębienie definicji, a w szczególności metod pomiaru senioratu. W przypadku senioratu nie można bowiem w jednoznaczny sposób przyporządkować elementów o charakterze przychodowym i kosztowym, jak to jest w przypadku działalności gospodarczej. Próby takiego przyporządkowania nastroczają wiele problemów w zakresie wskazania metod pomiaru senioratu, które można byłoby zastosować w badaniach empirycznych.

Niniejsza praca składa się z dwóch części, które prezentujemy w postaci odrębnych, w miarę niezależnych opracowań. W pierwszym dokonamy analizy historii senioratu. Przedstawimy pokrótce ewolucję pojmowania i pomiaru dochodów z emisji pieniądza: od pieniądza kruszcowego do pieniądza papierowego. Wykażemy, że występuje nierozzerwalny związek pomiędzy senioratem a historią pieniądza. Na koniec przedstawimy kilka uwag na temat względności pojęcia senioratu.

---

<sup>1</sup> Por. np. D. Romer, *Makroekonomia dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 456 i nast.

W części II opracowania omówimy współczesne metody pomiaru senioratu. Postaramy się wskazać najważniejsze różnice w pojmowaniu koncepcji współczesnego senioratu, jak również najbardziej właściwą, naszym zdaniem, metodę pomiaru senioratu, która jest możliwa do zastosowania w ramach badań porównawczych.

## 2. Definicja i pomiar senioratu w epokach pieniądza kruszcowego i papierowego

Pojęcie senioratu jest związane z historią pieniądza. Pojmowanie jego istoty oraz próby określenia sposobu pomiaru zmieniały się wraz z kolejnymi etapami ewolucji pieniądza. Kwestia dochodów z emisji pieniądza jest traktowana w literaturze przedmiotu jako temat poboczny, omawiany, a raczej jedynie wspomniany, przy okazji prezentowania historii pieniądza.

Historię senioratu można umownie podzielić na dwa etapy, które odpowiadają epokom **pieniądza kruszcowego** oraz **pieniądza papierowego**.

### 2.1. Seniorat w czasach pieniądza kruszcowego

Powstanie senioratu wiąże się bezpośrednio z powstaniem pieniądza – przedmiotu uznawanego na danym obszarze za pełnoprawny środek wymiany. Najczęściej były to przedmioty, których podaż występowała w ograniczonej wielkości (kruszec, najczęściej złoto, srebro, miedź)<sup>2</sup>. Dlatego jako pieniądz, przedmioty te miały wewnętrzną wartość<sup>3</sup>. Innymi słowy, siła nabywcza pieniądza odzwierciedlała jego wartość substancjonalną, czyli wartość dobra, z którego został wytworzony (pieniądz pełnowartościowy)<sup>4</sup>. Chęć wprowadzenia systemu jednolitych miar, który umożliwiłby sprawniejsze rozliczanie transakcji, a także legitymizacji środka wymiany na danym obszarze, wskazywała na władze (suwerena) jako podmiot, który ma wprowadzić jednolity środek płatniczy. Pierwsze monety, to jest regularne kawałki metalu zaopatrzone w stempel władcy, gwarantujące standaryzowaną wartość, pojawiły się w VII wieku p.n.e.<sup>5</sup> Początkowo nominal będących w obiegu

<sup>2</sup> Por. J. K. Galbraith, *Pieniądz. Pochodzenie i losy*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1982, s. 28.

<sup>3</sup> Por. E. H. Pedersen, T. Wagener, *Compilation of Seigniorage*, „Monetary Review”, Danmarks Nationalbank, 4th Quarter 2000.

<sup>4</sup> Z. Polański, *Pieniądz*, hasło w *Wielkiej Encyklopedii PWN*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 572.

<sup>5</sup> W. Morawski, *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Wydawnictwo Trio, Warszawa 2002, s. 18; M. Mielczarek, *Psucie pieniądza w starożytnej Grecji*, w: *Psucie pieniądza w Europie Środkowo-Wschodniej od antyku po czasy współczesne*. Białoruś–Litwa–Łotwa–Polska–Słowacja–Ukraina, materiały z VII Międzynarodowej Konferencji Numizmatycznej, Białystok–Augustów 7–10 września 2006 r., Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Zarząd Główny, Warszawa 2006, s. 13.



monet był równy wartości kruszcu, z którego zostały wybite<sup>6</sup>. Natomiast dochodem władcy z emisji pieniądza, który może być postrzegany jako pierwowzór renty emisyjnej, była opłata pobierana za usługę legalizowania środków płatniczych – to jest przetapianie przynieszonego przez obywateli kruszcu (w postaci sztabek złota, srebra) w monety oraz odciskanie na nich stempla władcy<sup>7</sup> – ponad koszty świadczenia tej usługi (np. koszty przetopienia kruszcu w monety). Dochód władcy z emisji pieniądza mógłby zostać zapisany w następującej postaci:

Dochód = wpływy z opłat – koszty świadczenia usługi

$$S = kM - K, \quad (1)$$

gdzie:

$S$  – seniorat,

$kM$  – wpływy z opłat, przy czym:

$k$  – opłata za wybite monety,

$M$  – wielkość emisji pieniądza (liczba wybitych monet),

$K$  – koszty świadczenia usługi.

Wkrótce władcy dostrzegli możliwość zwiększenia korzyści z posiadanego prawa do emisji pieniądza. Rozpowszechniła się praktyka psucia pieniądza. Była ona znana już w czasach starożytnych<sup>8</sup>. W przypadku władców, którzy bili monety z własnych zasobów kruszcu, psucie pieniądza polegało na biciu monet o mniejszej zawartości kruszcu aniżeli wskazywał na to ich nominal. Umożliwiało to władcom zakup większej ilości dóbr za tą samą ilość kruszcu<sup>9</sup>.

Innym sposobem psucia pieniądza i osiągnięcia przez władców dodatkowych korzyści było okresowe wycofywanie monet z obiegu, przetapianie ich w mennicach oraz bicie nowych monet o mniejszej zawartości kruszcu (gorszej próby), z domieszką innych metali, mniejszej wadze, bądź też wymiana według nieko-

<sup>6</sup> Warto zauważyć, że zmiany wartości pieniądza były zależne od zmian wartości kruszcu, z którego monety zostały wybite. Por. np. E. H. Pedersen, T. Wagener, *Compilation...*, *op. cit.*; J. Cukrowski, Renta emisyjna i gospodarka finansowa banku centralnego, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2003, s. 27–28.

<sup>7</sup> Por.: P. Bofinger, *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford University Press, New York 2001, s. 369; *Seigniorage*, hasło w *Encyclopaedia Britannica*, <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/532832/seigniorage> – strona internetowa [dostęp: 5 stycznia 2011 r.]. Warto wspomnieć, że opłata za taką usługę określana była w języku angielskim *seigniorage*, ponieważ należna była panowi feudalnemu (*seigneur*), który miał prawo emisji pieniądza.

<sup>8</sup> Por. np. M. Mielczarek, *Psucie pieniądza...*, *op.cit.*

<sup>9</sup> Por. J. K. Galbraith, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 30 i nast.

rzystnego parytetu<sup>10</sup>. Dodatkowy wolumen monet, w zakresie przewyższającym wartość nominalną emisji uprzednio wycofanej, stanowił dochód władców.

W takim rozumieniu psucie pieniądza określane było jako *renovatio monetae*. W średniowiecznej Europie jako pierwszy przeprowadził je w X wieku król Anglii Edgar<sup>11</sup>. Jednak okres największego psucia pieniądza w Anglii przypadł za rządów Henryka VIII i Edwarda VI w połowie XVI wieku<sup>12</sup>. We Francji z kolei od końca XIII wieku do połowy XV wieku psucie pieniądza przez kolejnych władców wiązało się ze znaczącymi przychodami z tego tytułu<sup>13</sup>. W Polsce pierwszym władcą, który regularnie przeprowadzał *renovatio monetae*, był Bolesław Krzywousty w XII wieku<sup>14</sup>. Motywem przeprowadzania tej swoistego rodzaju reformy pieniężnej były często rosnące wydatki władców, związane np. z toczonymi wojnami. Emitowane w ten sposób pieniądze bardzo szybko traciły na wartości, a gorszy pieniądz zaczął wypierać z obiegu lepszy pieniądz<sup>15</sup>.

Stosowana przez władców praktyka psucia pieniądza w rezultacie doprowadziła do ewolucji pieniądza kruszcowego z pełnowartościowego do podwartościowego. W przypadku pieniądza pełnowartościowego jego siła nabywcza odzwierciedlała wartość dobra (towaru), z którego został wytworzony. Natomiast w przypadku

<sup>10</sup> W ostatnim przypadku, gdy nowa moneta miała taką samą wagę i próbę jak stara moneta, wymiana następowała w odpowiednim, zawsze korzystnym dla władcy przeliczeniu, a więc np. za 5 jednostek starej emisji dawano 3 jednostki nowej emisji, albo za 3 stare jednostki 2 nowe, w zależności od wzajemnego stosunku ich wartości. W każdym przypadku władca zyskiwał na takiej operacji, większość zaś ludności traciła, przeważnie 30–40% wartości posiadanego pieniądza (R. Kiersnowski, *Początki pieniądza polskiego*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1962, s. 159).

<sup>11</sup> W. Morawski, *Zarys...*, *op. cit.*, s. 42.

<sup>12</sup> Okres ten przyjęło się określać jako *Great Debasement*. W ciągu zaledwie 10 lat zawartość czystego srebra w 1 funcie spadła z niecałych 6,4 uncji do 1 uncji. A. J. Rolnick, F. R. Velde, W. E. Weber, *The Debasement Puzzle: An Essay on Medieval Monetary History*, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall 1997, Vol. 21, No. 4, s. 8–20.

<sup>13</sup> W latach 1290–1450 we Francji ponad 120 razy przetapiano srebrne monety oraz ponad 60 razy monety złote. *Ibidem*.

<sup>14</sup> W. Morawski, *Zarys...*, *op. cit.*, s. 42; R. Kiersnowski, *Początki...*, *op. cit.*, s. 159. Należy zauważyć, że już za Bolesława Śmiałego (Bolesława II Szczodrego) w XI wieku manipulowano emisjami w celu powiększenia zysku (hasło ‘Pieniądz’ w: *Encyklopedia historii gospodarczej Polski do 1945 r.*, tom 2, Państwowe Wydawnictwo „Wiedza Powszechna”, Warszawa 1981, s. 45). O psuciu pieniądza w Polsce por. też G. Wójtowicz, A. Wójtowicz, *Historia monetarna Polski*, Twigger, Warszawa 2003, s. 31–33. O *renovatio monetae* por. np. W. Kopicki, *Czy renovatio monetae w średniowieczu oznaczało psucie pieniądza?*, w: *Psucie pieniądza w Europie Środkowo-Wschodniej od antyku po czasy współczesne: Białoruś – Litwa – Łotwa – Polska – Słowacja – Ukraina*, *op. cit.*

<sup>15</sup> Prawdopodobnie taką przyjęto określać mianem prawa Greshama lub Kopernika (J. K. Galbraith, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 32; E. Lipiński, *Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870*, PWN, Warszawa 1981, s. 75–95; C. A. E. Goodhart, *Money, Information and Uncertainty*, Macmillan, Hongkong 1989, s. 35). Warto nadmienić, że już w XIV wieku Mikołaj z Oresme zauważył, iż wskutek psucia pieniądza znika z obiegu pieniądz lepszy, który staje się przedmiotem tezauryzacji lub jest wywożony za granicę (W. Morawski, *Zarys...*, *op. cit.*, s. 49; por. też E. Lipiński, *Historia...*, *op. cit.*, s. 53–56).

pieniądza podwartościowego doszło do oderwania wartości substancjonalnej od jego siły nabywczej<sup>16</sup>.

Psucie pieniądza przez władców doprowadziło też do ewolucji definicji senioratu, przedstawionej we wzorze (2) do następującej postaci<sup>17</sup>:

$$S = \Delta W - K, \quad (2)$$

gdzie:

$\Delta W$  – zmiana wartości emitowanych monet w momencie wprowadzenia ich do obiegu,

$S$  – seniorat,

$K$  – koszty świadczenia usługi.

Tak definiowany seniorat był pojęciem szerszym aniżeli zwykła nadwyżka opłaty za usługę bicia monety z wizerunkiem władcy ponad koszty produkcji monet. W wyniku przeprowadzanej okresowo wymianie monet władcy przejmowali znaczne ilości kruszcu. Z kolei obywatele, którzy przynosili do mennic stare monety, otrzymywali w zamian albo nowe monety o tej samej wartości nominalnej, ale o obniżonej wadze lub zawartości kruszcu, albo monety o tej samej próbie i wadze, ale w mniejszej ilości<sup>18</sup>. Pozyskane w ten sposób dodatkowe ilości kruszcu wykorzystywano do bicia dodatkowych monet. Były one traktowane jako dochód władcy.

Podsumowując przedstawioną powyżej historię senioratu w epoce pieniądza kruszcowego, należy zwrócić uwagę na dwie kwestie. Po pierwsze, źródło senioratu było bezpośrednio związane z posiadaniem przez władzę monopolem na emisję pieniądza. Dla uregulowania stosunków handlowych i uproszczenia transakcji prawo to było przypisywane/uzurpowane przez władzę (króla, książąt, ale też władze niektórych miast). Po drugie, odkrycie możliwości pozyskiwania dodatkowego dochodu, w postaci zmniejszenia zawartości kruszcu w bitych monetach przy stałej wartości nominalnej, doprowadziło w krótkim czasie do oderwania wartości wewnętrznej pieniądza (monet) od jego wartości nominalnej. Wyraźnym tego przejawem było zjawisko wypierania z obiegu lepszego pieniądza przez gorszy pieniądz.

## 2.2. Seniorat w czasach pieniądza papierowego

Rozliczanie zawieranych transakcji przy wykorzystaniu pieniądza kruszcowego nastroczało wielu problemów. Po pierwsze, z uwagi na ciężar monet realizacja większych transakcji wiązała się z koniecznością ponoszenia kosztów transportu

<sup>16</sup> Z. Polański, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 572.

<sup>17</sup> Por. np.: J. Cukrowski, *Renta...*, *op. cit.*, s. 28; E. H. Pedersen, T. Wagener, *Compilation...*, *op. cit.*

<sup>18</sup> Por. np. R. Kiersnowski, *Początki...*, *op. cit.*

środka płatniczego. Po drugie, wspomniane praktyki psucia pieniądza dokonywane przez władców, jak również fizyczne niszczenie monet w związku z ich używaniem w codziennych transakcjach, utrudniało nierzadko poprawne określenie próby i wagi kruszcu w monetach stanowiących zapłatę za dane dobro czy usługę.

Pewnym sposobem rozwiązania tych niedogodności było deponowanie kruszcu lub monet w instytucjach (banki, złotnicy). W zamian za to otrzymywano kwity potwierdzające posiadanie kruszcu o danej wartości lub otwierano w księgach depozytariusza kredyt, określany również pieniądzem bankowym. Zarówno kwity, jak i pieniądz bankowy, były wykorzystywane jako środek płatniczy w rozliczeniach codziennych transakcji. Jedną z najbardziej znanych instytucji świadczących podobne usługi depozytu był Bank Amsterdamski, który rozpoczął działalność w 1609 roku<sup>19</sup>.

Pieniądz papierowy był kolejnym etapem w historii pieniądza, a tym samym i senioratu. W Europie pierwsze pieniądze papierowe zaczęły być powszechnie stosowane w XVII wieku<sup>20</sup>. Za moment wypierania pieniądza kruszcowego przez pieniądz papierowy przyjmuje się daty utworzenia pierwszych banków centralnych w Europie (Riksbank w Szwecji oraz Bank of England w Anglii)<sup>21</sup>. Banki (w Anglii początkowo złotnicy) emitowały pieniądze papierowe, które były kwitami na okaziciela potwierdzającymi, że w instytucjach tych został złożony kruszec o określonej wartości (miedź w postaci platmyntów w Szwecji oraz złoto w Anglii)<sup>22</sup>.

Z jednej strony, obieg pieniężny został w znaczny sposób uproszczony. Zapłata za towary i usługi nie nastęrczała już problemów ze zdobyciem i transportem odpowiedniej ilości kruszcu czy też monet. W rezultacie doprowadziło to do obniżenia kosztów transakcyjnych. Z drugiej strony, pieniądz papierowy był w pełni wymienialny na złoto i srebro lub na samo złoto (system waluty złotej – *gold standard*)<sup>23</sup>. Zaufanie do banknotów jako środka wymiany i ich siły nabywczej zależało od zaufania do zdolności instytucji emitującej pieniądz, że będzie ona w stanie wymienić pieniądz papierowy na monety lub kruszec<sup>24</sup>.

<sup>19</sup> A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. II, PWN, Warszawa 1954, s. 82 i nast.

<sup>20</sup> Należy przy tej okazji nadmienić, że pierwsze pieniądze papierowe, z podpisami i pieczęciami urzędników oraz najwyższego mincerza, znajdowały się w obiegu już w X wieku w Chinach (W. Morawski, *Zarys...*, *op. cit.*, s. 55–56).

<sup>21</sup> Por. np.: Z. Polański, *Pieniądz...*, *op. cit.*; Ch. P. Kindleberger, *A financial history of western Europe*, Oxford University Press, New York 1993, s. 52 i nast.

<sup>22</sup> W. Morawski, *Zarys...*, *op. cit.*, s. 61–62, 78. Należy zaznaczyć, że pieniądz papierowy może również powstać w wyniku emisji skarbowej. Wówczas to władze państw drukują pieniądz i wykorzystują go do opłacenia urzędników, aparatu przymusu, czy też dokonywania transakcji z sektorem prywatnym (Z. Polański, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 572; por. też J. K. Galbraith, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 77 i nast. oraz A. Smith, *Badania...*, *op. cit.*, t. I, s. 411 i nast.).

<sup>23</sup> Z. Polański, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 572.

<sup>24</sup> A. Smith, *Badania...*, *op. cit.*, t. I, s. 363; J. K. Galbraith, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 77–78.

Niebawem jednak się okazało, że instytucje emitujące pieniądź papierowy mogą zwiększyć emisję ponad zapas posiadanego kruszcu, który stanowi pokrycie wyemitowanych już banknotów (dodatkowa kreacja pieniądza)<sup>25</sup>. Wydawało się mało prawdopodobne, ażeby wszyscy deponenci zgłosili się w tym samym czasie z roszczeniem o wymianę banknotów na złożony w bankach kruszec. Możliwość tworzenia nadwyżki emisji pieniądza papierowego ponad zasoby posiadanego kruszcu stanowiła przesłankę kolejnego etapu definiowania renty emisyjnej.

Do wybuchu I wojny światowej (a w Stanach Zjednoczonych do 1917 roku) emisja pieniądza papierowego była zabezpieczona posiadanymi przez banki centralne kruszczami (system waluty złotej)<sup>26</sup>. Państwa, które w czasie I wojny światowej zawiesiły wymienialność banknotów na kruszec, starały się powrócić do systemu waluty złotej w 2 połowie lat 20. XX wieku (w Stanach Zjednoczonych wymienialność na złoto była zawieszona w latach 1917–1919)<sup>27</sup>. Wkrótce okazało się, że powrót do systemu waluty złotej, przy zachowaniu parytetów złota obowiązujących przed I wojną światową, jest niemożliwy<sup>28</sup>. Co więcej, nasilający się interwencjonizm państwa w czasach kryzysu nadprodukcji skutecznie zlikwidował system waluty złotej w wielu krajach na początku lat 30. XX wieku. Od tego czasu w sferze wewnętrznej wymiany pieniądza niepodzielnie panuje pieniądź papierowy<sup>29</sup>. Natomiast w sferze wymiany międzynarodowej złoto utraciło funkcję pieniądza dopiero w 1 połowie lat 70. XX wieku<sup>30</sup>. W coraz większym stopniu o wartości znajdującego się w obiegu pieniądza nie świadczyło już złoto czy inny kruszec, na który można było je wymienić, lecz działania i polityka prowadzona przez bank centralny.

W czasach współczesnych seniorat jest wiązany często ze zmianą wielkości pieniądza w obiegu i prezentowany jest następująco<sup>31</sup>:

$$S = \Delta M - K, \quad (3)$$

<sup>25</sup> J. H. de Soto, Pieniądź, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009, s. 77–80 oraz 82–83; por. też J. K. Galbraith, Pieniądź..., *op. cit.*

<sup>26</sup> Z. Grabowski, Wprowadzenie do nauki o pieniądzu, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1979, s. 41.

<sup>27</sup> *Ibidem*; J. K. Galbraith, Pieniądź..., *op. cit.*, s. 201.

<sup>28</sup> Por. M. N. Rothbard, What has Government done to Our Money?, Ludwig von Mises Institute, Auburn 2005, s. 90.

<sup>29</sup> Z. Grabowski, Wprowadzenie..., *op. cit.*, s. 41, 43.

<sup>30</sup> *Ibidem*; M. N. Rothbard, What has..., *op. cit.*, s. 101 i nast.

<sup>31</sup> Podobną definicję senioratu w ujęciu teoretycznym i w praktycznym zastosowaniu można znaleźć m.in. w: A. Aisen, F. J. Veiga, The Political Economy of Seigniorage, „IMF Working Paper”, International Monetary Fund, 1 September 2005, No. 05/175; R. J. Barro, Measuring the Fed’s Revenue from Money Creation, „NBER Working Paper”, National Bureau of Economic Research, 1982, No. W0883; A. Cukierman, S. Edwards, G. Tabellini, Seigniorage and Political Stability, „CEPR Discussion Papers”, CEPR, 1990, No. 381; P. Bofinger, Monetary..., *op. cit.*, s. 370 i nast.

gdzie:

$\Delta M$  – zmiana wielkości pieniądza banku centralnego (gotówka oraz saldo rachunków banków komercyjnych w banku centralnym),

$S$  – seniorat,

$K$  – koszty świadczenia usługi..

Równanie (3) zostało podane jedynie dla zobrazowania ewolucji pojęcia i definicji senioratu.

### 3. Uwagi na temat względności pojęcia senioratu

Podsumowując krótki szkic historii ewolucji dochodów z emisji pieniądza, należy zwrócić uwagę na kilka istotnych kwestii związanych ze względnością pojęcia senioratu.

Po pierwsze, seniorat nierozzerwalnie związany jest z pieniądzem, rozumianym jako pełnoprawny środek płatniczy. Pieniądz jest podstawą jego definiowania i szacowania. Dlatego też definicja senioratu ewoluowała wraz ze zmianami, jakie zachodziły w rozwoju pieniądza: od pełnowartościowego pieniądza kruszcowego w formie monetarnej do pieniądza papierowego. To z kolei oznacza, że nie ma jednej, uniwersalnej i powszechnej definicji senioratu.

Po drugie, za beneficjenta dochodów z senioratu co do zasady uważana była instytucja/podmiot (państwo, władza lokalna, miasto), która miała na danym obszarze monopol na emisję pieniądza jako środka wymiany. Z czasem to państwo, najczęściej za pośrednictwem banku centralnego, skutecznie uzurpowało sobie prawo do określania, co może być wiążącym środkiem płatniczym wymiany, i stawało się jedynym emitentem pieniądza na terenie kraju, a tym samym jedynym beneficjentem senioratu.

Należy przy tym wskazać na kilka kwestii, które w ostatnim czasie każą zastanowić się nad tym, czy i w jakim zakresie państwo jest nadal beneficjentem korzyści płynących z senioratu. Powstanie banków centralnych, na które delegowano monopol na emisję pieniądza, oraz proces przyznawania im w niektórych krajach coraz większej niezależności (w tym w wymiarze finansowym), zaczęło nastęrczać problemów nie tylko w zakresie obiektywnego określenia metod pomiaru senioratu, ale również poprawnego wskazania konkretnych korzyści, jakie państwo otrzymuje w ramach monopolu na emisję pieniądza (np. wpłata z zysku banku centralnego<sup>32</sup>). Ponadto, w niektórych krajach powszechnie obowiązującym

<sup>32</sup> Warto zauważyć, że dla przykładu Bank Czech w ostatnich latach notował jedynie straty, nie przekazując do budżetu państwa wpłat z zysku (por. np. M. Cincibuch, T. Holub, J. Hurnik, Central Bank

środkiem płatniczym jest waluta innego kraju (tzw. dolaryzacja)<sup>33</sup>. Ta ostatnia sytuacja oznacza, że potencjalnym beneficjentem senioratu staje się rząd innego kraju. Na koniec rozważań o kwestii beneficjenta senioratu należy wskazać na unie monetarne (z najbardziej znanym przykładem strefy euro) jako szczególny przypadek określania senioratu. Przyjęcie wspólnej waluty nastęrcza nie tylko problemów z określeniem beneficjentów senioratu, ale również ze sprawiedliwym jego podziałem pomiędzy poszczególne kraje członkowskie<sup>34</sup>.

Po trzecie, w ramach definiowania senioratu często marginalizowana jest kwestia szeroko pojętych kosztów emisji pieniądza. Wprawdzie wpływają one na zmniejszenie wielkości senioratu, jednakże ich znaczenie w całkowitym rachunku często jest traktowane jako nieistotne<sup>35</sup>. W świetle przedstawionej ewolucji pieniądza – od monety kruszcowej, posiadającej w sobie rzeczywistą wartość w postaci próby kruszcu o określonej masie, do pieniądza papierowego, za którego wartość odpowiada w ramach prowadzonej polityki pieniężnej bank centralny – warto zastanowić się nie tylko, w jaki sposób należy liczyć koszt emisji pieniądza papierowego, ale również, co należy uznać za taki koszt. Czy mają to być tylko fizyczne koszty produkcji pieniądza (koszty papieru, zabezpieczeń przed fałszowaniem metali do produkcji bilonu), czy też pojęcie to winno być szerzej rozpatrywane, obejmując m.in. koszty/przychody związane z przeprowadzanymi przez bank centralny operacjami polityki pieniężnej?

---

Losses and Economic Convergence, „Working Papers”, Czech National Bank Research Department, Praga 2008).

<sup>33</sup> Por. np. S. Fischer, Seigniorage and the Case for a National Money, „The Journal of Political Economy”, 1982, Vol. 90, No. 2, s. 295–313; S. Schmitt-Grohe, M. Uribe, Dollarization and Seigniorage: How much is at Stake?, mimeo, University of Pennsylvania 1999, <http://www.econ.upenn.edu/~uribe> [dostęp: 26 września 2010 r.]. Ponadto w kwietniu i lipcu 1999 roku dwie podkomisje Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Senatu USA odbyły wspólne posiedzenia poświęcone kwestii dolaryzacji ([http://www.banking.senate.gov/99\\_04hr/042299/index.htm](http://www.banking.senate.gov/99_04hr/042299/index.htm) oraz [http://www.banking.senate.gov/99\\_07hr/071599/index.htm](http://www.banking.senate.gov/99_07hr/071599/index.htm) [dostęp: 30 września 2010 r.], oraz Robert Stein, Citizen’s guide to dollarization, <http://www.banking.senate.gov/docs/reports/dollar.htm> [dostęp: 30 września 2010 r.]).

<sup>34</sup> Dla przykładu Statut Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego wskazuje na ogólne zasady podziału tzw. dochodu pieniężnego (*monetary income*) między poszczególne krajowe banki centralne (art. 32 Statutu). Por. też M. Handig, R. Holzfeind, Euro Banknotes in Circulation and the Allocation of Monetary Income within the Eurosystem, „Monetary Policy & the Economy”, Oesterreichische Nationalbank, 2007, issue 1, s. 150-163; H.-W. Sinn, H. Feist, Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU, „CES Working Paper”, Center for Economic Studies University of Munich, 1997, No. 134; A. Sławiński, D. Tymoczko, Czynniki makroekonomiczne wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce, „Studia i Analizy CASE”, CASE, 2001, Nr 229; D. Tymoczko, Renta mennicza po akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej – korzyści czy koszty?, „The Polish Way to the Euro”, Konferencja NBP Falenty, 22–23 października 2001 r.

<sup>35</sup> Wielu autorów pomija wielkość kosztów związanych z emisją pieniądza. Należy jednak wskazać, że w ostatnim czasie dostrzegane jest znaczenie kosztów produkcji pieniądza (w szczególności bilonu) w odniesieniu do jego nominalu (W. Radziwinowicz, Żegnaj kopiejko, „Gazeta Wyborcza” z 23 września 2010 r., s. 21).

## 4. Podsumowanie

W artykule przedstawiliśmy ewolucję pojęcia i sposobu pomiaru dochodu z emisji pieniądza w ujęciu historycznym. Wskazaliśmy, że seniorat jest nierozzerwalnie związany z kategorią pieniądza. Jego pojmowanie i zasady pomiaru ewoluowały wraz z kolejnymi etapami rozwoju pieniądza: od formy pełnowartościowej kruszcowej do podwartościowej papierowej. Początkowo postrzegany był jako dochód z tytułu świadczenia usługi bicia monety. Z czasem stał się źródłem coraz większych dochodów władców, czy to w związku z okresową wymianą pieniądza znajdującego się w obiegu, czy też w związku z emisją pieniądza papierowego, który nie znajduje oparcia w posiadanym kruszcu. Na koniec zwróciliśmy uwagę na względność pojęcia dochodów z emisji pieniądza w aspekcie beneficjenta senioratu, czy też poprawnego zdefiniowania kosztów emisji pieniądza.

## 5. Bibliografia

1. Aisen A., Veiga F. J., The Political Economy of Seigniorage, „IMF Working Paper”, International Monetary Fund, September 1 2005, No. 05/175.
2. Barro R. J., Measuring the Fed's Revenue from Money Creation, „NBER Working Paper”, National Bureau of Economic Research, 1982, No. W0883.
3. Bofinger P., Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford University Press, New York 2001.
4. Cincibuch M., Holub T., Hurnik J., Central Bank Losses and Economic Convergence, „Working Papers”, Czech National Bank Research Department, Praga 2008.
5. Cukierman A., Edwards S., Tabellini G., Seigniorage and Political Stability, „CEPR Discussion Papers”, CEPR, 1990, No. 381.
6. Cukrowski J., Renta emisyjna i gospodarka finansowa banku centralnego, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2003.
7. Encyklopedia historii gospodarczej Polski do 1945 r., tom 2, Państwowe Wydawnictwo „Wiedza Powszechna”, Warszawa 1981.
8. Fischer S., Seigniorage and the Case for a National Money, „The Journal of Political Economy”, 1982, Vol. 90, No. 2.
9. Galbraith J. K., Pieniądz. Pochodzenie i losy, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1982.
10. Goodhart C. A. E., Money, Information and Uncertainty, Macmillan, Hongkong 1989.
11. Grabowski Z., Wprowadzenie do nauki o pieniądzu, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1979.



12. Handig M., Holzfeind R., Euro Banknotes in Circulation and the Allocation of Monetary Income within the Eurosystem, „Monetary Policy & the Economy”, Oesterreichische Nationalbank, 2007, issue 1.
13. <http://www.britannica.com/EBchecked/topic/532832/seigniorage> [dostęp: 5 stycznia 2011 r.].
14. Kiersnowski R., Początki pieniądza polskiego, Wiedza Powszechna, Warszawa 1962.
15. Kindleberger Ch. P., A financial history of western Europe, Oxford University Press, New York 1993.
16. Lipiński E., Historia powszechnej myśli ekonomicznej do roku 1870, PWN, Warszawa 1981.
17. Mielczarek M., Psucie pieniądza w starożytnej Grecji, w: Psucie pieniądza w Europie Środkowo-Wschodniej od antyku po czasy współczesne. Białoruś–Litwa–Łotwa–Polska–Słowacja–Ukraina, materiały z VII Międzynarodowej Konferencji Numizmatycznej, Białystok–Augustów 7–10 września 2006 r., Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Zarząd Główny, Warszawa 2006.
18. Morawski W., Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości, Wydawnictwo Trio, Warszawa 2002.
19. Pedersen E. H., Wagener T., Compilation of Seigniorage, „Monetary Review”, Danmarks Nationalbank, 4th Quarter 2000.
20. Polański Z., Pieniądz, hasło w Wielkiej Encyklopedii PWN, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
21. Psucie pieniądza w Europie Środkowo-Wschodniej od antyku po czasy współczesne. Białoruś–Litwa–Łotwa–Polska–Słowacja–Ukraina, materiały z VII Międzynarodowej Konferencji Numizmatycznej, Białystok–Augustów 7–10 września 2006 r., Polskie Towarzystwo Numizmatyczne Zarząd Główny, Warszawa 2006.
22. Radziwinowicz W., Żegnaj kopiejko, „Gazeta Wyborcza” z 23 września 2010 r.
23. Rolnick A. J., Velde F. R., Weber W. E., The Debasement Puzzle: An Essay on Medieval Monetary History, „Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall 1997, Vol. 21, No. 4.
24. Romer D., Makroekonomia dla zaawansowanych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
25. Rothbard M. N., What has Government done to Our Money?, Ludwig von Mises Institute, Aburn 2005.
26. Schmitt-Grohe S., Uribe M., Dollarization and Seigniorage: How much is at Stake?, mimeo, University of Pennsylvania 1999, <http://www.econ.upenn.edu/~uribe> [dostęp: 26 września 2010 r.].
27. Sinn H.-W., Feist H., Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU, „CES Working Paper”, Center for Economic Studies University of Munich, 1997, No. 134.

28. Sławiński A., Tymoczko D., Czynniki makroekonomiczne wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce, „Studia i Analizy CASE”, CASE, 2001, Nr 229.
29. Smith A., Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów, t. I–II, PWN, Warszawa 1954.
30. Soto J. H. de, Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2009.
31. Tymoczko D., Renta mennicza po akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej – korzyści czy koszty?, „The Polish Way to the Euro”, Konferencja NBP Falenty, 22–23 października 2001 r.
32. Wójtowicz G., Wójtowicz A., Historia monetarna Polski, Twigger, Warszawa 2003.

## Formy transferu innowacji

### 1. Wprowadzenie

Przedsiębiorstwo funkcjonuje w otoczeniu, które dynamicznie ulega zmianom, musi nadążać za bieżącymi zmianami, a nawet te zmiany wyprzedzać, aby lepiej powiązać własny system z systemami otoczenia, a szczególnie otoczenia konkurencyjnego. W procesie tym innowacja ma szczególną rolę, gdyż wpływa na jego możliwości rozwoju oraz stanowi o jego wartości rynkowej.

W niniejszym opracowaniu zawarto analizę źródeł innowacji przedsiębiorstwa, metody ich pozyskiwania oraz uwarunkowania działań innowacyjnych przedsiębiorstwa.

### 2. Źródła innowacji przedsiębiorstwa

W literaturze przedmiotu stwierdza się zazwyczaj, że działalność innowacyjna wynika z własnych potrzeb i inicjatyw przedsiębiorstw, ale również z następujących źródeł<sup>1</sup>:

- nauki,
- potrzeb rynkowych,
- powiązań między uczestnikami rynku,
- sieci technologicznych,
- sieci społecznych.

Źródłem aktywizacji działalności innowacyjnej przedsiębiorstwa jest przede wszystkim presja konkurencji, otoczenia technicznego i samych użytkowników nowości rynkowych, czyli to wszystko, co inspiruje człowieka do procesu zmian<sup>2</sup>. Należy zatem podkreślić, że innowacje zależą głównie od dostępnej wiedzy, potrzeb indywidualnych i społecznych oraz od kreatywności twórców pomysłów i czynników wspierających tę kreatywność. Istotnym elementem innowacji jest zmiana,

---

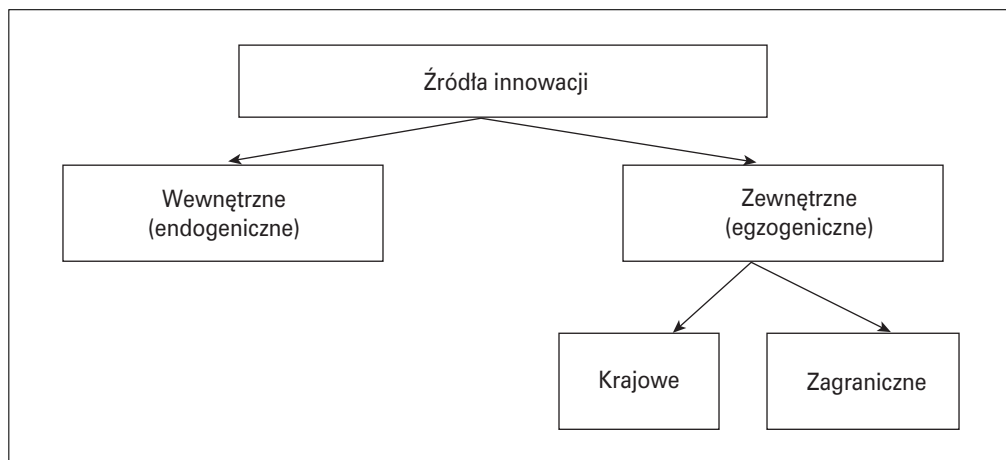
<sup>1</sup> Innovation Management and Knowledge – Driven Economy. European Commission Directorate – General for Enterprise, Office for Official Publications of the European Communities, Brussels–Luxembourg 2004.

<sup>2</sup> A. Pomykański, Zarządzanie innowacjami, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 68.

która zawsze stwarza okazję dla nowego i odmiennego. Systematyczna innowacja polega na celowym i zorganizowanym poszukiwaniu zmian i na systematycznej analizie okazji do społecznej lub gospodarczej innowacji, którą taka zmiana mogłaby umożliwić<sup>3</sup>.

Biorąc pod uwagę rozważania teoretyczne przyjmuje się różne źródła innowacji (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Rodzaje źródeł innowacji**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Janasz, K. Kozioł, Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 27–31.

Źródła wewnętrzne (endogeniczne) innowacji tkwią wewnątrz podmiotu (przedsiębiorstwa)<sup>4</sup>. Głównie obejmują efekty działania własnego zaplecza badawczo-rozwojowego przedsiębiorstwa. Pracownicy przedsiębiorstwa innowacyjnego, jego poszczególnych komórek organizacyjnych opracowują nowe rozwiązania lub modernizacje i usprawnienia już istniejących. Przedsiębiorstwa te kreują własne rozwiązania oraz przyswajają (adaptują) rozwiązania obce. Do wewnętrznych źródeł innowacji można zaliczyć wynalazki, *know-how*, projekty wynalazcze i racjonalizatorskie, usprawnienia organizacji produkcji i metod pracy zgłaszane przez pracowników<sup>5</sup>.

Drugą grupę stanowią źródła zewnętrzne (egzogeniczne), które dzielą się na krajowe i zagraniczne osiągnięcia naukowe. Źródła te związane są ze zmianami na zewnątrz przedsiębiorstwa, w jego bliższym lub dalszym otoczeniu sta-

<sup>3</sup> P. F. Drucker, *Innowacja i przedsiębiorczość*, PWE, Warszawa 1992, s. 44.

<sup>4</sup> Por. E. Stawasz, *Innowacje a mała firma*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999, s. 9–22.

<sup>5</sup> K. Kozioł, *Innowacyjność polskich przedsiębiorstw przemysłowych na tle doświadczeń Unii Europejskiej*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 35.

nowią je źródła krajowe i zagraniczne<sup>6</sup>. Do nich należy między innymi: sektor badawczo-rozwojowy – szkoły wyższe, placówki naukowe Polskiej Akademii Nauk, jednostki resortowe i branżowe (JBR)<sup>7</sup>. Do zewnętrznych źródeł zagranicznych należą rozwiązania, które są efektem badań zagranicznych placówek naukowo-badawczych. Korzystanie z wyników badań polega na transferze wiedzy poprzez licencje i *know-how* zakupione lub uzyskane od innych przedsiębiorstw, import maszyn i urządzeń, wspólne przedsięwzięcia naukowe oraz wymiana pracowników w celu wymiany doświadczeń i szkolenia<sup>8</sup>.

Podział na źródła wewnętrzne i zewnętrzne może być prowadzony zarówno z punktu widzenia pojedynczego kraju, jak i przedsiębiorstwa. Podejście to łączy w sobie spojrzenie endogeniczne i egzogeniczne i sprowadza się do wyróżnienia następujących źródeł innowacji<sup>9</sup>:

- własne badania naukowe i prace rozwojowe, czyli źródła egzogeniczne krajowe,
- zakup obcej myśli naukowo-technicznej, czyli umowy licencyjne, *know-how*, rzeczowy transfer techniki, czyli źródła egzogeniczne zagraniczne,
- wynalazczość i racjonalizacja, czyli źródło wewnętrzne,
- informacja naukowo-techniczna i ekonomiczna na temat wszelkich innowacji, prac naukowo-badawczych prowadzonych przez inne ośrodki, patentów, dostępnych licencji.

Należy podkreślić, że szczególnie istotne są wewnętrzne źródła innowacji, które są efektami głównie prac „własnego” (krajowego przedsiębiorstwa) i zaplecza badawczo-rozwojowego. Jednak jest to proces długofalowy i wymagający określonych warunków, m.in. kreatywnego potencjału ludzkiego, nakładów finansowych oraz wyposażonych w nowoczesną aparaturę jednostek naukowo-badawczych.

Ważnym elementem jest także określenie istotnych elementów krajowego systemu wsparcia organizacji proinnowacyjnych. Jest to związane z możliwością korzystania z zewnętrznych, tj. zagranicznych źródeł innowacji, będących częstą praktyką przedsiębiorstw, gdyż umożliwia głównie podnoszenie poziomu technicznego i technologicznego produkcji oraz uzyskanie nowych rozwiązań korzystnych dla ich działalności (poprawa jakości, obniżka kosztów produkcji, zmniejszanie uciążliwości dla środowiska naturalnego).

Korzystanie z ogółu dostępnych źródeł innowacji stanowi podstawę rozwoju społeczno-gospodarczego w perspektywie globalnej gospodarki, jak i globalnego

<sup>6</sup> P. F. Drucker, *Innowacja...*, *op. cit.*, s. 36–120.

<sup>7</sup> W. Janasz, K. Koziół, *Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 29.

<sup>8</sup> *Ibidem.*

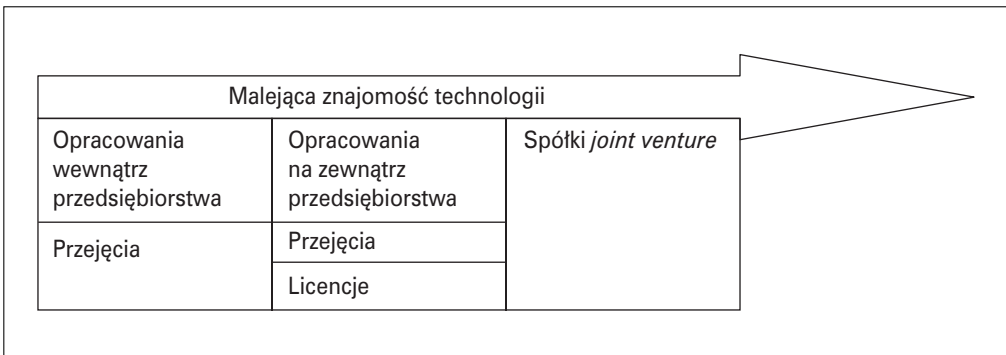
<sup>9</sup> K. Koziół, *Innowacyjność...*, *op. cit.*, s. 37.

przedsiębiorstwa. Istotne są więc metody pozyskiwania innowacji, przy założeniu nieograniczonych źródeł dostępnych informacji.

### 3. Metody pozyskiwania innowacji

Przedsiębiorstwo, rozważające potrzebę lub konieczność posługiwania się innowacjami, dokonuje wyboru metody uzyskiwania nowych technologii. Przedstawia je rysunek 2.

**Rysunek 2. Metody uzyskiwania nowych technologii**



Źródło: G. Stonehouse, *Globalizacja. Strategia i zarządzanie*, Felberg SIA, Warszawa 2001, s. 185.

Należy zauważyć, że im większa jest w przedsiębiorstwie znajomość określonych innowacji, tym bardziej angażuje się ono w opracowywanie lub doskonaleniu przyjętych rozwiązań. W miarę zmniejszania się wiedzy o innowacji, przedsiębiorstwo zwiększa intensywność działań w kierunku uzyskania nowych technologii poprzez przejęcia, licencje lub tworzenie spółek *joint venture*<sup>10</sup>.

Konieczne jest także podkreślenie udziału „obcej” myśli technicznej w pozyskiwaniu rozwiązań technicznych przez przedsiębiorstwo. Dokonywanie transferu techniki może przyjmować następujące formy<sup>11</sup>:

- umowy licencyjne (połączone ze sprzedażą dokumentacji technicznej, maszyn i urządzeń itp.),
- umowy typu *know-how* (zakup dokumentacji nie opatentowanych technologii lub wzorów),

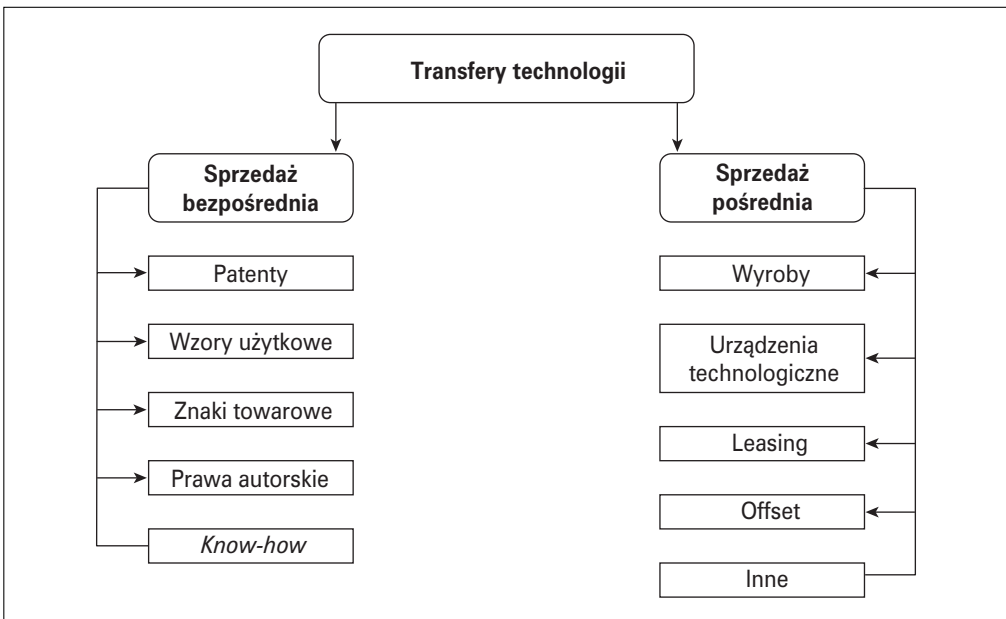
<sup>10</sup> J. Bogdanienko, M. Haffer, W. Popławski, *Innowacyjność przedsiębiorstw*, Wyd. Uniwersytetu M. Kopernika w Toruniu, Toruń 2004, s. 17.

<sup>11</sup> *Ibidem*.

- wspólne przedsięwzięcia naukowe i produkcyjne związane z produkcją wybranych wyrobów,
- zakup maszyn i urządzeń technicznych,
- wymiana pracowników mająca na celu wymianę doświadczeń i szkolenia.

Obok transferu techniki istotny jest także udział transferu technologii, jako źródła zasilania rynku technologiami, który obejmuje wszelkie formy dyfuzji innowacji, edukacji technicznej, przenoszenie wiedzy z sektora nauki i badań do praktyki gospodarczej<sup>12</sup>. Należy traktować transfer technologii jako proces wymiany między sektorem nauki i badań a sferą działalności produkcyjnej. Transfery technologii umożliwiają zastosowanie jej w procesie produkcji i osiągnięcie korzystnego efektu finalnego, jednak ograniczają możliwość występowania w roli lidera w zakresie technologii. Należy podkreślić, że transfer technologii to proces przekazu wiedzy o opracowanej technologii z miejsca, gdzie została ona wygenerowana, do miejsc, gdzie będzie mogła być eksploatowana, przynosząc korzyści użytkownikowi<sup>13</sup>. W praktyce gospodarczej stosowane są różne rodzaje transferów technologii, które przedstawiono na rysunku 3.

**Rysunek 3. Rodzaje transferów technologii**



Źródło: J. Łunarski, Zarządzanie technologiami, Wyd. Politechniki Rzeszowskiej, Rzeszów 2009, s. 107.

<sup>12</sup> M. Reichel, Potencjał innowacyjny Polski południowo-wschodniej w strukturach subregionalnych, Wyd. Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Nowym Sączu, Nowy Sącz 2006.

<sup>13</sup> W. Włosiński, Transfer technologii, Forum Akademickie, Nr 4, 2000.

Sprzedaż bezpośrednia traktowana jest jako bezpośredni przekaz – sprzedaż określonych praw wykorzystywania w jednoznacznie sprecyzowanych zakresach technologii (wytwarzania) produkcji. Patenty, prawa ochronne, prawa z rejestracji ustanowione jako prawa wyłączne na rzecz podmiotów zgłaszających uprawniają do korzystania z nich w ramach przyznanego monopolu<sup>14</sup>. Patent to wyłączne prawo produkcji oraz sprzedaży danego produktu przez określony okres na terytorium kraju<sup>15</sup>. Wzór użytkowy to nowe użyteczne rozwiązanie o charakterze technicznym, dotyczące kształtu, budowy lub zestawienia przedmiotu o trwałej postaci<sup>16</sup>. Znak towarowy to wszelkie oznaczenia umieszczone na towarze, przedstawione graficznie, które w sposób jednoznaczny pozwalają na odróżnienie jednego towaru przedsiębiorstwa od takiego samego produktu innego przedsiębiorstwa.

Drugą grupą przekazu technologii użytkownikowi jest sprzedaż pośrednia w różnych formach. Sprzedaż wyrobów gotowych wytworzonych dzięki zastosowaniu nowoczesnych technologii, czy też sprzedaż lub wynajem (leasing) maszyn i urządzeń niezbędnych do produkcji nowoczesnych produktów. Umowy offsetowe, w których nabywca drogiego sprzętu uzyskuje od sprzedawcy określone technologie, umożliwiające wytwarzanie dóbr, za sprzedaż których istnieje możliwość częściowej kompensaty kosztów zakupu<sup>17</sup>. Ponadto tworzenie przedsiębiorstw typu *joint venture*, gdzie jedna ze stron wnosi technologię jako własny wkład, należy zaliczyć do sprzedaży pośredniej, a za tym formy transferu technologii. Także umowa franczyzowa jest okazją do udostępnienia technologii.

Bardzo istotne są czynniki, które wpływają na efektywność transferu technologii, zarówno z punktu widzenia sprzedaży bezpośredniej, jak i pośredniej<sup>18</sup>:

- czynniki podażowe, czyli zdolność do tworzenia nowych technologii,
- czynniki popytowe, określone przez zachowania i strategie rozwojowe przemysłowych użytkowników technologii,
- rozwiązania systemowe i instytucjonalno-organizacyjne wpływające na przebieg procesów innowacyjnych i transferu technologii,
- czynniki charakteryzujące technologie „samą w sobie”, a więc rodzaj środka przekazu, koszty technologii, stopień jej komplikacji, zakres ochrony patentowej i potencjalne korzyści z posiadania technologii,

<sup>14</sup> J. Łunarski, Zarządzanie..., *op. cit.*, s. 108.

<sup>15</sup> E. Mińska-Struzik, W. Nowara, S. Truskolaski, Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 136.

<sup>16</sup> J. Bogdanienko, M. Haffer, W. Popławski, Innowacyjność..., *op. cit.*, s. 43.

<sup>17</sup> J. Łunarski, Zarządzanie..., *op. cit.*, s. 105–107.

<sup>18</sup> A. Jewtuchowicz, K. B. Matusiak, E. Stawasz, M. Matusiak, Tworzenie środowiska innowacyjnego i warunków dla transferu technologii. Ekspertyza dla Ministerstwa Gospodarki, Warszawa 1998, s. 21. Przytoczono za: M. Reichel, Potencjał innowacyjny..., *op. cit.*, s. 18–19.



- czas i przestrzeń, przez które rozumie się polityczne i naturalne granice, sieci komunikacji przestrzennej, wydolność tych sieci itp.

Trzeba podkreślić, że czynniki dotyczące efektywności transferu technologii powinny stanowić podstawowe wskazania w zakresie innowacji i rozwoju potencjału technologicznego. Niezbędne jest także wyodrębnienie, stosowanego w literaturze przedmiotu, podziału czynników wpływających na innowacje, wśród których można wyodrębnić czynniki<sup>19</sup>:

- wewnętrzne – nagromadzone zasoby rzeczowe, kapitałowe i ludzkie, doświadczenia i umiejętności zapewniające zdolność do absorpcji i zastosowania innowacji,
- zewnętrzne ogólne – rozwiązania instytucjonalne, organizacyjne i informacyjne, polityka innowacyjna państwa, warunki ogólnorynkowe, infrastruktura oraz system edukacji i szkoleń,
- zewnętrzne operacyjne (bliskie) – powiązania rynkowe i pozarynkowe z partnerami będącymi zewnętrznymi źródłami informacji, technologii i doradztwa.

Konieczne jest więc zwrócenie uwagi, że kreacja, dyfuzja i wdrażanie innowacji w przedsiębiorstwie zależą od czynników zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych, a sukces przedsiębiorstwa warunkowany jest ich synergią.

#### 4. Uwarunkowania innowacji w przedsiębiorstwie

Innowacje w przedsiębiorstwie zależą zarówno od potencjału, którym dysponuje przedsiębiorstwo, jak i od otoczenia, w którym funkcjonuje. Ważne jest także uwzględnienie podziału na zewnętrzne i wewnętrzne czynniki wpływające na innowacje w przedsiębiorstwie. Do grupy czynników wewnętrznych (endogenicznych) należy zaliczyć<sup>20</sup>:

- siłę finansową przedsiębiorstwa,
- wycucie rynku,
- wielkość przedsiębiorstwa,
- ciągłość kierownictwa przedsiębiorstwa,
- gotowość i motywację kadry kierowniczej do podejmowania ryzyka,
- wysokość prognozy wejścia na rynek.

Grupa czynników zewnętrznych (egzogonicznych) to<sup>21</sup>:

- konkurencja na rynku,

<sup>19</sup> E. Stawasz, *Innowacje...*, *op. cit.*, s. 35–36.

<sup>20</sup> J. Bogdanienko, M. Haffer, W. Popławski, *Innowacyjność...*, *op. cit.*, s. 71.

<sup>21</sup> *Ibidem*.

- tendencja wzrostowa rynku,
- tempo postępu technicznego,
- koniunktura,
- wpływ państwa na gospodarkę,
- synergia branżowa związana z wyborem wprowadzenia innowacji.

Obie grupy czynników istotnie wpływają na zachowania przedsiębiorstw w zakresie innowacji. Jednakże to głównie czynniki wewnętrzne decydują o postawie proinnowacyjnej przedsiębiorstwa oraz o jego umiejętności integracji z otoczeniem.

Ważnym podkreśleniem jest, stosowany w literaturze przedmiotu, podział źródeł innowacji, który wyodrębnia źródła<sup>22</sup> podażowe i popytowe. Innowacje podażowe są uzależnione od rozwoju nauki i techniki. Innowacje te powstają jako efekty badań naukowych prowadzonych w celu poszukiwań rozwiązań danych problemów zgłaszanych przez producentów określonych produktów. Innowacje popytowe obejmują potrzeby rynku czy produkcji i są odpowiedzią na zapotrzebowanie.

Niezbędnym elementem innowacji są czynniki, które stanowią źródła inspiracji i kreacji innowacji w przedsiębiorstwie<sup>23</sup>:

- nieoczekiwane powodzenie, niepowodzenie, nieoczekiwane zdarzenie zewnętrzne,
- niezgodność między rzeczywistością a wyobrażeniami o niej,
- innowacja wynikająca z potrzeb procesu,
- zmiany w strukturze przemysłu lub w strukturze rynku, które wszystkich zaskakują,
- demografia (zmiany w populacji),
- zmiany w sposobach postrzegania, nastrojach, wartościach,
- nowa wiedza zarówno w dziedzinie nauk ścisłych, jak i innych.

Korzystanie z tych źródeł inspiracji i kreacji innowacji zależy od wielu czynników, tj. wielkości i pozycji przedsiębiorstwa, rodzaju działalności, sytuacji finansowej, rodzaju rynku, poziomu technologicznego itp. Należy także podkreślić, że na wzrost poziomu innowacyjności ma istotny wpływ korzystna lokalizacja, która umożliwi rozwój przedsiębiorstwa, dostęp do rynku lokalnego, powiązania kooperacyjne z innymi wytwórcami działającymi w branży, bliskość uczelni i placówek badawczych zapewniających dostęp do nowych projektów i stwarzających możliwości szkoleniowe oraz ułatwienia ze strony administracji regionalnej<sup>24</sup>.

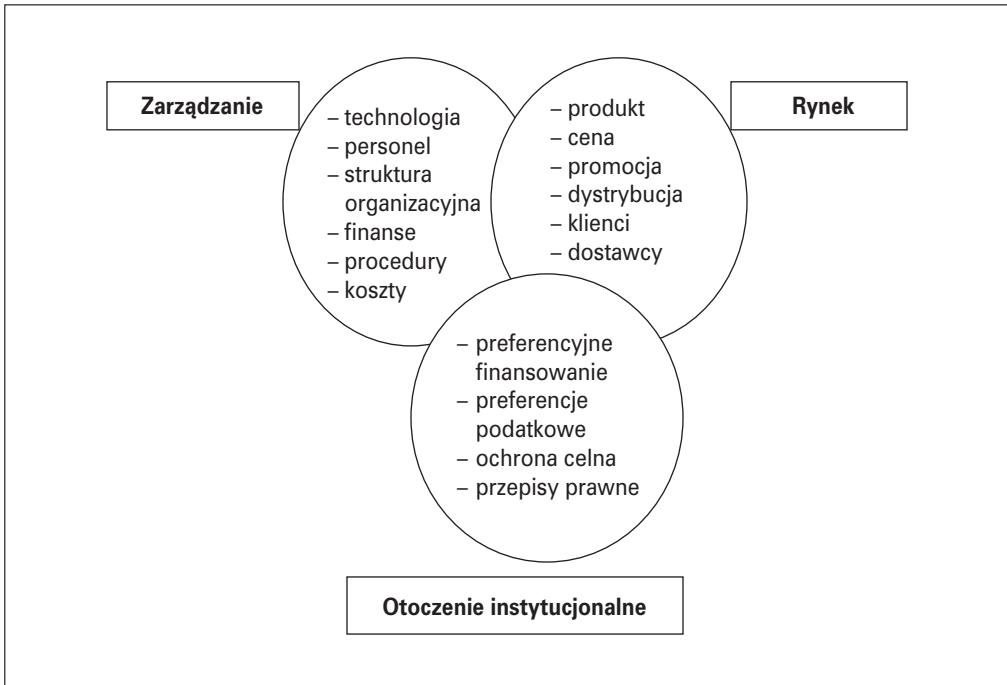
<sup>22</sup> S. Marciniak, *Innowacje i rozwój gospodarczy*, Ośrodek Nauk Społecznych Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1997, s. 21.

<sup>23</sup> P. F. Drucker, *Innowacja...*, *op. cit.*, s. 39 i n.

<sup>24</sup> B. Kowalak, *Konkurencyjna gospodarka, innowacje, infrastruktura, mechanizmy rozwoju*, Państwowy Instytut Badawczy w Radomiu, Radom 2006, s. 209.

Konieczne jest zwrócenie uwagi, że proinnowacyjne, kreatywne postawy przedsiębiorstw zależą od różnorodnych obszarów pochodzenia inspiracji dla innowacji (zob. rysunek 4).

**Rysunek 4. Obszary pochodzenia inspiracji dla innowacji przedsiębiorstw**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Rogoda, *Przedsiębiorczość i innowacje*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005, s. 20.

Obszar zarządzania stanowi wewnętrzną sferę przedsiębiorstwa, dotyczy jego wewnętrznego potencjału. Obszar inspiracji rynkowych zawiera ogół instrumentów marketingowych wraz z dostawcami i klientami. Trzeci obszar inspiracji to otoczenie instytucjonalne, które wpływa na szanse rynkowe przedsiębiorstw.

Dzięki różnym obszarom inspiracji dla innowacji przedsiębiorstwo w wielu dziedzinach swojej działalności rozwija się i realizuje swoje rynkowe zadania. Przedsiębiorstwa pozostają pod wpływem wyłącznie potrzeb rynku (klientów), które starają się zaspokajać poprzez marketing i innowacje<sup>25</sup>. Muszą przygotowywać strategie promowania innowacji, gdyż brak innowacji staje się najczęściej

<sup>25</sup> J. Penc, *Narodowe i międzynarodowe systemy zarządzania*, Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania Międzynarodowego w Łodzi, Łódź 2004, s. 147.

źródłem zmniejszania się konkurencyjności przedsiębiorstwa<sup>26</sup>, a w krańcowych przypadkach jego upadłością.

Należy podkreślić, że istnieje konieczność poszukiwania i stosowania przez przedsiębiorstwo wielu źródeł innowacji. Większość przedsiębiorstw wykorzystuje dwa główne źródła pomysłów innowacyjnych, jakimi są<sup>27</sup>:

- eksperci,
- konsumenci.

Poszukiwanie innowacji według tych źródeł wymaga dużej koordynacji działań mających na celu maksymalizację oczekiwanych korzyści. Eksperci znają doskonale potencjał techniczny, jednak ich propozycje nie zawsze muszą być oczekiwaniami konsumentów. Natomiast znajomość konsumentów dotyczy wyłącznie ich odczuwania różnicy pomiędzy tym, co używany produkt im daje, a tym, czego od niego oczekiwali.

Aktywność innowacyjna przedsiębiorstw zależy od takich sił napędowych innowacji, jak<sup>28</sup>:

- postęp technologiczny umożliwiający rozwiązania techniczne i rozwój produktów,
- zmieniające się wymogi, preferencje i gusta konsumentów,
- skracanie cyklu życia produktu – tempo zmian technologicznych, wymogi rynku oraz rosnąca konkurencja powodują coraz szybsze „starzenie się” produktów i wypadanie ich z rynku,
- rosnąca konkurencja w skali globalnej – przedsiębiorstwa mają obecnie dostęp nie tylko do rynków lokalnych czy krajowych, ale w coraz większym stopniu do rynków zagranicznych.

Żadna z tych sił napędowych nigdy nie zniknie, dlatego innowacja w perspektywie stanie się największą wartością dla trwałego rozwoju i funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Ważne jest także wyodrębnienie czynników, które pozytywnie lub negatywnie oddziałują na rozwój innowacji (por. tabela 1).

Właściwa identyfikacja i ocena uwarunkowań innowacji w przedsiębiorstwie oraz jego otoczeniu wpływają na sukces rynkowy kreowanej i wdrażanej innowacji.

<sup>26</sup> E. Wojnicka, System innowacyjny Polski z perspektywy przedsiębiorstw, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2004, s. 59.

<sup>27</sup> A. Sosnowska, S. Łobejko, A. Kłopotek, Zarządzanie firmą innowacyjną, Difin, Warszawa 2001, s. 72.

<sup>28</sup> A. Zych, Innowacje jako źródło przedsiębiorczości, w: Uwarunkowania przedsiębiorczości, Aspekty ekonomiczne i antropologiczno-społeczne, praca zbior. pod red. K. Jaremczuka, Wyd. Państwowej Szkoły Zawodowej w Tarnobrzegu, Tarnobrzeg 2006, s. 84.

**Tabela 1. Czynniki wpływające na rozwój innowacji**

Czynniki sprzyjające rozwojowi innowacji	Czynniki nie sprzyjające rozwojowi innowacji
1. Utrzymanie i rozszerzanie bazy produkcyjnej	1. Wysokie nakłady związane z wdrażaniem innowacji
2. Racjonalizacja nakładów	2. Długi okres pomiędzy opracowaniem innowacji a rozpoczęciem sprzedaży wyrobu
3. Zaspokajanie potrzeb i oczekiwań odbiorców	
4. Wzrost poziomu przygotowania specjalistów	3. Brak wiary w sukces
5. Wizerunek przedsiębiorstwa	4. Brak możliwości opatentowania nowego rozwiązania
	5. Trudności w utrzymaniu udziału w rynku
	6. Brak niezbędnych zasobów oraz kadr o odpowiednich kwalifikacjach

Źródło: K. Krzakiewicz, *Innowacje w zarządzaniu antykrzysowym*, w: *Zmiana warunkiem sukcesu. Zmiana a innowacyjność organizacji*, praca zbior. pod red. J. Skalika, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004, s. 95.

Sukces wprowadzanych na rynek innowacji jest tym większy im<sup>29</sup>:

- przedsiębiorstwo lepiej rozumie potrzeby klientów,
- wyższy jest stosunek wartości użytkowej do kosztów wytworzenia,
- szybciej produkt zostanie wprowadzony na rynek zanim to zrobi konkurencja,
- większy jest zespół ludzi, którzy biorą udział w opracowywaniu i wprowadzaniu na rynek nowego produktu,
- wyższe są nakłady na zdobywanie i przekazywanie informacji o produkcie,
- wyższe są nakłady na wprowadzenie produktu na rynek,
- większe jest wsparcie zarządu przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorstwa, które realizują działalność innowacyjną, chcą osiągnąć cele istotne z punktu widzenia formułowanej przez nie strategii rozwoju. Sprowadza się to najczęściej do dążenia do osiągnięcia następujących grup celów<sup>30</sup>:

- dotyczących wyrobów (poprawa jakości, wejście na nowe rynki lub zwiększenie udziału w rynku, zwiększenie asortymentu wyrobów, zastąpienie wycofanych wyrobów nowymi),
- odnoszących się do procesów: obniżki kosztów pracy, zwiększenia elastyczności produkcji, obniżki materiałochłonności i energochłonności,

<sup>29</sup> A. Sosnowska, S. Łobejko, A. Kłopotek, *Zarządzanie...*, *op. cit.*, s. 66.

<sup>30</sup> W. Janasz, K. Kozioł, *Determinanty...*, *op. cit.*, s. 104.

- ekonomicznych związanych ze wzrostem udziałów w rynku, jak i wartości dodanej,
- pozostałych, jak zmniejszenie szkodliwości dla środowiska, wypełnienie przepisów, osiągnięcie norm lub standardów,

Szczególną rolę w podnoszeniu innowacyjności, a tym samym konkurencyjności, odgrywa współpraca między przedsiębiorstwami, instytucjami naukowo-badawczymi, instytucjami rządowymi oraz całą sferą gospodarki. Współpraca ta powinna odbywać się na różnych poziomach: lokalnym, regionalnym, krajowym, a także międzynarodowym.

„Sprawność” innowacyjna przedsiębiorstwa określana jest jako wewnętrzna zdolność i umiejętność do wprowadzania innowacji, wybór odpowiednich strategii innowacji, sprawna organizacja procesów innowacyjnych, umiejętność kooperacji z przedsiębiorstwami mikrootoczenia, a także uwarunkowania ukształtowane przez mezo- i makrootoczenie podmiotów gospodarujących<sup>31</sup>.

Na innowacyjność wpływa nie tylko mechanizm rynkowy, ale również inne czynniki, które podnoszą sprawność innowacyjną bądź utrudniają wdrożenie innowacji. Występują różne podziały tych czynników. Najogólniej można podzielić je na ekonomiczne, wewnętrzne i pozostałe<sup>32</sup>. Do ekonomicznych zalicza się: wysokie koszty innowacji, wysokie ryzyko ekonomiczne, trudności ze znalezieniem właściwych źródeł finansowania. Do wewnętrznych można zaliczyć stan zasobów przedsiębiorstwa i jego umiejętności, a zwłaszcza poziom i kwalifikacje kadr, „sztywność” organizacyjną, brak informacji o rynkach i technologiach. Pozostałe czynniki to głównie uregulowania prawne, normy, przepisy, procedury, brak reakcji klientów na nowe produkty<sup>33</sup>.

W gospodarce rynkowej każde przedsiębiorstwo staje wobec zmieniającego się ciągle i pełnego sprzeczności jego otoczenia oraz nieuniknionej konieczności stałej adaptacji do tego otoczenia, tzn. przeciwstawiania się zagrożeniom i wykorzystywania szans pojawiających się w tym otoczeniu<sup>34</sup>. Pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa jest tym lepsza, im lepiej potrafi ono analizować i przewidywać przyszłe warunki funkcjonowania oraz kierować nieuniknionymi „stałymi zmianami”. Sukces rynkowy przedsiębiorstwa uzależniony jest głównie od umiejętności dopasowania się przedsiębiorstwa do różnych elementów otoczenia oraz zintegrowania ich ze swoimi możliwościami w zakresie działalności gospodarczej.

<sup>31</sup> H. Brdulak, T. Gołębiowski, Rola innowacyjności w budowaniu przewagi konkurencyjnej, w: praca zbior. pod red. H. Brdulak, T. Gołębiowskiego, Wspólna Europa. Innowacyjność w działalności przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2003, s. 18.

<sup>32</sup> Działalność innowacyjna przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1998–2000, GUS, Warszawa, s. 95.

<sup>33</sup> W. Janasz, K. Koziół, Determinanty..., *op. cit.*, s. 105.

<sup>34</sup> M. E. Egean, Restrukturyzacja i kierowanie zatrudnieniem, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 12.

Przedsiębiorstwo powinno skutecznie reagować na zmiany zachodzące w otoczeniu, dopasowywać swój system zarządzania do wymagań otoczenia i wykorzystywać nadarzające się szanse do realizacji własnych celów<sup>35</sup>. Aby przedsiębiorstwo mogło sprawnie realizować swoją misję, strategię, funkcje, cele i zadania musi stale analizować zmiany zachodzące w swoim bliższym i dalszym otoczeniu. Ponadto identyfikować konsekwencje tych zmian oraz podejmować decyzje, jakiego rodzaju i jakich głębokich dokonywać przekształceń w obszarach funkcjonowania<sup>36</sup>. Oznacza to konieczność systematycznego analizowania wyników działalności przedsiębiorstwa, przyczyn istniejącego stanu rzeczy, modyfikowania polityki ogólnej strategii, a także sposobów ich realizacji oraz zasad funkcjonowania i organizacji. Ponadto wymaga to również ustawicznego uzupełniania wiedzy i umiejętności pracowników, m.in. w szeroko rozumianej dziedzinie organizacji i zarządzania, metodologii przygotowania i przeprowadzania zmian.

Przedsiębiorstwo innowacyjne to inteligentna organizacja, permanentnie generująca innowacje i realizująca projekty innowacyjne dla wytworzenia produktów i usług znajdujących uznanie u odbiorców ze względu na wysoki poziom nowoczesności i konkurencyjności<sup>37</sup>. Czynnikiem hamującym dokonywanie innowacji i wdrażanie nowych wynalazków do produkcji jest brak mechanizmu rynkowego, czyli rynku i konkurencji, która wymusza nowe produkty i nowe technologie produkcji.

Powodzenie innowacji zależy w dużym stopniu od czynnika, który określany jest jako „aktywa uzupełniająca” – czyli od warunków, które są niezbędne do komercjalizacji innowacji<sup>38</sup>. Do grupy tych czynników należy zaliczyć: kanały dystrybucji, marketing, serwis posprzedażowy, uzupełniające technologie i produkty.

## 5. Podsumowanie

Przeprowadzone rozważania skłaniają to sformułowania określonych konkluzji:

- 1) podstawą rozwoju społeczno-gospodarczego w perspektywie globalnej gospodarki jest korzystanie z ogółu dostępnych źródeł innowacji, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Wewnętrzne źródła innowacji to efekty prac krajowych ośrodków naukowo-badawczych, związanych z kreacją potencjału ludzkiego, strumieniami finansowymi oraz narzędziami badawczymi. Zewnętrzne źródła innowacji związane są z postępowaniem technicznym, technologicznym, organizacyjnym i finansowym. Elementy

<sup>35</sup> L. Zys, Otoczenie instytucjonalne małych firm innowacyjnych, *Innowacje* 2003/18, s. 8.

<sup>36</sup> M. E. Egeman, *Restrukturyzacja...*, *op. cit.*, s. 13.

<sup>37</sup> A. Zych, *Innowacje jako źródło...*, *op. cit.*, s. 76.

<sup>38</sup> J. Bogdanienko, M. Haffer, W. Popławski, *Innowacyjność...*, *op. cit.*, s. 20.

te, podobnie jak i kategoria ceny rozumiana w gospodarce rynkowej jako informacja zewnętrzna, mają bezpośredni wpływ na ich wykorzystanie w procesie działań innowacyjnych w przedsiębiorstwie. Stwierdzenia te, choć wydają się mało odkrywcze i kolokwialne, w praktyce podejmowania działań gospodarczych są głównym źródłem uzyskiwania efektywnościowej przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku. Od strony rozważań teoretycznych prawdy te nie są odkrywcze, ale powstaje zasadnicze pytanie: dlaczego jedne przedsiębiorstwa i gospodarki są innowacyjne, a inne nie, jeżeli założenia teoretyczne są tak oczywiste i doskonale rozpoznane w rozważaniach teoretycznych?;

- 2) należy stosować dostępne metody pozyskiwania i transferu działań gospodarczych, związanych z nowymi technologiami produkcji, organizacji i strumieni finansowania przedsiębiorstw;
- 3) sukces realizacji innowacji związany jest ściśle z pojęciem synergii związków pomiędzy uwarunkowaniami innowacji związanych z przedsiębiorstwem, tzn. między czynnikami egzogenicznymi i endogenicznymi.

## 6. Bibliografia

1. Bogdanienko J., Haffer M., Popławski W., *Innowacyjność przedsiębiorstw*, Wyd. Uniwersytetu M. Kopernika w Toruniu, Toruń 2004.
2. Brdulak H., Gołębiowski T., *Rola innowacyjności w budowaniu przewagi konkurencyjnej*, w: praca zbior. pod red. H. Brdulak, T. Gołębiowskiego, *Wspólna Europa. Innowacyjność w działalności przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2003.
3. Drucker P. F., *Innowacja i przedsiębiorczość*, PWE, Warszawa 1992.
4. *Działalność innowacyjna przedsiębiorstw przemysłowych w latach 1998–2000*, GUS, Warszawa.
5. Egeman M. E., *Restrukturyzacja i kierowanie zatrudnieniem*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.
6. *Innovation Management and Knowledge – Driven Economy*. European Commission Directorate – General for Enterprise, Office for Official Publications of the European Communities, Brussels–Luxembourg 2004.
7. Janasz W., Koziół K., *Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
8. Jewtuchowicz A., Matusiak K. B., Stawasz E., Matusiak M., *Tworzenie środowiska innowacyjnego i warunków dla transferu technologii*. Ekspertyza dla Ministerstwa Gospodarki, Warszawa 1998. Przytoczono za: M. Reichel, *Potencjał innowacyjny Polski Południowo-Wschodniej w strukturach subregionalnych*, Wyd. Wyższej Szkoły Zawodowej w Nowym Sączu, Nowy Sącz 2006.



9. Kowalak B., Konkurencyjna gospodarka, innowacje, infrastruktura, mechanizmy rozwoju, Państwowy Instytut Badawczy w Radomiu, Radom 2006.
10. Koziół K., Innowacyjność polskich przedsiębiorstw przemysłowych na tle doświadczeń Unii Europejskiej, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007.
11. Krzakiewicz K., Innowacje w zarządzaniu antykryzysowym, w: Zmiana warunkiem sukcesu. Zmiana a innowacyjność organizacji, praca zbior. pod red. J. Skalika, Wyd. Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2004.
12. Łunarski J., Zarządzanie technologiami, Wyd. Politechniki Rzeszowskiej, Rzeszów 2009.
13. Marciniak S., Innowacje i rozwój gospodarczy, Ośrodek Nauk Społecznych Politechniki Warszawskiej, Warszawa 1997.
14. Mińska-Struzik E., Nowara W., Truskolaski S., Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
15. Penc J., Narodowe i międzynarodowe systemy zarządzania, Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania Międzynarodowego w Łodzi, Łódź 2004.
16. Pomykański A., Zarządzanie innowacjami, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
17. Reichel M., Potencjał innowacyjny Polski Południowo-Wschodniej w strukturach subregionalnych, Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Nowym Sączu, Nowy Sącz 2006.
18. Rogoda B., Przedsiębiorczość i innowacje, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2005.
19. Sosnowska A., Łobejko S., Kłopotek A., Zarządzanie firmą innowacyjną, Difin, Warszawa 2001.
20. Stawasz E., Innowacje a mała firma, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1999.
21. Stonehouse G., Globalizacja. Strategia i zarządzanie, Felberg SIA, Warszawa 2001.
22. Włosiński W., Transfer technologii, Forum Akademickie, Nr 4, 2000.
23. Wojnicka E., System innowacyjny Polski z perspektywy przedsiębiorstw, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2004.
24. Zych A., Innowacje jako źródło przedsiębiorczości, w: Uwarunkowania przedsiębiorczości. Aspekty ekonomiczne i antropologiczno-społeczne, praca zbior. pod red. K. Jaremczuka, Wyd. Państwowej Szkoły Zawodowej w Tarnobrzegu, Tarnobrzeg 2006.
25. Zys L., Otoczenie instytucjonalne małych firm innowacyjnych, „Innowacje”, 2003/18.

## **Perspektywy rozwoju rynku aptecznego w Polsce**

### **1. Wprowadzenie**

Transformacje ustrojowe w latach 90. ubiegłego wieku, związane ze zmianą systemu ekonomicznego Polski z gospodarki centralnie planowanej na system wolnorynkowy, stworzyły sprzyjające warunki do rozwoju polskiej przedsiębiorczości opartej na swobodnej działalności gospodarczej. Zmiany w sferze polityczno-gospodarczej przyczyniły się do rozwoju przedsiębiorczości prywatnej, której liderzy coraz częściej zaczęli interesować się prowadzeniem działalności gospodarczej na rynku farmaceutycznym. Rozwój tego rynku przyczynił się do wzrostu znaczenia rynku aptecznego, gdzie pod parasolem sfery legislacyjnej, ograniczającej konkurencję, powstały dogodne warunki do prowadzenia biznesu dla mikroprzedsiębiorstw. Dostrzegając atrakcyjność uwarunkowań rynkowych, przedsiębiorcy zdecydowali się na lokatę kapitału w działalność na rynku aptecznym, co spowodowało, że gwałtownie zaczęły powstawać nowe apteki, szybko doprowadzając do nasycenia się rynku i ostrej konkurencji o klienta.

### **2. Apteki i przemysłowa produkcja leków – próba periodyzacji**

Pierwsze wzmianki o pojawieniu się aptek pochodzą z VIII wieku z krajów arabskich, natomiast w Europie pierwsze apteki powstały w XII wieku. W 1135 roku istniała apteka szpitalna w Pradze, a w 1180 roku we Florencji działał już cech aptekarzy. Na przełomie XII i XIII wieku w miastach włoskich i terenach południowych we Francji powstawały stałe placówki sanitarne – kramnice apteczne, w których sporządzano i sprzedawano leki. Ustawa aptekarska Fryderyka II z XIII wieku normowała zakres czynności i obowiązków aptekarzy i dawała ochronę prawną aptekom uznawanym jako placówki zdrowia<sup>1</sup>.

Pierwsza apteka na ziemiach polskich istniała już w 1248 roku w Świdnicy, natomiast w pozostałych dzielnicach Polski apteki pojawiły się w XIV i XV wieku (wzmianki o istnieniu aptek w Szczecinie w 1329 roku, w Krakowie w 1333 roku,

---

<sup>1</sup> R. Rembieliński, B. Kuźnicka, Historia farmacji, wyd. 3 zm. i uzup., Państwowy Zakład Wydawnictw Lekarskich, Warszawa 1987, s. 155–156.

w Toruniu w 1389 roku, w Gdańsku w 1426 roku, w Poznaniu w 1446 roku). Wraz z rozwojem nauki przybywały nowe substancje stosowane do leczenia. Wiek XVI i XVII to związki aptekarstwa z chemią, co spowodowało, że w tym okresie farmację uważano za naukę wymagającą „wykładów nauczyciela”. Potwierdzenie kwalifikacji zawodowych aptekarzy zostało wymuszone w XIX wieku ustawą dla aptek z 1820 roku. Według tej ustawy o koncesję na prowadzenie apteki mógł się ubiegać farmaceuta po uzyskaniu dyplomu aptekarza lub magistra farmacji, a każda zmiana miejsca prowadzenia działalności wymagała zezwolenia władz<sup>2</sup>. Dopiero od momentu odzyskania przez Polskę niepodległości w 1918 roku można mówić o aptekarstwie współczesnym.

Przemysłowa produkcja leków sięga XIV wieku, gdzie w Wenecji produkowano masowo różne preparaty galenowe i chemiczne, jednak rzeczywiste narodziny przemysłu farmaceutycznego przypadają na I połowę XIX wieku, a jego rozwój nastąpił w Niemczech. Początek XX wieku to już prymat produkcji farmaceutycznej w USA i ten stan rzeczy utrzymuje się do dzisiaj<sup>3</sup>.

Na ziemiach polskich pierwsza wytwórnia spożywczo-farmaceutyczna powstała w 1810 roku w Krakowie, natomiast w 1918 roku istniało już kilkadziesiąt firm wytwarzających środki lecznicze. Z powodu braku surowców do produkcji nowych generacji leków, polski przemysł farmaceutyczny uzależniony był od importu z zagranicy, dlatego nie odgrywał wielkiej roli w Europie i na świecie. Dodatkowo duży udział kapitału obcego, sięgający 30%, skutecznie tamował rozwój polskiego przemysłu farmaceutycznego, co skutkowało tym, że w Polsce produkowano jedynie proste specyfiki, głównie preparaty galenowe. Współczesny przemysł farmaceutyczny w Polsce zaczął się dynamicznie rozwijać po 1989 roku na skutek zmiany systemu gospodarczego i napływu kapitału obcego, jednak w związku z niewielkimi nakładami na badania i rozwój, jest nadal silnie uzależniony od surowców z zagranicy.

### **3. Struktura podmiotowa rynku aptecznego**

We współczesnej ekonomii nie występuje jedna uniwersalna, powszechnie akceptowalna definicja rynku. Definicje słownikowe określają rynek jako: *całokształt stosunków handlowych i gospodarczych ...*<sup>4</sup>, co jednak nie odzwierciedla dokładnie charakteru rynku, często ogólnikowo określanego jako: *ogół stosunków zachodzących*

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 166–171.

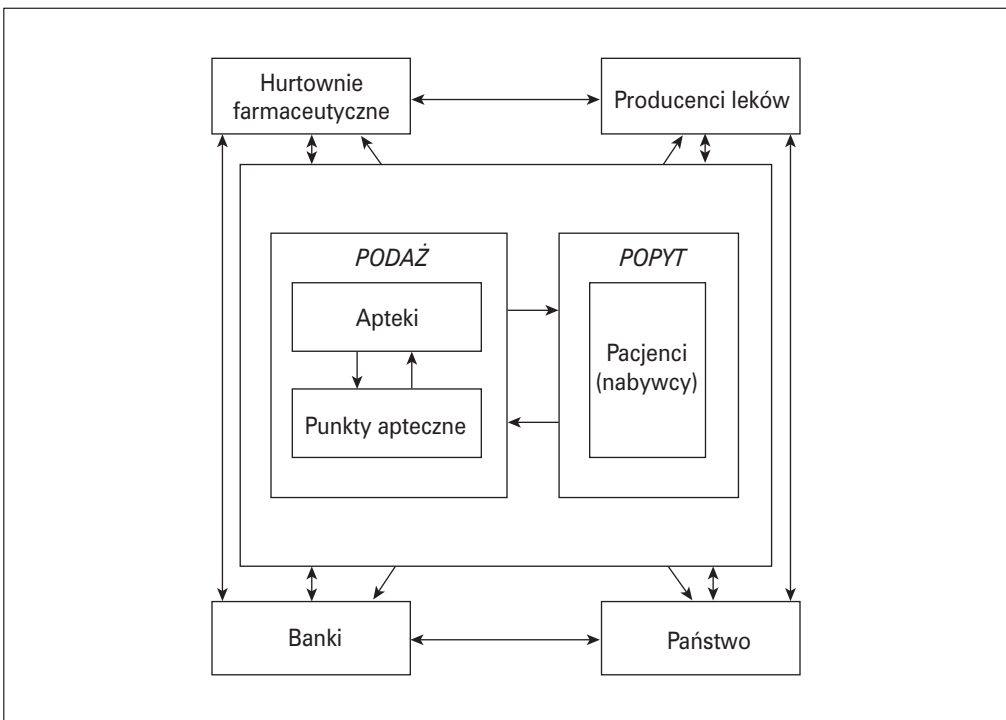
<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 233.

<sup>4</sup> Uniwersalny słownik języka polskiego, red. S. Dubisz, wyd. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 4, s. 243.

między podmiotami uczestniczącymi w procesie wymiany<sup>5</sup>. Aby w pełni uwzględnić „systemowy” charakter rynku, właściwe jest użycie definicji W. Wrzosa, który określa rynek, jako *ogół stosunków wymiany* między sprzedawcami reprezentującymi podaż a nabywcami reprezentującymi popyt na przedmioty wymiany oraz relacje w ramach tych grup<sup>6</sup>.

Rynek apteczny, jako subrynek na rynku farmaceutycznym, uwzględniając złożoność relacji między jego podmiotami, ma „systemowy” charakter i *działanie podmiotów na tym rynku oraz stosunki między nimi są oparte na istnieniu rozbieżnych interesów (aspiracji)*<sup>7</sup>, które mogą się ujawnić w sferze stosunków wymiany między podmiotami, jak również w sferze stosunków równoległych. Po stronie podaży reprezentowany jest przez apteki, punkty apteczne, natomiast po stronie popytu przez nabywców, czyli pacjentów (zob. rysunek 1).

**Rysunek 1. Struktura podmiotowa rynku aptecznego w Polsce**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Wrzosek, *Funkcjonowanie...*, *op. cit.*, s. 20.

<sup>5</sup> W. Wrzosek, *Funkcjonowanie rynku*, wyd. 3 zm., Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 13.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 14–16.

<sup>7</sup> W. Wrzosek, *Funkcjonowanie...*, *op. cit.*, s. 20.

Systemowy charakter powiązań między podmiotami na rynku aptecznym wynika z definicji R. L. Ackoffa, który określił system jako: *zestaw składników, między którymi zachodzą wzajemne stosunki (interakcje), które połączone są ze sobą bezpośrednio lub pośrednio*<sup>8</sup>. Zmiana funkcjonowania jednego elementu na rynku ma bezpośredni wpływ na jego pozostałe elementy, a w konsekwencji na całość układu. Podmioty na rynku aptecznym z formalnego punktu widzenia są równorzędne, jednak w rzeczywistości można zaobserwować przewagę po stronie aptek, wynikającą z regulacji prawnych odnośnie do zasad dystrybucji i ceny produktu leczniczego.

Pacjenci, przychodząc do apteki lub punktu aptecznego, zgłaszają popyt na produkty lecznicze i usługi oferowane przez obydwie podmioty, a w zamian mogą oferować pieniądze. Z kolei apteki i punkty apteczne, oferując pacjentom produkty lecznicze i usługi, jednocześnie zgłaszają na nie popyt do hurtowni farmaceutycznych. Banki oferują pieniądze pacjentom, producentom leków, hurtowniom, aptekom i punktom aptecznym oraz państwu poprzez udzielanie kredytów, natomiast państwo, refundując aptekom koszty związane z wartością produktu leczniczego, jest podmiotem podaży pieniądza. Państwo może również zgłaszać popyt na usługi i produkty oraz pieniądze, jeżeli pojawia się deficyt budżetowy<sup>9</sup>.

Według danych Głównego Urzędu Statystycznego w Polsce w 2009 roku funkcjonowało 10 835 aptek i 1154 punkty apteczne, co przy populacji 38 mln obywateli przekłada się na liczbę 3523 mieszkańców przypadających na 1 aptekę i punkt apteczny<sup>10</sup>. Dodatkowo duże rozproszenie aptek i przepisy regulujące liczbę prowadzonych aptek przez jeden podmiot, która nie może przekraczać 1% aptek ogólnodostępnych na terenie województwa<sup>11</sup>, pozwalają na stwierdzenie, że rynek apteczny w Polsce ma formę polipolu. Apteki, jako mikroprzedsiębiorstwa działające w warunkach polipolu, napotykaają, oprócz ograniczeń popytowych (ze strony pacjenta), także ograniczenia ze strony konkurentów. Otoczenie konkurencyjne każdego polipolisty składa się z wielu drobnych, o stosunkowo małej sile ekonomicznej, podmiotów, które mają stosunkowo niewielkie udziały w rynku<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Zarządzanie. Teoria i praktyka, red. A. K. Koźmiński, wyd. 5 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 761.

<sup>9</sup> W. Wrzosek, *Funkcjonowanie...*, *op. cit.*, s. 21.

<sup>10</sup> Departament Badań Społecznych GUS, Podstawowe dane z zakresu ochrony zdrowia w 2009 r., s. 183, publikacja dostępna w serwisie internetowym GUS pod adresem: [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podst\\_dane\\_z\\_zakr\\_ochr\\_zdr\\_w\\_2009.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podst_dane_z_zakr_ochr_zdr_w_2009.pdf) [dostęp: 27 stycznia 2011 r.].

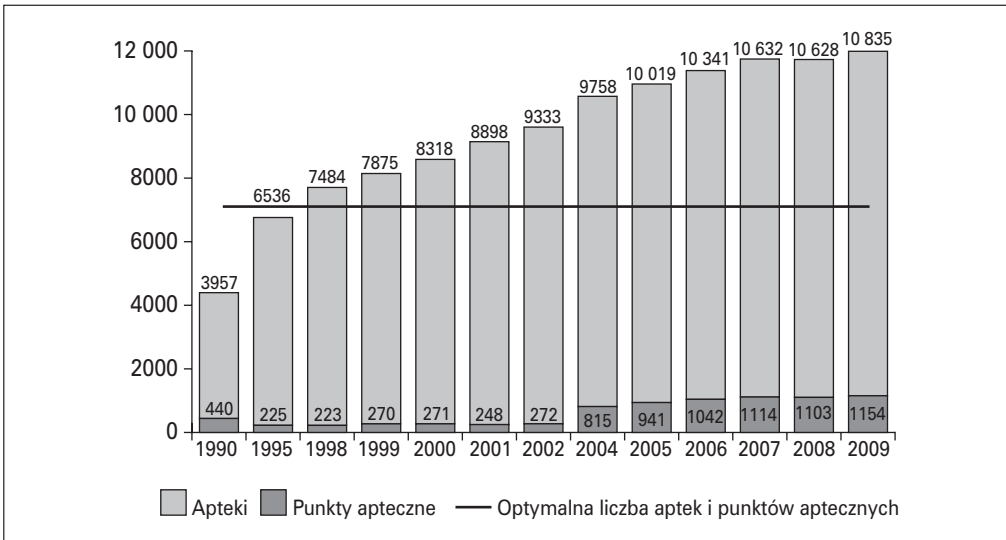
<sup>11</sup> Art. 99, ust. 1 i 3 ustawy z dnia 6 września 2001 r. Prawo farmaceutyczne, Dz.U. z 2001 r., Nr 126, poz. 1381, ze zm.

<sup>12</sup> L. Garbarski, I. Rutkowski, W. Wrzosek, *Marketing. Punkt zwrotny nowoczesnej firmy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 121.

#### 4. Konkurencja na rynku aptecznym

Pojęcie konkurencja, czyli rywalizacja, współzawodnictwo między poszczególnymi podmiotami zainteresowanymi w osiągnięciu tego samego celu, wywodzi się od łacińskiego terminu *concurrentia*<sup>13</sup>. Konkurencja na rynku aptecznym wynika z osiągnięcia rynku fazy dojrzałości, wywołanej zbyt dużą liczbą podmiotów na rynku. Zmiany ustrojowe w Polsce pod koniec lat 90. XX wieku i przejście gospodarki na system wolnorynkowy, oparty na swobodzie działalności gospodarczej, spowodowały zaangażowanie się prywatnych inwestorów w inwestycje na rynku aptecznym. Przy ponad 8 tys. mieszkańców przypadających na 1 aptekę i punkt apteczny w 1990 roku, taka lokata kapitału gwarantowała szybki zwrot inwestycji i zapewniała przy tym godziwy zysk. Przyczyniło się to do dynamicznego wzrostu liczby aptek i punktów aptecznych (zob. rysunek 2), co przy względnie stałym poziomie populacji musiało doprowadzić do konkurencji na rynku.

**Rysunek 2. Dynamika wzrostu liczby aptek i punktów aptecznych w Polsce w latach 1990–2009**

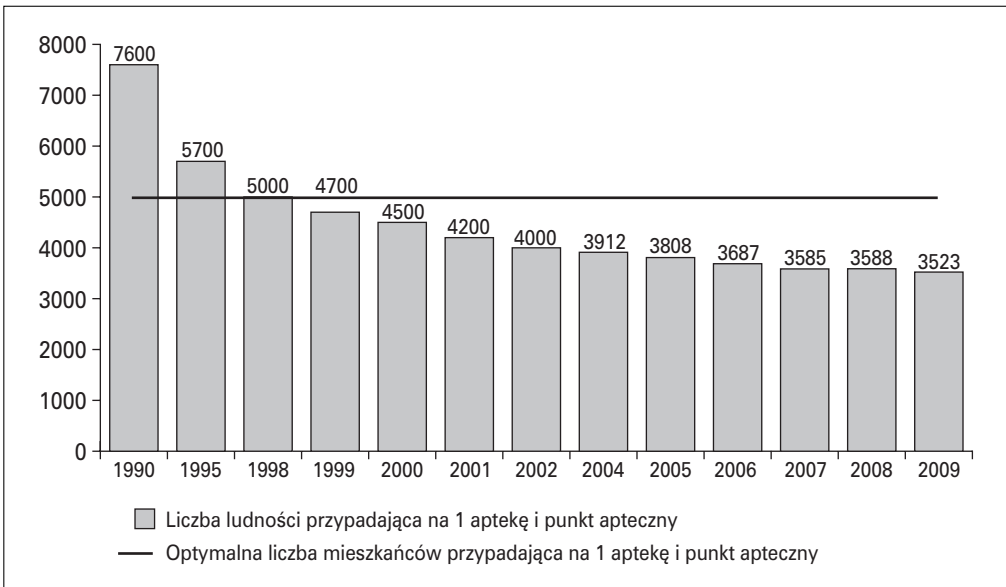


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, dane dostępne w serwisie internetowym Ministerstwa Zdrowia: [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/apteki\\_90\\_02.jpg](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/apteki_90_02.jpg); [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/prac\\_medycz\\_90\\_01.jpg](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/prac_medycz_90_01.jpg) oraz w serwisie internetowym Głównego Urzędu Statystycznego: [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_ochrona\\_zdrowia\\_2005.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_ochrona_zdrowia_2005.pdf); [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_zdr\\_2006.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_podstaw_dane_z_zakre_zdr_2006.pdf); [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_WZ\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_zdr\\_2007r..pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_WZ_podstaw_dane_z_zakre_zdr_2007r..pdf); [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_ochr\\_zdr\\_2008r.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podstaw_dane_z_zakre_ochr_zdr_2008r.pdf); [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podst\\_dane\\_z\\_zakr\\_ochr\\_zdr\\_w\\_2009.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podst_dane_z_zakr_ochr_zdr_w_2009.pdf) [dostęp: 29 stycznia 2011 r.].

<sup>13</sup> Uniwersalny słownik..., *op. cit.*, t. 2, s. 413.

Według różnych szacunków liczba aptek w Polsce powinna plasować się w granicach 7 tys., co przy populacji liczącej 38 mln mieszkańców pozwoliłoby zapewnić rentowność prowadzonej działalności gospodarczej<sup>14</sup>. Dynamiczny rozwój rynku aptecznego powoduje, że coraz mniejsza liczba mieszkańców przypada na 1 aptekę i punkt apteczny (por. rysunek 3), przyczyniając się do zaostrzania konkurencji i ostrej walki o klienta.

**Rysunek 3. Liczba ludności w Polsce przypadająca na 1 aptekę i punkt apteczny**



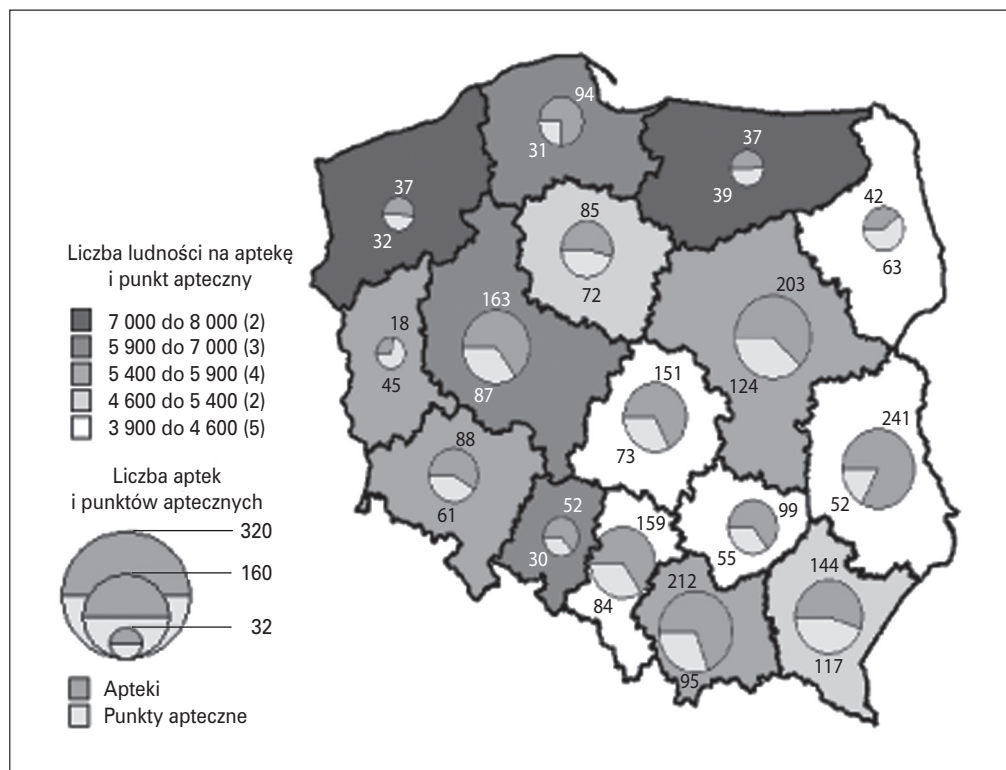
Źródło: jak w rysunku 2.

Według szacunkowych danych optymalna liczba osób przypadająca na 1 aptekę i punkt apteczny powinna wynosić 5 tys., co pozwoliłoby zapewnić rentowność aptek i nie powodowałoby konieczności konkurowania<sup>15</sup>. Przekroczenie progu 7 tys. aptek i 5 tys. mieszkańców przypadających na 1 aptekę i punkt apteczny nastąpiło w 1998 roku i od tego momentu zaczęła się nasilać konkurencja między podmiotami na rynku aptecznym. Dodać należy, że liczba mieszkańców przypadająca na 1 aptekę i punkt apteczny nie jest rozłożona równomiernie i przyjmuje różne wartości w zależności od województwa. Różne jest również natężenie liczby aptek i punktów aptecznych na terenach wiejskich (por. rysunek 4).

<sup>14</sup> M. Michalik, B. Pilarczyk, H. Mruk, Marketing strategiczny na rynku farmaceutycznym, wyd. 2, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Kraków 2008, s. 52.

<sup>15</sup> *Ibidem*.

Rysunek 4. Apteki i punkty apteczne na terenach wiejskich w 2008 roku



Źródło: Departament Badań Społecznych GUS, Podstawowe dane z zakresu ochrony zdrowia w 2009 r., s. 184, publikacja dostępna w serwisie internetowym GUS: [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podst\\_dane\\_z\\_zakr\\_ochr\\_zdr\\_w\\_2009.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podst_dane_z_zakr_ochr_zdr_w_2009.pdf) [dostęp: 27 stycznia 2011 r.].

Najbardziej dogodna sytuacja do prowadzenia działalności na rynku aptecznym występuje w województwach zachodniopomorskim i warmińsko-mazurskim, natomiast najmniej atrakcyjne dla prowadzenia tego typu działalności są województwa: łódzkie, lubelskie, świętokrzyskie, podlaskie i śląskie. W takich miastach jak Łódź i Lublin na 1 aptekę i punkt apteczny przypada około 2 tys. mieszkańców.

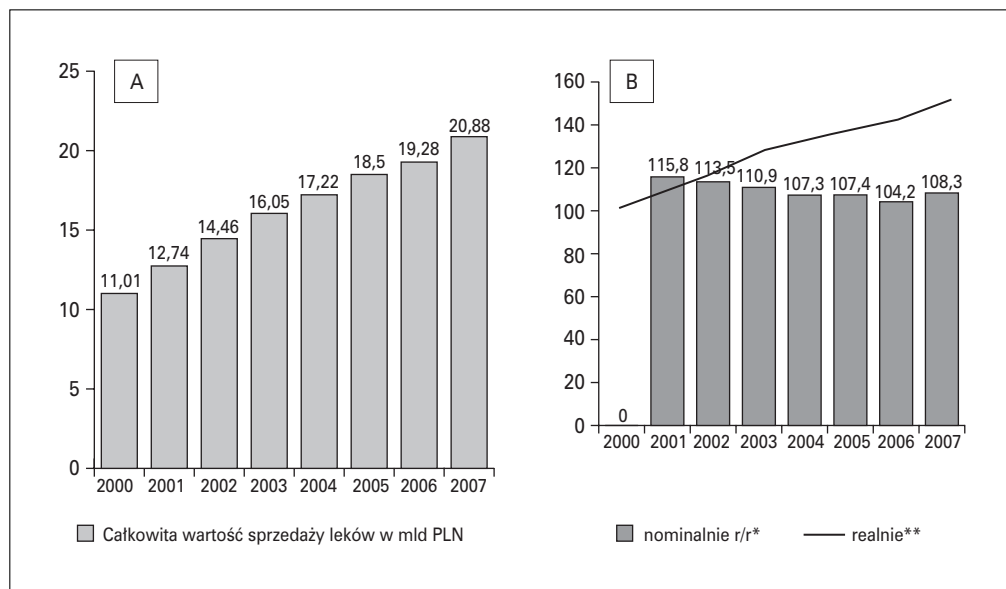
Atrakcyjność aptecznego rynku farmaceutycznego wynika z rosnącej wartości rynku, która w 2010 roku wyniosła około 27 mld PLN, stąd rosnące zainteresowanie przedsiębiorców tym sektorem<sup>16</sup>. Według danych Ministerstwa Zdrowia całkowita wartość sprzedaży leków w cenach detalicznych w latach 2000–2007 miała tendencję rosnącą (por. rysunek 5 A), ale o zmiennej dynamice. W latach

<sup>16</sup> Dane opracowano na podstawie raportów miesięcznych Pharma Expert dostępnych w serwisie internetowym pod adresem: <http://www.pharmaexpert.pl/raport-dla-mediow> [dostęp: 19 stycznia 2011 r.].



2004–2006 tempo spadało, ale w 2007 r. już ponownie zwiększyło się (por. rysunek 5 B)<sup>17</sup>.

**Rysunek 5. Podstawowe wielkości rynku farmaceutycznego w latach 2000 – 2007; wartość w mld PLN w cenach detalicznych (A) oraz dynamika wzrostu (B)**



\* rok poprzedni = 100 (kalkulacja w wartościach nominalnych),

\*\* rok 2000 = 100 (kalkulacja w cenach stałych z 2000 roku).

Źródło: Raport Finansowanie ochrony zdrowia..., *op. cit.*

Obecnie nadal obserwuje się wysoką dynamikę wzrostu wartości sprzedaży i konsumpcji leków w Polsce. Całkowita wartość sprzedaży leków wzrosła w latach 2000–2007 o około 90% nominalnie i 50% realnie (w cenach stałych z 2000 roku)<sup>18</sup>, co świadczy o atrakcyjności rynku. Względnie niskie bariery wejścia dodatkowo przyciągają przedsiębiorców zainteresowanych lokatą kapitału na rynku aptecznym, co powoduje powstawanie nowych aptek. Ponieważ według danych GUS liczba aptek w Polsce plasuje się na poziomie 11 tys., a wraz z punktami aptecznymi na rynku jest około 12 tys. tego typu podmiotów, wymusza to rywalizację o klienta i konieczność zastosowania w zarządzaniu placówkami orientacji marketingowej, z którą przeciętny farmaceuta do tej pory nie miał styczności.

<sup>17</sup> Raport Finansowanie ochrony zdrowia w Polsce. Zielona Księga II, wersja trzecia, Warszawa listopad 2008 r., s. 104, materiał dostępny w serwisie internetowym Ministerstwa Zdrowia: [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/zielona\\_ksiega\\_06012009.pdf](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/zielona_ksiega_06012009.pdf) [dostęp: 30 stycznia 2011 r.].

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 105.

Marketingowe podejście do zarządzania apteką pozwala połączyć zadania wynikające z zawodu farmaceuty z zadowoleniem klienta, i oznacza: *skoncentrowanie się na dostosowaniu działań do warunków tworzonych przez rynek, czyli na grze trzech jego elementów: podaży, popytu i cen*<sup>19</sup>. Pacjent stoi w centrum zainteresowania zarówno aptek, jak i hurtowni i producentów leków.

## 5. Orientacja rynkowa (marketingowa) w aptekach

Funkcjonowanie aptek na rynku, na którym podmioty zmuszone są do ostrej walki o pacjenta, wymusiło zastosowanie marketingowego podejścia do zarządzaniu tego typu placówkami. Sytuacja na rynku aptecznym, który wszedł w fazę dojrzałości, sprzyja wykształceniu się orientacji rynkowej, której podmiotowym punktem wyjścia dla podejmowanych działań jest pacjent, natomiast przedmiotowym – rynek, a dokładniej popyt oraz obecne i przyszłe potrzeby pacjentów<sup>20</sup>.

Oprócz orientacji rynkowej przedsiębiorstwa mogą stosować inne sposoby działania na rynku, a mianowicie orientację produkcyjną i dystrybucyjną. Podstawowe cechy tych orientacji działania w odniesieniu do orientacji rynkowej przedstawia tabela 1.

**Tabela 1. Podstawowe cechy różnych orientacji działania**

Kryteria	Orientacja rynkowa	Orientacja dystrybucyjna	Orientacja produkcyjna
Podmiot (przedmiot) jako punkt wyjścia działań	nabywca	produkt	produkt
Proces (zjawisko) jako punkt wyjścia działań	rynek	produkcja	produkcja
Zakres badań	szeroki	wąski	wąski
Zakres instrumentów i działań	szeroki	szeroki	wąski
Sposób stosowania instrumentów i działań	zintegrowany	nie zintegrowany	nie zintegrowany
Podstawowy przedmiot uwagi	rynek	sprzedaż	produkcja

Źródło: L. Garbarski, I. Rutkowski, W. Wrzosek, Marketing. Punkt..., *op. cit.*, s. 50.

W sytuacji, gdy popyt na różne produkty i usługi był wyższy od możliwości wytwórczych, co obserwowaliśmy w przeszłości, producenci i dystrybutorzy mieli pozycję dominującą, swobodnie ustalali ceny oraz dyktowali zasady sprze-

<sup>19</sup> Marketingowe zarządzanie apteką, red. H. Mruk, wyd. 1, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2011, s. 19.

<sup>20</sup> L. Garbarski, I. Rutkowski, W. Wrzosek, Marketing. Punkt..., *op. cit.*, s. 37–38.

daży. W wyniku rozwoju gospodarczego, opartego na postępie technologicznym, podaż zaczęła wyprzedzać popyt, co spowodowało zmianę podejścia do zarządzania przedsiębiorstwami. Punktem wyjścia do podejmowania działań stały się potrzeby odbiorcy, do których zaczęto dostosowywać produkty i usługi oraz działania marketingowe<sup>21</sup>. W wyniku poszukiwania orientacji o takich cechach, ukształtowała się orientacja rynkowa jako podstawa marketingu.

Rywalizacja między aptekami o klienta, wynikająca z przejścia rynku farmaceutycznego w fazę dojrzałości, wymuszając konkurencję między podmiotami na rynku aptecznym, zmieniła podejście do zarządzania tego typu placówkami. Oprócz zadań wynikających z zawodu farmaceuty doszły zadania związane z marketingowym zarządzaniem apteką. Na znaczeniu zyskała w aptece konieczność stosowania właściwych narzędzi opartych na zasadach marketingu. Apteki, konkurując ze sobą na rynku, zaczęły dostrzegać konieczność walki o pacjenta, co wywołało potrzebę stosowania różnego typu analiz rynkowych i dostosowania oferty dla różnych grup pacjentów.

Apteki w celu poprawy skuteczności działania zaczęły stosować segmentację pacjentów. Na rynku farmaceutycznym producenci leków w procesie segmentacji dzielą rynek nabywców na segmenty pod kątem grup wiekowych i inną ofertę produktową prezentują dla osób w podeszłym wieku, inną dla osób w wieku „dojrzałym”, a inną dla dzieci i młodzieży. Apteki nie mogą sobie pozwolić na oferowanie asortymentu wyłącznie dla jednego segmentu, ponieważ jako placówki zdrowia publicznego muszą posiadać produkty lecznicze i wyroby medyczne w ilości i asortymencie niezbędnym do zaspokojenia potrzeb zdrowotnych miejscowej ludności, co reguluje prawo farmaceutyczne<sup>22</sup>. Segmentacja na rynku aptecznym polega na oferowaniu dodatkowych korzyści poszczególnym grupom nabywców, również w ramach opieki farmaceutycznej. Polega to na tym, że osobom starszym i mniej zamożnym oferowane są różnego rodzaju rabaty oraz dodatkowe specjalistyczne porady, darmowe badanie ciśnienia krwi itp., natomiast osobom w wieku „dojrzałym” i bardziej zamożnym apteki proponują dermokonsultacje związane ze specjalną ofertą firm kosmetycznych. Ostatnio w ofercie aptek pojawiły się również suplementy diety dla sportowców i związana z tym oferta darmowego pomiaru wagi ciała i tkanki tłuszczowej, a także mierzenie wzrostu czy wyliczanie współczynnika BMI. Dla dzieci apteki oferują preparaty witaminowe oraz suplementy wzmacniające odporność. W pomieszczeniach ekspedycyjnych zaczęto organizować tzw. kącki dla dzieci. Wszystkie te działania oferowane są po to, aby przyciągnąć pacjenta do apteki i w ten sposób zwiększyć skuteczność jej działania.

<sup>21</sup> Marketingowe..., *op. cit.*, s. 18.

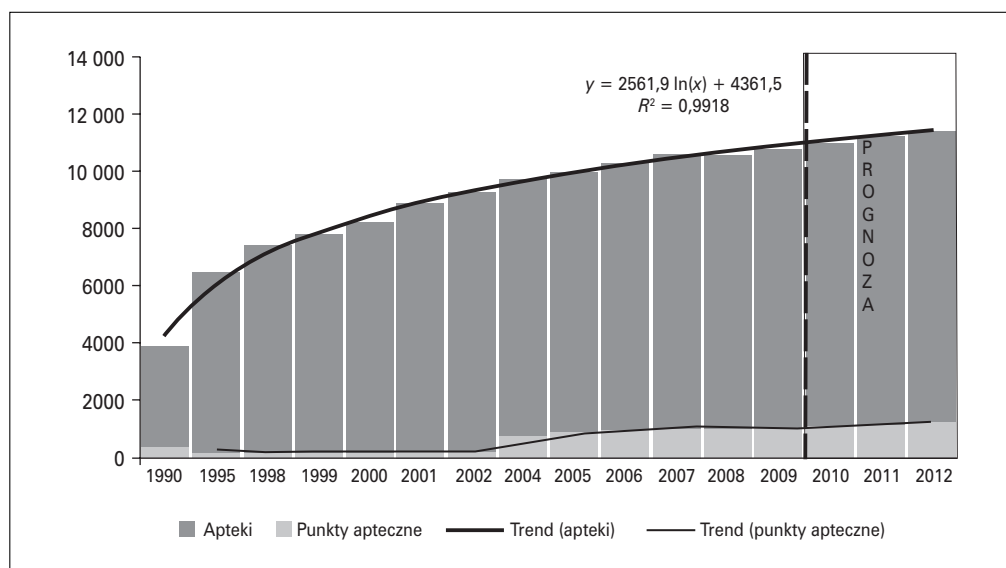
<sup>22</sup> Art. 95, ust. 1 ustawy z dnia 6 września 2001 r. Prawo farmaceutyczne, Dz.U. z 2001 r., Nr 126 poz. 1381, ze zm.

## 6. Przyszłość rynku aptecznego

Rynek apteczny nadal będzie się rozwijał, ponieważ całkowita sprzedaż leków w Polsce wzrasta w tempie 1 mld PLN rocznie. Wzrost sprzedaży leków ma przełożenie na kondycję finansową aptek. Według szacunkowych danych Pharma Expert, firmy monitorującej rynek farmaceutyczny, średni obrót polskiej statystycznej apteki, który w 2009 roku wyniósł około 1,9 mln PLN, w wyniku rosnącej sprzedaży leków wzrósł w 2010 roku do poziomu około 2,01mln PLN<sup>23</sup>.

Atrakcyjność rynku aptecznego wzrasta, co znajduje potwierdzenie w analizie trendu na wykresie liczby aptek i punktów aptecznych (zob. rysunek 6).

**Rysunek 6. Prognoza rozwoju aptek i punktów aptecznych w Polsce**



Źródło: jak w rysunku 2.

Przybywanie nowych aptek na rynku polskim w ciągu ostatnich dwóch dekad przyjmuje wykres funkcji logarymicznej i charakteryzuje się ciągłym wzrostem, choć o słabnącej dynamice. Prognoza na lata 2010–2012 przewiduje ciągły wzrost liczby aptek (dokładne dane z 2010 roku były w dniu pisania niniejszego artykułu niedostępne). Liczba punktów aptecznych zaczęła gwałtownie rosnąć po 2002 roku, co zbiegło się z akcesją Polski w szeregi państw członkowskich Unii Europejskiej. Sprzyjały temu bardziej liberalne przepisy unijne, do których

<sup>23</sup> Dane opracowano na podstawie raportów miesięcznych Pharma Expert dostępnych w serwisie internetowym pod adresem: <http://www.pharmaexpert.pl/raport-dla-mediow> [dostęp: 31 stycznia 2011 r.].

musiało się dostosować polskie prawo farmaceutyczne. Dynamika wzrostu punktów aptecznych od początku członkostwa w Unii Europejskiej zaczęła spadać: z 1114 punktów w 2007 roku do 1103 punktów w 2008 roku). W 2009 roku wzrosła liczba punktów aptecznych do poziomu 1154. Prognoza dla punktów aptecznych przewiduje minimalny wzrost ich liczby, jednak nie należy się spodziewać jego dużej dynamiki.

Modyfikacja przepisów w ustawie z dnia 6 września 2001 roku Prawo farmaceutyczne może spowodować zmiany w wydawaniu zezwoleń na prowadzenie aptek. Propozycje Naczelnej Rady Aptekarskiej do projektu zmian w rzeczonyj ustawie zmierzają w kierunku zakazu wydawania zezwoleń na prowadzenie apteki, jeżeli liczba mieszkańców przypadająca na 1 aptekę ogólnodostępną będzie mniejsza niż 3000<sup>24</sup>. Jeżeli ten zapis wejdzie w życie, to w rejonach, gdzie liczba mieszkańców przypadająca na 1 aptekę będzie mniejsza niż 3000 (np. w Lublinie, Łodzi), podmiot ubiegający nie dostanie zgody na prowadzenie działalności. Zapis ten nie dotyczy punktów aptecznych. Może to spowodować spadek dynamiki wzrostu aptek w 2012 roku, kiedy to zmiany w prawie farmaceutycznym mają wejść w życie. Zmiany w strukturze obrotów aptek mogą spowodować również ustalenie cen urzędowych na leki refundowane, które wchodzi w życie 1 stycznia 2012 roku. Ma to zakończyć tzw. turystykę lekową, czyli zjawisko „wędrowki” pacjentów od apteki do apteki w celu poszukiwania tańszych leków oraz zniwelować skutki nieuczciwych praktyk cenowych stosowanych głównie przez apteki sieciowe, a także stworzyć jednakowe warunki konkurencji na rynku aptecznym.

Przewidywany wzrost liczby aptek zaostrzy konkurencję na rynku, przez co zarządzający tego typu placówkami będą musieli zintensyfikować działania marketingowe. Według definicji L. Garbarskiego, I. Rutkowskiego i W. Wrzoska marketing to: *celowy sposób postępowania na rynku, oparty na zintegrowanym zbiorze instrumentów i działań oraz orientacji rynkowej*<sup>25</sup>. W marketingu ludzie zaspokajają swoje potrzeby drogą wymiany, której jednostką miary jest transakcja. Koncepcja wymiany prowadzi do pojęcia rynku *zbioru dotychczasowych i potencjalnych nabywców*, których łączy wspólna, konkretna potrzeba lub pragnienie zaspokajane drogą wymiany<sup>26</sup>. W procesie zaspokajania potrzeb klientów apteki powinny postępować zgodnie z zasadami marketingu i na bieżąco prowadzić własne badania marketingowe. W ostatnich latach można zaobserwować zmiany zachodzące również w zasadach marketingu, które selektywnie przedstawiono w tabeli 2.

<sup>24</sup> „Biuletyn Lubelskiej Okręgowej Izby Aptekarskiej”, Nr 10–12 (194–197) październik–grudzień 2010 r., Lubelska Okręgowa Izba Aptekarska, Lublin 2010, s. 23.

<sup>25</sup> L. Garbarski, I. Rutkowski, W. Wrzosek, Marketing. Punkt..., *op. cit.*, s. 29.

<sup>26</sup> Ph. Kotler, G. Armstrong, J. Saunders, V. Wong, Marketing. Podręcznik europejski, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 40–45.

Tabela 2. Porównanie starych i nowych zasad marketingu

Stare zasady marketingu	Nowe zasady marketingu
Komunikacja jednostronna, pośrednia	Bezpośrednia interakcja
Wtłaczanie przekazu	Wywoływanie zaangażowania
Zaspokajanie potrzeb	Spełnianie marzeń
Daleko od klienta	Współpraca z klientem
Komunikujemy wszystko, co nam się wydaje, że jest interesujące lub potrzebne	Komunikujemy tylko to, co interesuje konkretnego odbiorcę
Maksymalizacja kontaktu z odbiorcą	Tylko wtedy, gdy odbiorca chce się kontaktować
Cel nadrzędny: sprzedaż	Cel nadrzędny: relacja
Budowa wizerunku marki przez komunikację	Budowa doświadczenia marki
Organizacja schowana	Organizacja otwarta
Produkty jako obiekty konsumpcji	Produkty jako nośniki znaczenia kulturowego
Wielkość jest najważniejsza	Wielkość nie ma znaczenia
Oczywiste kryteria pozycjonowania	Nieoczywiste kryteria pozycjonowania
Media tradycyjne	Media tradycyjne i społeczne
Komunikaty o produktach tworzy producent z agencjami reklamowymi i PR	Komunikaty o produktach tworzą wszyscy
W komunikacji najważniejszy jest zasięg	W komunikacji najważniejsze jest dopasowanie komunikatu do potrzeb odbiorcy ( <i>relevance</i> )
Pokazywanie lepszej strony organizacji	Autentyczność w komunikacji
Strategia przed taktyką	Czasem taktyka przed strategią
Marketing jako organizowanie i zagospodarowywanie przerw w życiu odbiorców	Marketing jako wzbogacanie życia odbiorców

Źródło: J. Pogorzelski, Marketing w XXI wieku, materiał dostępny w serwisie internetowym marketingwaptece.pl: [http://www.marketingwaptece.pl/cgi/eskulapSite.cgi?module=info&cmd=detail&id=72&id\\_channel=2](http://www.marketingwaptece.pl/cgi/eskulapSite.cgi?module=info&cmd=detail&id=72&id_channel=2) [dostęp: 1 lutego 2011 r.].

Zmiany i konkurencja na rynku aptecznym powodują, że działania dostosowawcze już przestają przynosić oczekiwane efekty, dlatego właściwa dla aptek jest strategia tzw. ucieczki do przodu w obszary dotąd niezagospodarowane przez konkurentów (strategia Blue Ocean). Takim „niebieskim oceanem” dla aptek może stać się opieka farmaceutyczna.

Powstawanie w ostatnich latach coraz nowszych generacji leków oraz większa dostępność gabinetów lekarskich stworzyło w Polsce sytuację, że pacjent,

mając swobodę wyboru lekarza, coraz częściej korzysta z usług kilku specjalistów. Przepisywane medykamenty, w niektórych przypadkach wchodząc ze sobą w interakcję, wywołują coraz częściej działania niepożądane, przez co zamiast poprawiać stan zdrowia chorego, przyczyniają się do powstawania nowych dolegliwości. Lekarz nie zawsze jest w stanie sprawować prawidłową kontrolę nad procesem leczenia, zwłaszcza, gdy pacjent korzysta z porad kilku specjalistów, więc zaistniała konieczność włączenia farmaceuty do sprawowania nadzoru nad procesem leczenia pod wspólnym hasłem opieki farmaceutycznej.

Opieka farmaceutyczna polega na współpracy na linii lekarz–pacjent–farmaceuta w celu zapewnienia bezpieczeństwa farmakoterapii poprzez wzmożoną kontrolę nad procesem przyjmowania leków. Mimo że określenie opieka farmaceutyczna pojawiło się po raz pierwszy w 1975 roku, to do tej pory w Polsce nie stworzono warunków do profesjonalnej realizacji tego projektu<sup>27</sup>. Apteki w Polsce nie są przygotowane do ponoszenia dodatkowych nakładów finansowych, a środowisko lekarskie, choć nie ma nic przeciwko opiece farmaceutycznej, również nie widzi w tym żadnego interesu. Doświadczenia rynku aptecznego na Zachodzie pokazują jednak, że opieka farmaceutyczna może przynosić korzyści nie tylko społeczne, ale także finansowe. Wspólny nadzór nad procesem leczenia pozytywnie wpływa na relację pacjent–farmaceuta, tworząc między nimi więź, która przekłada się na korzyści finansowe. Taki pacjent będzie należał do grona stałych klientów apteki, włączając w to udział w przychodach apteki.

Jednym z programów w ramach opieki farmaceutycznej w Polsce, udostępnionych dla wszystkich farmaceutów, jest program Farmaceutycznej Opieki w Nadciśnieniu Tętnicznym i Cukrzycy typu 2 (FONTiC), do którego przystąpiły 34 apteki<sup>28</sup>. Farmaceuta, który nadzoruje farmakoterapię pacjenta, przygotowuje również indywidualną informację o lekach stosowanych przez pacjenta oraz kieruje jego edukacją. Do zadań farmaceuty należy sprawdzanie, czy zlecone przez lekarza leki są stosowane prawidłowo, oraz pomaganie w doborze leków bez recepty, stosowanych w połączeniu z lekami zleconymi przez lekarza. Pacjent zyskuje pewność, że jego farmakoterapia jest właściwa, a opieka farmaceuty daje poczucie bezpieczeństwa i umożliwia uzyskanie różnorodnych danych na temat przyjmowanych leków<sup>29</sup>. Niestety, liczba aptek objętych programem nie jest imponująca, co spowodowane jest brakiem szczegółowych regulacji prawnych oraz małym zainteresowaniem właścicieli aptek, którzy, nie znając założeń programu, nie dostrzegają korzyści, jakie mogłyby płynąć z uczestnictwa w nim.

<sup>27</sup> Farmacja praktyczna, red. R. Jachowicz, wyd. 1 (dodruk), Wydawnictwo Lekarskie PZWL, Warszawa 2008, s. 190–191.

<sup>28</sup> <http://ldv.farmacja.cm-uj.krakow.pl/fontwww/p/listaapteki> [dostęp: 24 maja 2011 r.].

<sup>29</sup> <http://ldv.farmacja.cm-uj.krakow.pl/fontwww/p/fonticpacjent> [dostęp: 24 maja 2011 r.].

Farmaceuci wskazują również, że nierozstrzygnięta jest kwestia odpowiedzialności za kierowanie procesem leczenia na linii lekarz–farmaceuta, co może budzić potencjalne konflikty kompetencyjne i przyczynić się do wypaczenia samej idei opieki farmaceutycznej. Poważną barierą jest również brak miejsca w aptece na swobodną rozmowę z pacjentem, co uniemożliwia intymność i zachowanie tajemnicy lekarskiej.

## 7. Podsumowanie

Atrakcyjność rynku farmaceutycznego spowodowała dynamiczny wzrost liczby aptek, które w wyniku konkurencji na rynku zostały zmuszone do walki o klienta. Aby skutecznie konkurować farmaceuci musieli dostosować funkcjonowanie aptek do wymogów rynkowych, co oznaczało konieczność zastosowania podejścia marketingowego do zarządzania apteką. Niniejszy artykuł przedstawia rozwój rynku aptecznego, którego normy funkcjonowania coraz częściej oparte są na zasadach orientacji rynkowej. Ukazane zostały w nim działania podejmowane przez osoby zarządzające apteką w celu zwiększenia atrakcyjności oferty, pomimo restrykcyjnych obwarowań prawnych, charakterystycznych dla całego rynku farmaceutycznego. Podjęto tu również próbę ukazania kierunku rozwoju rynku aptecznego, ze szczególnym uwzględnieniem programu opieki farmaceutycznej.

## 8. Bibliografia

1. „Biuletyn Lubelskiej Okręgowej Izby Aptekarskiej”, Nr 10–12 (194–197) październik–grudzień 2010 r., Lubelska Okręgowa Izba Aptekarska, Lublin 2010.
2. Farmacja praktyczna, red. R. Jachowicz, wyd. 1 (dodruk), Wydawnictwo Lekarskie PZWL, Warszawa 2008.
3. Garbarski L., Rutkowski I., Wrzosek W., Marketing. Punkt zwrotny nowoczesnej firmy, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
4. <http://ldv.farmacja.cm-uj.krakow.pl/fontwww/p/fonticpacjent>
5. <http://ldv.farmacja.cm-uj.krakow.pl/fontwww/p/listaapteki>
6. [http://www.marketingwaptece.pl/cgi/eskulapSite.cgi?module=info&cmd=detail&id=72&id\\_channel=2](http://www.marketingwaptece.pl/cgi/eskulapSite.cgi?module=info&cmd=detail&id=72&id_channel=2)
7. [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/apteki\\_90\\_02.jpg](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/apteki_90_02.jpg)
8. [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/prac\\_medycz\\_90\\_01.jpg](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/prac_medycz_90_01.jpg)
9. [http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma\\_struktura/docs/zielona\\_ksiega\\_06012009.pdf](http://www.mz.gov.pl/wwwfiles/ma_struktura/docs/zielona_ksiega_06012009.pdf)
10. <http://www.pharmaexpert.pl/raport-dla-mediow>
11. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_ochrona\\_zdrowia\\_2005.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_ochrona_zdrowia_2005.pdf)



12. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_zdr\\_2006.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_podstaw_dane_z_zakre_zdr_2006.pdf)
13. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_WZ\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_zdr\\_2007r..pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_WZ_podstaw_dane_z_zakre_zdr_2007r..pdf)
14. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podst\\_dane\\_z\\_zakr\\_ochr\\_zdr\\_w\\_2009.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podst_dane_z_zakr_ochr_zdr_w_2009.pdf)
15. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL\\_zos\\_podstaw\\_dane\\_z\\_zakre\\_ochr\\_zdr\\_2008r.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_zos_podstaw_dane_z_zakre_ochr_zdr_2008r.pdf)
16. Kotler Ph., Armstrong G., Saunders J., Wong V., Marketing. Podręcznik europejski, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
17. Marketingowe zarządzanie apteką, red. H. Mruk, wyd. 1, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2011.
18. Michalik M., Pilarczyk B., Mruk H., Marketing strategiczny na rynku farmaceutycznym, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Kraków 2008.
19. Rembieliński R., Kuźnicka B., Historia farmacji, wyd. 3 zm. i popr., Państwowy Zakład Wydawnictw Lekarskich, Warszawa 1987.
20. Uniwersalny słownik języka polskiego, red. S. Dubisz, wyd. 1, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, t. 2, 4.
21. Ustawa z dnia 6 września 2001 r. Prawo farmaceutyczne, Dz.U. z 2001 r., Nr 126 poz. 1381, ze zm.
22. Wrzosek W., Funkcjonowanie rynku, wyd. 3 zm., Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
23. Zarządzanie. Teoria i praktyka, red. A. K. Koźmiński, wyd. 5 zm., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

## **Wpływ spowolnienia gospodarczego na zmianę zachowań konsumentów na rynku usług telekomunikacyjnych**

### **1. Wprowadzenie**

W 2009 roku wartość rynku telekomunikacyjnego w Polsce pierwszy raz w historii spadła w porównaniu do roku poprzedniego. Analitycy wskazują na kilka przyczyn tej sytuacji. Wymieniają wśród nich regulacje rynkowe obniżające stawki interkonektowe – Mobile Termination Rates (MTR) oraz silną konkurencję cenową. Niewiele badań koncentruje się na wpływie spowolnienia gospodarczego na zmianę zachowań konsumenta na tym rynku. Dlatego w artykule niniejszym przedstawiono analizę zmian w potrzebach i zachowaniach użytkownika usług rynku telekomunikacyjnego, które są efektem spowolnienia gospodarczego.

W identyfikacji postaw, które są charakterystyczne dla czasów kryzysu gospodarczego, pomocne były badania przeprowadzone w 2009 roku przez Katedrę Poziomu Życia i Konsumpcji (KPŻiK) Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie (SGH). Wyróżniły one trzy podstawowe postawy konsumentów. Wśród nich są zachowania asekuracyjne polegające między innymi na ograniczaniu konsumpcji, wybieraniu produktów lub usług o najniższych cenach<sup>1</sup>. Tego typu postawy występowały również na rynku telekomunikacyjnym w 2009 roku w czasie kryzysu. Przytoczone badania wskazują również na wpływ kryzysu na zagospodarowanie czasu wolnego spędzanego przez konsumenta. Ma to odzwierciedlenie w zmianach sposobu korzystania z Internetu.

Omówiono tu występujące zjawiska w podziale na dwa zasadnicze segmenty rynku telekomunikacyjnego: dostępu do Internetu oraz usług głosowych. Koncentrowano się głównie na rynku B2C, czyli zachowaniach konsumentów indywidualnych (nie przedstawiono specyfiki rynku B2B).

---

<sup>1</sup> T. Słaby, Postawy polskich konsumentów w kryzysie, praca zbior. pod red. T. Słaby, Reakcje polskiego konsumenta na kryzys gospodarczy, Warszawa 2009, s. 21.

## 2. Kierunki rozwoju rynku dostępu do Internetu

Internet jest najbardziej dynamicznie rozwijającym się segmentem rynku telekomunikacyjnego w Polsce. Obserwowany jest stały przyrost wartości rynku i liczby użytkowników. Przy czym 2009 rok charakteryzował się dużo mniejszą dynamiką wzrostu wartości rynku niż poprzednie dwa lata. Urząd Komunikacji Elektronicznej (UKE) podaje, że w 2009 roku rynek dostępu do Internetu osiągnął wartość 4,07 mld zł, co dało 8% wzrost w porównaniu z poprzednim rokiem. Natomiast w 2008 roku ten sam wskaźnik wynosił 35%, a w 2007 roku 18%<sup>2</sup>. Podstawowe wskaźniki dotyczące rynku internetowego w latach 2006–2009 zostały zamieszczone w tabeli 1.

**Tabela 1. Podstawowe informacje o rynku internetowym w latach 2006–2009**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
Wartość rynku (w mld zł)	2,36	2,79	3,77	4,07
Zmiana (%)		18	35	8
Liczba łączy (w mln)				
stacjonarnych	3,5	4,2	4,4	5,2
mobilnych			1,1	2,1
Ogółem	3,5	4,2	5,5	7,3
zmiana stacjonarnych (%)		21	7%	16
zmiana mobilnych (%)				98
Zmiana ogółem (%)		21	32	32

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku, UKE, Warszawa czerwiec 2010 r., s. 7, 8 i 10.

Odmianą sytuację możemy zaobserwować, gdy weźmiemy pod uwagę ilość łączy dostępowych. W tym przypadku w 2009 roku został utrzymany wysoki wskaźnik przyrostu użytkowników, wynoszący 32% (podobnie jak w 2008 roku). Dodatkowo warto zwrócić uwagę na udział gospodarstw domowych, które miały dostęp do Internetu. Wskaźnik ten wyniósł w 2009 roku 59%, a więc o 11% więcej niż w roku ubiegłym (7%)<sup>3</sup> (por. tabela 2).

<sup>2</sup> Raport o stanie rynku..., *op. cit.*

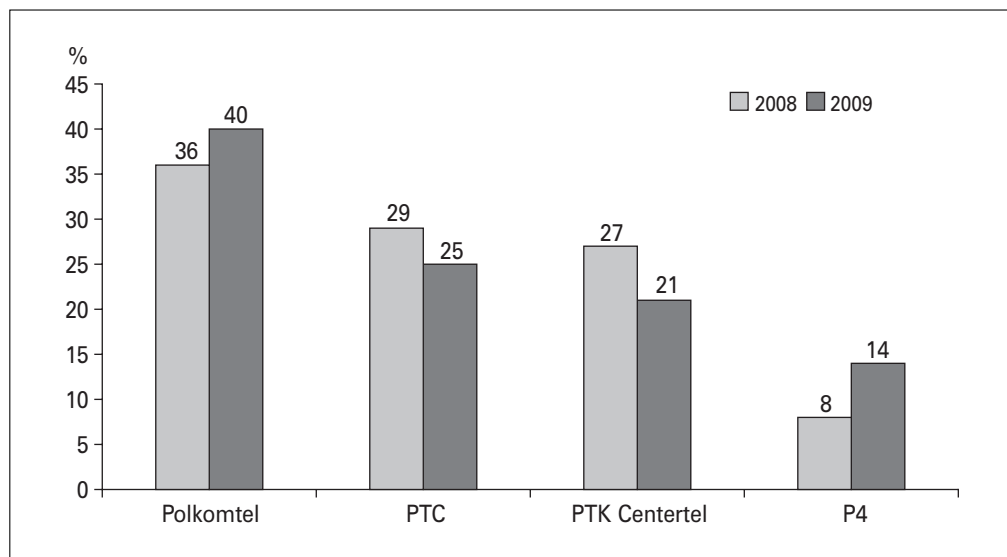
<sup>3</sup> Wykorzystanie technologii..., *op. cit.*

**Tabela 2. Udziały gospodarstw domowych z dostępem do Internetu w latach 2006–2009 (w %)**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
Udział gospodarstw domowych z dostępem do Internetu	36	41	48	59
Zmiany w punktach procentowych		5	7	11

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wykorzystanie technologii informacyjno-telekomunikacyjnych w gospodarstwach domowych i przez osoby prywatne, GUS lata 2006, 2007, 2008, 2009.

Rynek Internetu warto omówić w podziale na rodzaje dostępu: stacjonarny i mobilny. Uzasadnieniem takiego podejścia jest obserwowany wzrost liczby klientów Internetu mobilnego. Na przełomie lat 2008 i 2009 została ona podwojona, osiągając poziom 2,1 mln użytkowników w 2009 roku. Udziały poszczególnych firm na rynku Internetu mobilnego przedstawia rysunek 1.

**Rysunek 1. Udziały największych dostawców Internetu mobilnego w latach 2008–2009 (w %)**

Źródło: Raport o stanie rynku..., *op. cit.*, s. 14.

Z rysunku 1 wynika, że liderem na rynku Internetu mobilnego jest Polkomtel, który miał najwięcej stacji bazowych UMTS na terenie Polski<sup>4</sup> i jednocześnie zapewniał najwyższą jakość usług<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Analiza cen usług dostępu do Internetu operatorów sieci ruchomych, UKE, marzec 2009 r., s. 4.

<sup>5</sup> <http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80353,6186453.html> [dostęp: 21 stycznia 2009 r.].

W związku z tym, że mobilny Internet jest usługą niedawno wprowadzoną na rynek, konsument mógł mieć obawy związane z jakością dostarczanej usługi. Jednak, jak wskazują badania przeprowadzone przez firmę Audytel, mobilny Internet może być substytutem dla Internetu stacjonarnego pod względem parametrów użytkowych<sup>6</sup>. Dodatkowym czynnikiem wspierającym rozwój tej usługi, było oferowanie przez operatorów „Internetu na próbę”. Były to oferty:

- „Orange Free na próbę” (PTK Centertel) – oferta na 30 dni,
- „blueconnect przekonaj się, że warto” (PTC) – oferta na 30 dni.
- „iPlus weź na próbę” (Polkomtel) – oferta na 7 dni,
- „sprawdź i kup” (P4) – oferta na 7 dni<sup>7</sup>.

Dostawcy Internetu mobilnego wzięli pod uwagę specyfikę nowego rozwiązania technologicznego, oraz obawy konsumenta przed kupnem nowej usługi, i zaoferowali konsumentowi możliwość testowania usługi w określonym czasie od 7 do 30 dni.

Liczba użytkowników dostępu do Internetu stacjonarnego także wykazuje tendencję wzrostową. Przyrost w 2009 roku był prawie o 10 punktów procentowych wyższy niż w 2008 roku. Zjawiskiem charakterystycznym, występującym na tym rynku, jest rosnący udział gospodarstw domowych, które korzystają z Internetu o większych prędkościach. Badania UKE wskazują, że w 2009 roku prawie 60% respondentów zadeklarowało posiadanie Internetu o przepustowości powyżej 1Mb<sup>8</sup>, w 2008 roku 34,8%<sup>9</sup>. Obserwujemy więc znaczące zmiany w zachowaniach konsumentów. Użytkownik nie jest już mało wymagającym i początkującym internautą. Jego potrzeby zmieniają się i wiążą się z dostarczeniem bardziej zaawansowanej usługi.

Ważnym czynnikiem, który miał wpływ na rozwój rynku pod względem liczby łączy dostępowych, jest duży spadek cen dla oferowanej usługi. W 2009 roku ARPU (*Average Revenue Per User*) spadło znacząco o 18% w porównaniu do 2008 roku. Dodatkowo istotne jest to, że w 2009 roku wskaźnik ten był poniżej średniej maksymalnej kwoty możliwej do zaakceptowania przez klienta indywidualnego, wyliczonego z badań UKE. Zupełnie inna sytuacja miała miejsce w 2008 roku, kiedy ARPU było wyższe o 5 zł, czyli 10%, od średniej maksymalnej kwoty akceptowanej przez respondenta. Wyliczenia dotyczące wysokości ARPU w latach 2006–2009 zawiera tabela 3.

<sup>6</sup> <http://www.audytel.pl/download/action/download/id/78/file/Rewolucja-mobilnego-Internetu.ppt>

<sup>7</sup> Analiza cen..., *op. cit.*, s. 6, 8, 10.

<sup>8</sup> Rynek telekomunikacyjny w Polsce w 2009 roku. Klienci indywidualni, PBS DGA Sp. z o.o., Sopot grudzień 2009 r., s. 149.

<sup>9</sup> Rynek telekomunikacyjny w Polsce w 2008 roku. Klienci indywidualni, Centrum Badań Marketingowych INDICATOR, Warszawa grudzień 2008 r., s. 97.

**Tabela 3. ARPU (Average Revenue Per User) w latach 2006–2009**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
ARPU <sup>a</sup>	57,0	55,8	57,1	46,6
Zmiana (w %)		-2%	2%	-18%
Średnia miesięczna opłata dostępu do Internetu do zaakceptowania przez respondenta	bd	bd	52,0	47,0

<sup>a</sup> ARPU jest liczone jako przychody z Internetu podzielone przez liczbę dostępów, czyli średni miesięczny koszt, jaki przypadał na łącze użytkowane przez gospodarstwo domowe.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie rynku..., *op. cit.*, s. 92 oraz Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 142.

Potwierdzeniem na to, że cena rynkowa jest akceptowana przez konsumentów, są również wyniki badań GUS. Ankietowani pytani, dlaczego nie mają Internetu, odpowiadali w największym udziale, że nie odczuwają takiej potrzeby. W 2009 roku tego typu wskazań było 49% wśród nie mających Internetu, a w 2008 roku 45%. Odpowiedzi wskazujących zbyt wysokie koszty dostępu było 23% ankietowanych w 2009 roku, a w 2008 roku 26%<sup>10</sup>. Tabela 4 zawiera wyniki badań GUS dotyczące najważniejszych powodów braku dostępu do Internetu w latach 2006–2009.

**Tabela 4. Udział gospodarstw domowych nie mających dostępu do Internetu z powodu braku potrzeby i/lub zbyt wysokich kosztów dostępu w latach 2006-2009 (w %)**

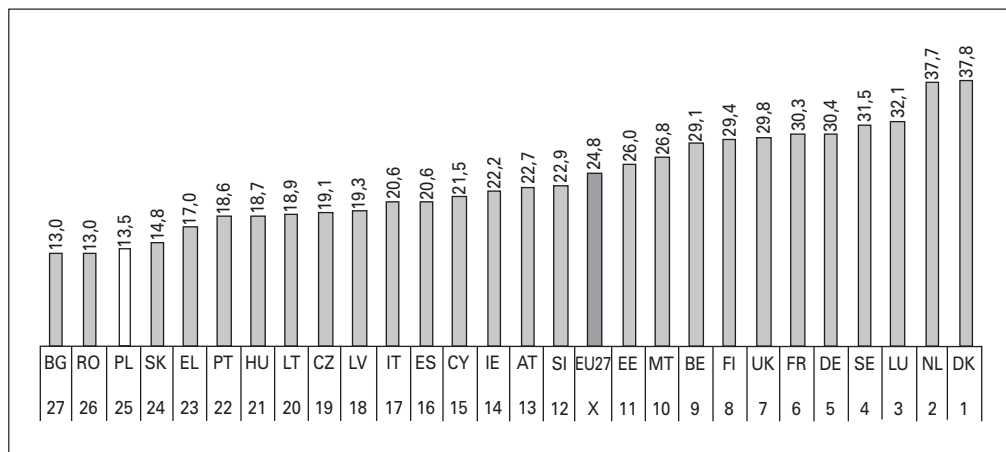
Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
Brak potrzeby korzystania z Internetu	43	41	45	49
Zbyt wysokie koszty dostępu	35	31	26	23

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wykorzystanie technologii..., *op. cit.*

Obraz poziomu korzystania z poszczególnych rodzajów dostępu do Internetu daje porównanie Polski do krajów UE. W przypadku Internetu stacjonarnego (por. rysunek 2) Polska w 2009 roku plasuje się na jednym z ostatnich miejsc (25) z penetracją na poziomie 13,5%<sup>11</sup>. Średnia dla 27 krajów członkowskich wynosi 25%. Państwa o najwyższym wskaźniku penetracji osiągają poziom prawie trzykrotnie większy od Polski.

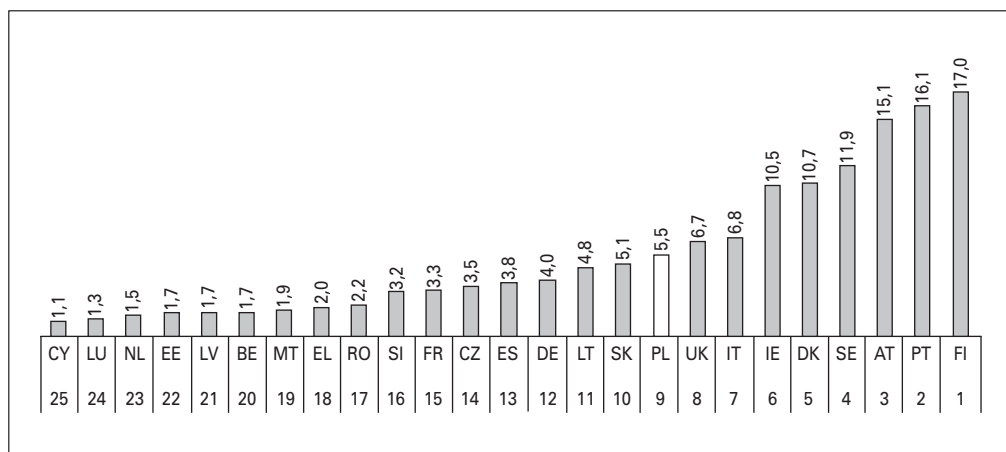
<sup>10</sup> Wykorzystanie technologii..., *op. cit.*

<sup>11</sup> Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 17.

**Rysunek 2. Poziomy wskaźnika penetracji Internetu stacjonarnego w 2009 roku**

Źródło: Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 17.

Jeżeli chodzi o Internet mobilny, to Polska uzyskuje dużo lepszą pozycję – 9 na 25 krajów, z wynikiem 5,5% wskaźnika penetracji, osiągając prawie średnią europejską wynoszącą 6%<sup>12</sup>. Te porównania wykazują, że rynek Internetu mobilnego w Polsce osiągnął poziom europejski, niestety, inna sytuacja jest w przypadku Internetu stacjonarnego. Obraz europejskiego rynku Internetu mobilnego przedstawiono na rysunku 3.

**Rysunek 3. Poziomy wskaźnika penetracji Internetu mobilnego w 2009 roku**

Źródło: Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 17.

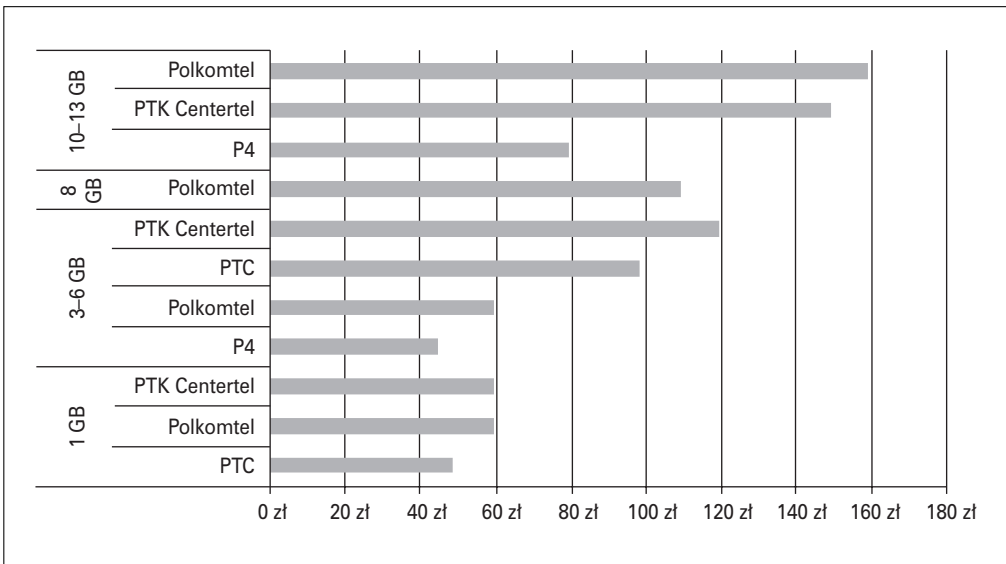
<sup>12</sup> *Ibidem.*

### 3. Wpływ spowolnienia gospodarczego na zmiany postaw na rynku dostępu do Internetu

#### 3.1. Czynniki determinujące wybór ofert dostępu do Internetu w czasach kryzysu

Zachowaniem charakterystycznym w okresie kryzysu gospodarczego jest racjonalizacja wyborów dokonywanych przez konsumenta. Cena odgrywa w tym czasie dużą rolę przy wyborze ofert dostępnych na rynku. Zjawisko to występuje również na rynku Internetu mobilnego, gdzie jedną z głównych determinant wyboru oferty jest cena. Rysunek 4 przedstawia dostępne oferty w marcu 2009 roku.

**Rysunek 4. Wysokość miesięcznych opłat abonamentowych dla klientów indywidualnych, w zależności od limitu transferu danych (stan na 2 marca 2009 roku)**



Źródło: Analiza cen..., *op. cit.*, s. 17.

Z rysunku 4 wynika, że operator P4 oferuje najtańsze usługi, a w 2009 roku osiągnął najwyższy 6% wzrost udziału na rynku (dane przedstawia rysunek 1). Dane te dowodzą, że w 2009 roku dla konsumenta cena była ważnym czynnikiem przy wyborze ofert Internetu mobilnego. Inne elementy, np jakość usługi, miały mniejsze znaczenie, co potwierdza niższy wynik Polkomtela (4% wzrost udziału w rynku) od P4, mimo że dostarczał usługę o najwyższej jakości.



### 3.2. Zmiany sposobu korzystania z Internetu jako efekt spowolnienia gospodarczego

Z badań przeprowadzonych na zlecenie Katedry Poziomu Życia i Konsumpcji SGH w 2009 roku wynika, że konsument utożsamia się z sytuacją kryzysu i wpływa to znacząco na sposób spędzania przez niego wolnego czasu. Respondenci w udziale 62%<sup>13</sup> wskazali, że ograniczają wydatki na rozrywki poza domem, jako efekt odczuwalnego kryzysu. Podejmują również działania adaptacyjne, które mają łagodzić negatywne skutki kryzysu. Więcej czasu spędzają przy radiu, TV lub Internecie (42,6% wskazań)<sup>14</sup>.

Potwierdzeniem takich postaw są także wyniki badań GUS dotyczące wykorzystania technologii informacyjno-telekomunikacyjnych w gospodarstwach domowych w latach 2007–2009 (zob. tabela 5).

**Tabela 5. Cel korzystania z Internetu w latach 2007–2009 (w %)**

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2008 vs2007	2009 vs2008
<b>Osoby korzystające z Internetu w ciągu ostatnich 3 miesięcy</b>	<b>44</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>11</b>	<b>14</b>
Wysyłanie, odbieranie poczty elektronicznej	32	38	45	6,0	7,0
Telefonowanie przez Internet, odbywanie wideokonferencji	10	15	20	4,7	5,1
Udział w czatach, korzystanie z komunikatorów internetowych, blogów	26	31	36	4,8	5,8
Pobieranie programów komputerowych	12	12	16	0,5	3,7
Granie w gry komputerowe, pobieranie plików z grami, muzyką, filmami, grafiką	17	12	20	-4,9	7,4
Czytanie <i>on-line</i> , pobieranie plików z gazetami lub czasopismami	15	19	18	3,8	-0,8
Szukanie pracy, wysyłanie ofert dotyczących zatrudnienia	7	8	9	1,0	0,9
Wyszukiwanie informacji dotyczących zdrowia	13	19	22	5,9	3,7
Usługi bankowe	13	17	21	4,3	4,1
Szkolenia i kształcenia	22	30	33	8,1	2,6
Zakupy przez Internet (towary lub usługi)	11	12	18	0,8	6,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Wykorzystanie technologii..., *op. cit.*

<sup>13</sup> M. Janoś-Kresło, Polski konsument na rynku dóbr i usług w czasach kryzysu, praca zbior. pod red. T. Słaby, *Reakcje...*, *op. cit.*, s. 54.

<sup>14</sup> M. Bombol, Czas wolny a kryzys – szanse i zagrożenia, praca zbior. pod red. T. Słaby, *Reakcje...*, *op. cit.*, s. 79.

Obserwujemy więc zjawisko zmiany preferencji użytkownika Internetu, które mogą być reakcją na spadek rozwoju gospodarczego. Najbardziej wyrazistym przykładem jest udział osób korzystających z gier komputerowych, pobierających pliki z gram, muzyką, filmami, grafiką. Ich liczba zmniejszyła się w 2008 roku, w porównaniu do roku 2007, o prawie 5 pkt. proc. Natomiast w 2009 roku nastąpił 60% wzrost wynoszący 7,4 pkt. proc. i był najwyższy ze wszystkich badanych kategorii<sup>15</sup>. Może to świadczyć o zastępowaniu droższej rozrywki, tańszymi substytutami, jakimi są gry w Internecie.

Efekt kryzysu obrazuje także liczba respondentów, którzy zamawiają przez Internet towary i usługi. W opinii społecznej jest to najtańszy sposób nabywania produktów. Udział osób tej kategorii wzrósł do 18% w 2009 roku i był to przyrost 52%.

Reasumując, wydaje się uzasadnione przyjęcie tezy, że utrzymujący się wzrost liczby łączy dostępowych do Internetu jest w pewnym stopniu, paradoksalnie, efektem spowolnienia gospodarczego. W czasie kryzysu ograniczamy wydatki na rozrywkę, a częściej wykorzystujemy Internet jako substytut. W rozważaniach należy jednak uwzględnić strategię działania na rynku operatorów, którzy znacznie obniżyli cenę oferowanej usługi.

#### 4. Charakterystyka rynku telefonii stacjonarnej i komórkowej

Rynek telefonii ruchomej i stacjonarnej warto analizować łącznie. Dzięki temu możemy rozpatrywać rynek telekomunikacyjny z punktu widzenia dostępu do usług głosowych. Uzasadnieniem dla takiego podejścia jest również występowanie zjawiska substytucji usług głosowych. Omawiając łącznie oba rodzaje dostępu do usług, niwelujemy wpływ działania efektu *fixed-mobile substitution*, który mógłby przyczynić się do postawienia błędnych wniosków dotyczących poziomu konsumpcji usług głosowych.

Wymienione segmenty rynku znajdują się w odmiennej fazie rozwoju. Wiele raportów pokazuje, że rynek telefonii komórkowej osiąga swoją dojrzałość. Obrazują to główne wskaźniki charakteryzujące rynek, które mają tendencję spadkową dynamiki wzrostu (por. tabela 6). W 2009 roku wartość rynku pierwszy raz w Polsce miała ujemną dynamikę. Natomiast penetracja rynku w coraz wolniejszym tempie wzrasta.

<sup>15</sup> Wykorzystanie technologii..., *op. cit.*

**Tabela 6. Podstawowe informacje o rynku telefonii ruchomej w latach 2004–2009**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Wartość rynku (w mld zł)	17,2	19,3	21,6	23,1	26,0	25,3
Zmiana (w %)		12	12	7	12	-2,7
Penetracja (w %)	60	76	96	109	115	117
Przyrosty procentowe		16	20	12	7	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2007 roku, UKE, Warszawa, kwiecień 2008 r., s. 41 i 42 (wartość rynku i penetracja za lata 2004–2007), [http://www.inwestor.korbank.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4&Itemid=5](http://www.inwestor.korbank.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=4&Itemid=5) (wartość rynku w latach 2008–2009), Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 29 (penetracja w latach 2008–2009).

Inny obraz rynku daje porównanie Polski do krajów Unii Europejskiej. Wynika z niego, że pod względem penetracji znajdujemy się na 20<sup>16</sup> miejscu z 27 krajów UE. Natomiast, analizując ceny miesięcznych koszyków usług dla średnio aktywnych użytkowników telefonii ruchomej, Polska jest na pozycji 13 z 19 rozpatrywanych państw<sup>17</sup>.

Głównymi trendami na rynku telefonii stacjonarnej są występujące od kilku lat spadki podstawowych wskaźników. Zaliczają się do nich liczba abonentów oraz wartość rynku (por. tabela 7).

**Tabela 7. Podstawowe informacje o rynku telefonii stacjonarnej w latach 2005–2009**

Wyszczególnienie	2005	2006	2007	2008	2009
Wartość rynku (w mld zł)	11,8	9,6	8,5	7,5	6,4
Zmiana (w %)		-18	-12	-11	-15
Liczba abonentów (w mln)	12,5	11,9	11,1	10,0	9,1
Zmiana (w %)		-5	-7	-10	-9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 44 i 53.

Na tendencję spadkową głównych wskaźników wpływ ma między innymi substytucja telefonią ruchomą, której usługi są coraz tańsze i bardziej dopasowane do potrzeb konsumenta. Zmienia się również jakość połączenia w telefonii mobilnej, a dostępność do usługi nie jest ograniczona zasięgiem sieci miedzianej. To daje dodatkową funkcjonalność usługi telefonii ruchomej, jaką jest mobilność. Potwierdzeniem zjawiska *fixed-mobile substitution* są wyniki badań konsumentów,

<sup>16</sup> Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 42.

<sup>17</sup> *Ibidem*, s. 40.

k którzy zrezygnowali z telefonii tradycyjnej. Wskazują oni, że jednym z głównych powodów podjętej decyzji jest lepsze dopasowanie telefonu komórkowego do ich potrzeb. W 2009 roku tego typu wskazań było 46,3%<sup>18</sup>.

## 5. Postawy asekuracyjne na rynku usług głosowych w czasach kryzysu

Badania KPŻiK wykazały, że postawy asekuracyjne są efektem kryzysu gospodarczego. Zalicza się do nich między innymi ograniczanie konsumpcji<sup>19</sup>. Wydaje się, że ten mechanizm działania występował również na rynku usług głosowych w 2009 roku, kiedy spowolnienie gospodarcze było odczuwalne przez konsumenta.

W poprzednich latach spadek wartości rynku telefonii stacjonarnej był niwelowany wzrostem na rynku telefonii ruchomej. W 2009 roku zjawisko to nie wystąpiło. Niektórzy analitycy jako główny powód tej sytuacji wskazują regulacje telefonii ruchomej w zakresie ustalanych wysokości stawek MTR<sup>20</sup> (*Mobile Termination Rate*; stawka za zakończenie połączenia w sieci telefonii ruchomej), które obniżają cenę za połączenia na telefony komórkowe, a w konsekwencji wpływają na spadek wartości rynku. Należy jednak uwzględnić fakt, że regulacje w zakresie stawek MTR występują od 2003 roku. Poza tym istotne jest to, że regulacje wpływają nie tylko na spadek cen za połączenia głosowe, ale również na zwiększenie się ilości minut, które przypadają na użytkownika telefonii komórkowej i stacjonarnej. Potwierdzeniem na to mogą być dane zamieszczone w raporcie Audytelu<sup>21</sup>, dotyczące rynku telefonii ruchomej. Wynika z nich, że spadkowi ceny efektywnej za połączenie odpowiada wzrost MoU (*Minutes of Usage*), czyli średnia liczba minut wykorzystywana przez konsumenta telefonii ruchomej. Obrazuje to tabela 8.

Należy jednak zwrócić uwagę, że w latach 2007 i 2008 procentowy przyrost MoU był wyższy od bezwzględnej wielkości procentowego spadku ceny za połączenie. Odmienna sytuacja miała miejsce w 2009 roku, kiedy MoU rośnie o 14%, a spadek ceny wynosi -17%. Może to świadczyć o ograniczaniu konsumpcji przez konsumentów na rynku usług telekomunikacyjnych, a szczególnie usług głosowych.

<sup>18</sup> Raport telekomunikacyjny w Polsce w 2009 roku..., *op. cit.*, s. 43.

<sup>19</sup> T. Słaby, Postawy polskich konsumentów..., *op. cit.*, s. 21.

<sup>20</sup> <http://www.audytel.pl/publication/catId/2/p/1/id/68>, Leaflet\_Polski-rynek-telekomunikacyjny-2010.pdf

<sup>21</sup> Analiza wpływu dotychczasowej regulacji telefonii ruchomej w Polsce (od 2006 r. do 22 września 2010 r.) w zakresie ustalania stawek MTR dla Polskiej Telefonii Cyfrowej Sp. z o.o., Polkomtel S.A. i PTK Centertel Sp. z o.o. oraz asymetrii stawek MTR dla P4 Sp. z o.o. i Cyfrowego Polsatu S.A. na rozwój krajowego rynku telekomunikacyjnego (telefonii ruchomej i stacjonarnej), UKE, październik 2010 r., s. 39.

**Tabela 8. Wysokości MoU i stawek efektywnych za minutę połączenia w latach 2006–2009**

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009
MoU	58,3	70,0	80,4	91,8
Zmiana (w %)		20	15	14
Stawka efektywna za minutę połączenia	0,39	0,33	0,29	0,24
Zmiana (w %)		-17	-13	-17

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Analiza wpływu..., *op. cit.*, s. 58.

Potwierdzeniem dla powyższej tezy są również wysokości wskaźników elastyczności cenowej popytu usług telefonii ruchomej w Polsce w latach 2006–2009. Usługi mobilne charakteryzowały się dużą elastycznością, średnio około  $-1$ . Przy czym w latach 2007 i 2008 wskaźnik ten osiągnął poziom powyżej  $-1$ , natomiast w 2009 roku wartość ta wynosiła  $-0,8^{22}$ . Wynika z tego, że w czasie kryzysu obniżka cen w mniejszym stopniu wpłynęła na wzrost popytu usług sieci ruchomej. Można przypuszczać, że jest to efekt postawy dążącej do ograniczenia konsumpcji, która jest charakterystyczna w okresie spowolnienia gospodarczego.

**Tabela 9. Udziały polskich gospodarstw domowych, z wyszczególnionymi rodzajami dostępów do usług głosowych w latach 2006–2009 (w %)**

Udział gospodarstw z dostępem do:	XII 2005/I 2006	XI/XII 2006	XI/XII 2007	XI/XII 2009	XI/XII 2006 vs XII 2005/I 2006	XI/XII 2007 vs XI/XII 2006	XI/XII 2009 vs XI/XII 2007
<b>Usług głosowych</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>95</b>	<b>96</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
Telefon komórkowy	67	74	79	85	7	5	6
Telefon stacjonarny	63	64	62	52	1	-2	-10
Oba rodzaje telefonów	46	47	46	41	1	-1	-5
Tylko telefon komórkowy	20	27	32	44	7	5	12
Tylko telefon stacjonarny	23	19	16	11	-4	-3	-5

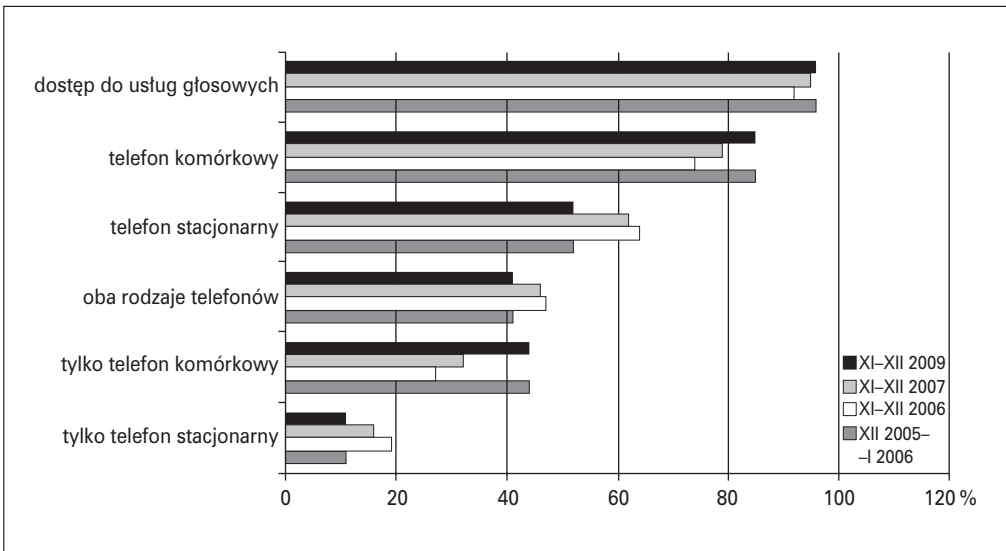
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurobarometer 72.5 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels, October 2010, s. 25, 28, 37 i 50; Eurobarometer 68.2 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels, June 2008, s. 8; Eurobarometer 66.3 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels, April 2007, s. 9, 14, 18, 20, 36, 39; Eurobarometer 64.4 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels, July 2006, s. 6.

<sup>22</sup> *Ibidem*, s. 39.

Kolejnym źródłem informacji, obrazującym zachowania konsumentów na rynku usług telekomunikacyjnych, są wyniki badań E-Communications Household Survey, które są publikowane przez Komisję Europejską. W tabeli 9 oraz na rysunkach 5 i 6 przedstawiono wyniki badań w latach 2006–2009, które dotyczyły rynku usług głosowych.

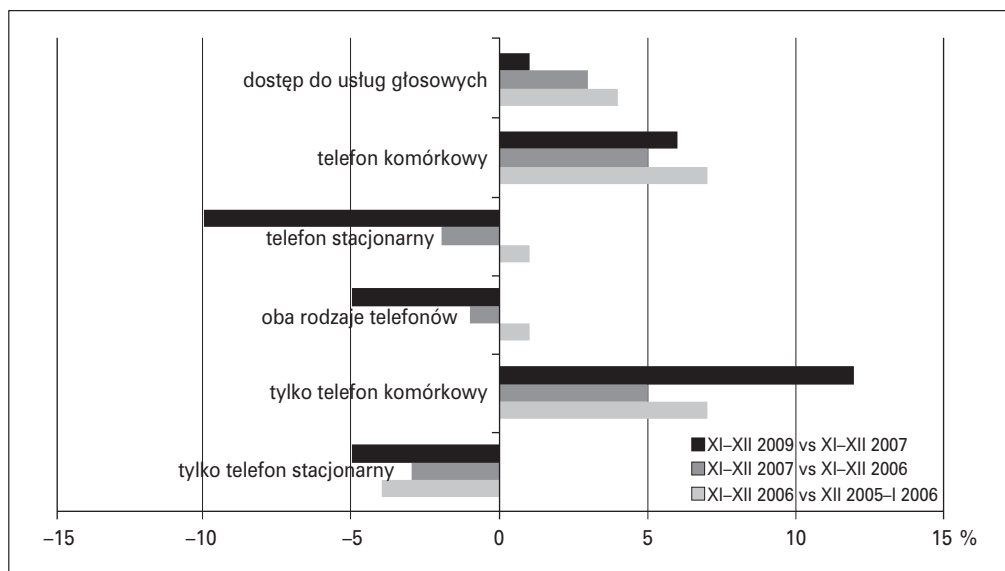
Z przytoczonych danych wynika, że na koniec 2009 roku w Polsce dostęp do usług telefonicznych miało 96% gospodarstw domowych<sup>23</sup>. W raporcie warto zwrócić uwagę na wskazania, które obrazują sposób korzystania z usług głosowych. W 2009 roku posiadanie tylko telefonu stacjonarnego deklarowało 52% respondentów, a obu dostępów do usług telefonicznych 41%. Istotne jest, że w obu przypadkach obserwujemy duży spadek udziałów omawianych kategorii, w porównaniu do poprzedniego badania przeprowadzonego dwa lata wcześniej. Innym charakterystycznym wskaźnikiem jest 44% udział gospodarstw domowych, które mają tylko telefon komórkowy. Warto zwrócić uwagę na znaczący wzrost tej wielkości w 2009 roku.

**Rysunek 5. Udziały polskich gospodarstw domowych, z wyszczególnionymi rodzajami dostępów do usług głosowych w latach 2006–2009**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurobarometer 72.5..., *op. cit.*, s. 25, 28, 37, 50; Eurobarometer 68.2..., *op. cit.*, s. 8; Eurobarometer 66.3..., *op. cit.*, s. 9, 14, 18, 20, 36, 39; Eurobarometer 64.4..., *op. cit.*, s. 6.

<sup>23</sup> Eurobarometer 72.5..., *op. cit.*, s. 25.

**Rysunek 6. Zmiany w udziałach polskich gospodarstw domowych, z wyszczególnionymi rodzajami dostępów do usług głosowych w latach 2006–2009**

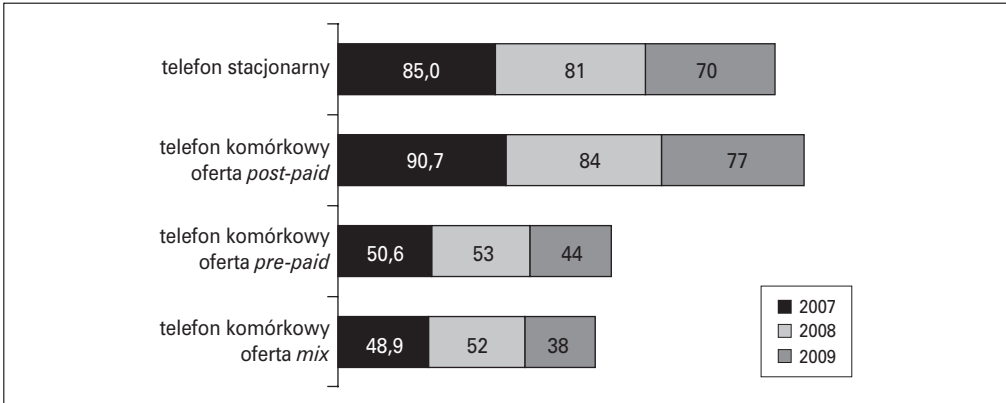
Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurobarometer 72.5..., *op. cit.*, s. 25, 28, 37, 50; Eurobarometer 68.2..., *op. cit.*, s. 8; Eurobarometer 66.3..., *op. cit.*, s. 9, 14, 18, 20, 36, 39; Eurobarometer 64.4..., *op. cit.*, s. 6.

Analizując wyniki badań dla Polski widzimy, że dostęp do usług głosowych utrzymuje się na podobnym poziomie przez ostatnie trzy lata. Zmieniła się natomiast struktura korzystania z tych usług. Gospodarstwa domowe rezygnują z dwóch rodzajów dostępów do usług telefonicznych i wybierają telefon komórkowy. Dlatego obserwowany jest spadek wskazań dotyczących korzystania z telefonu stacjonarnego, a rośnie udział respondentów mających dostęp do telefonii mobilnej. Takie zachowania mogą być wynikiem odczuwalnego przez konsumenta spowolnienia gospodarczego w kraju. Działania adaptacyjne w czasie kryzysu prowadzą do chęci zmniejszenia wydatków ponoszonych przez gospodarstwa domowe. Zaliczają się do nich między innymi koszty świadczonych usług telekomunikacyjnych. Część uczestników rynku telekomunikacyjnego, którzy posiadali w poprzednich latach dwa rodzaje dostępów do usług głosowych, zdecydowała się na telefon komórkowy. Konsument, mający tylko telefon stacjonarny, zamienił go na telefon mobilny. Opisane zachowania mogą być wynikiem ograniczania wydatków na usługi telekomunikacyjne.

Potwierdzeniem dla powyższych stwierdzeń są również wyniki badań opublikowane przez UKE. Uczestnik rynku telekomunikacyjnego może zmniejszyć wydatki na usługi głosowe, rezygnując z telefonu stacjonarnego i decydując się na ofertę telefonii ruchomej typu *pre-paid* lub *mix*. Obniżenie wysokości środków przeznaczono-

nych na usługi telefoniczne jest możliwe, bo średnie miesięczne wydatki na telefon komórkowy w ofercie *pre-paid* i *mix* są niższe od telefonii tradycyjnej (zob. rysunek 7).

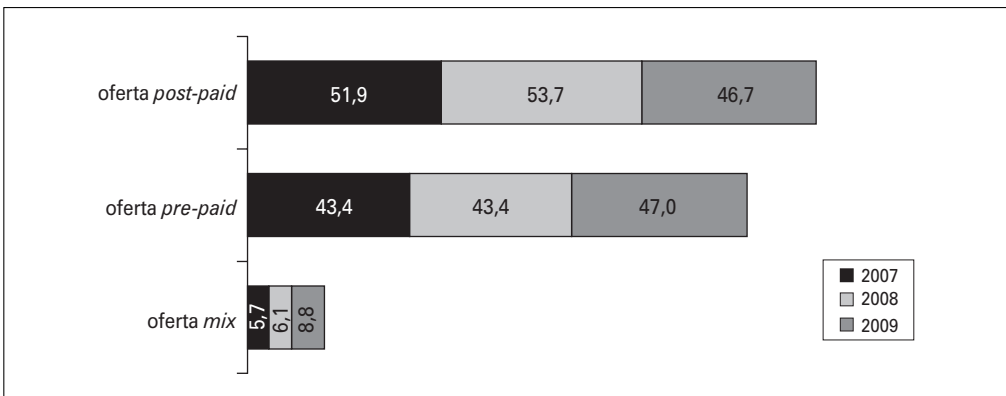
**Rysunek 7. Średnie wydatki na telefon stacjonarny i mobilny w latach 2007–2009**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Okiem konsumenta: Rynek telekomunikacyjny w Polsce w latach 2007–2009, UKE, marzec 2010 r., s. 3 i 7.

Dodatkowym przykładem na to, że w 2009 roku gospodarstwa domowe starały się obniżyć wydatki na usługi głosowe są wyniki badań przedstawiające podział użytkowników telefonii ruchomej na poszczególne rodzaje ofert. Wynika z nich, że w 2009 roku w dużo większym stopniu spadł udział konsumentów korzystających z droższej oferty *post-paid* na rzecz tańszej *pre-paid* i *mix* (zob. rysunek 8).

**Rysunek 8. Formy korzystania z usług telefonii ruchomej w latach 2007–2009**



\* wyniki nie sumują się do 100% ponieważ respondenci mieli możliwość udzielenia kilku odpowiedzi

Źródło: Okiem konsumenta..., *op. cit.*, s. 7.



## 6. Podsumowanie

Polska, jak wiele innych krajów Unii Europejskiej, doświadczyła efektu spadku wzrostu gospodarczego w 2009 roku. Konsumentów częściej odczuwali pogorszenie się ich sytuacji materialnej (29%) niż jej polepszenie (9%)<sup>24</sup>. Wpływało to na ich zachowania się na rynkach produktów i usług. Podejmowali działania między innymi adaptacyjne w wyniku pogorszenia się ich sytuacji materialnej lub w obawie przed zmianą. Badania przeprowadzone przez KPŻiK pozwoliły na wyznaczenie zachowań charakterystycznych w czasach spowolnienia gospodarczego. W artykule zostały przytoczone te, które występowały na rynku telekomunikacyjnym.

Zaobserwowano jeden z trzech typów postaw występujących w czasach kryzysu. Były to zachowania asekuracyjne, które polegały między innymi na ograniczeniu wydatków na usługi telekomunikacyjne. Na poszczególnych segmentach rynku zachowania charakterystyczne w czasach kryzysu przejawiały się w różny sposób. W przypadku usług głosowych była to rezygnacja z dwóch dostępów do usług i wybór oferty tańszej. Dodatkowo zaobserwowano mniejszą elastyczność cenową. Obniżka regulacyjna stawek MTR nie wpływa już w takim stopniu na wzrost liczby minut wykorzystywanych przez abonenta telefonu komórkowego, jak w latach poprzednich.

Jeżeli chodzi o Internet to i tu występowały zmiany w zachowaniach, które mogą świadczyć o procesie adaptacyjnym wywołanym spadkiem dynamiki wzrostu gospodarczego. Wskazuje na to wzrost udziału na rynku operatora P4, który dostarczał najtańsze usługi. Zaobserwowano również znaczącą zmianę w sposobie korzystania z Internetu, który zaczął zastępować inne, droższe rozrywki. Potwierdzają to badania KPŻiK.

Przykłady takich zachowań są wystarczającym dowodem na to, że spowolnienie gospodarcze znacząco wpłynęło na rynek usług telekomunikacyjnych. Można nawet przypuszczać, że było przyczyną pierwszego w historii spadku wartości rynku telekomunikacyjnego.

## 7. Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte:

1. Analiza cen usług dostępu do Internetu operatorów sieci ruchomych, UKE, marzec 2009 r.
2. Analiza wpływu dotychczasowej regulacji telefonii ruchomej w Polsce (od 2006 r. do 22 września 2010 r.) w zakresie ustalania stawek MTR dla Polskiej Telefonii

<sup>24</sup> <http://www.ipsos.pl/nastroje-konsumenckie-grudzien-2009>

- Cyfrowej Sp. z o.o., Polkomtel S.A. i PTK Centertel Sp. z o.o. oraz asymetrii stawek MTR dla P4 Sp. z o.o. i Cyfrowego Polsatu S.A. na rozwój krajowego rynku telekomunikacyjnego (telefonii ruchomej i stacjonarnej), UKE, październik 2010 r.
3. Bombol M., Czas wolny a kryzys – szanse i zagrożenia, praca zbior. pod red. T. Słaby, Reakcje..., op. cit.
  4. Eurobarometer 64.4 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels July 2006.
  5. Eurobarometer 66.3 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels April 2007.
  6. Eurobarometer 68.2 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels June 2008.
  7. Eurobarometer 72.5 E-Communications Household Survey, European Commission, Brussels October 2010.
  8. Janoś-Kresło M., Polski konsument na rynku dóbr i usług w czasach kryzysu, praca zbior. pod red. T. Słaby, Reakcje..., op. cit.
  9. Okiem konsumenta: Rynek telekomunikacyjny w Polsce w latach 2007–2009, UKE, marzec 2010 r.
  10. Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2007 roku, UKE, Warszawa kwiecień 2008 r.
  11. Raport o stanie rynku telekomunikacyjnego w Polsce w 2009 roku, UKE, Warszawa czerwiec 2010 r.
  12. Reakcje polskiego konsumenta na kryzys gospodarczy, praca zbior. pod red. T. Słaby, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009.
  13. Rynek telekomunikacyjny w Polsce w 2008 roku. Klienci indywidualni, Centrum Badań Marketingowych INDICATOR, Warszawa grudzień 2008 r.
  14. Rynek telekomunikacyjny w Polsce w 2009 roku. Klienci indywidualni, PBS DGA Sp. z o.o., Sopot grudzień 2009 r.
  15. Słaby T., Postawy polskich konsumentów w kryzysie, praca zbior. pod red. T. Słaby, Reakcje polskiego konsumenta na kryzys gospodarczy, Warszawa 2009.
  16. Wykorzystanie technologii informacyjno-telekomunikacyjnych w gospodarstwach domowych i przez osoby prywatne, GUS, lata: 2006, 2007, 2008, 2009.

### **Źródła internetowe:**

1. <http://www.audytel.pl/download/action/download/id/78/file/Rewolucja-mobilnego-Internetu.ppt>
2. <http://www.audytel.pl/publication/catId/2/p/1/id/68>, Leaflet\_Polski-rynek-telekomunikacyjny-2010.pdf
3. [http://www.inwestor.korbank.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=4&Itemid=5](http://www.inwestor.korbank.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=4&Itemid=5)
4. <http://www.ipsos.pl/nastroje-konsumentenckie-grudzien-2009>
5. <http://www.wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80353,6186453.html>

## Znaczenie bliskiej i dalekiej zagranicy w wymianie handlowej Federacji Rosyjskiej

### 1. Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie obecnego handlu zagranicznego Federacji Rosyjskiej wraz z dogłębną analizą struktury podmiotowej i przedmiotowej. Opracowanie unaocznia różnice pomiędzy wymianą handlową z bliską i daleką zagranicą. W pracy zawarte są dane statystyczne pokazujące udział w wymianie handlowej poszczególnych państw byłego ZSRR oraz państw zachodu. Podjęta została próba analizy przyczyn takiego, a nie innego, poziomu wymiany gospodarczej z różnymi państwami.

### 2. Rosyjski eksport i import z bliską i daleką zagranicą

W metodologii badań nad rosyjskim handlem wyróżnia się daleką i bliską zagranicę. Ma to znaczenie ze względu na strukturę podmiotową importu i eksportu. Za bliską zagranicę uznaje się ogół państw należących do byłego Związku Socjalistycznych Republik Radzieckich. Po rozpadzie imperium radzieckiego ustanowiono nowe reguły i zasady handlu z tymi krajami.

W celu analizy eksportu i importu należy przede wszystkim rozpatrzyć eksport i import z państwami dalekiej zagranicy, a zatem tymi, które kiedyś były w innym obozie ideologicznym.

**Tabela 1. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami dalekiej zagranicy<sup>a</sup>  
(ceny w bln USD)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eksport	63,7	89,3	85,4	91,0	113,2	152,1	208,8	258,9	299,9	397,9	254,8	336,9
Import	33,1	22,3	30,7	36,0	44,2	57,9	79,7	115,4	169,9	230,4	145,5	197,3

<sup>a</sup> Określenie to dotyczy wszystkich państw nie będących wcześniej częścią Związku Socjalistycznych Republik Radzieckich. Określenie to używane jest do dziś w Rosji w oficjalnych dokumentach państwowych.

Tabela 1 wskazuje, że eksport do tej grupy państw wzrasta nieprzerwanie od 1995 roku, choć widać pewien spadek dynamiki w latach 2000–2001. Z kolei import cały czas się zwiększał. Finalnie w handlu z państwami dalekiej zagranicy występuje dodatni bilans handlowy.

Interesująca jest wymiana handlowa z byłymi państwami Związku Radzieckiego. Dane z tabeli 2 pokazują, że państwa te mają ujemny eksport netto, a Federacja Rosyjska jest znaczącym eksporterem do tych państw.

**Tabela 2. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami CIS (ceny w bln USD)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eksport	14,5	13,8	14,6	15,7	20,5	29,5	32,6	42,3	52,6	69,6	46,8	59,6
Import	13,6	11,6	11,2	10,2	13,1	17,7	19,0	22,4	29,8	36,6	21,8	31,8

Źródło: Russia in figures..., *op. cit.*

Porównując wymianę handlową obu grup, łatwo zauważyć, że wymiana z daleką zagranicą jest wielokrotnie większa. Powodem takiej sytuacji jest struktura przedmiotowa eksportu.

Podobna sytuacja występuje z państwami należącymi do grupy Euro-Asian EC, choć jedynym krajem europejskim w tej grupie jest Białoruś. Tu także obroty handlowe nie są najwyższe, ale Rosja dla państw tego regionu jest najważniejszym partnerem handlowym.

**Tabela 3. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami Euro-Asian EC<sup>a</sup> (ceny w bln USD)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Eksport	5,8	8,0	8,4	8,5	11,2	16,3	17,3	24,1	32,4	33,6	33,6
Import	5,1	6,2	6,2	6,1	7,5	10,1	9,2	12,3	15,4	17,4	17,2

<sup>a</sup> W skład Euro-Asian Economic Community (Euro-Asian EC) wchodzi: Białoruś, Kirgistan, Rosja, Tadżykistan, Uzbekistan oraz Kazachstan. Dane dotyczące eksportu i importu ulegają zmianie z powodu przystąpienia do Euro-Asian EC Uzbekistanu w 2006 roku.

Źródło: Russia in figures..., *op. cit.*

Dynamika eksportu Federacji Rosyjskiej jest w dalszym ciągu wzrostowa. Podobnie import każdego następnego roku wzrasta w relacji do roku poprzedniego. Jedynie w 2001 roku odnotowano spadek eksportu spowodowanego kryzysem.

**Tabela 4. Eksport i import Federacji Rosyjskiej (w %, rok poprzedni = 100%)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Eksport	123,6	141,4	97,0	106,7	125,2	135,9	132,9	124,8	117,0
Import	120,8	111,9	123,6	110,2	124,2	131,8	130,6	139,6	144,9

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

Dynamika eksportu z państwami spoza Euro-Asian EC podobnie ulega wzrostowi. W tym wypadku jedynie w 2001 roku eksport zmniejszył się. Import z kolei każdego roku wzrasta.

**Tabela 5. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami dalekiej zagranicy (w %, rok poprzedni = 100%)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eksport	129,4	143,6	95,6	106,6	124,3	134,4	137,2	124,0	115,8	132,7	64,1	132,2
Import	116,8	101,5	137,7	117,4	122,7	130,9	137,8	144,8	147,2	135,6	63,2	135,6

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

Na niekorzystny charakter zjawisk wskazują niekorzystne proporcje między eksportem i importem występujące w grupach towarów wysoko uprzemysłowionych.

**Tabela 6. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami CIS (w %, rok poprzedni = 100%)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Eksport	103,2	129,1	105,7	107,5	130,5	143,8	110,7	129,7	124,3	132,3	67,2	127,4
Import	131,7	139,1	96,5	90,7	129,3	134,8	107,2	117,8	133,4	122,8	59,6	145,9

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

**Tabela 7. Eksport i import Federacji Rosyjskiej z państwami Euro-Asian EC (rok poprzedni = 100%)**

	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Eksport	104,8	155,1	105,0	101,5	131,5	146,2	105,7	139,5	134,3	103,7	100,0
Import	119,9	129,2	99,0	98,2	124,2	134,7	90,5	133,9	125,3	113,0	98,9

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

Rozpad ZSRR doprowadził do powstania 15 niezależnych państw, choć można stwierdzić, że w wielu regionach nadal Rosja odgrywa rolę znaczącą. Nowo powstałe państwa podjęły reformy gospodarcze w celu przystosowania swoich gospodarek do nowych warunków. Jednak, mimo znaczącego wpływu Europy Zachodniej

i Stanów Zjednoczonych, stosunki gospodarcze z Rosją decydują o perspektywach rozwoju wielu z poniższych państw. Państwa te charakteryzują się również różnym stopniem otwartości na gospodarkę światową. Regulacje handlu pomiędzy Rosją a byłymi republikami polegały na zaniżaniu cen surowców energetycznych i sztucznej regulacji cen dóbr konsumpcyjnych. Po rozpadzie ZSRR podpisano umowy handlowe, które można podzielić na obowiązkowe i indykatywne. Pierwsze z nich dotyczyły porozumień barterowych między państwami, drugie transakcji między przedsiębiorstwami. Umowy indykatywne zawarte pomiędzy rządami pozwalają na przyznanie przedsiębiorstwom po zawarciu kontraktu odpowiedniej ilości punktów<sup>1</sup> pozwalającej na wymianę produktami z listy umowy.

**Tabela 8. Eksport Federacji Rosyjskiej do państw CIS (ceny bieżące, mln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ogółem	14550	13808	15711	20498	29471	32627	42310	52578
Azerbejdżan	85,6	126	277	410	621	858	1381	1395
Armenia	127	27,5	94,5	126	135	191	392	655
Białoruś	2965	5568	5922	7602	11219	10118	13099	17187
Gruzja	48,9	42,3	91,4	153	230	353	570	586
Kazachstan	2555	2247	2403	3279	4664	6524	8967	11963
Kirgistan	105	103	104	161	268	398	561	879
Mołdowa	413	210	269	306	372	448	664	870
Tadżykistan	190	55,9	67,9	128	183	240	378	608
Turkmenistan	93,1	130	143	222	242	224	229	384
Uzbekistan	824	274	453	512	767	861	1087	1729
Ukraina	7149	5024	5885	7595	10770	12402	14983	16323

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

Z tabeli 8 wynika, że największą wymianę handlową Federacja Rosyjska prowadzi z Ukrainą, Białorusią i Kazachstanem. Najniższy eksport wynosił 384 mln USD (2007 rok) i był do Turkmenistanu. Najniższy import Rosja odnotowała z Gruzji, a najwyższy z Ukrainy.

W latach 90. ubiegłego wieku średnie ceny towarów wymiany znacznie odbiegały od cen światowych. Przykładowo w 1992 roku ceny towarów rosyjskich eksportowane do Wspólnoty Niepodległych Państw (CIS) to 12% cen światowych, a import towarów wynosił 11% cen światowych<sup>2</sup>. Można śmiało powiedzieć, że odchylenie od cen światowych w przypadku importu i eksportu jest jednakowe.

<sup>1</sup> Umowa indykatywna zakłada przyznanie punktów w ramach wymiany. Przeważnie w umowie zawarto od 1000 do 1500 produktów.

<sup>2</sup> A. Lushin, Sarafanoff, Prices in Inter Republican Trade, Moskwa, MFU, 14 września 1993 r.

W wyniku takiej polityki cenowej Federacja Rosyjska miała warunki wymiany podobne jak z innymi państwami.

**Tabela 9. Import Federacji Rosyjskiej z państw CIS (ceny bieżące, mln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ogółem	13592	11604	10163	13139	17713	18995	22374	29841
Azerbejdżan	107	135	86,8	93,0	139	206	260	328
Armenia	75,1	44,0	56,6	78,7	73,7	101	104	166
Białoruś	2185	3710	3977	4880	6485	5716	6845	8887
Gruzja	57,9	76,6	69,0	84,2	107	158	70,8	61,1
Kazachstan	2675	2200	1946	2475	3429	3225	3840	4613
Kirgistan	101	88,6	74,2	104	150	146	194	290
Mołdowa	636	325	281	403	496	548	323	490
Tadżykistan	167	237	66,0	69,9	75,9	95,0	126	164
Turkmenistan	179	473	32,1	28,4	43,2	77,2	80,1	69,4
Uzbekistan	889	663	344	484	613	904	1292	1451
Ukraina	6617	3651	3230	4437	6100	7819	9238	13323

Źródło: Russia in figures, *op. cit.*

Wskutek takich cen Rosja subsydiowała wymianę handlową z większością państw byłego ZSRR.

Subsidia dotyczyły przeważnie surowców energetycznych w 1992 roku – 77% całości, o wartości 19 mld USD. Subsydiowane były: Ukraina – 56,4%, Białoruś – 20,5%, Kazachstan – 10,3%<sup>3</sup>. Subsydiowanie nie dotyczyło jedynie fizycznej ilości towarów, ale również stosowano zróżnicowania cenowe zależnie od kontrahenta.

Nie da się ukryć, że przy takiej polityce cenowej stosowano kryteria zbieżności politycznej oraz okazywano mniejszą lub większą sympatię dla odbiorcy. W 1992 roku Rosja eksportowała ropę do następujących państw: Azerbejdżanu, Białorusi, Turkmenistanu, Uzbekistanu i Ukrainy. Natomiast ceny były częścią ceny światowej i wynosiły odpowiednio: 7,6%, 8%, 8,1%, 12,7% oraz 11,9% ceny światowej. Podobna sytuacja była z rosyjskim gazem, a ceny dla Białorusi (5% ceny światowej) i Ukrainy (7%) były niższe niż dla państw nadbałtyckich. Litwa płaciła za gaz 40% ceny światowej, Estonia 32,7%, a Łotwa 18,5%. Cena rosyjskiej ropy naftowej w eksporcie średnio wynosiła 10,3% ceny światowej. Gaz był eksportowany w cenie 8,2% ceny światowej<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Dane rosyjskiego urzędu statystycznego, obliczenia własne.

<sup>4</sup> A. Lushin, Sarafanoff, Prices in Inter Republican Trade, Moskwa, MFU, 14 września 1993 r.

Federacja Rosyjska importuje z krajów bliskiej zagranicy głównie towary żywnościowe, konsumpcyjne oraz artykuły techniczne. Umowy rządowe na eksport towarów do Rosji zakładają udział pewnych produktów. W przypadku Ukrainy import dotyczy: produktów mięsnych, cukru, koksu, rur stalowych, ciężarówek i traktorów. W przypadku Białorusi: produktów mięsnych, produktów mleczarskich, oleju napędowego, nawozów sztucznych, opon do ciężarówek i samochodów osobowych.

Z Kazachstanu Rosja importuje przede wszystkim zboża i wełnę. Uzbekistan, Tadżykistan oraz Mołdowa dostarczają puszkowanych owoców i warzyw. Na niekorzystny charakter zjawisk wskazują niewłaściwe proporcje między eksportem a importem, występujące w grupach towarów wysoko uprzemysłowionych.

Na osobną analizę zasługuje wymiana z państwami europejskimi. Największym importerem towarów rosyjskich jest Holandia. Najmniej importuje z Rosji Irlandia i Norwegia.

Powodem tego są własne zasoby surowcowe, a to jest głównym towarem eksportowym Rosji. Polski import plasuje się pomiędzy Wielką Brytanią a Szwajcarią. W przypadku Polski są to głównie surowce energetyczne.

**Tabela 10. Struktura eksportu Federacji Rosyjskiej według państw – Europa (ceny bieżące, bln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Austria	889	758	728	1030	1115	2353	3353	2737
Belgia	1462	757	801	1128	1820	2464	2694	2810
Bułgaria	652	585	533	619	1062	1900	2966	3790
Węgry	1627	2406	2167	2821	3254	5004	6245	6092
Niemcy	6208	9232	8060	10420	13302	19736	24498	26290
Grecja	147	1273	957	948	1262	1930	2752	2613
Dania	455	424	417	217	517	725	932	1083
Irlandia	2635	288	260	923	679	771	631	525
Hiszpania	290	1068	1099	1308	1748	2823	3343	4318
Włochy	3376	7254	7441	8514	12986	19053	25090	27518
Holandia	3192	4349	7529	8664	15272	24614	35884	42786
Norwegia	254	127	283	305	398	683	713	598
<b>Polska</b>	<b>1688</b>	<b>4452</b>	<b>3720</b>	<b>4619</b>	<b>5700</b>	<b>8623</b>	<b>11481</b>	<b>13298</b>
Rumunia	654	921	988	1293	1819	3041	3272	3211
Słowacja	1736	2122	2032	2297	2423	3190	4587	5151
Wielka Brytania	3066	4670	3803	4819	5640	8280	10396	11024
Finlandia	2386	3104	2935	4319	5828	7651	9192	10722
Francja	1519	1903	2659	3491	4424	6111	7675	8674



## cd. tabeli 10

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Czechy	1675	1745	1511	1941	2280	3817	4665	8674
Szwajcaria	3525	3857	5360	5814	7707	10774	12167	14201
Szwecja	643	1733	1001	931	1565	2320	2198	3001

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

W przypadku państw Azji największym importerem jest Turcja. Najmniejszym natomiast Korea Południowa oraz Afganistan. Korea skupia się na imporcie z innych państw, a Afganistan ma bardzo słabo rozwiniętą gospodarkę.

**Tabela 11. Struktura eksportu Federacji Rosyjskiej według państw – Azja (ceny bieżące, bln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Afganistan	17,6	11,2	32,3	54,5	75,9	104	82,6	121
Wietnam	322	136	321	357	707	739	304	571
Hongkong	311	136	184	322	318	350	354	343
Izrael	624	1045	1095	1454	1437	1538	1544	2031
Indie	998	1082	1630	2735	2502	2314	2925	4021
Iran	249	633	757	1312	1912	1922	1905	2947
Cypr	270	1722	1564	4491	5710	5095	4515	4838
Chiny	3371	5248	6837	8252	10105	13048	15758	15893
Korea Pł.	70,1	38,4	68,7	111	205	228	190	86,9
Mongolia	197	182	232	284	363	443	490	629
Zjednoczone Emiraty Arabskie	194	178	386	270	479	691	461	712
Pakistan	41,1	62,7	81,5	70,8	227	231	269	247
Korea Pn.	747	972	1271	1324	1963	2359	2735	6150
Singapur	490	477	522	158	190	309	790	1088
Syria	75,4	95,5	143	209	321	440	605	1015
Tajlandia	389	80,2	96,0	130	373	547	347	330
Tajwan	463	404	463	837	1987	1438	930	895
Turcja	1644	3098	3358	4807	7440	10841	14290	18332
Japonia	3173	2764	1803	2421	3404	3740	4457	7383

Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

Największym importerem z poniższej grupy są niezmiennie Stany Zjednoczone. Do grupy państw amerykańskich czy afrykańskich eksport Rosji dociera rzadko i w niewielkim stopniu. Dla porównania wartość eksportu do

USA wynosi w przybliżeniu 9 bln USD, a do Polski ponad 13 bln USD. Tabela 12 pokazuje skalę głównych strumieni eksportowych Rosji.

**Tabela 12. Struktura eksportu Federacji Rosyjskiej według państw (ceny bieżące, bln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Algieria	120	120	175	291	183	206	643	1328
Egipt	394	449	492	376	774	1049	1241	1949
Maroko	66,5	61,1	197	111	348	396	262	527
Nigeria	11,5	82,2	65,2	74,9	77,4	156	144	147
Argentyna	16,5	36,5	26,2	7,5	37,2	71,7	153	259
Brazylia	108	259	230	257	369	606	726	1130
Kanada	121	88,9	85,0	266	500	200	362	335
Kuba	211	80,7	34,5	38,3	53,0	125	184	217
Meksyk	28,5	114	101	98,5	181	208	248	285
Panama	244	140	93,6	88,6	102	290	70,1	16,4
Stany Zjednoczone	4315	4644	3989	4216	6624	6323	8638	8048
Australia	29,2	5,6	8,6	18,6	21,8	36,0	29,1	47,7
Nowa Zelandia	1,5	0,9	5,4	8,2	22,1	11,7	3,9	5,1

Źródło: Russia in figures, *op. cit.*

Dominującym importerem rosyjskich produktów są niepodważalnie od lat Niemcy. Aktywność gospodarczej wymiany z Niemcami nadal wzrasta, mimo chwilowego osłabienia wymiany w latach 1999–2002 spowodowanego kryzysem rosyjskim z 1998 roku. Do tego wzrostu przyczynia się wiele czynników. Przede wszystkim wzajemna komplementarność gospodarek oraz bliskie położenie gospodarcze. Nie bez znaczenia są tradycyjne stosunki gospodarcze, które działają na korzyść i wzrost dalszych kontaktów, niezależnie od środowiska zewnętrznego.

Przykładem tego jest budowa linii transmisyjnej rosyjskiego gazu po dnie Morza Bałtyckiego. Mimo znacznego sprzeciwu polskiej strony umowa w tej sprawie została zawarta i jest realizowana z pominięciem Polski. Niemcy są stałym źródłem waluty wymiennej, a dostawa maszyn, urządzeń czy licencji jest głównym towarem importowanym przez Federację Rosyjską. Towarem eksportowym do Niemiec są głównie: gaz i ropa. Takie komplementarne podejście handlowe jest wręcz modelowym ujęciem bilansujących się obrotów handlowych.

**Tabela 13. Struktura importu Federacji Rosyjskiej według państw – Europa (ceny bieżące, bln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Austria	982	419	607	790	918	1211	1845	2458
Belgia	867	481	765	891	1176	1476	2178	3185
Bułgaria	471	116	136	162	201	241	332	415
Węgry	842	404	513	600	740	1100	1868	2602
Niemcy	6483	3898	6598	8112	10556	13272	18464	26572
Grecja	257	125	171	142	167	188	239	311
Dania	483	346	514	611	717	921	1347	1595
Irlandia	323	106	199	235	239	290	461	655
Hiszpania	241	313	578	762	879	1227	1952	3197
Włochy	1851	1212	2228	2407	3199	4416	5726	8535
Holandia	1646	740	1060	1258	1375	1941	2685	3853
Norwegia	174	154	289	323	464	750	1112	977
<b>Polska</b>	<b>1321</b>	<b>716</b>	<b>1300</b>	<b>1715</b>	<b>2310</b>	<b>2747</b>	<b>3410</b>	<b>4629</b>
Rumunia	132	79,4	61,8	68,7	131	255	540	731
Słowacja	294	105	159	301	405	503	770	1411
Wielka Brytania	1100	861	1120	1443	2067	2776	3674	5642
Finlandia	2041	958	1519	1854	2336	3100	4003	5023
Francja	1074	1187	1896	2347	3071	3673	5863	7759
Czechy	438	367	564	712	835	989	1530	2451
Szwajcaria	668	271	417	530	648	875	1291	1738
Szwecja	547	465	1025	1221	1612	1861	2145	3123

Źródło: Russia in figures, *op. cit.*

Rosja importuje z Niemiec zaopatrzenie dla wielu gałęzi przemysłowych, głównie przemysłu metalurgicznego, samochodowego, elektromaszynowego, lekiego, chemicznego, spożywczego, drzewnego i meblowego. Z kolei Niemcy eksportują surowce naturalne, cięte diamenty, wzbogacony uran, luksusowe towary żywnościowe, drewno, metale nieżelazne oraz surowce do produkcji lekarstw. Zatem są to produkty naturalne i nisko przetworzone. W opinii eksporterów rosyjskich wzrost importu z Niemiec może odbyć się jedynie poprzez eksport właśnie tego rodzaju produktów. Ponadto Niemcy dostarczają Rosji towary przemysłowe, kompresory, pompy czy rury stalowe. Zatem gospodarka, która jest w stanie wysłać człowieka w kosmos i produkować najlepsze stacje kosmiczne, nie może sobie poradzić przy produkcji pomp hydraulicznych. Trzeba zauważyć, że mimo eksportu do Niemiec towarów nisko przetworzonych, głównie surowców, Rosja eksportuje dość bogaty asortyment takich towarów, jak: urządzenia, silniki

elektryczne, łożyska czy lodówki. W najbliższych latach należy się spodziewać dalszego wzrostu wymiany gospodarczej pomiędzy tymi państwami.

Niekorzystne proporcje między eksportem a importem występują w grupach towarów wysoko uprzemysłowionych.

**Tabela 14. Struktura importu Federacji Rosyjskiej według państw – Azja (ceny bieżące, bln USD)**

Państwo	1995	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Afganistan	13,3	5,4	5,1	6,6	4,1	3,9	11,5	9,0
Wietnam	38	36,8	81,4	77,1	101	174	350	521
Hongkong	92,3	3,3	10,0	7,6	10,1	18,6	86,2	105
Izrael	243	109	160	207	209	332	408	531
Indie	614	557	517	585	651	784	968	1310
Iran	27,0	53,6	50,9	63,0	103	125	240	350
Cypr	97,0	35,5	13,9	13,9	22,4	47,5	42,9	34,6
Chiny	865	949	2401	3295	4746	7265	12910	24401
Korea Pł.	15,3	7,7	11,0	3,0	4,8	6,9	20,1	33,4
Mongolia	40,3	40,4	48,8	35,6	21,4	22,4	37,6	48,2
Zjednoczone Emiraty Arabskie	73,0	23,0	14,8	2,5	13,7	90,1	188	49,0
Pakistan	6,5	6,2	17,9	18,7	24,6	47,1	81,7	102
Korea Pn.	502	359	930	1331	2026	4005	6781	8836
Singapur	268	43,5	88,4	90,6	162	317	436	452
Syria	11,2	11,2	16,8	14,0	17,4	26,0	30,0	37,2
Tajlandia	54,2	89,8	227	302	355	452	560	1006
Tajwan	88,2	88,8	209	262	343	492	757	1215
Turcja	542	349	729	928	1231	1732	2753	4180
Japonia	763	572	980	1883	3941	5834	7787	12712

Źródło: Russia in figures, *op. cit.*

Z państw azjatyckich największym zainteresowaniem rosyjskiej gospodarki cieszy się rynek chiński. Potężny producent i potencjalnie duży rynek zbytu to właśnie Chiny, które od dawna leżały w orbicie gospodarczych zainteresowań zarówno Rosji, jak i dawnego Związku Radzieckiego.

Wymiana między tymi gospodarkami rozwijała się dość wolno, ale systematycznie, już w latach 80. XX wieku. W 1990 roku handel pomiędzy Chinami a ZSRR wynosił 5 425 mld USD. Przy czym 80% tej wymiany przypadało na Rosję. Rozpad Związku Radzieckiego spowodował spadek obrotów handlowych o blisko 30% w stosunku do lat poprzednich. Utrata kontrolowania byłych republik przez

Centrum, jakim była Rosja, a do tego ogólny kryzys gospodarczy, powodowały spadek wymiany handlowej. Do tej sytuacji dołożyła się redukcja subsydiów państwowych w Chinach oraz spadek ilości surowców kontrolowanych przez Rosję.

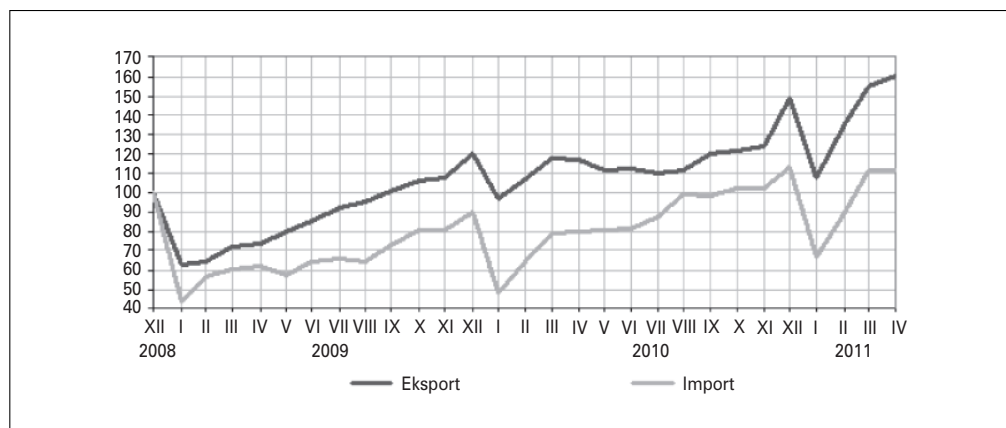
Interesujące jest, że spadała wymiana w ramach umów międzyrządowych, ale nie wymiana graniczna. Ta ostatnia systematycznie wzrastała w wyniku bezpośrednich kontaktów między przedsiębiorstwami, jak i poprzez dostawy przez pośredników. W 1993 roku 60% handlu dotyczyło bezpośrednich kontaktów między przedsiębiorstwami. W 1990 roku taka wymiana obejmowała zaledwie 30% handlu między tymi państwami. Wzrost ilości podmiotów prywatnych, decentralizacja oraz obustronna liberalizacja spowodowały dalszy wzrost wymiany handlowej na zasadach rynkowych.

Według danych rosyjskiego Ministerstwa Stosunków Gospodarczych w 1986 roku eksport do Chin wynosił 1 626 mln USD, a już w 1993 roku wzrósł do 5 080 mln USD. Podobnie, choć z mniejszą dynamiką, wzrastał import z Chin, który wynosił odpowiednio 1 628 i 2 600 mln USD. We wczesnych latach 90. ubiegłego wieku podjęto środki mające na celu zwiększenie wymiany barteru. Zwiększono także wielkość wymiany sprzętem militarnym. W 1993 roku wartość tej wymiany wynosiła 7 680 mln USD, a Chiny stały się drugim partnerem handlowym dla Rosji.

Istotne jest, że w przypadku eksportu do Chin towarem są produkty wysokich technologii, co pozwala utrzymać się rosyjskim partnerom.

Niekorzystne proporcje między eksportem i importem występują w grupach towarów wysoko uprzemysłowionych.

**Rysunek 1. Dynamika eksportu i importu Federacji Rosyjskiej w relacji do grudnia 2008 roku (w %)**



Źródło: Russia infigures, *op. cit.*

W całkowitym eksporcie Federacji Rosyjskiej w 2007 roku największy udział miała Holandia – 12,1%, następnie Włochy – 7,8%, Niemcy – 7,5%, Turcja – 5,2%, Chiny – 4,5%, Szwajcaria – 4,0%, Polska – 3,8%, Wielka Brytania – 3,1%, Finlandia – 3,0%, Francja 2,5% oraz Stany Zjednoczone 2,3%. Dominującymi państwami eksportującymi do Federacji Rosyjskiej są: Niemcy – 13,3%, a następnie Chiny – 12,2%, Japonia – 6,4%, Stany Zjednoczone – 4,7%, Włochy – 4,3%, Francja – 3,9%, Wielka Brytania – 2,8%, Finlandia – 2,5%, Polska – 2,3% oraz Holandia – 1,9%.

W dobie obecnego kryzysu w ciężkiej sytuacji znalazła się branża budowlana, rtv oraz przemysł samochodowy. Obroty handlu zagranicznego Rosji w okresie maj–czerwiec 2009 roku wyniosły 166,8 mld USD, co stanowi zaledwie 55% tego samego okresu roku poprzedniego. Saldo bilansu handlowego nadal pozostaje na poziomie dodatnim, ale eksport w tym okresie zmniejszył się, a saldo spadło z 82,8 mld USD do 34,6 mld USD<sup>5</sup>.

### **3. Rosyjsko-indyjska wymiana gospodarcza jako przykład nowej drogi wymiany gospodarczej**

Wymiana gospodarcza Federacji Rosyjskiej jest istotna z punktu widzenia strategicznego dla gospodarek regionu euro-azjatyckiego. Jej wysokość jest dość znacząca. Należy zaznaczyć, że w wymianie międzynarodowej biorą udział nie tylko najwięksi, jak Stany Zjednoczone (USA) czy Chiny lub Europa. Na wymianę gospodarczą można spojrzeć ze strony azjatyckiej. Przykładem wzajemnej współpracy są dwa potężne państwa – Rosja i Indie. Państwa te mają w swojej polityce politycznej i handlowej przychylne warunki i możliwości umocnienia swojej strategicznej pozycji. Głównym interesem Indii jest rozwijanie stosunków handlowych z czołowymi mocarstwami światowymi, wliczając w to Rosję.

Indie tradycyjnie zajmują ważne miejsce w handlu i stosunkach gospodarczych byłego ZSRR i później Federacji Rosyjskiej. Na początku 1991 roku handel i stosunki gospodarcze charakteryzowały się spadkiem obrotu towarów. Podobnie było z wymianą gospodarczą Finlandia–ZSRR. Rozpad ZSRR spowodował spadek zagranicznej wymiany handlowej o 60%. Powstaniu Federacji Rosyjskiej towarzyszyła reorientacja handlu zagranicznego w kierunku rynków zachodnich. Obecnie wymiana gospodarcza Rosja–Indie to zaledwie 8% zagranicznej wymiany handlowej.

Według powołanego forum gospodarczego główny nacisk będzie położony na współpracę w obszarze farmaceutycznym, spożywczym czy projektowym. Powzięte działania w ramach współpracy jednoznacznie pokazują, że nie ma różnic w kwe-

<sup>5</sup> <http://www.rg.ru/2009/06/17/padenie.html>, <http://www.finansmag.ru/news/25257>

ściach politycznych, nie ma również drażliwych kwestii historycznych, które stałyby na przeszkodzie.

Kluczową sprawą w rozwijaniu handlu i stosunków gospodarczych jest finansowe poparcie. Sektor bankowy nie odgrywa zasadniczej roli w dawaniu gwarancji eksportowych. Rosyjskie Ministerstwo Rozwoju Gospodarczego i Handlu powołało, w wyniku dyskusji medialnej, Strategię Zagranicznej Rosyjskiej Polityki Handlowej do 2025 roku. Ma ona pomóc rozwiązać kwestię finansowania eksportu. Strategia ta nie spełnia jednak oczekiwań. Innym problemem jest brak wzajemnej współpracy pomiędzy bankami handlowymi Indii i Rosji. Nierzadko współpraca przebiega okrężną drogą poprzez bank rezerw Indii. Obecnie lista banków współpracujących ze sobą jest dość ograniczona. Najczęściej znajdują się na niej zależne jednostki zagranicznych banków. Modelowym przykładem współpracy jest kupno przez jeden z największych indyjskich banków towarowych ICICI banku kredytowego w Rosji w celu otwarcia swojego przedstawicielstwa.

Ważna z powodów geopolitycznych jest współpraca w zakresie marynarki wojennej i uzbrojenia wojskowego. Ostatnia dekada to współpraca, która w tym obszarze nabrała nowej jakości. Podjęto działania na rzecz wspólnych badań mających na celu stworzenia najnowocześniejszego uzbrojenia. Od 2002 roku na ten cel Federacja Rosyjska wydała ponad bilion USD. W październiku 2003 roku podjęto współpracę rosyjsko-indyjsko-izraelską na rzecz produkcji dla indyjskiego lotnictwa wojskowego. To pierwszy przypadek w historii multilateralnej współpracy wojskowej. Rosja dostarcza Indiom sprzęt wojskowy do zwalczania okrętów podwodnych oraz sprzęt transportowy.

W ramach współpracy Rosja ma zamiar uczestniczyć w indyjskich ofertach przetargowych na zapasy i zezwolenia LMRCa na produkcję wieloczynnościowego lekkiego samolotu militarnego MIG-29M. Flagowym okrętem współpracy jest partnerstwo strategiczne w ramach spółki *joint venture* BrahMos Aerospace Ltd, która powstała w 2001 roku. Celem działań spółki jest produkcja ponaddźwiękowego pocisku Brahmos. W ramach wymiany handlowej Rosja dostarcza Indiom środki do obrony przeciwlotniczej czy artylerii. Z kolei przemysł stoczniowy Indii dla rosyjskiej marynarki wojennej współpracuje w budowie okrętów podwodnych. W 2007 roku poszerzono współpracę z Indiami, zwracając uwagę na dynamiczny awans technologiczny.

Ważnym aspektem współpracy jest sektor energetyczny, w ramach którego jest wspólna budowa elektrowni wodnych.

#### 4. Podsumowanie

Analiza danych dotyczących eksportu i importu wskazuje, że pierwszym rynkiem eksportowo-importowym Federacji Rosyjskiej jest rynek europejski. To właśnie

Europa jest głównym dostawcą i odbiorcą produktów. Największym importerelem produktów jest Holandia. Natomiast eksporterem największym są Niemcy. Gospodarka najbardziej uzależniona jest właśnie od tych państw. Relacje gospodarcze rosyjsko-niemieckie są bardzo dobre, a gospodarki komplementarne, i dlatego należy się spodziewać dalszego wzrostu współpracy między tymi państwami.

Poza Europą ważnym partnerem Rosji są Chiny, które w najbliższej przyszłości mogą zainteresować się dawnymi i obecnym rynkami zbytu rosyjskiej strefy wpływów, a zatem Kazachstanem i innymi republikami Azji Centralnej. Największym partnerem Rosji w tej części regionu jest Kazachstan, a następnie Turkmenistan. Dawna strefa wpływów może zostać objęta gospodarczymi inwestycjami Chin, jeśli te będą potrafiły zainwestować w tej części świata. Poza Europą i Azją nie ma istotnych rynków zbytu czy importu Federacji Rosyjskiej. Owszem istnieją takie państwa, jak Stany Zjednoczone, ale eksport i import w tym przypadku jest na poziomie średniego państwa europejskiego, jakim jest chociażby Polska.

W najbliższych latach nie należy oczekiwać ani restrukturyzacji przemysłu rosyjskiego, ani też struktury jego eksportu. Ta struktura jest pierwotna w stosunku do państw importerów. Surowcami energetycznymi są zainteresowane przede wszystkim Chiny i kontynent europejski.

Przykładem szczególnym jest współpraca z Indiami, które do tej pory były przede wszystkim gospodarczą strefą wpływów Wielkiej Brytanii. W ostatnich latach zawarto wiele umów handlowych. Nie zmienia to jednak faktu, że nadal głównym partnerem gospodarczym Rosji są Niemcy, a następnie Chiny.

## 5. Bibliografia

1. Bossak J., Instytucje, rynki i konkurencja we współczesnym świecie, SGH, Warszawa 2008.
2. Bryc A., Rosja XXI wieku. Gracz światowy czy koniec gry?, Wyd. Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008.
3. Glikman P., Lipowski A., Konkurencyjność a rywalizacja: na przykładzie eksportu polskiego do Rosji w latach 1997/2000, PAN, Warszawa 2005.
4. Iskra W., Polska – Rosja – UE: relacje ekonomiczne, Fundacja Innowacja, Warszawa 2004.
5. Kołodko G., Nowa gospodarka i stare problemy. Perspektywy szybkiego wzrostu w krajach posocjalistycznych, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
6. Kwartalnik statystyki międzynarodowej, GUS, Warszawa 2008.
7. Nieszczadin A. (red.), Rosja 2002. Raport z transformacji, Fundacja Instytut Studiów Wschodnich, Warszawa 2002.



8. Oniszczyk W., Czynniki zewnętrzne transformacji gospodarki Rosji. Handel zagraniczny, kapitał zagraniczny, transfer technologii, Fundacja CASE, Warszawa 2000.
9. Orłowski W., Koszty i korzyści z członkostwa w Unii Europejskiej. Metody. Modele. Szacunki, Fundacja CASE, Warszawa 2000.
10. Osiński J. (red.), Polska i jej sąsiedzi: uwarunkowania gospodarcze, polityczne i kulturowe, SGH, Warszawa 2005.
11. Russia in figures, Федеральная служба государственной статистики, 2008–2009.
12. Russian Economy in 2007. Trends and Outlooks, Institute for the Economy in Transition, Moskwa 2008.
13. Rosati D., Polityka proeksportowa, PWE, Warszawa 1990.
14. Simonow K. (red.), Rosja 2006. Raport z transformacji, Fundacja Instytut Studiów Wschodnich, Warszawa 2007.
15. Smitienko B. M. (red.), Międzynarodowe stosunki ekonomiczne, INFRA-M, Moskwa 2008.
16. Stępień-Kuczyńska A., Rosja: ku Europie. Z problematyki stosunków rosyjsko-unijnych, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2007.
17. [www.drewno.pl](http://www.drewno.pl), Bilans handlu zagranicznego Polska–Rosja, z 26 sierpnia 2005 r.
18. [www.forsal.pl](http://www.forsal.pl), Rosja chce wzmocnić handel zagraniczny, z 26 lipca 2009 r.
19. [www.wyborcza.pl](http://www.wyborcza.pl), Odrodził się nasz handel z Rosją, z 23 maja 2005 r.
20. [www.nbportal.pl](http://www.nbportal.pl), Handel zagraniczny Rosji, z 7 lutego 2009 r.
21. [www.wyborcza.pl](http://www.wyborcza.pl), Wielka nadwyżka Rosji w handlu zagranicznym, z 8 grudnia 2006 r.
22. [www.svpressa.ru/issue/news.php?id=10839](http://www.svpressa.ru/issue/news.php?id=10839)
23. [www.gks.ru](http://www.gks.ru)
24. [www.inflationdata.com](http://www.inflationdata.com)



# Summary

Andrzej Nikołańczuk

## **Conditions of Polish Export after the World Crisis of 2008–2009**

Export has a decisively positive impact on the economic development of a country. Export activity makes regional economies dynamic, it affects the rise in employment, the scale of production and domestic consumption as well as investment demand. Export exerts a crucial impact on management effectiveness, and in particular on the reduction in manufacturing costs and growth in the use of production capacity. Thus, the development of export is an important and desired goal of the whole economy. The condition of the Polish export after the slump caused by the world crisis of 2008–2009 is an important issue. The end of 2008 and the beginning of 2009 proved to be a difficult period for our exports. The value of exports in 2009 dropped in comparison with the previous year for the first time from 1999. It may be stated that Polish exports survived the slump caused by the world crisis virtually unscathed. The decline in exports was not so serious as in other countries, often better developed than Poland. It resulted from a smaller openness level of the Polish economy than in other countries. And a bigger decline in Polish imports than exports caused a significant reduction in trade deficit in Poland. Surprisingly, the deficit in trade with some countries changed into surplus. 2010 saw a clear rise in the value of Polish exports, as a result of which some losses caused by the crisis were compensated.

Piotr Misztal

## **Impact of World Oil Prices on Inflationary Processes in Poland in the Period of 1990–2010**

The primary goal of the article is to analyse theoretically and empirically the interdependence between changes in world oil prices and changes in consumption prices in Poland in the period of 1990–2010. In this connection, the authors used the research method based on the study of literature in the field of macroeconomics and international finance as well as econometric methods (vector autoregressive model-VAR). The results of research explicitly indicate the impact of changes in world oil prices on inflation in Poland in the years 1990–2010. It was estimated that a 10% rise in oil prices resulted in the rise in the rate of inflation in Poland of about 0.26–0.27 percentage points in the short term.

Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk

## **Dodd-Frank Act as an American Response to the Financial Crisis**

Begun in 2007 with the mortgage credit crunch on the American market, the financial crisis gave rise to new legislative solutions.

According to the authors of this article, the document on the regulation of the American capital market: the Dodd-Frank Act is particularly significant. It is the most important reform on the US financial market in the last 75 years (together with the Sarbanes-

Oxley Act of 2002). Due to the losses and problems caused by the financial crisis there are considerable expectations connected with the Dodd-Frank Act. Admittedly, there will be a great impact of this legal act on the operation of companies on the American market as well as the global capital market. However, it is difficult to determine whether it will contribute to the elimination of problems that caused the financial crisis in the past. The implementation of corporate governance principles introduced in the Act will no doubt result in better transparency of relations on the market, especially among supervisory bodies, shareholders and management staff. Certainly, controversies around the Dodd-Frank Act will affect the potential of this document. However, there should be some hope that the following of its stipulations will mitigate the consequences of potential distortions which may occur in the future not only on the American capital market.

Wiktor Bołkunow

### **General Outline of the Economic Situation and the Development of Subprime Crisis in Selected Countries of Central and Eastern Europe as Exemplified by the Czech Republic and Hungary**

The subprime crisis of 2008 reached countries of Central and Eastern Europe and adversely affected their national economies. The governments of these countries were forced to promptly work out and implement economic anti-crisis packages. The effectiveness of the reforms in the discussed countries was different due to for instance the condition of the economies before the crisis.

Piotr Wiśniewski

### **Expansion of Sovereign Wealth Funds and New Investment Protectionism in the World Economy. Part II. Risk of Protectionist Practices and SWF Transparency**

Sovereign Wealth Funds, SWFs are the entities whose task is to manage hard currency reserves of countries with considerable and stable surpluses. Due to the impact of governments on investment policies, SWFs combine in their strategies strictly economic aspects with socio-political ones. At the moment, SWFs are the largest class of institutional investors involved in the so-called alternative assets on the world scale. The character of the SWF allocation operations, their strategies and overall motivations remain insufficiently identified, mainly due to the limited informative practices exercised by these funds. Assessing the usefulness of SWFs from the perspective of the contemporary economic theory and practice, it is worth pointing to the involvement of these funds in a number of socially productive investments (portfolio assets). However, political motives cause risk, in particular in the period of systemic destabilisation, e.g. the last economic crisis. The excessive protectionism in relation to SWFs would reduce a considerable benefit resulting from the involvement of these funds reaped by the world economy (with the recipients of these investments in the lead). There is a need, however, to improve the SWF institutional transparency standards, first of all regular and comprehensive operational and financial reporting.

Piotr Czapiewski

### **Constant Correlation Model in Optimisation of Investment Portfolio on the Securities Exchange in Warsaw**

The study aims at the assessment effectiveness of the constant correlation model applied in the selection of optimal stock portfolio of companies quoted on the Securities Exchange in Warsaw. The initial part analyses the temporal behaviour of values of correlation coefficients between the rates of stock return on the analysed market. The next part constructs portfolios based on the constant correlation model and variance-covariance matrix based model. Finally, the study presents the comparison of portfolios results. It also compares the rates of return of portfolios created in this way with WIG index rates of return.

Waldemar Rogowski, Agnieszka Ulianiuk

### **Socially Responsible Investing (SRI) – attempt to characterise. Part I: What is Socially Responsible Investing (SRI)**

The present article is the first part of the tripartite publication, devoted entirely to outlining the phenomenon of socially responsible investing. The topic of the article focuses on five major aspects:

- 1) presentation of the origin of the phenomenon of SRI together with breakthrough events crucial for the current understanding of the idea of SRI;
- 2) characterisation of the very concept of SRI through the reference to two leading SRI development trends at present;
- 3) presentation and description of SRI investments in Europe and the USA together with the comparative analysis;
- 4) description of characteristic features of an investor following SRI ideas;
- 5) mutual relationship between SRI and CSR.

Mikołaj Szadkowski

### **Seigniorage. Definition and Method of Measurement**

#### **Part I: Definition and Measurement of Seigniorage. Historical Perspective**

The article reviews different concepts of definition and measurement of seigniorage, i.e. money issue revenue. Due to the comprehensive scope of the problem, the study consists of two parts presented as separate and to a certain extent independent studies. The first part analyses seigniorage from the historical perspective. The second part presents the concepts of modern seigniorage. There is an inseparable link between seigniorage and the history of money. The understanding and principles of money issue revenue evolved in the consecutive stages of the development of money: from the metal good money to the undervalued paper form. There is no single universal and general definition of seigniorage. The most comprehensive method of measurement of contemporary seigniorage was proposed by M. J. M. Neumann. His concept of total gross seigniorage possesses a considerable application value, applicable in empirical research. Nevertheless, it seems that there is still a need to analyse every case individually so that prospective research presenting statements of seigniorage revenues of central banks could be comparable.

Izabela Krawczyk-Sokołowska

### **Forms of Innovation Transfer**

The discussion concerns the following issues:

1. determination of the source of corporate innovativeness;
2. presentation of methods of acquisition of new technologies, distinguishing forms of direct and indirect sales;
3. description of determinants of corporate innovativeness and the areas of inspiration for the innovation.

Konrad Żak

### **Prospects for Development of Pharmacy Market in Poland**

The attractiveness of the pharmaceutical market caused a dynamic rise in the number of pharmacies, which as a result of market competition were forced to fight for the customer. In order to effectively compete, pharmacists had to adjust their pharmacies to meet the market requirements, which meant the necessity of application of marketing approach to pharmacy management. The present article presents the development of the pharmacy market, whose standards are increasingly based on the market oriented principles. It reveals actions undertaken by pharmacy managers to raise their offer attractiveness, despite restrictive legal regulations characteristic of the whole pharmaceutical market. The present publication attempts to show the development trend of the pharmaceutical market, with particular interest in the programme of pharmaceutical care.

Magdalena Nowek

### **Impact of Economic Slowdown on the Change in Consumer Behaviour on the Market of Telecommunication Services**

The article describes the telecommunication market focusing on the change in consumer behaviour, which results from the discernible economic slowdown. The analysis of consumer behaviour made use of the research done in 2009 by the SGH Department of Living Standards and Consumption, describing the reaction of the Polish consumer to the economic crisis. Some of the described conducts are found in the segments of telecommunication market. Consumer behaviour is divided into the market of Internet access and voice services. The majority of analysed cases refer to the years 2007–2009. It enables the determination of changes in consumer behaviour in the period of crisis in comparison with the period of economic growth of 2007–2008.

Arkadiusz Jędraszka

### **Significance of Close and Remote Foreign Markets in Trade Exchange of the Russian Federation.**

This article discusses the present foreign trade of the Russian Federation together with the thorough analysis of the subjective and objective structure. The article focuses first of all on clarifying the differences in trade exchange between close and far

foreign markets. The study shows statistical data showing the share of the former members of the Soviet Union and western countries in the trade exchange. There is an attempt to analyse the causes of this particular level of trade exchange with different countries.





## Artykuły opublikowane w Zeszytach Naukowych „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” w 2011 roku (numery 105–112)

<b>Autor (Autorzy)</b>	<b>Tytuł artykułu</b>	<b>Numer</b>
Piotr Albiński	Prognozy realizacji kryteriów konwergencji nominalnej w Polsce w latach 2011-2012	108
Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk	Dodd-Frank Act jako amerykańska odpowiedź na kryzys finansowy	112
Grażyna Aniszewska	Działania CSR polskich spółek giełdowych	108
Bartosz Baca, Bartłomiej Gorlewski	Formy udziału inwestorów prywatnych w rozwoju portów lotniczych – prywatyzacja i kontrakt menedżerski	106
Monika Bekas	System wymiany informacji gospodarczych w Polsce	109
Dorota Bem	Spowolnienie gospodarcze a realizacja inwestycji w Polsce	107
Andrzej Bień	Stabilność systemu bankowego w Polsce w okresie kryzysu finansowego	109
Barbara Bojewska	Zarządzanie przez motywowanie – motywująca rola dyrektora szkoły	111
Wiktor Bołkunow	Rola polityki Unii Europejskiej w odniesieniu do sektora MŚP na podstawie teorii Josepha Schumpetera	109
Wiktor Bołkunow	Ogólny zarys sytuacji gospodarczej oraz rozwój kryzysu <i>subprime</i> w wybranych państwach Europy Środkowo-Wschodniej na przykładzie Czech i Węgier	112
Maciej Borkowski	Bankowość elektroniczna jako podstawowy nowoczesny kanał sprzedaży oraz dystrybucji produktów finansowych	106
Tomasz Cicirko	Adekwatność kapitałowa instytucji bankowych na tle kryzysów światowych	108
Piotr Czapiewski	Model stałej korelacji w optymalizacji portfela inwestycyjnego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	112
Aleksandra Czerw, Urszula Sobolewska	Ekonomiczno-prawna specyfika produktu leczniczego sprzedawanego na podstawie recepty	110
Aleksandra Czerw, Urszula Sobolewska	Ekonomiczno-prawna specyfika produktu leczniczego sprzedawanego bez konieczności posiadania recepty	111
Monika Czerwonka, Marcin Rzeszutek	Analiza zachowań inwestycyjnych inwestorów giełdowych oraz studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych z perspektywy finansów behawioralnych	107

<b>Autor (Autorzy)</b>	<b>Tytuł artykułu</b>	<b>Numer</b>
Monika Czerwonka	Behawioralna i etyczna teoria inwestowania	111
Anna Dąbrowska	Liberalizacja rynku usług w ocenie polskich przedsiębiorców	111
Ireneusz Dąbrowski	Klasyczna i ewolucyjna koncepcja przedsiębiorstwa po kryzysie hipotecznym	108
Lidia Dzierżek, Marta Kightley	Symulacja skłonności do kooperacji na podstawie gry „dobro publiczne”	111
Marek Garbicz	Spory wokół pryncypiów w ekonomii i kryzys regulacji	109
Magdalena Gąsowska	Nowoczesna logistyka w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem	108
Marcin Geryk	Analiza wpływu kryzysu finansowego na system szkolnictwa wyższego. Perspektywa krajowa i zagraniczna	109
Elżbieta Gołąbeska	Wpływ recesji gospodarki światowej na polski rynek nieruchomości	106
Elżbieta Gołąbeska	Efektywność inwestowania na rynku nieruchomości przy uwzględnieniu ryzyka	110
Alina Gorczyńska	Nowe technologie na rynkach papierów wartościowych a kryzys finansowy – próba identyfikacji zależności	109
Bartłomiej Gorlewski, Bartosz Baca	Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma udziału inwestorów prywatnych w rozwoju portów lotniczych	110
Marek Gruchelski	Spory wokół pryncypiów ekonomii – wprowadzenie	107
Marcin Jamroży	Zyski zagranicznego zakładu a zakres jurysdykcji podatkowej	108
Mirosława Janoś-Kresło	Organizacje pozarządowe jako element infrastruktury społeczeństwa obywatelskiego	106
Mirosława Janoś-Kresło	Polskie gospodarstwa domowe w drodze do społeczeństwa informacyjnego	111
Arkadiusz Jędraszka	Znaczenie bliskiej i dalekiej zagranicy w wymianie handlowej Federacji Rosyjskiej	112
Arkadiusz Jędraszka	Zadłużenie zagraniczne polskiego sektora rządowego w formie skarbowych papierów wartościowych	110
Arkadiusz Jędraszka, Marcin Zatoń	Giełdy zakładów sportowych jako alternatywne źródło inwestycji	106
Andrzej Jędruchniewicz	Podaż pieniądza i inflacja w Polsce. Analiza przyczynowości w sensie Grangera	105
Izabela Jonek-Kowalska	Czynniki środowiskowe jako źródło ryzyka operacyjnego w przedsiębiorstwach górniczych	109
Renata Karkowska	Instrumenty strukturyzowane – charakterystyka, wycena i analiza ryzyka	105

Autor (Autorzy)	Tytuł artykułu	Numer
Renata Karkowska, Rafał Marciniak	Efektywność działania funduszy hedgingowych na rynku polskim	110
Izabela Krawczyk-Sokołowska	Finansowanie innowacji w przedsiębiorstwie a zrównoważony rozwój	105
Izabela Krawczyk-Sokołowska	Wybrane aspekty wartości przedsiębiorstwa	107
Izabela Krawczyk-Sokołowska	Elementy procesu innowacyjnego	110
Izabela Krawczyk-Sokołowska	Formy transferu innowacji	112
Katarzyna Kreczmańska-Gigol	Zobowiązania i należności handlowe a struktura kapitału w przedsiębiorstwie	107
Carlos Jorge Lenczewski Martins	Wybrane zagadnienia zarządzania ekspozycjami walutowymi	105
Carlos Jorge Lenczewski Martins	Wybrane metody i instrumenty interwencji walutowych	106
Justyna Leonowicz	Fuzje i przejęcia na przykładzie rynku wezwań publicznych w Polsce	107
Zdzisław Leszczyński	Syntetyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa	111
Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki	Zasady kalkulacji i zawiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim	107
Bogusław Liberadzki, Bartłomiej Gorlewski	Internalizacja kosztów zewnętrznych, jako instrument regulacji rynku w europejskiej polityce transportowej	109
Marek Lusztyn	Porównanie efektywności funkcjonowania wybranych modeli wartości zagrożonej (VaR) na polskim rynku walutowym w okresie 1996–2009	105
Eryk Łon	Polityka pieniężna FED a sytuacja na wschodzących i dojrzałych rynkach akcji	108
Adam Mamok	Wybrane aspekty zmian kształtujących zarządzanie przedsiębiorstwem w XXI wieku	105
Beata Marciniak	Systemy wspomagające decyzje marketingowe w przedsiębiorstwach – aspekty teoretyczne i praktyczne	110
Krzysztof Melnarowicz	Uwarunkowania rozwoju funduszy typu <i>private equity</i>	110

Autor (Autorzy)	Tytuł artykułu	Numer
Jarosław Melnarowicz	Aktywność funduszy <i>private equity</i> na polskim rynku kontroli przedsiębiorstw	110
Aneta Michalak	Kapitał wysokiego ryzyka w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw	109
Piotr Misztal	Oddziaływanie światowych cen ropy naftowej na procesy inflacyjne w Polsce w okresie 1990–2010	112
Joanna Moczydłowska	Polityka płacowa w małych i średnich przedsiębiorstwach w czasie światowego kryzysu ekonomicznego	109
Andrzej Nikolańczuk	Kondycja polskiego eksportu po światowym kryzysie lat 2008–2009	112
Jacek Nowak	Restrukturyzacja finansowa w trzech etapach. Wybrane przykłady	108
Magdalena Nowek	Wpływ spowolnienia gospodarczego na zmianę zachowań konsumentów na rynku usług telekomunikacyjnych	112
Agata Opolska	Złośliwe problemy jako klasa ryzykownych decyzji	106
Michał Pałka	Ewaluacja funduszy unijnych w Polsce – geneza i stan aktualny	110
Monika Pasternak-Malicka	Wpływ koniunktury gospodarczej na aktywność podmiotów w szarej strefie	109
Paweł Pietrasieński	Wspieranie przez rządy procesów internacjonalizacji rodzimych przedsiębiorstw. Część 1	110
Paweł Pietrasieński	Wspieranie przez rządy procesów internacjonalizacji rodzimych przedsiębiorstw. Część 2	111
Mikołaj Pindelski	Budowanie struktur wynagrodzenia służb sprzedaży. Nowe wyzwania.	108
Michał Polański	Czy w metodzie NPV konieczne jest założenie o tym, że kolejne dodatnie przepływy pieniężne są reinwestowane do końca okresu inwestycyjnego?	105
Daniel Puciato, Bolesław Goranczewski	Zastosowanie kwestionariusza Kano w badaniu jakości usług hotelowych	105
Waldemar Rogowski, Agnieszka Ulianiuk	Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki. Część 1: Czym jest społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI)	112
Katarzyna Romanowska-Kucharska	Formalno-prawny aspekt „uproszczonego” połączenia spółek kapitałowych oraz jego praktyczne implikacje	105
Piotr Russel	Wykorzystanie instrumentów polityki fiskalnej w wybranych krajach europejskich jako narzędzia łagodzące skutki kryzysu gospodarczego	107

<b>Autor (Autorzy)</b>	<b>Tytuł artykułu</b>	<b>Numer</b>
Jacek Sierak	Budżet zadaniowy jako narzędzie wzrostu efektywności gospodarowania finansami w jednostkach samorządu terytorialnego	107
Anna Skowronek-Mielczarek	Wspieranie innowacyjności małych i średnich przedsiębiorstw w regionach	111
Teresa Słaby	Nowe propozycje w badaniach jakości życia	108
Teresa Słaby, Artur Czech	Zróżnicowanie regionalne konsumpcji w ujęciu pośrednim – ujęcie statyczne i przestrzenno-czasowe	111
Magdalena Kinga Stawicka	Wpływ światowego kryzysu na atrakcyjność gospodarek Unii Europejskiej w zakresie pozyskiwania bezpośrednich inwestycji zagranicznych, ze szczególnym uwzględnieniem roli Polski	108
Agnieszka Stewart	Segmentacja jako podstawa identyfikacji konkurencyjności kosmetyków pielęgnacyjnych do twarzy i ciała	110
Mikołaj Szadkowski	Seniorat – zagadnienie definicji i metod jego pomiaru. Część 1: Definicja i pomiar senioratu – ujęcie historyczne	112
Teresa Taranko	Innowacje produktowe a procesy konkurencyjne	105
Teresa Taranko	Aktywność innowacyjna polskich przedsiębiorstw a ich udział w procesach konkurencyjnych	106
Agnieszka Tłaczała	Rachunkowość instrumentów finansowych w czasach kryzysu	108
Rafał Tuzimek	Stopa wzrostu w wartości rezydualnej – poprawność sporządzanych kalkulacji w wycenie akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	109
Piotr Wiśniewski	Kapitał intelektualny w polskim sektorze usług finansowych w latach 1999–2009	107
Piotr Wiśniewski	Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część 1: Definicja, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej	111
Piotr Wiśniewski	Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny w gospodarce światowej. Część 2: Ryzyko praktyk protekcyjnistycznych a przejrzystość SWF	112
Piotr Wiśniewski	Epitafium dla brytyjskiej Financial Services Authority (FSA). W którą stronę zmierza brytyjski nadzór nad sektorem finansowym?	108
Joanna Wojas	Postępowanie antidumpingowe w Unii Europejskiej na przykładzie branży obuwniczej	106
Marta Ziółkowska	Przemiany i struktura rynku franczyzy w Polsce	106
Marta Ziółkowska	Innowacje w marketingu – wybrane zagadnienia	111
Konrad Żak	Perspektywy rozwoju rynku aptecznego w Polsce	112
Joanna Żukowska	Coaching jako instrument wspierający pracę menedżera	108



## **Recenzenci artykułów opublikowanych w zeszytach naukowych „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” w 2011 roku (numery 105-112)**

dr hab. Piotr Albiński, prof. SGH  
dr hab. Agnieszka Alińska, prof. SGH  
dr hab. Maria Aluchna  
dr hab. Grażyna Aniszewska, prof. SGH  
dr hab. Radosław Baran, prof. SGH  
dr hab. Ewa Baranowska-Prokop, prof. SGH  
dr Henryk Bąk  
dr Tomasz Berent  
dr Wiktor Bołkunow  
dr hab. Maciej Cesarski, prof. SGH  
dr Tomasz Chmielewski  
dr Tomasz Cicirko  
dr hab. Elżbieta Czarny, prof. SGH  
dr Monika Czerwonka  
dr Ireneusz Dąbrowski  
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH  
dr hab. Andrzej Fierla, prof. SGH  
dr hab. Elżbieta Firlit, prof. SGH  
dr hab. Marek Garbicz, prof. SGH  
dr hab. Edward Golachowski, prof. SGH  
dr Marek Goleń  
dr Michał Goliński  
dr Wojciech Gonet  
dr Marcin Gospodarowicz  
dr hab. Feliks Grądalski, prof. SGH  
prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
dr hab. Mirosława Janoś-Kresło, prof. SGH  
dr hab. Marta Juchnowicz, prof. SGH  
prof. dr hab. Andrzej Kaźmierczak  
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH  
dr hab. Barbara Korona, prof. SGH  
dr Zbigniew Krysiak  
dr hab. Zdzisław Leszczyński, prof. SGH  
dr Marcin Liberadzki  
dr Danuta Makulska

dr Dariusz Malinowski  
dr hab. Elżbieta Marciszewska, prof. SGH  
dr hab. Anna Marzec, prof. SGH  
dr hab. Bogdan Mróz, prof. SGH  
dr hab. Paweł Niedziółka, prof. SGH  
dr Andrzej Nikolajczuk  
dr Agnieszka K. Nowak  
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski  
dr hab. Józef Olszyński, prof. SGH  
prof. dr hab. Tomasz Panek  
dr Marek Panfil  
dr Krzysztof Piech  
prof. dr hab. Bogusław Pietrzak  
dr Mikołaj Pindelski  
dr Dorota Podedworna-Tarnowska  
dr Krzysztof Popowicz  
dr hab. Krystyna Poznańska, prof. SGH  
dr hab. Tomasz Przybyciński, prof. SGH  
dr hab. Krzysztof Rutkowski, prof. SGH  
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH  
prof. dr hab. Hanna Sochacka-Krysiak  
dr Marta Sora  
prof. dr hab. Cezary Suszyński  
dr Andrzej Szablewski  
dr Emil Ślązak  
dr inż. Adam Śliwiński  
dr hab. Teresa Taranko, prof. SGH  
dr Ilona Tomaszewska  
dr Jacek Tomaszewski  
prof. dr hab. Michał Trocki  
dr Rafał Tuzimek  
dr hab. Marzenna Weresa, prof. SGH  
prof. dr hab. Maciej S. Wiatr  
dr Maciej Wieloch  
dr hab. Michał Wrzesiński, prof. SGH