

**STUDIA I PRACE
KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

ZESZYT NAUKOWY 122



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

SKŁAD RADY NAUKOWEJ ZESZYTÓW NAUKOWYCH „STUDIA I PRACE KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW”

dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – przewodniczący
dr Piotr Wachowiak – 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
prof. dr hab. Janusz Ostaszewski
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

Redaktor językowy

Krystyna Kawerska

Redaktor statystyczny

Tomasz Michalski

Redaktorzy tematyczni

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Finanse)

Wojciech Pacho (Ekonomia)

Piotr Płoszajski (Zarządzanie)

Asystent techniczny

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2012

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
Fundusze <i>private equity</i> jako aktywny inwestor. Perspektywa efektywności spółek portfelowych Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk	7
Uwarunkowania i rozwój instytucji organizujących rynki akcji w aspekcie rozwoju technologii przesyłu i przetwarzania danych Damian Hajdas	24
Cykl koniunkturalny w teorii szkoły austriackiej Andrzej Jędruchniewicz	37
Specyfika ekonomii i jej odbiór społeczny Małgorzata Korczyk	59
Wydłużanie aktywności zawodowej osób po 50. roku życia (<i>active ageing</i>) – rekomendacje Komisji Europejskiej a procesy zachodzące w Polsce Anna Krejner-Nowecka	69
Zarządzanie ryzykiem modeli wyceny instrumentów finansowych w banku w świetle regulacji nadzorczych Marek Lusztyn	89
Rola keynesowskiej myśli ekonomicznej we wspieraniu wzrostu gospodarczego w Polsce w latach 2001–2005 (Część 1) Rafał Osiński	102
Przejawy i uwarunkowania różnic międzypłciowych w zachowaniach inwestycyjnych z punktu widzenia finansów behawioralnych Monika Czerwonka, Marcin Rzeszutek	116
Zmiany jakości konsumenckiej polskich towarów przemysłowych na rynkach UE-15 w okresie postępującej liberalizacji wymiany handlowej (1995–2003) Krzysztof Szczygielski	130
Wartość usług bankowych dla klienta indywidualnego oraz wartość klienta dla banku w świetle wybranych aspektów umów bazylejskich (Część 2) Jakub Wojtasik	152
Summary	169

OD RADY NAUKOWEJ

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”.

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

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

Fundusze *private equity* jako aktywny inwestor. Perspektywa efektywności spółek portfelowych

1. Wprowadzenie

Fundusze *private equity* (PE) to ważny, wyraźnie rosnący rodzaj funduszy, który odgrywa coraz większą rolę na rynku kapitałowym jako aktywny inwestor wielu spółek. Znaczenie funduszy *private equity* wynika przede wszystkim z rosnącą wartością aktywów, jakimi zarządzają, oraz z ich bardzo aktywnej postawy w spółkach, w których nabywają one udziały. W przeciwieństwie bowiem do różnych typów funduszy, jak na przykład fundusze emerytalne czy niektóre fundusze inwestycyjne, które preferują portfelowe podejście do swoich inwestycji i wycofują się z tych inwestycji, gdy te nie spełniają oczekiwanej przez nich stopy zwrotu. Fundusze *private equity* zazwyczaj uczestniczą w nadzorze nad spółką, angażują się w zarządzanie, delegują swoich przedstawicieli do rady nadzorczej i zarządów oraz aktywnie restrukturyzują spółkę, poszukując dodatkowej wartości. Jednocześnie agresywna postawa funduszy *private equity*, nakierowana na zwiększanie wartości w krótkim czasie, przyczyniła się do poważnej krytyki pod ich adresem ze strony specjalistów zarówno z zakresu zarządzania, jak i finansów. Funduszom tym zarzuca się nadmierną koncentrację na generowaniu zysku w krótkim okresie, kosztem potrzebnych i kluczowych inwestycji w innowacje, jakość produktu czy kapitał ludzki. Wysokie poziomy zadłużenia zaciąganego *de facto* przez spółki, a nie przez fundusze nimi kierujące, ogranicza odpowiedzialność i ryzyko ponoszone przez fundusze. Ryzyko jest przenoszone w dużym stopniu na wierzycieli, szczególnie tych, którzy dają długoterminowe finansowanie dłużne. Dodatkowo, wysokie opłaty stałe (*management fee*), pobierane przez fundusze *private equity*, gwarantują im dobre wyniki finansowe, bez względu na sytuację spółki, nawet w przypadku nieosiągnięcia minimalnego zwrotu, który powoduje uzyskanie opłaty zmiennej (*carried interest*). Wreszcie, prowadzone badania¹ każą poważnie zastanowić się

¹ Na przykład: D. Robinson, B. Sensoy, Manager compensation, ownership and the cash flow performance of private equity funds 2011, <http://sites.kauffman.org/efic/resources/Manager-Compensation-Ownership-and-Cash-Flow-Performance.pdf>; S. Kaplan, A. Schoar, Private equity performance:

na efektywnością funduszy *private equity* z punktu widzenia długoterminowych wyników zarządzanych przez nich spółek.

Niniejszy artykuł podejmuje dyskusję na temat przytoczonych powyżej kwestii. Szczególnie ma na celu szersze omówienie zalet i wad funduszy *private equity* z punktu widzenia spółek, w których posiadają one udziały, odnosząc się do wyników badań prowadzonych w Polsce i na świecie. W opracowaniu tym przybliżono definicję, historię rozwoju, cele, zasady działania i rodzaje inwestycji objętych przez fundusze PE, odnosząc się do powszechnego typu transakcji LBO. Omówiono w nim rolę funduszy *private equity* pokazaną przez pryzmat ładu korporacyjnego, wskazując na zaangażowanie tych funduszy w tworzenie wartości i nadzór. Opisano udział przedstawicieli funduszy w radzie nadzorczej i dyrektorów spółek portfelowych oraz specyficzne rozwiązania stosowane przez fundusze. Przybliżono także zapisy dobrych praktyk tego typu inwestorów. Zamieszczono również dyskusję na temat efektywności funduszy PE jako inwestora, wskazując zarówno na ich zalety (procesy restrukturyzacyjne, tworzenie wartości, motywowanie kadry zarządzającej), jak i wady (niską przejrzystość, wysokie zadłużenie, transfer wartości, agresywne cięcie kosztów i rabunkową restrukturyzację).

2. Rozwój funduszy *private equity*

Funkcjonuje wiele definicji oddających istotę inwestycji typu *private equity*. Niektóre z nich doprecyzowują różnice pomiędzy *private equity* a *venture capital*, natomiast inne uznają oba rodzaje transakcji za tożsame, stosując pojęcia zamiennie. Według definicji Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych *private equity/venture capital* to: *inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Private equity/venture capital może być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki. Venture capital jest jedną z odmian private equity. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji*². Na podstawie definicji Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, European Venture Capital Association oraz źródeł zagranicznych, polscy autorzy przedstawiają w swoich pracach własne interpretacje terminów *venture capital* oraz *private equity*.

Returns, persistence and capital flows, „Journal of Finance”, 2005, Vol. 60, No. 4, s. 1791–1823; J. Kosman, The buyout of America. How private equity is destroying jobs and killing the American economy, Penguin, Nowy Jork 2010.

² Zaczepnięto ze strony internetowej: www.psik.org.pl [dostęp: 3 lutego 2012 r.].

Pierwszy w literaturze rodzimej definicję *venture capital* przedstawił J. Węclawski. Określa *venture capital* jako: *kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów*³.

Kolejną definicję, nieco zmodyfikowaną, przytacza M. Wrzesiński, który określa działalność funduszy *venture capital* jako inwestowanie w: *akcje i udziały przedsiębiorstw znajdujących się procesie radykalnych zmian ... najważniejszą zasadą inwestycyjną VC jest bowiem podejmowanie wysokiego ryzyka przy założeniu, że umożliwi to uzyskanie wysokiej stopy zwrotu, wynikającej z powodzenia radykalnych zmian przeprowadzanych przez finansowane przez nich przedsiębiorstwo*⁴.

Według M. Panfila: *private equity* odnosi się do inwestowania (na ogół za pośrednictwem wyspecjalizowanych wehikułów prawnych, zwanych funduszami *private equity*, pełniących rolę pośredników finansowych) we wszystkie fazy przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie w celu wzrostu ich wartości i osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków kapitałowych⁵.

Nieco szersza jest definicja opisana przez M. Pietraszewskiego, który precyzuje dodatkowo cele, na jakie przeznaczany jest kapitał *private equity/venture capital*: może to być rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek, poprawa lub wzmocnienie bilansu spółki⁶. K. Sobańska i P. Sieradzan zwracają ponadto uwagę na rolę wsparcia menedżerskiego oferowanego przedsiębiorstwu przez fundusz *private equity*⁷.

Na podstawie powyższych definicji oraz innych, opisywanych w obcojęzycznej literaturze przedmiotu, można wyróżnić kilka charakterystycznych cech inwestycji typu *private equity*⁸:

- udziałowy charakter,
- inwestycja w spółki nienotowane publicznie,

³ J. Węclawski, *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.

⁴ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 22–23.

⁵ M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 19.

⁶ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 28.

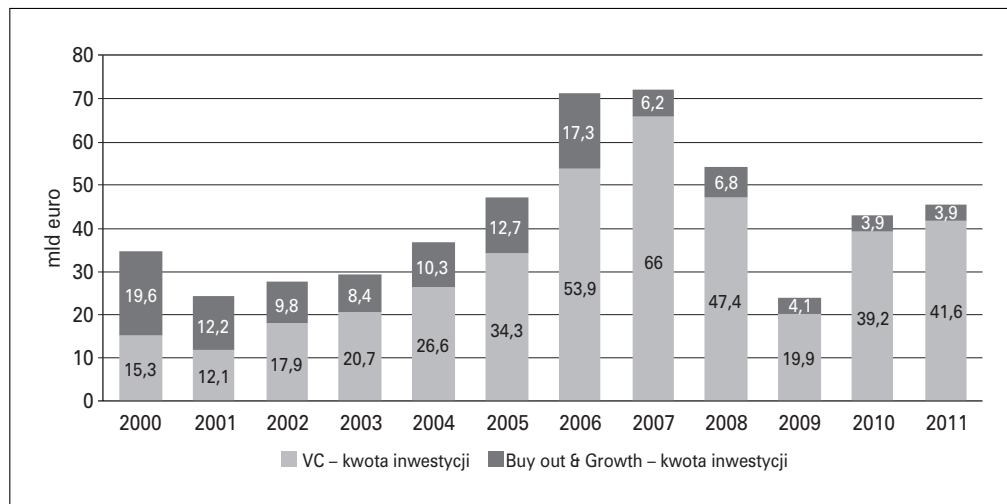
⁷ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 13.

⁸ Por. M. Wrzesiński, *Kapitał...*, *op. cit.*; M. Panfil, *Fundusze...*, *op. cit.*; J. Kosman, *The buyout...*, *op. cit.*; A. Metrick, Yasuda A., *The economics of private equity funds*, „Review of Financial Studies”, 2009, Vol. 23, s. 2303–2340.

- wsparcie menedżerskie oferowane przez fundusz,
- finansowanie wykupów, wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw, innowacyjnych pomysłów lub restrukturyzacji,
- wysokie ryzyko inwestycji.

W ramach inwestycji typu *private equity* wyróżnia się przede wszystkim: *venture capital*, mezzanine, finansowanie pomostowe, różnego rodzaju przejęcia menedżerskie, wykupy lewarowane, prywatyzacje przedsiębiorstw państwowych, fuzje i przejęcia oraz działalność aniołów biznesu. Wraz ze zmianami w gospodarce modyfikują się również definicje *private equity*. Początki tego typu transakcji datuje się na 2 połowę XX wieku⁹, kiedy to za pomocą kapitału podwyższonego ryzyka finansowano sektor nowych technologii oraz spółki znajdujące się w początkowej fazie rozwoju¹⁰. Po okresie prosperity transakcji typu *venture capital*, w latach 80. coraz więcej inwestorów zdecydowało się na przejście do większych transakcji typu buy out (LBO/MBO). Tendencja ta jest kontynuowana. Patrząc na statystyki światowego rynku *private equity*, najczęściej transakcji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka przypada właśnie na buy-out'y.

Rysunek 1. Trendy na europejskim rynku *private equity*



Źródło: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf

⁹ Można przytoczyć wiele historycznych przykładów inwestycji typu *private equity*: chodzi tu o transakcje, w których osoby dysponujące dobrym pomysłem na biznes poszukiwały wsparcia finansowego w zamian za udziały w wypracowanych zyskach. Najczęściej pojawiającym się w literaturze przedmiotu przykładem jest sfinansowanie morskiej wyprawy Krzysztofa Kolumba przez Izabelę Kastylijską.

¹⁰ Za moment powstania pierwszego funduszu *private equity* uznaje się założenie firmy American Research and Development (ARD) w 1946 roku w Stanach Zjednoczonych.

Na europejskim rynku *private equity* inwestycje funduszy wynoszą od około 24 mld euro do ponad 72 mld euro rocznie. Po rekordowych latach 2006 i 2007 nastąpił znaczny spadek inwestycji związany z globalnym kryzysem finansowym, ale w 2010 roku wyraźnie widoczne było „odbicie” rynku. Tendencję malejącą można zauważyć analizując ilość spółek, które otrzymały finansowanie, co świadczy o coraz większym zaangażowaniu kapitałowym funduszy w poszczególne transakcje.

Fundusze *private equity* są pośrednikami pomiędzy inwestorami kapitału wysokiego ryzyka a spółkami portfelowymi. Inwestorami są tutaj, w zależności od kraju, w różnych proporcjach m.in. fundusze emerytalne, banki, firmy ubezpieczeniowe, agendy rządowe, przedsiębiorstwa oraz osoby indywidualne. Udział poszczególnych inwestorów zmienia się na przestrzeni lat oraz w zależności od przepisów obowiązujących w danym kraju. Stosunki pomiędzy inwestorami a funduszami *private equity* regulowane są przez umowy partnerskie, które zabezpieczają interesy inwestorów przed nieefektywnymi działaniami zarządzających. Celem umów jest ukierunkowanie działań menedżerów funduszy na zwiększanie wartości dla inwestorów. Ze względu na to, że inwestowanie w kapitał podwyższonego ryzyka jest bardziej skomplikowane niż inwestowanie w inne klasy aktywów, stosunek wynagrodzenia do wartości aktywów pod zarządzaniem jest tutaj znacznie wyższy. Średnio na wynagrodzenie składa się opłata stała (*management fee*) oraz opłata procentowa od zrealizowanych zysków kapitałowych (*carried interest*). Z założenia, przeznaczeniem opłaty stałej w wysokości 2–2,5% rocznie jest pokrycie kosztów funkcjonowania funduszu PE. Natomiast opłata uzależniona od wyników jest definiowana jako udział zarządzających w zyskach z zainwestowanych środków i stanowi około 20% zwrotu netto uzyskiwanego przez inwestorów powierzających swoje środki funduszom. Niektóre fundusze proponują inwestorom zasadę priorytetowego zwrotu, która oznacza, że zarządzający otrzymują udział w zyskach funduszu dopiero wtedy, gdy zwrot z portfela przekroczy określoną minimalną stopę zwrotu (*hurdle rate*). Zasada ta gwarantuje, że zarządzający uzyskają dodatkowe zyski, kiedy inwestor otrzyma całość zainwestowanych środków powiększonych o kwotę zysków, jaką otrzymałby inwestując alternatywnie w instrumenty wolne od ryzyka¹¹.

Fundusze PE inwestują w różne fazy rozwoju przedsiębiorstw. Zanim dojdzie do inwestycji występuje selekcja oraz wnikliwa analiza przedinwestycyjna spółek portfelowych. W literaturze przedmiotu występuje wiele podziałów inwestycji objętych finansowaniem PE. Najczęściej spotyka się podział na wczesną fazę rozwoju (*seed, start-up*), ekspansję, wykupy (LBO, MBO, IBO, MBI), restrukturyzację (*recovery*), finansowanie pomostowe (*bridge financing*).

¹¹ M. Wrześniński, *Kapitał...*, *op. cit.*, s. 88–90.

3. Fundusze *private equity* z perspektywy ładu korporacyjnego

Rosnące znaczenie i popularność transakcji realizowanych przez fundusze *private equity* wiążą się z ich pozytywną rolą w procesie tworzenia wartości. Wiele analiz¹² wskazuje na aktywną postawę funduszy PE w procesie zarządzania spółkami, przeprowadzania restrukturyzacji, szczególnie ograniczania kosztów. Analizy i studia przypadków efektywności transakcji realizowanych przez fundusze *private equity* wskazują na ich nadzór i znaczne zaangażowanie w zarządzanie przejętymi spółkami, co czyni te fundusze aktywnymi akcjonariuszami¹³. W literaturze przedmiotu pojawiają się wręcz uwagi, że doświadczenie i praktyki funduszy *private equity* przyczyniają się do lepszego zrozumienia zadań i rozwiązań *corporate governance* i jednocześnie, ze względu na swoją strukturę i specyfikę działania, eliminują wiele problemów i konfliktów charakterystycznych dla relacji między spółką giełdową a jej licznym i rozproszonym akcjonariatem¹⁴. Fundusze PE cechują się bowiem lepszą integracją podejmowanych działań i większą zbieżnością interesów. Ponadto, rozwój rynku finansowego, w tym pojawienie się nowoczesnych instrumentów finansowych, przyczyniło się do zwiększenia oczekiwań i wymogów wobec rad (nadzorczych, dyrektorów), z czym lepiej radzą sobie fundusze PE niż pozostałe spółki¹⁵. Aktywna postawa funduszy PE związana jest ze stosowaniem przez nie wielu rozwiązań ładu korporacyjnego, zapewniających monitoring oraz motywujących kadrę menedżerską do efektywnego zarządzania spółkami portfelowymi¹⁶.

Do przykładów aktywnego nadzoru nad spółką zalicza się przede wszystkim udział przedstawicieli funduszy PE w radzie, wykorzystywanie zadłużenia jako mechanizmu dyscyplinującego zarządzających oraz strukturyzowanie wynagrodzenia menedżerskiego, opartego w dużym stopniu na jego funkcji motywacyjnej. Jednocześnie fundusze stosują specyficzne rozwiązania z zakresu ładu korporacyjnego wspomagające zarządzanie funduszem, w tym głównie współpracę mię-

¹² S. Kaplan, P. J. Strömberg, Leveraged buyouts and private equity, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2008, No. 14207; A. Ljungqvist, M. Richardson, The investment behavior of private equity fund managers, 2003, <http://ssrn.com/abstract=478061>

¹³ M. Wright, K. Mess, C. Wier, S. Girma, Private equity and corporate governance: Retrospect and prospect, „Corporate Governance: An International Review”, 2008, Vol. 17, No. 3, s. 353–375.

¹⁴ M. Jensen, Eclipse of the public corporation, Harvard Business Review, Sept.-Oct. 1989, s. 61–74; M. Jensen, The economic case for private equity (and some concerns), Negotiations, Organizations and Markets Research Papers Harvard NOM Research Paper 2007, No. 07-02, <http://ssrn.com/abstract=963530>; H. Cendrowski, J. Martin, L. Petro, A. Wadecki, Private equity: History, governance and operations, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.

¹⁵ 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, s. 219–232.

¹⁶ K. Wruck, Private equity, corporate governance and the reinvention of the market for corporate control, „Journal of Applied Corporate Finance”, 2008, Vol. 20, No. 3, s. 8–21.

dzy poszczególnymi inwestorami a firmą zarządzającą. Rozwiązania z obu tych poziomów pokrótce przedstawiono poniżej.

3.1. Poziom funduszu

Struktura funduszu *private equity* polega na włączeniu inwestycji różnych grup inwestorów oraz zarządzaniu zgromadzonymi środkami. Analizując strukturę własności funduszy PE, warto zwrócić uwagę na możliwość wystąpienia potencjalnych konfliktów między firmą zarządzającą funduszem (tzw. *general partner*, GP) a inwestorami funduszu (tzw. *limited partners*, LP). W celu ograniczenia potencjalnych konfliktów następuje wyraźne określenie praw i obowiązków każdej ze stron – GP zarządza funduszem, formułuje strategię rozwoju obejmującą inwestycje i dezinvestycje, przeprowadza kontrolę jego działalności oraz odpowiada za zaciągnięte zobowiązania. Inwestorzy funduszu odpowiadają za wyniki funduszy jedynie co do wysokości wniesionych udziałów. Warto jednak podkreślić, że LP mogą decydować o składzie zarządu funduszu i mogą ograniczyć zakres realizowanych przez fundusz inwestycji (tzw. *key main clause*). Praktyka funduszy wspomagająca koordynację działań między inwestorami oraz realizację oczekiwań poszczególnych ich grup, obejmuje stosowanie także tzw. *distribution waterfall*, czyli mechanizmu określającego podział zysków między inwestorów a firmę zarządzającą funduszem, który obejmuje wypłatę zysków każdorazowo po transakcji (*deal-by-deal waterfall*) lub wypłatę z zależności od poziomu zysku zrealizowanego w odniesieniu do całego portfela (*total return waterfall*). Jednocześnie w funduszach PE spotyka się specyficzne rozwiązania dotyczące procedur głosowania przy realizowanych zmianach – przykładowo mechanizm *tag along/drang alone right* oznacza konieczność złożenia oferty zakupu spółki portfelowej wszystkim członkom funduszy przez potencjalnego nabywcę, mechanizm *no fault divorce* umożliwia odwołanie firmy zarządzającej funduszem bez podania przyczyny, jeśli zgodę taką wyrazi większość inwestorów (75% głosów), podczas gdy mechanizm *removal for clause* pozwala na zakończenie współpracy z firmą zarządzającą za podaniem konkretnej przyczyny (słabe wyniki, rezygnacja kluczowych osób z zarządu, złamanie prawa czy ustaleń prospektu, bankructwo).

3.2. Poziom spółki portfelowej

Praktyka działania funduszy *private equity* wskazuje także na wiele interesujących rozwiązań z zakresu ładu korporacyjnego stosowanych w odniesieniu do spółek portfelowych¹⁷, które mają za zadanie przede wszystkim zapewnić bezpieczeństwo

¹⁷ B. Scandrett, Corporate governance in the shadows of private equity, Corporate Governance eJournal, Bond University, 2007, No. 11–23, <http://epublications.bond.edu.au/cgej/9>

inwestorów, a następnie przyczynić się do wyższej zyskowności zarządzanych spółek¹⁸. Pierwszym kluczowym wymiarem aktywnej postawy funduszy PE jest udział ich przedstawicieli w radzie (nadzorczej, dyrektorów) spółki portfelowej, co ma zapewnić wpływ na losy spółki i kierunek jej rozwoju oraz przełożyć się na bezpośredni nadzór nad kadrami zarządzającą¹⁹. Rady w spółkach kontrolowanych przez fundusze PE wykazują się większą aktywnością oraz stwarzają proaktywny system monitorowania działalności²⁰. Jednocześnie w takiej radzie mniejszy jest udział członków spoza firmy czy członków niezależnych. Warto zauważyć, że delegowanie swoich przedstawicieli do rady jest typowym zabiegiem w przypadku spółek cechujących się znaczną koncentracją własności (kiedy to akcjonariusz większościowy ma zdecydowanie większe możliwości przegłosowania swoich kandydatów do rady) oraz w przypadku spółek przeżywających kłopoty finansowe lub realizujących znaczne programy restrukturyzacyjne. Warto zauważyć, że w obu tych przypadkach rozmiary rady są nieduże, gdyż akcjonariusze dążą do ograniczenia liczby jej członków. Podobne rozwiązania odnotowuje się w przypadku praktyki *corporate governance* funduszy PE. Drugim istotnym mechanizmem z zakresu *corporate governance*, stosowanym przez fundusze *private equity*, jest wykorzystywanie motywacyjnej funkcji wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej, przy odpowiednim jego strukturyzowaniu, o czym wcześniej wspomniano. Choć spółki portfelowe kontrolowane przez fundusze PE nie są notowane na giełdzie, co eliminuje potencjał wykorzystania opcji na akcje w pakiecie wynagrodzenia, warto zauważyć, że wysoki udział komponentu ruchomego oraz ściśle uzależnienie jego wypłaty i wysokości od konkretnych wskaźników finansowych (zysk, EBITDA, ROE) wspomagają precyzyjne sformułowanie oczekiwań wobec zarządzających. Spodziewane wyniki funduszu wobec efektywności spółki portfelowej są ujęte w określonym horyzoncie czasowym, co powinno przyczyniać się do budowania wartości w dłuższym okresie. Ponadto, fundusze *private equity* stosują tzw. *clawbacks*, czyli w kontraktach zawierają zapisy o możliwości zwrotu uzyskanej płacy przez zarządzających (np. premii), jeśli wyniki spółki portfelowej w kolejnych latach nie spełnią pokładanych w niej oczekiwań. Stosowanie *clawbacks* jest odważnym zabiegiem formułującym ostre wymagania wobec zarządzających, które dopiero od niedawna jest stosowane w niektórych spółkach giełdowych, głównie po fali krytyki praktyk płacy menedżerskiej z okresu kryzysu i czasów go poprzedzają-

¹⁸ P. Sullivan, G. Lim, *Corporate governance and private equity*, Lombard Investments, Inc., 2008, http://www.globalcorporategovernance.com/023_027.htm

¹⁹ F. Cornelli, O. Karakas, *Private equity and corporate governance: Do LBOs have more effective boards?*, European Corporate Governance Institute, 2008, [http://www.ecgi.de/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20\(Cornelli,%20Karakas\).pdf](http://www.ecgi.de/competitions/rof/files/Do%20LBOs%20have%20more%20effective%20boards,%20(Cornelli,%20Karakas).pdf)

²⁰ M. Wrzesiński, *Kapitał...*, *op. cit.*, s. 202.

cych. Trzecim mechanizmem *corporate governance*, stosowanym przez fundusze PE, jest poziom zadłużenia spółek portfelowych. Choć wysokie zadłużenie jest, z definicji, wpisane w charakterystykę funkcjonowania funduszu *private equity*, to dyscyplinująca zarządzających funkcja zadłużenia od dawna zaliczana jest do najistotniejszych i najbardziej efektywnych mechanizmów ładu korporacyjnego.

Innym wymiarem wpływu praktyk funduszy *private equity* na ład korporacyjny są formułowane dobre praktyki *corporate governance* adresowane specjalnie do tych inwestorów. Do takich dokumentów można zaliczyć *Corporate governance and Professional standards for the private equity and venture capital industry I*, sformułowane przez *European private equity and venture capital association* (EVCA), oraz *Private equity reporting and performance measurement guidelines* (PEIGG) sformułowane przez *Private equity investment guidelines group*. Dokumenty te zawierają rekomendacje z zakresu ładu korporacyjnego związane ze specyfiką funduszy PE, odnosząc się do takich kwestii, jak: przejrzystość, zachowania etyczne, szacunek dla akcjonariusza, perspektywa długoterminowa, poufność, zadania rady oraz obowiązki wobec interesariuszy, zarządzanie ryzykiem i wynagrodzenie zarządzających. Dokumenty te zalecają między innymi równe traktowanie akcjonariuszy poprzez wykorzystanie określonych wskaźników finansowych przy raportowaniu wyników z działalności, które pomogłyby zilustrować zmiany wartości udziałów funduszy i rezultatów osiągniętych przez spółki portfelowe. Jednocześnie sugeruje się monitorowanie jakości nadzoru nad funduszem i spółkami portfelowymi.

4. Efektywność funduszy *private equity* jako inwestora w spółce

4.1. Zalety

Na efektywność funduszy *private equity* można spojrzeć z trzech perspektyw: od strony inwestorów kapitałowych, którzy zaangażowali swoje środki, od strony spółek portfelowych oraz od strony gospodarki, rozumianej jako całość.

Z punktu widzenia inwestorów miarą efektywności inwestycji jest wzrost wartości akcji bądź udziałów spółek portfelowych, definiowany jako różnica pomiędzy ceną ich nabycia przez fundusz PE a ceną ich sprzedaży w momencie dezinvestycji. Wzrost wartości akcji lub udziałów mierzony jest wewnętrzną stopą zwrotu (IRR) netto, czyli IRR brutto, po odjęciu wynagrodzenia dla funduszu PE z tytułu zarządzania²¹. Efektywne inwestowanie występuje wtedy, gdy wewnętrzna

²¹ BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2010, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_2010.pdf

stopa zwrotu będzie wyższa niż możliwa do uzyskania w przypadku inwestowania w transakcje alternatywne, charakteryzujące się podobnym ryzykiem.

Wiele badań naukowych potwierdza, że spółki portfelowe, których inwestorem były fundusze PE, rozwijają się szybciej od konkurencji, ich zysk operacyjny rośnie szybciej oraz charakteryzują się poprawą wskaźników rentowności. Badania przeprowadzone przez BVCA, porównujące funkcjonowanie spółek o podobnej wielkości, działających w pokrewnych branżach w ciągu lat 2006–2010 wskazują, że spółki, które pozyskały inwestora PE odniosły większy sukces niż te, które finansowały swoją działalność z innych źródeł²². Inwestycje PE przyczyniają się do wzrostu nakładów na badania i rozwój oraz mają pozytywny wpływ na poziom zatrudnienia. Poza środkami finansowymi spółki portfelowe otrzymują również wsparcie merytoryczne od funduszy PE oraz pomoc w rozmaitych dziedzinach: przy rekrutacji menedżerów, w rozwijaniu kontaktów biznesowych oraz wtedy, gdy pojawiają się niespodziewane problemy w spółce. Fundusze starają się aktywnie wpływać na zarządzanie spółką, stosując rozmaite praktyki, m.in. łączyć osiągnięte wyniki z wynagrodzeniem menedżerów, wpływać na wybór odpowiednich menedżerów oraz zwiększać aktywność działania rad nadzorczych poprzez wprowadzanie do nich kompetentnych przedstawicieli, sprawujących nie tylko funkcje nadzorcze, ale również doradcze. Jedną z cech odróżniających fundusze PE od innych inwestorów jest aktywne sprawowanie nadzoru właścicielskiego, który według wielu inwestorów jest podstawowym czynnikiem sukcesu transakcji²³. Badania naukowe potwierdzają także większą atrakcyjność dla inwestorów tych spółek portfelowych, w których kładzie się duży nacisk na promowanie zrównoważonego rozwoju (*sustainability*). Coraz więcej inwestorów, porównując badania z lat 2009 i 2011, przywiązuje dużą wagę do czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG)²⁴.

Z punktu widzenia gospodarki jako całości, inwestycje PE oddziałują pozytywnie nie tylko jako dodatkowe źródło kapitału dla firm, które w inny sposób nie mogłyby go pozyskać, ale także jako instrument stymulujący powstawanie nowych miejsc pracy, nowych przedsiębiorstw czy innowacji. Wiele spółek zaistniało i rozwinęło się głównie dzięki wsparciu inwestorów PE. Potwierdzeniem pozytywnego wpływu PE na rozwój gospodarczy są badania przeprowadzone głównie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które jednoznacznie pokazują, że fundusze PE, wspierając przedsięwzięcia innowacyjne, przyczyniły się do wykreo-

²² Exploring the success of venture capital-backed companies, Experian, BVCA Research and Economics, 2012.

²³ M. Wrzesiński, *Kapitał...*, *op. cit.*, s. 204.

²⁴ Evolving views of sustainability in private equity and venture capital, BVCA, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/EvolvingViewsSustainability_Nov11.pdf

wania nowych sektorów gospodarki i przyspieszenia tempa postępu technologicznego. Wielkie znaczenie ma także pozytywny wpływ inwestycji PE na płynność na rynku kapitałowym.

4.2. Wady

Działalność funduszy *private equity* ma jednak wielu przeciwników i spotyka się z dużą krytyką zarówno co do efektywności realizowanych inwestycji, jak i ich wpływu na gospodarke. Główny zarzut krytyków funduszy *private equity* dotyczy niskiej ich efektywności, co nie tylko wynika z błędnej alokacji kapitału²⁵, ale także jest efektem wysokich opłat i prowizji za zarządzanie²⁶. Przykładowo, badania z rynku amerykańskiego odnotowują ogólnie słabe wyniki funduszy, wskazując na ich przeszacowaną zyskowność. Po uwzględnieniu opłat i kosztów realizowanych kolejnych inwestycji (które sztucznie podbijają wyniki) zyskowność funduszy PE kształtuje się 3% poniżej zwrotów spółek z indeksu S&P500²⁷. Podobne wyniki odnotowały także inne badania – zyskowność inwestycji funduszy PE była na poziomie 80% lub 90% zyskowności spółek z indeksu S&P²⁸. Funduszom PE zarzuca się również dokonywanie transferu wartości ze spółek portfelowych do funduszu i jego inwestorów, przy wykorzystaniu wielu różnych opłat i prowizji pobieranych na kolejnych etapach realizowanej transakcji oraz pobieranych z tytułu bieżącego zarządzania. Największą w ostatnich latach szczegółową krytykę funkcjonowania funduszy PE przedstawił J. Kosman, który wskazuje na następujące poważne słabości tego inwestora, w odniesieniu do efektywności zarządzania spółkami portfelowymi²⁹:

- ponad połowa wykupów zrealizowanych przez fundusze PE w latach 1985–1989 zakończyła się bankructwem spółek portfelowych,
- osiągnane zyski są często wynikiem rabunkowej restrukturyzacji w spółkach portfelowych i krótkoterminowej orientacji na ograniczanie kosztów poprzez spadek wydatków na badania i rozwój, spadek zatrudnienia, spadek bezpieczeństwa, brak inwestycji w kapitał ludzki,
- w efekcie, fundusze PE są oskarżane o transfer wartości (*asset stripping*) z generujących wartość w postaci świadczonych usług i realizujących zyski spółek do swoich inwestorów w sposób, który prowadzi często do pogorszenia wyników spółki portfelowej w dłuższym okresie. Cięcia kosztów i ogra-

²⁵ P. Sullivan, G. Lim, Corporate governance..., *op. cit.*

²⁶ J. Kosman, The buyout..., *op. cit.*

²⁷ L. Phalippou, O. Gottschalg, Performance of private equity funds, EFA Moscow Meetings, 2005, <http://ssrn.com/abstract=473221>; L. Phalippou, M. Zollo, The Performance of Private Equity Funds, 2005, <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/05/0542.pdf>

²⁸ S. Kaplan, A. Schoar, Private equity..., *op. cit.*

²⁹ J. Kosman, The buyout..., *op. cit.*

niczanie inwestycji przekładają się bowiem na spadek jakości świadczonych usług, utratę udziałów w rynku, pogorszenie reputacji w oczach klientów oraz spadek przychodów. Wyjątkowo drastycznym przykładem działania funduszy PE są ich inwestycje w sieci szpitali w Stanach Zjednoczonych, w których dla poprawy wyników ograniczono liczbę personelu. Badania sugerują, że w szpitalach zarządzanych przez fundusze PE nie tylko spadła jakość usług, ale także wzrosła śmiertelność.

W badaniach autorzy analizowali także efektywność wynagrodzenia najwyższej kadry menedżerskiej spółek portfelowych z funduszy, które zgodnie z założeniami *corporate governance* powinno przełożyć się na lepsze powiązanie interesów zarządzających i inwestorów i przyczynić się do budowania wartości dla akcjonariuszy. Tymczasem analizy odnotowują słaby poziom lub brak motywacyjnej funkcji wynagrodzenia menedżerskiego – badania na próbie 238 funduszy za lata 1993–2006, wykorzystujące skonstruowany model szacowania płacy dla zarządzających, wskazują, że około 2/3 wynagrodzenia jest generowanych ze stałego komponentu³⁰. Co więcej, rozmiary realizowanych inwestycji mają większe znaczenie dla wysokości płacy zarządzających w przypadku funduszy orientowanych na wykupy (LBO) w porównaniu do funduszy *venture capital*. Inne badania nie odnotowały jednak powiązania wynagrodzenia menedżerskiego zarządzających spółkami portfelowymi funduszu z osiąganymi przez nie wynikami, co mocno podważa fundamentalne założenia funkcjonowania funduszy *private equity*³¹. Ponadto, wysokie, często nierealne oczekiwania, związane ze zwiększeniem zyskowności spółek portfelowych (mierzonych głównie jako wielokrotność EBITDA), możliwe jako zabiegi czysto rachunkowe, wynikające z wcześniej omówionej rabunkowej gospodarki, ograniczania wydatków na badania i rozwój, bezpieczeństwo czy jakość świadczonych usług oraz realizacji wysokich opłat i prowizji, doprowadziły do sytuacji, w której większość transakcji obejmująca spółki portfelowe jest dokonywana między samymi funduszami PE. Działania te oznaczają pogoń za sztucznym zyskiem oraz przeczą podstawowej funkcji, jaką fundusze *private equity* miały spełniać w gospodarce³². Ponadto, pomimo przytaczanych wcześniej wytycznych odnoszących się do ładu korporacyjnego i standardów raportowania, funduszom PE zarzuca się także małą przejrzystość.

Ponadto, J. Kosman wskazuje na negatywną rolę funduszy PE z perspektywy całej gospodarki – rozwój i funkcjonowanie funduszy przypisuje efektem wyszukiwania luk prawnych³³. Konstrukcja funduszy PE polega bowiem na dyna-

³⁰ A. Metrick, A. Yasuda, *The economics...*, *op. cit.*

³¹ D. Robinson, B. Sensoy, *Manager...*, *op. cit.*

³² S. Davidoff, *The failure of private equity*, „Southern California Law Review”, 2009, Vol. 82, s. 481–546.

³³ J. Kosman, *The buyout...*, *op. cit.*

micznym rozwoju dzięki ograniczeniu odpowiedzialności za realizowane działania – fundusze znacząco zwiększają zadłużenie przejmowanych spółek portfelowych, jednocześnie nie ponosząc za nie odpowiedzialności. Często stosunek zadłużenia do inwestycji wnoszonych przez fundusze PE kształtuje się na poziomie 60:40 lub wyżej, co ogranicza ryzyko inwestycji funduszu. Zobowiązania te bierze na siebie spółka i choć może się zdarzyć, że zbankrutuje, straty na funduszy nie będą duże, gdyż większość wpływów realizuje on poprzez opłaty za zarządzanie i prowizję. Zdaniem autorów wysokie zadłużenie przekłada się na mniejszą stabilność transakcji oraz prowadzi do nieefektywnej alokacji środków finansowych³⁴. Tabela 1 przedstawia przypadki kilku takich spółek i transakcji zrealizowanych przez fundusz Bain Company.

Tabela 1. Wybrane inwestycje funduszu Bain Company

Rok wykupu	Spółka	Inwestycje (mln USD)	Zrealizowany zysk (mln USD)	Wynik
1988	Stage Stores	5	100 (z tytułu IPO)	Złożenie wniosku o upadłość w 2000 roku
1990	Damon Corp.	4	12 (z tytułu sprzedaży spółki)	Oskarżony o oszustwa wobec Medicare, nałożona kara 119 mln USD
1992	Ampad	5	100 (z tytułu dywidendy)	Złożenie wniosku o upadłość w 2000 roku
1993	GS Technologies (zmiana na GS Industries)	60	65 (z tytułu dywidendy)	Złożenie wniosku o upadłość w 2001 roku
1994	Dade Behring	85	421 (z tytułu dywidendy)	Złożenie wniosku o upadłość w 2002 roku
1997	Details (zmiana za DDi)	46	93 (z tytułu IPO)	Złożenie wniosku o upadłość w 2003 roku
2000	KB Toys	18,5	85 (z tytułu dywidendy)	Złożenie wniosku o upadłość w 2004 roku

Źródło: J. Kosman, *The buyout...*, *op. cit.*, s. 107.

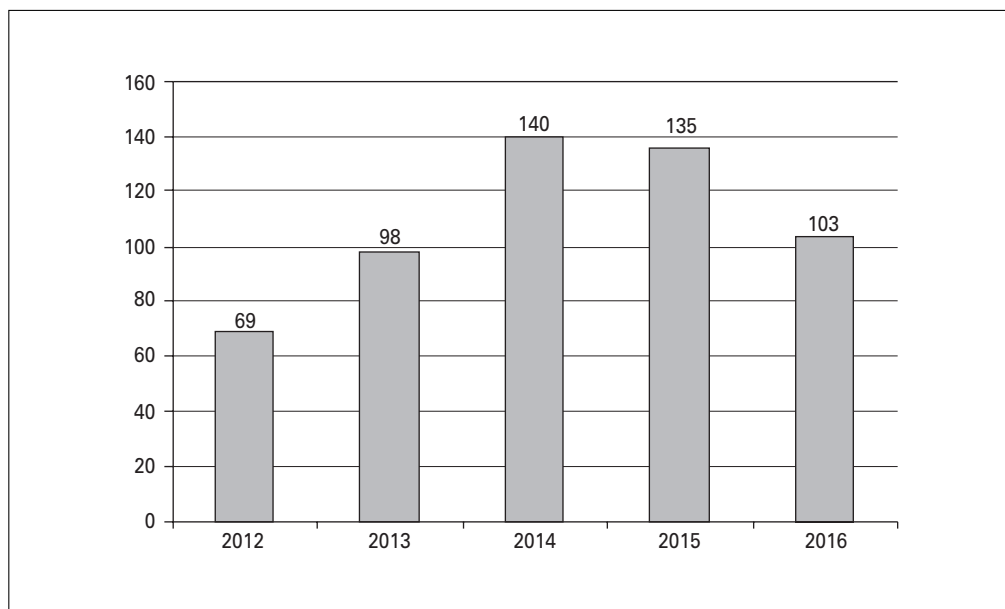
Kolejną kontrowersyjną kwestią związaną z funkcjonowaniem funduszy *private equity* jest poziom ich zadłużenia i termin jego zapadalności. Szacunki wskazują bowiem, że najbliższe pięć lat to okres spłaty zobowiązań amerykańskich funduszy *private equity* o wartości około 1 bln dolarów³⁵. Znaczna część tego zadłużenia będzie jednak refinansowana poprzez rolowanie kredytów, co już

³⁴ S. Davidoff, *The failure...*, *op. cit.*, s. 481–546.

³⁵ J. Kosman, *The buyout...*, *op. cit.*

poprawia sytuację amerykańskich funduszy PE³⁶. Podobne wyzwania obserwuje się w Europie – jak wynika z danych, zebranych przez firmę Dealogic na zlecenie brytyjskiej kancelarii prawnej Linklaters LLP, w ciągu najbliższych 5 lat wymagana będzie spłata kwoty około 550 mld dolarów kredytów zaciągniętych przez europejskie firmy na przejęcia lewarowane³⁷. Rozkład tej kwoty w latach 2012–2016 przedstawia rysunek 2.

Rysunek 2. Kwota kredytów zaciągniętych przez europejskie firmy na przejęcia lewarowane (2012–2016, mld dolarów)



Źródło: Negotiating Europe's LBO debt mountain, Linklaters Report, <http://www.linklaters.com/Publications/wall-of-debt/Pages/Index.aspx>

Poziom zobowiązań, ze względu na zaostrzenie wymogów kapitałowych banków i trudności w spłacie zadłużenia przez niektórych kredytobiorców, może przyczynić się do upadłości wielu firm. W efekcie, może to pociągnąć za sobą wiele negatywnych konsekwencji dotyczących zarówno banków, jak i funduszy *private equity*. Tabela 2 przedstawia wartość kredytów na wykupy lewarowane do spłaty w latach 2012–2016 według krajów pochodzenia.

³⁶ Negotiating Europe's LBO debt mountain, Linklaters Report..., *op. cit.*

³⁷ D. Cimilluca, Clock ticks on Europe debt, 2012, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204276304577263581092691366.html>

Tabela 2. Wartość kredytów na wykupy lewarowane do spłaty według krajów pochodzenia w latach 2012–2016

Kraj	Wartość kredytów (w mld dolarów)
Niemcy	83
Francja	86
Włochy	31
Hiszpania	25
Wielka Brytania	172
Szwecja	24
Dania	30
Holandia	36

Źródło: opracowanie na podstawie: D. Cimilluca, *Clock ticks...*, *op. cit.*, oraz *Negotiating Europe's LBO debt mountain*, *Linklaters Report...*, *op. cit.*

Jak wynika z tabeli 2, centrum wykupów lewarowanych i działalności funduszy *private equity* pozostaje Wielka Brytania. Największym zadłużeniem cechuje się sektor telekomunikacyjny (67 mld dolarów do spłaty do 2016 roku), a następnie sektory handlu detalicznego (47 mld dolarów), ochrony zdrowia (40 mld dolarów), sektor chemiczny (37 mld dolarów) oraz budownictwo³⁸. Identyfikowaną w opracowaniach sytuację poważnych zagrożeń może poprawić jedynie refinansowanie kredytów i negocjowanie terminów spłaty tego zadłużenia.

5. Podsumowanie

Znaczenie rynku funduszy *private equity* stale rośnie – tendencje światowe wykazują, że średnie tempo wzrostu tej formy finansowania jest wyższe niż innych, alternatywnych sposobów finansowania przedsiębiorstw³⁹. Analizując historyczne transakcje z udziałem kapitału podwyższonego ryzyka, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, nie można jednoznacznie stwierdzić, że wywarły one pozytywny wpływ na rozwój spółek portfelowych oraz na gospodarkę jako całość. Wielu badaczy wskazuje, że przyczynia się do tego specyfika funkcjonowania funduszy PE, a zwłaszcza aktywna postawa ich przedstawicieli w procesie zarządzania spółkami portfelowymi. Postawa ta związana jest z wieloaspektowymi relacjami pomiędzy funduszem a spółką, polegającymi na pełnieniu funkcji doradcy wspierającego spółkę, nadzorowaniu i monitorowaniu jej działalności oraz sprawowaniu kontroli nad dopływem nowego kapitału do przedsię-

³⁸ *Negotiating Europe's LBO debt mountain*, *Linklaters Report...*, *op. cit.*

³⁹ *BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2010*, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA_2010.pdf

biorstwa. Wielu autorów dość krytycznie ocenia efektywność funduszy *private equity* zarówno z perspektywy spółek portfelowych, jak i rozwoju całej gospodarki. Pomimo pozytywnych cech, jakimi charakteryzują się transakcje z udziałem kapitału podwyższonego ryzyka, należy pamiętać o ich negatywnym wpływie na spółki portfelowe. Nie zawsze bowiem obecność funduszy PE w spółkach przyczynia się do budowania ich wartości. Zdarza się, że tylko fundusze czerpią korzyści z danej inwestycji, pozostawiając potrzeby spółek portfelowych na dalszym planie. Krytyce poddać można również nadmierne nastawienie funduszy PE na generowanie krótkookresowych zysków, a nie inwestowanie w innowacje, rozwój, jakość czy kapitał ludzki spółek portfelowych w perspektywie długoterminowej. Działalność funduszy PE bywa także nie do końca przejrzysta w odniesieniu do zasad ładu korporacyjnego.

6. Bibliografia

1. BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2010, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_2010.pdf
2. BVCA Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity 2010, http://admin.bvca.co.uk/library/documents/RIA_2010.pdf
3. Cendrowski H., Martin J., Petro L., Wadecki A., *Private equity: History, governance and operations*, John Willey & Sons, New Jersey 2008.
4. Cimilluca D., Clock ticks on Europe debt, 2012, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204276304577263581092691366.html>
5. Cornelli F., Karakas O., *Private equity and corporate governance: Do LBOs have more effective boards?*, European Corporate Governance Institute 2008.
6. Davidoff S., *The failure of private equity*, „Southern California Law Review”, 2009, Vol. 82.
7. EVCA, Yearbook 2012, http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf
8. Jensen M., *Eclipse of the public corporation*, Harvard Business Review, Sept.–Oct. 1989.
9. Jensen M., *The economic case for private equity (and some concerns)*, Negotiations, Organizations and Markets Research Papers Harvard NOM Research Paper No. 07-02, 2007 r.
10. Kaplan S., Schoar A., *Private equity performance: Returns, persistence and capital flows*, „Journal of Finance”, 2005, Vol. 60, No. 4.
11. Kaplan S., Strömberg P. J., *Leveraged buyouts and private equity*, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2008, No. 14207.

12. Kosman J., *The buyout of America. How private equity is destroying jobs and killing the American economy*, Penguin, Nowy Jork 2010.
13. Ljungqvist A., Richardson M., *The investment behavior of private equity fund managers*, 2003.
14. 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.
15. Metrick A., Yasuda A., *The economics of private equity funds*, „*Review of Financial Studies*”, 2009, Vol. 23.
16. *Negotiating Europe's LBO debt mountain*, Linklaters Report, <http://www.linklaters.com/Publications/wall-of-debt/Pages/Index.aspx>
17. Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
18. Phalippou L., Gottschalg O., *Performance of private equity funds*, EFA Moscow Meetings, 2005.
19. Phalippou L., Zollo M., *The Performance of Private Equity Funds*, 2005.
20. Pietraszewski M., *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007.
21. Robinson D., Sensoy B., *Manager compensation, ownership and the cash flow performance of private equity funds*, 2011.
22. Scandrett B., *Corporate governance in the shadows of private equity*, *Corporate Governance eJournal*, Bond University, No. 11–23, 2007.
23. Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
24. Sullivan P., Lim G., *Corporate governance and private equity*, Lombard Investments, Inc., 2008.
25. Węclawski J., *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
26. Wright M., Mess K., Wier C., Girma S., *Private equity and corporate governance: Retrospect and prospect*, „*Corporate Governance: An International Review*”, 2008, Vol. 17, No. 3.
27. Wruck K., *Private equity, corporate governance and the reinvention of the market for corporate control*, „*Journal of Applied Corporate Finance*”, 2008, Vol. 20, No. 3.
28. Wrześniński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.

Uwarunkowania i rozwój instytucji organizujących rynek akcji w aspekcie rozwoju technologii przesyłu i przetwarzania danych

1. Wprowadzenie

Procesy globalizacji spowodowały, że współczesne rynki akcji na poziomie międzynarodowym cechuje wysoki stopień konkurencji, a podmioty działające w tym burzliwym środowisku napotykać coraz to nowe wyzwania. Obszarem szczególnego znaczenia stały się systemy teleinformatyczne, które już nie tylko oferują funkcje *stricte* informacyjne, ale aktywnie wspierają lub wręcz kreują kształt nieustannie ewoluujących rynków akcji. Ich specyfika pozwala na znoszenie wielu z dotychczasowych ograniczeń dotyczących chociażby zasięgu rynku, liczby i czasu składania zleceń, zawierania transakcji czy też formę komunikacji pomiędzy uczestnikami obrotów. Osiągnięcia technologii informatycznych sprawiają, że drastycznemu skróceniu uległy czasy przetwarzania danych i przesyłu informacji, jak również rozszerzeniu uległ sam zasięg ich geograficznej i ilościowej dystrybucji. Te innowacyjne rozwiązania szczególne zastosowanie znalazły w obszarze systemów *stricte* jak i okołotransakcyjnych wykorzystywanych przez organizatorów obrotu, które poza wprowadzeniem nowej, zdecydowanie wyższej jakości obsługi uczestników rynku doprowadziły również do wzrostu jego efektywności.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie kluczowej roli technologii informatycznych, wykorzystywanej przez uczestników handlu instrumentami udziałowymi na tempo zachodzących procesów przeobrażeń rynku, ze szczególnym uwzględnieniem kierunków przekształceń w obrębie funkcjonowania instytucji organizujących obrót.

2. Funkcjonowanie i kształt rynku akcji

Rynek akcji jest bardzo specyficznym segmentem gospodarki, na którym dokonuje się transakcje kupna oraz sprzedaży tych instrumentów finansowych (akcji), które uprzednio zostały dopuszczone do obrotu. Zgodnie z zawartym w literaturze fachowej podziałem należy w jego obrębie wyróżnić obszar regulowany, na którym

działają giełdy papierów wartościowych i instytucje organizujące nadzorowany obrót pozagiełdowy (Over The Counter – OTC) oraz obszar niepodlegający regulacji, dedykowany alternatywnym systemom obrotu. Zakres regulacji oraz sama forma organizacji, jak i funkcjonowania instytucji organizujących obrót w każdym z powyższych segmentów, nie są jednak tożsame w skali światowej. Zachodzące na światowych rynkach akcji radykalne zmiany strukturalne doprowadzają do dezaktualizacji powyższego podziału, z uwagi na to, że coraz więcej instytucji organizujących wymianę opiera się na instrumentach podlegających nadzorowi. Dodatkowo biznesowa konieczność porzucenia przez tradycyjne giełdy papierów wartościowych koncepcji zawierania transakcji na parkietach giełdowych na rzecz elektronicznych systemów transakcyjnych zbliżyła je funkcjonalnie do operatorów alternatywnych. W przypadku rynków rozwiniętych głównym motorem transformacji są obecnie procesy ukierunkowane na konsolidację i informatyzację sektora oraz redukcję liczby pośredników koniecznych do zawarcia transakcji.

W ujęciu światowym rynek akcji działa wciąż jako układ wzajemnie powiązanych, lecz relatywnie słabo zintegrowanych rynków krajowych, zazwyczaj podlegających prawnej jurysdykcji państwa, na terenie którego obrót jest realizowany. W porównaniu z innymi sektorami rynku finansowego proces jego międzynarodowej integracji jest relatywnie na niskim poziomie zaawansowania, jednak obecnie podlega silnej presji konsolidacyjnej. Jej efekty są szczególnie widoczne na kontynencie Ameryki Północnej oraz Europy, które to obszary stanowią obecnie główny ośrodek światowego rynku akcji, zarówno w kontekście wielkości wolumenu wymiany, wysokości kapitalizacji, jak i opracowywania i wdrażania koncepcji dalszego jego transnarodowego rozwoju (por. tabele 1 i 2).

Tabela 1. Kapitalizacja globalnego rynku akcji w latach 2004–2010 (w mld USD)

Kraj	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ameryka Północna	17 674,8	19 161,1	21 620,7	22 509,3	12 859,7	17 107,5	19 909,8
Europa	10 572,2	11 521,0	15 875,2	18 254,9	8 892,6	13 151,7	13 254,0
Azja	7 623,2	10 177,8	12 484,4	19 571,9	9 808,4	15 617,5	18 854,5
Ameryka Południowa	531,1	733,4	1 032,1	1 811,0	889,2	1 825,9	2 263,1
Australia	820,1	844,6	1 140,7	1 345,8	708,1	1 297,4	1 454,5
Afryka	508,2	658,4	859,0	1 050,9	639,2	961,3	1 086,2
Razem	37 729,6	43 096,3	53 012,1	64 543,8	33 797,2	49 961,3	56 822,1

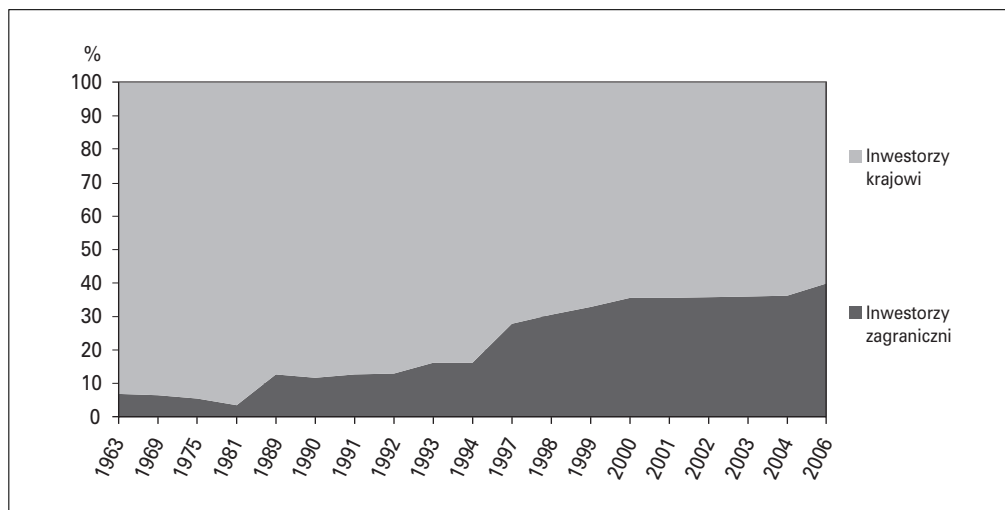
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.world-exchanges.org [dostęp: 14 grudnia 2011 r.].

Tabela 2. Wolumen obrotu globalnego rynku akcji w latach 2004–2008 (w mld USD)

Kraj	2004	2005	2006	2007	2008
Ameryka Północna	21 672,4	25 777,4	35 577,0	59 679,4	72 473,9
Europa	13 333,0	15 894,4	21 752,0	31 670,3	23 541,9
Azja	7 019,0	9 504,8	13 100,4	21 001,5	16 178,5
Ameryka Południowa	124,6	203,2	331,4	681,3	793,6
Australia	540,7	693,3	881,8	1 395,7	1 231,3
Afryka	167,7	228,2	359,3	484,0	489,1
Razem	42 857,40	52 301,30	72 001,90	114 912,20	114 708,30

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych: www.world-exchanges.org [dostęp: 14 grudnia 2011 r.].

Pod wieloma względami rynki europejskie i północnoamerykańskie są bardzo podobne, co w powiązaniu z liberalizacją prawa w zakresie przepływów kapitałowych oraz postępowaniem teleinformatycznym skutkuje ich transformacją w kierunku tworzenia struktur ponadnarodowych. Rosnąca rola umiędzynarodowionego kapitału na tym obszarze wymusza wdrażanie rozwiązań ułatwiających inwestorom zagranicznym dostęp do parkietów poszczególnych giełd (por. rysunek 1).

Rysunek 1. Struktura inwestorów na giełdzie London Stock Exchange

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu FESE: Share ownership structure in Europe, http://www.fese.be/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf, stan na 9 marca 2011 r.

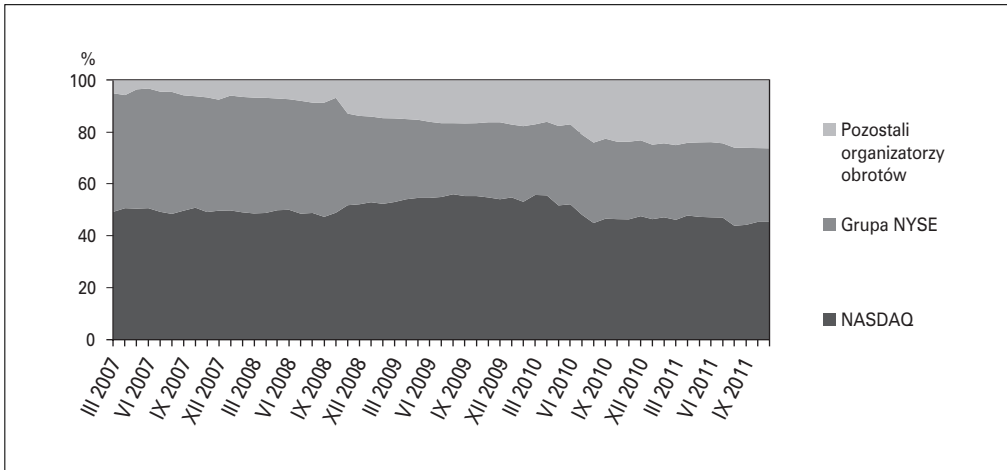
Globalizacja rynku akcji nie byłaby możliwa bez wykorzystania osiągnięć technologii teleinformatycznych, które pozwoliły znieść wiele wcześniejszych ograniczeń dotyczących przesyłu i przetwarzania danych. Przełomowym krokiem w tym procesie było porzucenie koncepcji handlu opartej na tradycyjnych parkietach giełdowych na rzecz elektronicznych systemów transakcyjnych, połączone z równoległą dematerializacją akcji. Jeden ze znaczących efektów wykorzystania sieci komputerowych widoczny jest w postaci zwiększenia geograficznego zasięgu rynku kontrolowanego przez poszczególnych organizatorów obrotu. Dematerializacja akcji oraz postępujące procesy komputeryzacji obrotu na rynkach rozwiniętych przyczyniły się do rozwoju podmiotów działających w regulowanym segmencie pozagiełdowym oraz na rynkach alternatywnych¹. Do niedawna większość giełd papierów wartościowych lub innych instytucji organizujących rynki akcji działała z reguły na zasadach monopolu. Układ taki wynikał bądź to z przyjętego modelu systemu finansowego danego państwa, który dopuszczał możliwość istnienia tylko jednego podmiotu świadczącego takie usługi, bądź to z samej specyfiki branży, która w przypadku występowania kilku organizatorów obrotu z reguły skutkowało ich specjalizacją w pewnych, zazwyczaj rozdzielnych, segmentach rynku. Mogła ona wynikać chociażby z kryterium geograficznego podziału rynku między poszczególne giełdy, czy też specjalizacji tych podmiotów w notowaniu walorów spółek wywodzących się z pewnych branż gospodarki. Powszechna była również sytuacja notowania i obrotu akcji danego emitenta najczęściej tylko na parkiecie giełdy, na której przeprowadzona była ich emisja. W ciągu ostatnich lat zachodzą jednak procesy krajowej, jak i ponadnarodowej konsolidacji rynków kapitałowych, które diametralnie zmieniają dotychczasową jego architekturę. Wspomniana ewolucja dokonuje się na bazie technologii teleinformatycznych i dotyczy nie tylko samych organizatorów obrotu, ale wszystkich jego uczestników. Warto odwołać się do rozwiązań wdrożonych na rynku USA oraz Unii Europejskiej, które w długiej perspektywie ewoluują w stronę stworzenia integralnego transatlantyckiego obszaru wymiany tymi instrumentami finansowymi.

Amerykański rynek akcji jest silnie skoncentrowany wokół dwóch głównych organizatorów obrotu, jakimi są NYSE Group oraz NASDAQ Group, aczkolwiek w ostatnich latach coraz większą rolę odgrywają na nim alternatywne systemy obrotu, zorganizowane najczęściej w postaci elektronicznych systemów komunikacji – ECN'ów² (por. rysunek 2).

¹ Por. D. Dziuba, *Borsa tradizionale contra elettronico*, Nowy Dziennik, Warszawa 2004, s. 50–52.

² ECN – *Electronic Communications Network*. Odpowiednikami ECN-ów na terenie Unii Europejskiej są MTF-y (*Multilateral Trading Facility*).

Rysunek 2. Procentowy udział instytucji giełdowych w wolumenie obrotów na rynku akcji w USA między marcem 2007 roku a listopadem 2011 roku



Uwagi: Kategoria „Pozostali organizatorzy obrotu” obejmuje dane średniego dziennego wolumenu obrotu następujących podmiotów: ADF, BATS, BEX, CBOE, CHX, EDGA, EDGX, ISE, NSX, PSX. Do kategorii Grupa NYSE zaliczono podmioty NYSE, NYSE Arca oraz AMEX.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: danych <http://www.batstrading.com> [dostęp: 14 grudnia 2011 r.].

Istnienie wielu organizatorów obrotu na rynku akcji, którzy notowali te same walory, skutkowało powstawaniem różnic w wycenie tych instrumentów. Security and Exchange Commission (SEC) zdecydowała w 1975 roku o konieczności stworzenia, w ramach budowy zintegrowanego narodowego rynku akcji, centralnej skonsolidowanej bazy zleceń giełdowych (*consolidated limit order book* – CLOB). Wszyscy organizatorzy obrotu zostali zobligowani do umieszczania napływających do nich zleceń w ogólnokrajowym systemie CLOB, dzięki czemu wzrosła transparentność oraz efektywność rynku³. Mankamentem tego rozwiązania było jednak to, że zlecenia napływały do systemu z pewnym opóźnieniem. Sytuacja ta zmieniła się w 2005 roku, kiedy to zobligowano ustawowo wskazanych organizatorów obrotu do przesyłania zleceń do systemu CLOB w czasie rzeczywistym. Dodatkowo pośrednicy finansowi dostali polecenie przekazywania zleceń klientów na rynek, który w danym momencie oferuje najkorzystniejsze dla inwestora warunki ich realizacji⁴.

³ Por. H. Stoll, *Electronic trading in stock market*, <http://mba.vanderbilt.edu/vanderbilt/data/research/1641full.pdf> [dostęp: 15 grudnia 2011 r.].

⁴ Por. <http://www.sec.gov/news/press/2005-48.htm> [dostęp: 15 grudnia 2011 r.].

Postulowane przez SEC rozwiązania zmusiły organizatorów obrotu do podjęcia działań unifikacji standardów teleinformatycznych. Ich pierwszym etapem była modyfikacja infrastruktury, która umożliwiała przesyłanie danych z systemów transakcyjnych operatorów rynku do systemu CLOB. Faza ta z punktu realizacji zleceń nie była tak przełomowa jak zmiana wprowadzona od 2005 roku, aczkolwiek doprowadziła do wysokiego stopnia harmonizacji kursów notowań tych samych akcji na parkietach krajowych giełd papierów wartościowych. Umożliwiła również stworzenie pierwszej, efektywnej ogólnokrajowej sieci komputerowej łączącej systemy transakcyjne wszystkich organizatorów obrotu. Warto zauważyć, że równoległe do działań SEC zachodził proces konsolidacji w sektorze organizatorów obrotu, który z jednej strony doprowadzał do koncentracji handlu akcjami w obrębie dwóch głównych instytucji NYSE Group oraz NASDAQ Group, natomiast z drugiej strony skutkował unifikacją standardów funkcjonowania komputerowych platform obrotu. Zmiany wprowadzone w 2005 roku przez SEC mają na celu nie tylko zwiększenie efektywności amerykańskiego rynku akcji, ale również służą podniesieniu jego konkurencyjności, szczególnie w sektorze alternatywnych systemów transakcyjnych (por. rysunek 2). Sieci ECN konkurują z tradycyjnymi giełdami głównie w obszarze szybkości i kosztów świadczenia usług, a także oferują większą anonimowość, szczególnie istotną w przypadku znaczących inwestorów instytucjonalnych⁵. Systemy te cechują się wysokim poziomem automatyzacji procesów obsługi zleceń, jak również często rewolucyjnymi dla rynku koncepcjami dotyczącymi organizacji handlu. Mogą chociażby oferować na swoich platformach obrotu akcje z różnych giełd światowych, jak również prowadzić notowania instrumentów rynku krajowego w niestandardowych przedziałach czasowych.

Zgola odmiennie jest zorganizowany rynek akcji na terenie państw wchodzących w skład Unii Europejskiej (UE). Do niedawna niezależne rynki krajowe na poziomie unijnym są regulowane przez dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie rynków i instrumentów finansowych (MIFID – *Markets in Financial Instruments Directive*), która stworzyła ramy prawne pod budowę jednolitego rynku na poziomie unijnym. W przeciwieństwie do modelu amerykańskiego nie stworzono dotychczas ogólnoeuropejskiego odpowiednika systemu CLOB, aczkolwiek zliberalizowano przepisy dotyczące możliwości organizowania obrotu akcjami przez alternatywnych organizatorów obrotu. W ramach jednolitego paszportu europejskiego wszystkie instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku jednego z krajów UE mogą być przedmiotem wymiany w krajach pozostałych. Ta sama zasada dotyczy funkcjonowania instytucji świadczących usługi

⁵ Por. F. Fabozzi, P. Drake, *Finance capital markets, financial management and investment management*, John Wiley and Sons, New Jersey 2009, s. 655.

inwestycyjne, dzięki czemu stworzono dodatkowe możliwości poprawy konkurencyjności i efektywności europejskiego rynku akcji.

Skoro nie doszło do tej pory do utworzenia ogólnoeuropejskiego systemu zbierania i realizacji zleceń giełdowych, to na szczególną uwagę zasługuje silna presja konsolidacyjna wśród samych organizatorów obrotów. Jej efektem jest między innymi powstanie OMX Group i Euronext Group, które wraz z Deutsche Borse, BME Group oraz LSE Group skupiają większość kapitalizacji oraz obrotów rynku akcji w UE⁶. Procesy konsolidacji doprowadziły również do powstania podmiotów transatlantyckich w postaci NYSE – Euronext Group w 2006 roku oraz NASDAQ – OMX Group w 2007 roku.

Zmiany strukturalne zainicjowane w USA oraz krajach europejskich rozprzestrzeniły się na inne regiony świata i należy zakładać, że rozpoczynają one swoją rewolucję w zakresie funkcjonowania globalnego rynku akcji. Transformacja ta jednak opiera się na sprawnym przepływie informacji, który nierozzerwalnie związany jest dziś z postępem naukowo-technicznym w obszarze technologii teleinformatycznych. Z punktu widzenia technologii przesyłu i przetwarzania danych, zachodząca konsolidacja jest przełomowym krokiem na drodze unifikacji stosowanych standardów i funkcjonalności giełdowych systemów transakcyjnych.

3. Automatyzacja handlu

Jednym ze znaczących skutków rosnącej roli technologii teleinformatycznych na rynku akcji są procesy związane z automatyzacją obrotu. Determinowane są one powszechną komputeryzacją zarówno samych organizatorów obrotu, jak i pozostałych uczestników rynku. Wykorzystanie sieci komputerowych umożliwiło z jednej strony zwiększenie tempa dystrybucji informacji, jak również ich geograficznego zasięgu, natomiast z drugiej strony doprowadziło do porzucenia dotychczasowej formuły handlu tymi instrumentami finansowymi na rzecz wirtualizacji obrotu. Nie bez znaczenia pozostaje tutaj kwestia specyfiki funkcjonowania branży, która jest bardzo podatna na wdrażanie technologii informatycznych. Tempo przetwarzania i przesyłu informacji bez wątpienia wpływa na efektywność rynku, a niejednokrotnie staje się dziś wyznacznikiem jego globalnej konkurencyjności⁷.

⁶ Na tych operatorów w 2010 roku według danych World Federation of Exchanges (<http://www.world-exchanges.org/statistics> [dostęp: 12 grudnia 2011 r.]) przypadają ponad 75% kapitalizacji i ponad 70% wolumenu obrotu na rynku akcji europejskich, a dla obszaru samej Unii Europejskiej te wartości wynosiły odpowiednio: ponad 92% i 79%.

⁷ Por. S. Kimbrough, D. Wu, *Formal modeling in electronic commerce*, Springer-Verlag, Heidelberg 2005, s. 397.

Zniesienie ograniczeń w aspekcie tempa geograficznej dystrybucji informacji oraz udogodnienia dotyczące głównie formy i czasu składania zleceń nadały sens procesom tworzenia podmiotów działających na rynkach międzynarodowych. Skutkuje to dla instytucji giełdowych wieloaspektowymi efektami, wśród których najważniejsze odnoszą się do:

- skupiania światowego handlu wśród niewielkiej grupy giełd o charakterze międzynarodowym,
- pojawiania się procesów międzynarodowych fuzji i aliansów wśród instytucji organizujących obrót na rynku akcji,
- wzrostu poziomu konkurencji międzynarodowej,
- wzrostu znaczenia innowacyjnych i wzajemnie kompatybilnych systemów transakcyjnych i systemów wsparcia obrotu giełdowego⁸.

Tempo zachodzenia powyższych zjawisk we współczesnej globalnej gospodarce warunkowane jest tworzeniem adekwatnej infrastruktury teleinformatycznej oraz systemów komputerowych. Nowa forma organizacji handlu na rynku akcji nie dotyczy tylko zastosowania elektronicznych systemów transakcyjnych przez organizatorów obrotu, ale ma o wiele szerszy zasięg, obejmujący wszystkich uczestników obrotu. Wykorzystanie sieci komputerowych przyczyniło się do zniesienia wielu dotychczasowych ograniczeń zarówno w przypadku dystrybucji informacji, jak i dostępu do systemów giełdowych. Funkcja instytucji giełdowych została dziś sprowadzona niemal do kategorii administratorów elektronicznych systemów transakcyjnych, na których przekazywane są, za pomocą sieci komputerowych, zlecenia kupna i sprzedaży akcji. Również instytucje pośrednictwa inwestycyjnego oraz inwestorzy wykorzystują wyrafinowane narzędzia w postaci systemów komputerowego wspomaganie decyzji, których najbardziej zaawansowany poziom stanowią automatyczne systemy transakcyjne. Funkcjonują one według zaimplementowanych algorytmów, opierających się na narzędziach analizy technicznej, fundamentalnej i behawioralnej⁹.

W przypadku automatycznych systemów transakcyjnych (nazywanych również algorytmicznymi systemami transakcyjnymi) istnieje konieczność zaimplementowania strategii inwestycyjnych, na podstawie których program komputerowy podejmuje decyzje kupna bądź sprzedaży akcji bez interwencji człowieka¹⁰. Przewagą tego rozwiązania jest wyeliminowanie czynników o charakterze decyzji

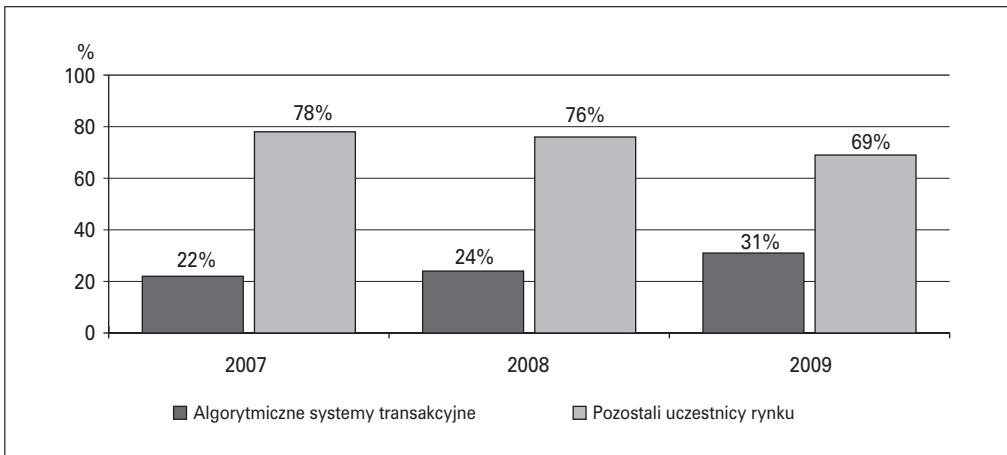
⁸ Por. R. Lee, *The future of securities exchanges*, Ten Wharton School University of Pennsylvania, Washington 2002, s. 21.

⁹ Por. <http://www.gazetatrend.pl/artykuly/220-automatyczne-systemy-transakcyjne> [dostęp: 20 grudnia 2011 r.].

¹⁰ Por. A. Chaboud, B. Chiquoine, E. Hjalmarsson, C. Vega, *Rise of the machines: algorithmic trading in the foreign exchange market*, The National Bureau of Economic Research, May 2009, s. 1.

emocjonalnych, a także szybkość składania zleceń oraz konsekwencja działania¹¹. Pomijając kwestie niezawodności sprzętu, jak i oprogramowania, należy stwierdzić, że skuteczność tych rozwiązań uzależniona jest w głównej mierze od precyzyjnego zdefiniowania strategii inwestycyjnej. Z uwagi na fakt, że z ich pomocą można dokonywać transakcji na platformach transakcyjnych różnych organizatorów obrotu, przyczyniają się one do integracji globalnego rynku akcji.

Rysunek 3. Udział wybranych uczestników w obrotach na rynku akcji w USA w latach 2007–2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie: High frequency trading, <http://www.world-exchanges.org/> [dostęp: 20 grudnia 2011 r.].

Pomimo że algorytmiczne systemy transakcyjne są dziś wykorzystywane głównie przez inwestorów instytucjonalnych, to ich udział w obrotach na rynku akcji nieustannie rośnie (por. rysunek 3). Z punktu widzenia przyszłych przeobrażeń globalnego rynku akcji warto zwrócić uwagę na dwa bardzo istotne ich atuty. Pierwszym z nich jest możliwość jednoczesnej współpracy z platformami transakcyjnymi wielu niezależnych organizatorów obrotu, natomiast drugim jest to, że pracują w trybie całodobowym. Z tego punktu widzenia jest to istotny czynnik przemawiający na korzyść koncepcji budowy przez największych organizatorów obrotu, globalnego rynku akcji, notującego te instrumenty w trybie 24-godzinnym.

Wzrost znaczenia dla światowego rynku akcji elektronicznych systemów transakcyjnych oraz postępująca modyfikacja infrastruktury teleinformatycznej skutkuje zarówno podniesieniem stopnia wewnętrznej integracji i efektywności

¹¹ Por. <http://www.nytimes.com/2009/07/24/business/24trading.html> [dostęp: 20 grudnia 2011 r.].

branży, jak również wpływa na nowe możliwości zawierania transakcji. Dobitym przykładem nowych możliwości jest chociażby koncepcja automatycznego przekazywania zleceń na rynek, oferujący w danej chwili ich najkorzystniejszą realizację – *Smart Order Routing* (SMR)¹². Implementację algorytmów SMR warunkuje jednoczesny dostęp do platform transakcyjnych (*Direct Market Access*) wielu organizatorów obrotu, którzy notują akcje tego samego emitenta. Pomimo istnienia wielu odmian algorytmu SMR główna jego istota działania zawsze polega na rozbiściu głównego zlecenia kupna/sprzedaży akcji na większą liczbę zleceń, które są następnie automatycznie kierowane na platformy transakcyjne tych organizatorów obrotu, którzy w danej chwili mogą zaoferować ich najkorzystniejszą realizację. Oczywiście cały ten proces może być obwarowany dodatkowymi warunkami, uwzględniającymi np. czas realizacji, cenę minimalną bądź maksymalną, itp.¹³ Pozytywnym, z punktu widzenia rynku, skutkiem stosowania algorytmów SMR jest błyskawiczne ujednolicenie notowań akcji danego emitenta na niezależnych parkietach giełdowych.

Równie istotny wpływ na efektywność i stabilność rynku akcji miała jedna z pierwszych koncepcji wykorzystania elektronicznych systemów transakcyjnych do dzielenia dużych zleceń giełdowych, składanych zazwyczaj przez inwestorów instytucjonalnych. Z uwagi na wysoki wolumen oraz znaczącą wartość, zlecenia te mogły istotnie wpływać na wahania wyceny tych instrumentów finansowych, a w efekcie zmiany ceny akcji pogarszały pozycję inwestora. Realizacja transakcji za pośrednictwem zleceń opiewających na mniejsze wolumeny, połączona z rozłożeniem tego procesu w określonym przedziale czasu, w dużej mierze rozwiązała ten problem, jednocześnie przyczyniając się do usprawnienia rynkowych mechanizmów wyceny akcji.

Umocnieniu procesów automatyzacji handlu na rynku akcji sprzyja również opracowany międzynarodowy standard przesyłu danych w czasie rzeczywistym w obrębie światowego rynku kapitałowego – *FIX (Financial Information eXchange Protocol)*. Protocol jest zbiorem specyfikacji służącym ujednoliceniu formy komunikacji elektronicznej, który został opracowany i zaimplementowany przez instytucje finansowe, organizatorów obrotu giełdowego oraz znaczących inwestorów instytucjonalnych na całym świecie¹⁴. Z punktu widzenia gospodarki światowej stanowi on znaczący krok na drodze procesów globalizacji rynku akcji, zarówno pod kątem postępującej międzynarodowej konsolidacji sektora, jak również uproszczenia procedur transnarodowych inwestycji.

¹² Por. S. McCleskey, *Achieving market integration: Best execution, fragmentation and the free flow of capital*, Securities Institute, Oxford 2004, s. 83–84.

¹³ Por. C. Godart, N. Gronau, S. Sharma, G. Canals, *Software Services for e-business and e-society*, Springer, Berlin 2009, s. 198.

¹⁴ Por. <http://fixprotocol.org/> [dostęp: 21 grudnia 2011 r.].

Pomimo wielu pozytywnych aspektów wykorzystywania technologii teleinformatycznych służących usprawnianiu funkcjonowania rynku akcji, należy również zwrócić uwagę na potencjalne niebezpieczeństwa z nią związane. Wirtualizacja wymiany naraża ją na różne typowe zagrożenia utożsamiane z technologiami komputerowymi, do których można chociażby zaliczyć ataki hackerskie, złośliwe oprogramowanie czy zawodność samych systemów i infrastruktury komputerowej. W przypadku wykorzystywania automatycznych systemów transakcyjnych również poważne zagrożenia determinowane są błędnie zdefiniowanymi strategiami inwestycyjnymi, które najczęściej nie sprawdzają się w okresach znacznych turbulencji rynkowych, bądź przyjęte pierwotne założenia, które nie zostały w porę zweryfikowane, nie uwzględniają zmian zachodzących w specyfice handlu¹⁵.

4. Podsumowanie

Współczesny rozwój rynku akcji jest nierozzerwalnie skorelowany z tempem postępu w dziedzinie technologii teleinformatycznych, który umożliwia znoszenie kolejnych dotychczasowych barier i zaspokajanie rosnących wymagań inwestorów. Nieustannie obserwujemy zmianę zachodzących relacji między poszczególnymi uczestnikami obrotu, które coraz częściej oparte są na kontaktach wykorzystujących media elektroniczne. Ich nowa formuła sprzyja finansowym procesom globalizacji, które czerpią swą siłę głównie z potrzeby dokonywania operacji o charakterze transnarodowym. Kolejne etapy liberalizacji przepływów kapitałowych oraz rosnące zainteresowanie inwestorów lokowaniem swoich funduszy w przedsięwzięciach zagranicznych skutkuje zmianami w strategii funkcjonowania podmiotów zarówno organizujących rynki, jak i świadczących usługi z zakresu szeroko rozumianego pośrednictwa. Technologia teleinformatyczna oferuje narzędzia nie tylko umożliwiające wprowadzanie nowych usług, ale również znacząco podnoszące efektywność rynku akcji, jak i przyczyniające się do jego międzynarodowej integracji. Zrewolucjonizowała ona rynek również pod kątem dostępności oraz czasu dystrybucji i przetwarzania informacji.

Największy potencjał transformacyjny międzynarodowego rynku akcji kryje się obecnie w obszarze kontrolowanym przez instytucje organizujące ten rynek. Dotychczasowe, często hermetyczne środowisko rodzimego rynku krajowego powiązane z ustawową ochroną tych instytucji przed konkurencją zagraniczną skutkowało zazwyczaj swoistym ich konserwatyżmem i brakiem motywacji do sprawnego

¹⁵ Doskonałym przykładem błędnie zdefiniowanych założeń jest bankructwo funduszu Long-Term Capital Management L.P. w 2000 roku w USA, który wykorzystywał algorytmiczne systemy transakcyjne na rynkach walutowych i kapitałowych. Por. <http://www.parkiet.com/arttykul/374556.html> [dostęp: 12 grudnia 2011 r.].

wdrażania innowacyjnych rozwiązań i usług. Przemiany związane z przeniesieniem notowań oraz handlu na platformy transakcyjne, jak i powszechna dostępność wspomnianych technologii informatycznych dla szerokiego spektrum inwestorów, sprzyja tworzeniu konkurencyjnych pozagiełdowych i alternatywnych rynków. Nowi operatorzy na ogół upatrują swoich szans budowania przewag konkurencyjnych właśnie w sferze wysoko wydajnych systemów transakcyjnych, dzięki którym mogą błyskawicznie oferować swoje usługi po niższych kosztach jednostkowych.

Jednak, poza niekwestionowanymi zaletami, jakie wnosi technologia teleinformatyczna, należy zwrócić uwagę, że implikuje ona również wiele zagrożeń, jak i może być źródłem przyszłych komplikacji w procesie ewolucji i stabilizacji rynku. Pomijając kwestie związane z zapewnieniem sprawnego działania samej infrastruktury, oprogramowania czy bezpieczeństwa przepływu i przetwarzania danych, należy zwrócić uwagę na relatywnie wysokie koszty implementacji i wdrażania nowych rozwiązań. Niekompatybilność poszczególnych aplikacji, systemów i platform elektronicznych skutkuje niejednokrotnie problemami w procesach krajowej, jak i międzynarodowej konsolidacji, a tym samym rzutuje na tempo procesów globalizacji tego segmentu rynku kapitałowego.

W najbliższych latach należy spodziewać się postępującej unifikacji systemów transakcyjnych wykorzystywanych przez organizatorów obrotu, którą już obecnie wymuszają względy wynikające ze wzrostu znaczenia ponadnarodowej współpracy poszczególnych grup uczestników rynku akcji. Z dużym prawdopodobieństwem należy założyć, że wyłaniająca się grupa giełd papierów wartościowych oraz podmiotów działających na rynkach pozagiełdowych i alternatywnych wypracuje niewielką liczbę systemów transakcyjnych, które będą licencjonowane pomniejszych podmiotom aspirującym do świadczenia usług na rynku globalnym. Należy również przypuszczać, że nieustannie rosnący wolumen obrotów oraz ilość publikowanych danych wymuszać będzie ustawiczną konieczność implementowania rozwiązań o coraz to wyższym stopniu efektywności, mogących sprostać nowym realiom. Nie jest również wykluczone, że globalizacja gospodarki światowej spowoduje konieczność prowadzenia notowań w trybie 24-godzinnym, podobnie jak ma to miejsce na rynku walutowym.

Z punktu widzenia inwestorów można domniemywać, że upowszechnione zostaną bardziej złożone systemy automatycznego zawierania transakcji, które obecnie są domeną inwestorów instytucjonalnych. Jednocześnie zostanie znacząco poszerzona oferta inwestycyjna o akcje notowane na rynkach zagranicznych, która z technicznego punktu widzenia będzie skorelowana z koniecznością wdrażania nowych rozwiązań informatycznych przez instytucje świadczące usługi brokerskie.

5. Bibliografia

1. Chaboud A., Chiquoine B., Hjalmarsson E., Vega C., Rise of the machines: algorithmic trading in the foreign exchange market, The National Bureau of Economic Research, May 2009.
2. Dziuba D., Borsa tradycyjne kontra elektroniczne, Nowy Dziennik, Warszawa 2004.
3. Fabozzi F., Drake P., Finance capital markets, financial management and investment management, John Wiley and Sons, New Jersey 2009.
4. Godart C., Gronau N., Sharma S., Canals G., Software Services for e-business and e-society, Springer, Berlin 2009.
5. Kimbrough S., Wu D., Formal modeling in electronic commerce, Springer-Verlag, Heidelberg 2005.
6. Lee R., The future of securities exchanges, Ten Wharton School University of Pennsylvania, Washington 2002.
7. McCleskey S., Achieving market integration: Best execution, fragmentation and the free flow of capital, Securities Institute, Oxford 2004.

Materialy internetowe:

1. www.world-exchanges.org
2. http://www.fese.be/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf
3. <http://www.batstrading.com>
4. <http://mba.vanderbilt.edu/vanderbilt/data/research/1641full.pdf>
5. <http://www.sec.gov/news/press/2005-48.htm>
6. <http://www.gazetatrend.pl/artykuly/220-automatyczne-systemy-transakcyjne>
7. <http://www.nytimes.com/2009/07/24/business/24trading>
8. <http://fixprotocol.org/>
9. <http://www.parkiet.com/artykul/374556.html>

Cykl koniunkturalny w teorii szkoły austriackiej

1. Wprowadzenie

Powtarzające się zmiany w poziomie produkcji i zatrudnienia są jednym z centralnych zagadnień, którymi interesuje się ekonomia. Wahania koniunkturalne są ważne dla wszystkich, których rozwój i poziom życia zależy od stanu gospodarki, m.in.: właścicieli przedsiębiorstw, handlowców, pracowników, konsumentów. Dobrze pokazał to globalny kryzys, który rozpoczął się w 2008 roku w Stanach Zjednoczonych. Dlatego ekonomiści od dawna starali się znaleźć przyczyny oraz dokładnie zrozumieć przebieg cyklu. Przyczyn wahań upatrywano na zewnątrz systemu gospodarczego, np. zmiany technologiczne, jak i wewnątrz. Teorią, która, przy wykorzystaniu realistycznej teorii kapitału, cykl koniunkturalny, a przede wszystkim wspomniany kryzys, tłumaczy polityką monetarną prowadzoną przez bank centralny, jest teoria wywodząca się z osiągnięć Misesa i Hayeka.

Opracowanie niniejsze ma charakter teoretyczny. Jego głównym celem jest przedstawienie przyczyn oraz przebiegu cyklu koniunkturalnego z punktu widzenia szkoły austriackiej. Zaprezentowane zostaną także zalecenia tej szkoły dotyczące polityki gospodarczej. W swojej ogólnej postaci teoria ta ma na celu zaproponowanie rozwiązań, które pozwolą na wyeliminowanie wahań cyklicznych. Natomiast, kiedy już kryzys wystąpi, pomogą w szybkim powrocie gospodarki do harmonijnego rozwoju, wynikającego z dobrowolnych decyzji jednostek w społeczeństwie.

2. Główne teorie cyklu koniunkturalnego

Cykl koniunkturalny, jak większość kategorii w ekonomii, jest różnie definiowany. Jedna z popularniejszych definicji określa cykl, jako: *krótkookresowe odchylenia produkcji od jej trendu*¹. Starsze ujęcie mówi, że: *wahania cykliczne są falowymi wahaniami działalności gospodarczej, których cechą charakterystyczną są powtarzające się fazy rozwoju i kurczenia się działalności gospodarczej na przestrzeni okresów czasu dłuższych niż rok*². Natomiast współcześnie analizuje się tzw. cykl

¹ D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, Makroekonomia, PWE, Warszawa 2003, s. 339.

² J. A. Estey, Cykle koniunkturalne, PWG, Warszawa 1959, s. 6.

wzrostu, czyli: ... *sekwencję następujących w czasie faz pomyślnej i niepomyślnej koniunktury, przy czym następstwo to jest względnie regularne*³. Cykle gospodarcze są jednym z rodzajów wahań w gospodarce. Charakteryzują się one stałym schematem oraz dowolnym rytmem, czyli przebiegają w nieregularnych okresach⁴. Obok wahań cyklicznych w rzeczywistości występują również inne wahania: trendy sezonowe oraz przypadkowe. Mają one istotny wpływ na czas trwania i siłę zmian w cyklu koniunkturalnym. Obecne w literaturze fachowej do cykli gospodarczych zalicza się również wahania długookresowe, które odnoszą się do tzw. cykli Kondratiewa⁵, oraz, według szkoły realnego cyklu koniunkturalnego, wahania pozbawione tradycyjnie rozumianego trendu, czyli zmiany produkcji rzeczywistej utożsamianej z potencjalną⁶.

Złożoność cyklu koniunkturalnego doprowadziła do powstania prawdopodobnie największej w ekonomii ilości teorii wyjaśniających jego przyczyny i charakteryzujących zmiany, jakie zachodzą w poszczególnych fazach. Teorie te zostaną tutaj tradycyjnie podzielone na egzo- i endogeniczne.

Do głównych egzogenicznych teorii wyjaśniających wahania cykliczne należy zaliczyć teorie dotyczące zmian w: rolnictwie, technologii i polityce.

Najwcześnieszą próbą wyjaśnienia powtarzających się zmian w gospodarce było podejście oparte na zmianach w produkcji rolniczej⁷. Różne ilości surowców roślinnych i zwierzęcych skutkowały zmianami w produkcji przemysłowej i handlu. Produkcja rolnicza, ze swojej natury, jest narażona na działanie niezależnych od systemu gospodarczego czynników, do których należy zaliczyć m.in.: warunki pogodowe, technikę oraz zarazy i epidemie. Z tej grupy najbardziej rozpowszechniona jest teoria plam na słońcu Jevonsa. Ekonomisci nie kwestionują związków rolnictwo–gospodarka. Jednak m.in. ze względu na niewielką rolę rolnictwa w gospodarce, teorie te obecnie niezadowolająco wyjaśniają wahania cykliczne.

Współcześnie bardzo rozpowszechnione jest podejście oparte na zmianach w postępie technicznym. Takie stanowisko odnośnie do przyczyn cyklu koniunkturalnego zapoczątkował Schumpeter. Zaproponował wyjaśnienie wahań cyklicznych powstawaniem innowacji⁸. Główną rolę w tej teorii odgrywa przedsiębiorca, czyli ten kto tworzy i wprowadza innowacje. Zmiany technologiczne wytrącają gospodarkę ze stanu statycznego i powodują, poprzez kolejne etapy, wzrost pro-

³ R. Barczyk, L. Kąsek, M. Lubiński, K. Marczewski, *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, PWE, Warszawa 2006, s. 146.

⁴ J. A. Estey, *Cykle...*, *op. cit.*, s. 16.

⁵ R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003, s. 167–170.

⁶ B. Snowden, H. Vane, P. Wynarczyk, *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998, s. 254–255.

⁷ R. Cameron, L. Neal, *Historia gospodarcza świata*, Książka i Wiedza, Warszawa 2004.

⁸ J. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960.

dukcji. Ekspansja kończy się, gdy fala wynalazków wyczerpuje się. Nowe metody produkcji i struktura kosztów zmuszają przedsiębiorstwa do dostosowania się do nowej sytuacji. Pojawienie się „twórczej destrukcji” oraz kurczenie się kredytów bankowych kieruje gospodarkę w stronę depresji⁹.

Szkoła realnego cyklu koniunkturalnego (Prescott, Kydland, Plosser) opiera się na teorii Schumpetera. Przyjmując założenia racjonalnych oczekiwań oraz międzyokresowej optymalizacji pracy i inwestycji, ekonomiści tej szkoły formułują główną tezę: źródłem wahań produkcji i zatrudnienia są losowe, trwałe szoki podażowe (przede wszystkim postęp techniczny) a nie zaburzenia popytowe. Przyczyną są zmiany czynników realnych a nie pieniężnych. Nieprzewidziane szoki wywołują zmiany produkcji, gdyż podmioty gospodarcze odpowiadają na nie zmianami podaży pracy i oszczędności. Prescott i inni nie rozróżniają wahań krótkookresowych i długookresowych. Twierdzą, że wszystkie wahania są zmianą trendu, gdyż optymalne decyzje podmiotów gospodarczych, dotyczące międzyokresowego podziału pracy i inwestycji, są trwałą reakcją na przypadkowe wstrząsy (tzw. błędzenie losowe)¹⁰. Podejście to jest niewątpliwie interesujące w wyjaśnianiu wahań przypadkowych, jednak ograniczone w analizie wahań cyklicznych, które występują regularnie.

W systemie demokratycznym wielu ekonomistów poszukuje wyjaśnienia cyklu koniunkturalnego w decyzjach polityków¹¹. Zauważają, że duże zmiany w popycie globalnym są głównie wynikiem ekspansywnej polityki fiskalnej i monetarnej. Taka polityka prowadzona jest tak, aby jej pozytywne skutki wypadły w okresie wyborów. Umożliwi to zachowanie władzy na następną kadencję. Negatywne skutki ekspansji wystąpią już po wyborach. Wpływ państwa na gospodarkę jest oczywisty. Jednakże państwo nie może jej w pełni kontrolować, jak sugeruje ta teoria.

Należy wspomnieć, że teorię politycznego cyklu koniunkturalnego zapoczątkował Kalecki. Polski ekonomista jedną z przyczyn zmian w koniunkturze widział w proporcjach siły kapitalistów i pracowników. Okresy spadku koniunktury, poprzedzone spadkiem zysków kapitalistów, które wynikały ze wzrostu płac, jako wyniku większej siły przetargowej związków zawodowych. Ograniczyć siłę pracowników mogło tylko państwo, prowadząc politykę gospodarczą nakierowaną na utrzymywanie się w recesji wysokiego bezrobocia¹².

Natomiast do głównych endogenicznych uzasadnień cyklu koniunkturalnego trzeba zaliczyć teorie: podkonsumpcji, pieniężne i popytu globalnego.

⁹ S. Mikosik, Teoria rozwoju gospodarczego Josepha A. Schumpetera, PWN, Warszawa 1993, s. 101–103.

¹⁰ B. Snowdon, H. Vane, P. Wynarczyk, Współczesne nurty..., *op. cit.*, s. 253.

¹¹ Zob. A. Alesina, N. Roubini, G. Cohen, Political Cycles and the Macroeconomy, MIT Press, 1997.

¹² M. Kalecki, Political aspects of full employment, „Political Quarterly”, No. 14 (1943).

Teorię podkonsumpcji zapoczątkował Malthus, a rozwijali Hobson, Foster i Catchings¹³. Poglądy związane z tą teorią w wyjaśnieniu wahań cyklicznych skupiają się na zbyt niskiej konsumpcji. Wynika to z nadmiernych oszczędności ludności w stosunku do wyprodukowanych dóbr i usług. Konsumpcja rośnie wolniej niż produkcja i dochód. Zwolennicy teorii podkonsumpcji proponują uzupełnienie siły nabywczej ludzi kredytami konsumenckimi oraz zachętami do zakupów.

Jedną z najczęściej analizowanych grup teorii cyklu koniunkturalnego są teorie pieniężne. Wpływ pieniądza na gospodarkę stanowił temat szczególnego zainteresowania badaczy już od merkantylizmu¹⁴. Obecnie główne szkoły prowadzące ten kierunek badań wahań cyklicznych to monetaryzm, nowa szkoła klasyczna oraz szkoła austriacka, której teoria zostanie szczegółowo omówiona.

W XX wieku monetarną tradycję cyklu koniunkturalnego zapoczątkował angielski ekonomista Hawtrey. Dowodził, że spadek krótkookresowej stopy procentowej powoduje wzrost kredytów i popytu u pośredników¹⁵. Końcowym efektem *boomu* jest inflacja. Natomiast deflacja wyraża narastanie tendencji kryzysowych. Współczesna analiza polityki pieniężnej opiera się na teoriach Friedmana¹⁶ i Lucasa¹⁷. Friedman zmiany w produkcji i bezrobociu wyjaśnia polityką monetarną w połączeniu z dostosowaniem się podmiotów posiadających adaptacyjne oczekiwania. Natomiast Lucas skupia się na błędach percepcji przy oczekiwaniach racjonalnych. Szczególnie teoria Friedmana wyjaśnia wiele w zmianach produkcji. Jednak jej problemem jest teoria kapitału, która nie uwzględnia czasu i etapów produkcji w tworzeniu dóbr kapitałowych, oraz brak zmian w produkcji potencjalnej.

Ostatnią grupą teorii poszukujących przyczyn cykliczności gospodarki w czynnikach endogenicznych są teorie oparte na zmianach popytu globalnego, a szczególnie inwestycji. Takie postrzeganie cykli wywodzi się z teorii Keynesa, który zakwestionował prawo Saya i przyjął odwrotny do neoklasycznego punkt widzenia na procesy w gospodarce. To nie podaż, ale zagregowany popyt jest siłą określającą zachowanie gospodarki¹⁸. Teoria Keynesa nie jest teorią cyklu *sensu stricte*, ale receptą na wychodzenie z kryzysu. Zmiana efektywnego popytu globalnego jest podstawą mało znanej na świecie teorii cyklu Kaleckiego. Wahania uzasadniał on sprzecznościami między zmianami stopy zysku i zasobu kapitału

¹³ J. A. Estey, *Cykle...*, *op. cit.*, s. 261–280.

¹⁴ Zob. H. Landreth, D. C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

¹⁵ C. Grabowski, *Współczesne teorie procentu*, PWE, Warszawa 1966, s. 273–282.

¹⁶ Zob. M. Friedman, A. Schwartz, *A monetary history of the United States 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.

¹⁷ Zob. R. E. Lucas, *Models of Business Cycles*, Basil Blackwell, Oxford 1987.

¹⁸ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985.

trwałego¹⁹. Najbardziej charakterystyczną keynesowską teorią cyklu jest model mnożnika-akceleratora, który opracowali Harrod, Hansen i Hicks. Łączy on akcelerator Aftaliona z mnożnikiem inwestycyjnym Keynesa. Teoria ta uzasadnia cykl łącznymi popytowymi i podażowym efektami inwestycji. Szczególną rolę odgrywają tutaj inwestycje indukowane, które rosną szybciej niż dochód²⁰.

Krytyka tej teorii dotyczy aspektów: mechanicznego ujęcia procesów inwestycyjnych, pomijania przedsiębiorczości, braku elastyczności i struktury cen, nie uwzględnienia struktury produkcji oraz braku oszczędności do sfinansowania inwestycji²¹.

3. Teoria kapitału szkoły austriackiej

Szkoła austriacka nie należy do głównego nurtu ekonomii. Jej twórcą jest Carl Menger, który w 1871 roku opublikował pracę *Zasady nauki ekonomii*. Dzieło to, razem z Teorią ekonomii politycznej Jevonsa, zapoczątkowało rewolucję subiektywno-marginalną. Innymi wybitnymi przedstawicielami tej szkoły byli: Böhm-Bawerk, Wieser, Mises, Hayek, Hazlitt, Rothbard. Natomiast współcześnie teorię szkoły austriackiej rozwijają m.in.: Salerno, Huerta de Soto, Skousen, Garrison.

Podejście szkoły austriackiej do problemów gospodarczych zasadniczo różni się od podejścia szkół głównego nurtu. Do jej głównych cech charakterystycznych należy zaliczyć: 1) uznanie prakseologii, czyli nauki o ludzkim działaniu, za jedyną metodę badawczą oraz odrzucenie metod matematycznych i eksperymentu w ekonomii; 2) indywidualizm metodologiczny; 3) używanie wielkości marginalnych; 4) subiektywizm, czyli przyjęcie, że jednostki na podstawie oceny zaspokojenia swoich potrzeb określają wartości dóbr i usług, co kształtuje ceny w gospodarce; 5) wolny rynek oraz własność prywatna najlepiej służą maksymalizowaniu dobrobytu; 6) podkreślanie znaczenia czasu i niepewności w decyzjach ludzi; 7) zwracanie szczególnej uwagi na rolę pieniądza w gospodarce²².

Podstawą zrozumienia teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej jest teoria kapitału tej szkoły. Teoria kapitału została opracowana przez Böhm-Bawerka i rozwinięta przez Misesa, Hayeka, Skousena i innych Austriaków. Böhm-Bawerk, tworząc ją, wykorzystał podział dóbr dokonany przez Mengera. Zgodnie z nim w gospodarce występują dobra niższego rzędu (konsumpcyjne) oraz wyższego rzędu

¹⁹ Zob. M. Kalecki, *Prace z teorii koniunktury 1933–1939*, PWN, Warszawa 1962.

²⁰ J. A. Estey, *Cykle...*, *op. cit.*, s. 324–339.

²¹ M. N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. 3, Fijorr Publishing, Warszawa 2008, s. 268–274.

²² Zob. J. Huerta de Soto, *Szkoła austriacka. Ład rynkowy, wolna wymiana i przedsiębiorczość*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010.

(pośrednie), które służą do produkcji dóbr niższego rzędu. Podział ten dokonany jest ze względu na odległość od dobra konsumpcyjnego²³. Dobra wyższego rzędu nie są jednorodne. Wśród nich występują dobra wyższego rzędu bardziej oddalone od konsumpcji (maszyny) i mniej oddalone (półprodukty).

*Kapitał jest niczym innym, jak kompleksem dóbr pośrednich, które pojawiają się na różnych poziomach okrężnej podróży*²⁴. Kapitał, jako czynnik wtórny, należy odróżnić od pracy i zasobów naturalnych, które są czynnikami pierwotnymi (naturalnymi). Ich zastosowanie w wytwórczości jest konieczne do tworzenia kapitału. *Kapitał różni się od dóbr kapitałowych*. Huerta de Soto określa dobra kapitałowe: *dobrami ekonomicznymi wyższego rzędu, czyli czynnikami produkcji, które subiektywnie materializują się na każdym pośrednim etapie konkretnego procesu działania*²⁵. Natomiast kapitał, jako: *wartość rynkową dóbr kapitałowych, która to wartość jest oszacowana przez poszczególne podmioty kupujące i sprzedające dobra kapitałowe na rynku. ... kapitał jest po prostu abstrakcyjnym pojęciem lub narzędziem rachunku ekonomicznego; innymi słowy, subiektywną wyceną czy oceną wartości rynkowej, jaką przedsiębiorcy przypisują dobrom kapitałowym*²⁶. Cytowany autor zwraca również uwagę na główną cechę podejścia austriackiego, czyli subiektywizm. Oznacza to, że kapitał nie jest wyceniany obiektywnie na podstawie historycznych cen, ale na podstawie możliwości wykorzystania go w przyszłości.

Według szkoły austriackiej dobra kapitałowe są zasobem zmiennym oraz charakteryzują się heterogenicznością²⁷. Jest to więc krańcowo inna teoria kapitału w stosunku do propozycji Clarka i Knighta, która dominuje dzisiaj w głównym nurcie ekonomii. Uważają oni, że kapitał jest homogenicznym i wiecznotrwałym funduszem wartości, który nie zużywa się w czasie²⁸. Tworzy on ciągle i automatycznie strumień dochodów powiększających ten fundusz, czyli sam się reprodukuje. Porównują kapitał do stawu, przez który przepływa rzeka, gdzie poziom wody utrzymywany jest ciągle na stałym poziomie.

Kluczowym zagadnieniem w austriackiej teorii kapitału są oszczędności. W harmonijnie rozwijającej się gospodarce kapitał, czyli dobra pośrednie, może powstać tylko wtedy, gdy podmioty oszczędzają²⁹. Dzieje się to wówczas, gdy

²³ Zob. C. Menger, *Principles of Economics*, New York 1981.

²⁴ E. von Böhm-Bawerk, *The Positive Theory of Capital*, London 1891, s. 22.

²⁵ J. Huerta de Soto, *Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne*, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2009, s. 205.

²⁶ *Ibidem*, s. 211.

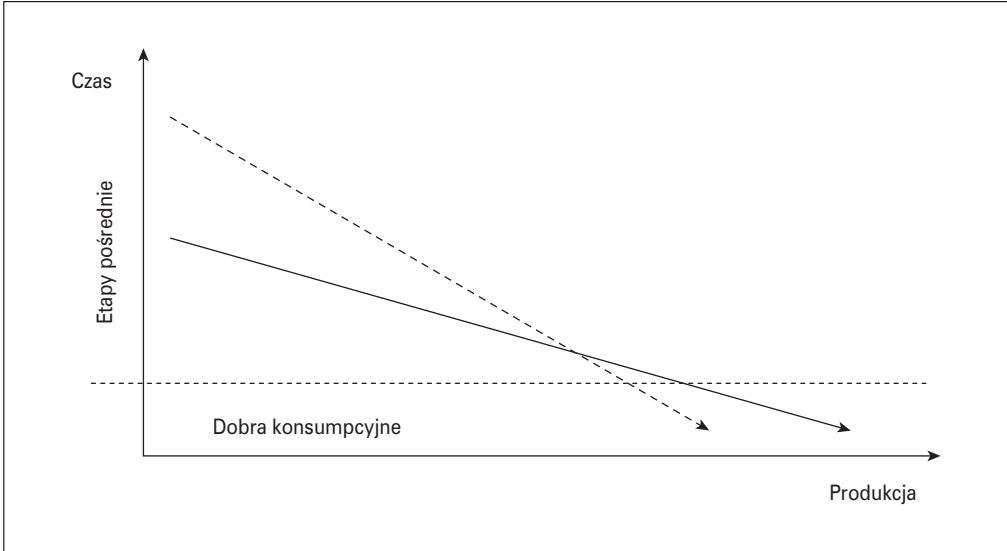
²⁷ L. von Mises, *Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii*, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2007, s. 437–439.

²⁸ J. B. Clark, *The Distribution of Wealth*, Macmillan, New York 1956 (pierwsze wyd. 1899) oraz F. H. Knight, *Capital, Time and the Interest Rate*, „*Economica*”, Nr 1/1934.

²⁹ M. Montgomery, *Austrian Persistence? Capital-Based Business Cycle Theory and the Dynamics of Investment Spending*, „*Review of Austrian Economics*”, Vol. 19, No. 1/2006.

występuje nadwyżka w stosunku do konsumpcji. Najczęściej tworzenie dóbr kapitałowych odbywa się poprzez zmniejszenie bądź odłożenie w czasie bieżącej konsumpcji. Jednak występują sytuacje, w których można oszczędzać nie zmniejszając dzisiejszej konsumpcji: 1) poprawa warunków naturalnych; 2) wzrost produktywności bez inwestowania; 3) zmiany instytucjonalne³⁰.

Rysunek 1. Struktura produkcji a akumulacja kapitału



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Skousen, *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*, Fijorr Publishing, Warszawa 2011.

Akumulacja kapitału jest konieczna, aby wytwarzać więcej przy zastosowaniu takiej samej ilości czynników pierwotnych. Można to zrobić przyjmując bardziej okrężne metody produkcji, czyli stosując większą ilość etapów pośrednich. *To, że okrężne metody produkcji prowadzą do większych efektów od metod bezpośrednich, jest jednym z najważniejszych i najbardziej fundamentalnych twierdzeń w całej teorii produkcji*³¹. Przejście na bardziej kapitalistyczne metody oznacza wydłużenie czasu produkcji (por. rysunek 1). Także zwiększy się czas oczekiwania na wyższą konsumpcję. Dla Austriaków czas jest fundamentalnym czynnikiem w teorii kapitału i produkcji, mimo że dla ekonomii głównego nurtu jest on mało istotny³².

³⁰ L. von Mises, *Ludzkie działanie...*, *op. cit.*, s. 438.

³¹ E. von Böhm-Bawerk, *The positive...*, *op. cit.*, s. 20.

³² M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*, s. 51–170.

4. Teoria cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej

Podejście szkoły austriackiej do wahań cyklicznych w gospodarce, którego twórcami byli Mises i Hayek, a kontynuowali lub kontynuują m.in.: Rothbard, Garrison, Skousen, Huerta de Soto, często nazywane jest teorią pieniężnego przeinwestowania. Jednak ekonomiści reprezentujący to podejście podkreślają, że nazwa ta jest nieprawidłowa, gdyż źle identyfikuje centralny problem cyklu koniunkturalnego. Z tej nazwy wynika, że w gospodarce jest zbyt dużo inwestowanego kapitału. Oznacza to, że jest jakiś optymalny stan inwestycji, po przekroczeniu którego w gospodarce zaczynają występować kłopoty prowadzące do stanu depresji. Zgodnie z böhm-bawerkowską teorią kapitału, na której bazują wszyscy Austriacy, inwestycje poprzedzone są dobrowolnymi oszczędnościami ludności. Zamiana oszczędności na wyższą konsumpcję jest możliwa tylko po pewnym czasie. Nie da się tego zrealizować natychmiast. Coraz bardziej określone metody sprawiają, że wydłuża się okres produkcji dóbr niższego rzędu. Zwiększona akumulacja kapitału po pewnym okresie dostarcza społeczeństwu większej ilości produktów konsumpcyjnych. Jest to działanie niezakłócające procesów gospodarczych, gdyż ludzie oszczędzając są świadomi tego, że w czasie oczekiwania będą mniej konsumowali. Taką decyzję podejmują dobrowolnie. Dlatego większe dobrowolne oszczędności oznaczają większe inwestycje, które później prowadzą do większej konsumpcji. W tej sekwencji nie ma czegoś takiego jak zbyt wysokie inwestycje, czyli przeinwestowanie. Według szkoły austriackiej zawsze dobrowolny wzrost akumulacji kapitału podnosi poziom życia ludzi³³. Zasadniczym problemem w teorii cyklu koniunkturalnego tej szkoły są inwestycje sztucznie pobudzone. To one później sprawiają gospodarce najwięcej kłopotów i obniżają poziom kapitału. Dlatego określeniem lepiej oddającym charakter tych cyklów jest nazywanie jej teorią błędnego lub złego inwestowania. Problemem w gospodarce nie jest zbyt dużo kapitału, ale jego błędna alokacja.

5. Fazy ekspansji i *boomu*

Teoria cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej skupiona jest na polityce pieniężnej, gdyż według tej szkoły to działania banku centralnego są w głównym stopniu odpowiedzialne za wahania cykliczne w gospodarce. Wzrost podaży pieniądza spowodowany jest przede wszystkim obniżką stopy procentowej. Przy braku interwencji banku centralnego wynika ona z równowagi pomiędzy dobrowolnymi oszczędnościami a inwestycjami. Według Austriaków teoria procentu, której twórcą

³³ R. W. Garrison, *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*, London–New York 2001.

był Böhm-Bawerk, opiera się na preferencji czasowej, jaką mają ludzie odnośnie do dóbr³⁴. Równoważą ona podaż oszczędności, czyli dobra dzisiejsze, z popytem na te dobra. Jest ceną ustalaną na wolnym rynku przez wszystkich kupujących i sprzedających dobra terażniejsze w zamian za dobra w przyszłości. Częściej spotykaną w literaturze stopą procentową równowagi jest naturalna stopa procentowa Wicksella, która również jest wykorzystywana przez szkołę austriacką do analizowania cykli³⁵. Procent czasowej równowagi zapewnia producentom prawdziwe informacje płynące od konsumentów³⁶. Jego obniżenie jest sygnałem dla przedsiębiorców, że konsumenci są gotowi dłużej czekać na konsumpcję. Skłania to producentów do wydłużania etapów produkcji w całej strukturze produkcji dobra konsumpcyjnego.

Stopa procentowa jest również głównym instrumentem polityki monetarnej. Stanowi więc potężne narzędzie i wielką pokusę do wpływania na decyzje ludzi, a przede wszystkim przedsiębiorców. Niezależnie od teorii procentu, w systemie bankowości, opartej na pieniądzu fiducyjnym i na rezerwie cząstkowej, cykl rozpoczyna się najczęściej w momencie obniżenia przez bank centralny swojej stopy procentowej³⁷. Jest ona teraz niższa niż stopa równowagi. Jednym z ważniejszych zarzutów do tej teorii jest pytanie, czy stopa procentowa ma tak wielkie znaczenie w sytuacji, gdy jest stała przez dłuższy czas lub jej zmiany są bardzo małe?³⁸ Należy zaznaczyć, że tutaj chodzi głównie o względne obniżenie stopy w stosunku do tego, jaka byłaby, gdyby sztucznie nie regulowano jej wielkości. *Redukcja ta nie musi się wyrażać arytmetycznym obniżeniem oprocentowania umów kredytowych. Może się zdarzyć, że nominalne stopy procentowe nie zmieniają się, a ekspansja będzie polegać na tym, iż dojdzie do udzielania pożyczek, których oprocentowanie będzie zawierało tak duży składnik związany z przedsiębiorczością, jakiego nie zaakceptowałyby wcześniej. Taka sytuacja również powoduje obniżenie rynkowych stóp brutto i wywołuje takie same skutki*³⁹. Hayek rozwiązanie problemu nieelastyczności stopy procentowej banku centralnego uzupełnia zmianami stopy zysku, które występują na poszczególnych etapach w strukturze produkcji⁴⁰.

Obniżona stopa procentowa wywołuje w gospodarce dwa efekty. Po pierwsze, jest niższym kosztem alternatywnym dla stopy zysku z działalności gospodarczej.

³⁴ Zob. E. von Böhm-Bawerk, *The Positive...*, *op. cit.*

³⁵ Zob. K. Wicksell, *Interest and Prices*, Macmillan, London 1936.

³⁶ A. M. Endres, *Austrian Capital and Interest Theory: Wieser's Contribution and the Menger Tradition*, „Review of Austrian Economics”, Vol. 5, No. 1/1991.

³⁷ L. von Mises, *The Theory of Money and Credit*, London 1934, s. 346–366.

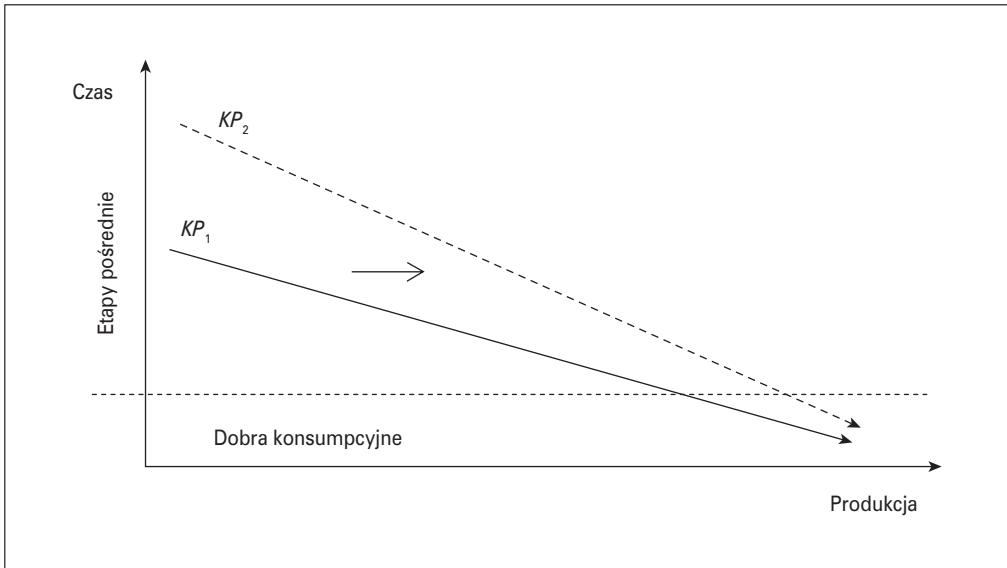
³⁸ J. A. Estey, *Cykle...*, *op. cit.*, s. 257–259.

³⁹ L. von Mises, *Ludzkie działanie...*, s. 469.

⁴⁰ Zob. F. A. von Hayek, „Profits, Interest and Investment” and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations, Clifton 1975 (pierwsze wyd. 1939).

Dzięki działaniu wolnego rynku i przedsiębiorczości dąży ona do wyrównania się we wszystkich branżach i na wszystkich etapach produkcji. Po drugie, zwiększona zostaje ilość udzielonych kredytów. Ważne jest, kto pierwszy uzyskał dodatkowy pieniądź⁴¹. Realistyczne jest przyjęcie, że część kredytów trafia do konsumentów. Natomiast zdecydowana większość kredytów jest udzielana przedsiębiorstwom dla finansowania inwestycji. Obniżona stopa procentowa sprawia, że firmy zwiększają inwestycje na obecnych etapach produkcji, aby osiągnąć większy zysk. Dokonuje się tzw. poszerzanie produkcji. Powoduje ona również przyjęcie bardziej kapitalistycznego procesu produkcji, czyli zainwestowanie w nowe, najbardziej oddalone od konsumpcji etapy produkcji. Jest to więc tzw. wydłużenie lub pogłębienie struktury produkcji⁴². Te etapy, kiedyś nieistniejące, teraz są realizowane dzięki większej ilości kredytów. Przy niższej stopie procentowej rośnie również wartość dóbr kapitałowych (do których Austriacy zaliczają też trwałe dobra konsumpcyjne⁴³). Wzrost ten jest proporcjonalny do stopnia oddalenia dobra od konsumpcji oraz do jego trwałości.

Rysunek 2. Struktura produkcji a spadek stopy procentowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*

⁴¹ L. von Mises, *Ekonomia i polityka*, Warszawa 2006, s. 39–49.

⁴² J. H. Tempelman, *Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of Mainstream Economist*, „Quarterly Journal of Austrian Economics”, Vol. 13, No. 1/2010.

⁴³ M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*, s. 204–208.

Skutki obniżonej stopy procentowej przedstawia rysunek 2. Krzywa produkcji KP_1 , która mierzy roczną wartość produkcji na wszystkich jej etapach, począwszy od surowców aż po finalne dobra konsumpcyjne, przesunęła się w prawo oraz zmieniła kąt nachylenia. Przyjęła postać krzywej KP_2 . Przesunięcie w prawo oznacza wzrost produkcji na dotychczasowych etapach, zaś usztywnienie – powstanie nowych etapów produkcji. Nowe inwestycje powstają jednak bez prawdziwych oszczędności, a więc bez dobrowolnego zmniejszenia konsumpcji, jak to występuje gdy podaż pieniądza jest stała. Przedsiębiorcy rozszerzają swoją działalność opierając się na fałszywych informacjach, czyli zaniżonej stopie procentowej, która nie gwarantuje odpowiedniej ilości prawdziwych dobrowolnych oszczędności. Zapoczątkowuje to mylne rachunki i także decyzje. *Jest to ... typowy przykład nakłaniania przedsiębiorców do masowego popełniania błędów w kalkulacji ekonomicznej bądź w oszacowaniu wyników różnych możliwych kierunków działania. Ten błąd rachunku ekonomicznego wynika z faktu, że jeden z podstawowych wskaźników, do których odwołują się przedsiębiorcy przed przystąpieniem do działania, mianowicie stopa procentowa ... staje się przejściowo przedmiotem manipulacji banków i zostaje przez nie sztucznie obniżony⁴⁴.*

Największe zmiany produkcyjne występują w produkcji dóbr wyższego rzędu, najdalszych od konsumpcji (np. stali, chemikaliów) oraz o najdłuższym okresie używania (np. budynków). Zanim zmiany w wytwarzaniu towarów zmaterializują się, wcześniej dochodzi do zmian w strukturze cen w gospodarce. Wzrost poziomu dóbr pośrednich wymaga większej ilości zasobów pracy i ziemi. Początkowy brak zmniejszenia produkcji dóbr konsumpcyjnych oznacza, że na rynku brakuje pierwotnych czynników produkcji do poszerzenia i wydłużenia procesu wytwarzania. Ograniczona ilość tych czynników oraz duża konkurencja pomiędzy przedsiębiorstwami wytwarzających najdalej od konsumpcji wywołuje wzrost popytu na pracę i ziemię, która prowadzi do wzrostu płac i cen surowców⁴⁵. Szczególnie gwałtownie w pierwszej fazie cyklu koniunkturalnego wzrastają ceny surowców. Austriacy podkreślają, że mówiąc o zmianach cen mają na myśli zmiany względne. Zmiany w strukturze cen oznaczają zmiany w relacjach między nimi. Nie wyklucza to oczywiście absolutnych zmian cen, które występują bardzo często. W każdej fazie cyklu następuje zmiana cen względnych.

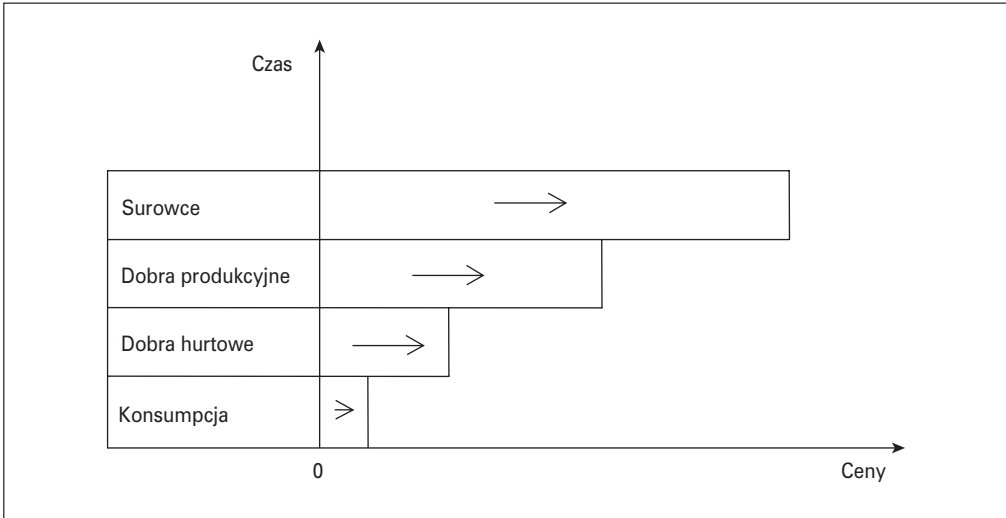
W standardowym przebiegu cyklu wzrostowy okres wahań charakteryzuje się największymi zmianami cen surowców, zaś najmniejszymi dóbr konsumpcyjnych (por. rysunek 3)⁴⁶. W pewnych wyjątkowych warunkach struktura cen może wyglądać inaczej, np. odkrycie źródeł tanich surowców.

⁴⁴ J. Huerta de Soto, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 265–266.

⁴⁵ F. A. von Hayek, *Prices and Production*, New York 1967, s. 43–56 (pierwsze wyd. 1931).

⁴⁶ Zob. F. C. Mills, *Price-Quantity Interactions in Business Cycles*, NBER, New York 1946.

Rysunek 3. Zmiany cen w fazie ekspansji (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Rosnący popyt na pracę w gałęziach produkujących dobra kapitałowe powoduje wzrost płac. Rosną więc koszty produkcji we wszystkich etapach w gospodarce. Tempo wzrostu płac nie jest jednak takie samo w kolejnych stadiach produkcji. W etapach wcześniejszych przyrost wynagrodzenia pracowników jest większy niż w etapach późniejszych. Najwyższy wzrost cen w najdłuższym od konsumpcji oddalonych etapach pośrednich powoduje, pomimo wzrostu kosztów, że rośnie także, w stosunku do innych etapów, wielkość zysku, która podtrzymuje optymizm przedsiębiorców i ekspansję kredytową. Projekty inwestycyjne dalej są realizowane, a czasowa struktura produkcji jest wydłużana. W tym okresie rentowność stadiów znajdujących się bliżej konsumpcji, pomimo rosnących cen wyrobów, spada i zbliża się do wysokości stopy procentowej.

Ekspansja inwestycyjna, poprzez wzrost zatrudnienia pracy i zasobów naturalnych, prowadzi do rosnących dochodów właścicieli pierwotnych czynników produkcji. Muszą oni podjąć decyzję, jak wydać te dodatkowe pieniądze. Sztuczne obniżenie bankowej stopy procentowej nie spowodowało zmiany struktury konsumpcja/oszczędności wśród ludzi. Dlatego nowe dochody wydawane są według niezmiennego zwyczaju. Prowadzi to do wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz w konsekwencji do wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych. Na tym etapie cyklu, czyli w okresie *boomu*, tempo tej wzrostu jest większe od tempa wzrostu cen czynników pierwotnych⁴⁷. Jest to spowodowane, oprócz wzrostu dochodów, dwoma dodatko-

⁴⁷ R. W. Garrison, *Time and Money...*, *op. cit.*

wymi czynnikami: 1) wzrost popytu konsumpcyjnego jest dodatkiem do wcześniejszego niewielkiego wzrostu cen dóbr najbliższej konsumenta. Ten wzrost cen wynika z mniejszego tempa produkcji na końcu pionowej struktury wytwarzania, która jest wynikiem przemieszczania się pracy i ziemi do bardziej oddalonych etapów produkcji z etapów wytwarzania dóbr konsumpcyjnych. Jest to jedna z form tzw. wymuszonych oszczędności, czyli wywołane wzrostem cen ograniczenie spożycia i przesunięcie zasobów realnych do produkcji⁴⁸. Zachodzi więc proces redystrybucji, który zmienia poziom dobrowolnych oszczędności; 2) przedsiębiorstwa na odleglejszych etapach wytwarzania osiągają znaczne, ale sztuczne zyski. Wynika to z uwzględniania w przychodach bieżących cen, natomiast historycznych kosztów. Złudzenie świetnej sytuacji ekonomicznej powoduje, że przedsiębiorcy zaczynają wydawać część swoich zysków księgowych na dobra konsumpcyjne⁴⁹.

Gospodarka jest obecnie w fazie *boomu*. Firmy inwestują pieniądze na dużą skalę, wydłużając czasowy proces produkcji. Właściciele czynników produkcji otrzymują coraz większy dochód. Ceny konsumpcji rosną szybciej niż wyrobów mniej przetworzonych. Ta różnica w dynamice cen powoduje, że przedsiębiorstwa z etapów najbliższych konsumpcji osiągają coraz większe zyski księgowe. Zyski wzrastają również względnie w porównaniu do zysków firm na początkowych etapach. Wynika to z tego, że w branżach daleko od konsumpcji ceny dóbr pośrednich zmieniają się już nieznacznie, zaś dynamika kosztów na każdym etapie pozostaje podobna. Wszystko to sprawia, że podmioty szukające największych zysków muszą na nowo przeanalizować swoje inwestycje. *Boom* zmierza do końca.

6. Fazy kryzysu i depresji

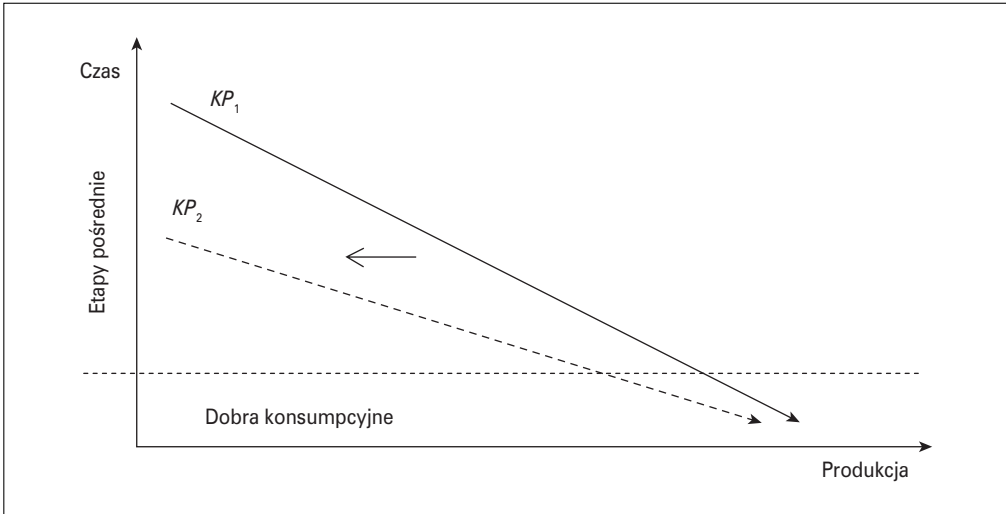
Wzrastająca rentowność przedsiębiorstw wytwarzających bliżej konsumenta w porównaniu do tych z dalszych etapów prowadzi wielu przedsiębiorców do zmiany swojej decyzji inwestycyjnej i przesunięcia kapitału do realizacji projektów gospodarczych, które mają krótszy okres produkcji dóbr niższego rzędu. Oznacza to, że dochodzi do zmiany czasowej struktury produkcji. Czynniki produkcji z dalszych etapów zaczynają wracać do etapów bliższych konsumenta. Powoli rozpoczyna się formowanie kryzysu, który ma za zadanie przywrócić poprzednią strukturę konsumpcja/oszczędności. *Nie ma już nic, co by dowodziło, że adresaci dochodów zwiększą odsetek oszczędności. Wynika więc z tego, że w miarę jak nowy pieniądź staje się dochodem, musimy spodziewać się wzmocnienia popytu nie na dobra*

⁴⁸ M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 177–179.

⁴⁹ J. Huerta de Soto, *Pieniądz...*, *op. cit.*, s. 276–278.

kapitałowe, lecz na dobra dochodowe. Stary stosunek popytu na dobra dochodowe i popytu na dobra kapitałowe musi być ponownie ustalony⁵⁰.

Rysunek 4. Zmiana struktury produkcji w fazie kryzysu



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*

Przywrócenie poprzedniej konsumpcji w ujęciu względnym oznacza jej wzrost w porównaniu do poziomu, jaki występował w sytuacji tzw. wymuszonych oszczędności. Zmianę struktury produkcji przedstawia rysunek 4. Krzywa produkcji KP_1 zostaje spłaszczona i obniżona. Oznacza to, że gospodarka dąży do likwidacji najdalszych etapów wytwarzania oraz zmniejszenia produkcji na etapach, które są bliżej konsumpcji. Wyjątkiem jest produkcja dóbr detalicznych. Tutaj przedsiębiorcy dążą do większego tempa ich produkcji. W gospodarce coraz bardziej zaczynają być widoczne narastające problemy, które dotyczą przede wszystkim producentów na początku czasowej struktury wytwarzania⁵¹.

Przemieszczanie się kapitału do niższych etapów wytwórczych, związane z wyższą marżą zysku, wzmacniane jest zmianami w kosztach produkcji, które dotyczą płac realnych. Obserwowany jest tzw. efekt Ricardo⁵². Szybciej rosnące ceny konsumpcyjne niż płace nominalne, powodują spadek płac realnych. Dla firm praca ludzi staje się względnie tańsza niż zakup i wykorzystywanie dóbr kapitałowych. Dążą więc one, zgodnie z efektem substytucji czynników produkcji, do zastępowania maszyn i urządzeń technicznych, tam gdzie to jest możliwe, pracow-

⁵⁰ L. Robbins, *The Great Depression*, Macmillan, London 1934, s. 38.

⁵¹ J. H. Tempelman, *Austrian Business...*, *op. cit.*

⁵² Zob. D. Ricardo, *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957.

nikami⁵³. Taka zamiana prowadzi do pogłębienia spadku popytu na dobra kapitałowe i zmniejszenia zysków firm prowadzących działalność na etapach najdalszych od konsumpcji. Wzmocnia to przekonanie tych przedsiębiorstw, które dotychczas wytwarzały w początkowych fazach produkcji i zdecydowały się je opuścić, że ich działania, podjęte w celu skracania i zmniejszania produkcji dóbr pośrednich, są słuszne i należy je kontynuować. Jednak wiele firm walczy o dokończenie inwestycji. Wynika to z poniesienia już dużych kosztów na realizowane projekty gospodarcze oraz obserwacji rosnących cen finalnych dóbr konsumpcyjnych. Daje to producentom nadzieję na zyskowne zakończenie rozpoczętych projektów. Dlatego zwracają się do banków o dodatkowe kredyty inwestycyjne⁵⁴. Rosnący popyt na kredyty, ograniczona ich podaż oraz inflacja sprawiają, że tuż przed załamaniem się produkcji dóbr wyższego rzędu wzrasta stopa procentowa. Rośnie ona do poziomu wyższego niż wynosiła przed obniżką banku centralnego⁵⁵.

Wszystkie wymienione przyczyny sprawiają, że po pewnym czasie w firmach, będących na etapie produkcji najdalej odległych od konsumpcji, pojawiają się straty księgowe. *Zestawienie tych strat ze względnyimi zyskami osiąganymi na etapach najbliższych konsumpcji wskazuje ponad wszelką wątpliwość, że przedsiębiorcy popełnili poważne błędy i trzeba je szybko skorygować wstrzymując, a następnie likwidując nierozważnie zainicjowane projekty inwestycyjne ...*⁵⁶. Przedsiębiorcy uświadamiają sobie ogrom popełnianych błędów, które wynikają z braku międzyokresowej koordynacji związanej z dobrowolnymi oszczędnościami i inwestycjami. Konieczne staje się przywrócenie poprzedniej czasowej struktury produkcji poprzez likwidację nierentownych inwestycji i przeniesienie kapitału bliżej konsumenta. W tym momencie kryzys przechodzi w najbardziej „krwawą” część cyklu. Następuje załamanie produkcji w gospodarce⁵⁷.

Ostatnią fazą cyklu jest depresja. Jest to okres zdrowienia gospodarki, a więc powrotu stopy procentowej i struktury gospodarki do dobrowolnych społecznych preferencji czasowych. *Okres depresji jest więc koniecznym okresem zdrowienia gospodarki; w jego trakcie złe inwestycje ulegają likwidacji, a przedsiębiorcy, którzy popełnili błąd, opuszczają rynek – jest to czas powrotu „suwerenności konsumenta” i wolnego rynku, aby gospodarka znowu mogła maksymalnie służyć każdemu jej uczestnikowi. Okres depresji kończy się, gdy powraca wolnorynkowa równowaga i wyeliminowane zostaje zakłócenie wywołane ekspansją kredytową*⁵⁸.

⁵³ F. A. von Hayek, „Profits...”, *op. cit.*, s. 9–28.

⁵⁴ F. A. von Hayek, „Prices...”, *op. cit.*, s. 63–78.

⁵⁵ J. Huerta de Soto, „Pieniądz...”, *op. cit.*, s. 281–283.

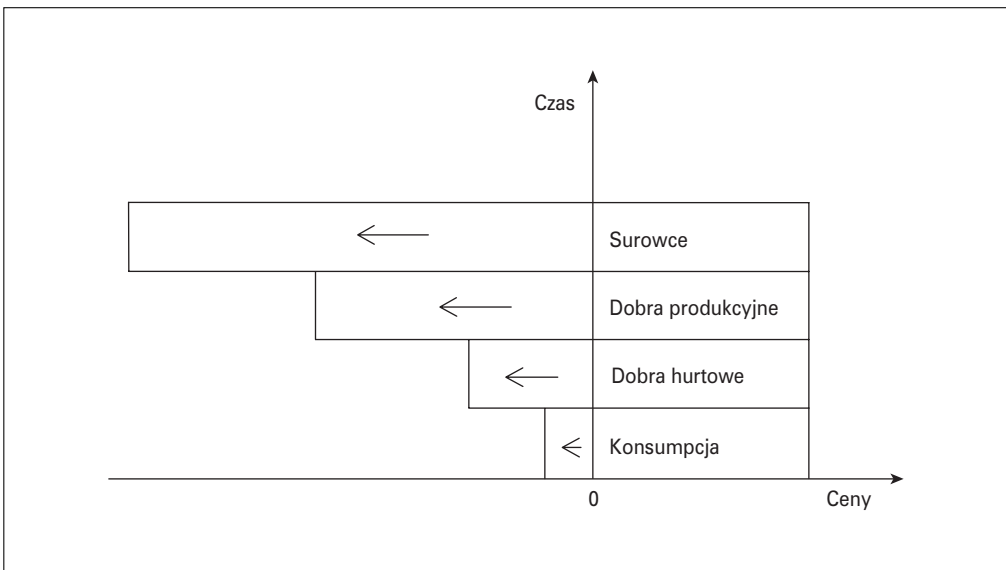
⁵⁶ *Ibidem*, s. 284.

⁵⁷ Zob. W. N. Butos, „The Recession an Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective”, *„Critical Review”*, Vol. 7, Nr 2–3/1993.

⁵⁸ M. N. Rothbard, „Ekonomia...”, *op. cit.*, s. 410–411.

Powstaje zasadnicze pytanie, dlaczego wyższe dochody uzyskiwane przez właścicieli czynników pierwotnych nie są wydawane na zakup wszystkich wytworzonych produktów i usług, tylko dochodzi do załamania gospodarczego? Gdyby problemem były tylko kwestie pieniężne inflacja przywróciłaby równowagę⁵⁹. Sprawą nadrzędną są jednak czasowe preferencje ludzi. Chcą oni dzisiaj konsumować taką ilość dóbr, która wynika z naturalnych potrzeb czasowych. Jednak sztucznie pobudzone inwestycje przedsiębiorstw powodują, że produkcja tych dóbr została wydłużona i właśnie trwa. *Ludzie nie mogą czekać!*⁶⁰. Brak koordynacji w czasie konsumpcji i produkcji jest odpowiedzialny za bankructwa przedsiębiorstw i pogorszenie dobrobytu.

Rysunek 5. Zmiany cen w fazie kryzysu (w %)

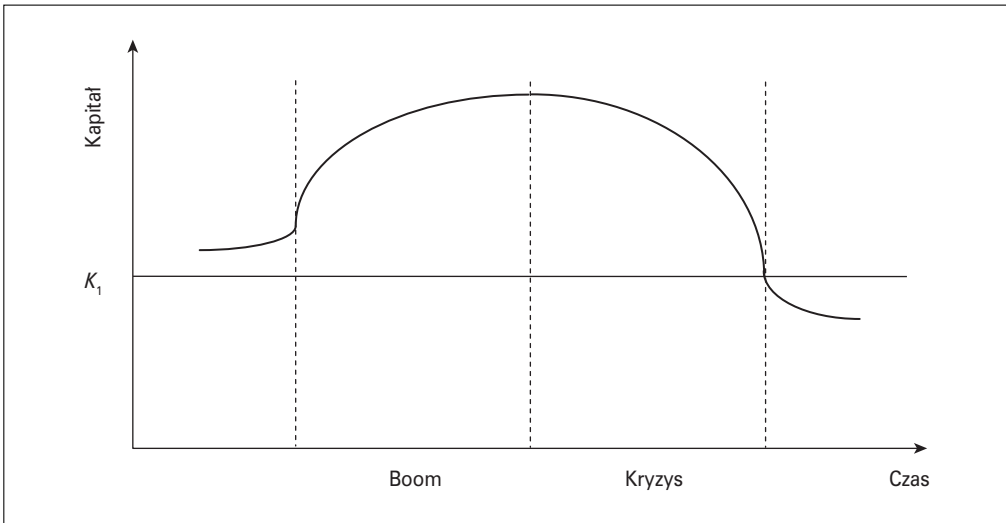


Źródło: opracowanie własne.

W spadkowej części cyklu koniunkturalnego zmiany cen dóbr różnie oddalonych od konsumpcji przebiegają w różnym tempie (por. rysunek 5). Największe absolutne i względne spadki osiągają ceny surowców, zaś najmniejsze zmiany dotyczą cen konsumpcji. Poziom cen dóbr detalicznych, w ujęciu absolutnym, może spadać, jak i wzrastać. Jest to uzależnione od tempa wcześniejszego przyrostu i ewentualnego późniejszego kurczenia się podaży pieniądza.

⁵⁹ Zob. M. Friedman, *Rola polityki pieniężnej*, PWE, Warszawa 1975.

⁶⁰ M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*, s. 334.

Rysunek 6. Zmiana kapitału w cyklu koniunkturalnym

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Skousen, *Struktura produkcji...*, *op. cit.*

Cykl koniunkturalny wywołany ekspansją pieniądza fiducjarnego pociąga za sobą duże zmiany w poziomie kapitału – czynniku, który w najwyższym stopniu decyduje o poziomie życia ludzi⁶¹. Rysunek 6 pokazuje, że po zakończeniu cyklu kapitał jest mniejszy niż przed jego rozpoczęciem. Przyczyną tego jest bezpowrotna fizyczna utrata specyficznych jednostek kapitału, np. maszyn, których nie można przenieść do innego typu produkcji, oraz wyższa stopa procentowa⁶².

7. Polityka gospodarcza a cykl koniunkturalny

*Inflacja i ekspansja kredytowa cieszą się dużą popularnością. Wciąż ponawia się wysiłki, by zapewnić ludziom bogactwo za pomocą ekspansji kredytowej, co powoduje cykliczne wahania koniunktury. Popularność tych metod ma swoje odzwierciedlenie w mowie potocznej. Boom określa dobrą koniunkturę, prosperity, wzrost. Jego nieuchronne następstwo, czyli dostosowanie warunków do realnych danych rynkowych, nazywa się kryzysem, załamaniem, złą koniunkturą, depresją. Ludzie nie chcą przyjąć do wiadomości, że czynnikiem wprowadzającym zakłócenie są chybione inwestycje z okresu boomu i że sztucznie wywołany boom musi skończyć się załamaniem. Chcieliby znaleźć cudowny środek, by mógł trwać wiecznie*⁶³.

⁶¹ L. von Mises, *Kluczowa rola oszczędzania oraz dóbr kapitałowych* [www.mises.pl].

⁶² M. N. Rothbard, *Ekonomia...*, *op. cit.*, s. 414–415.

⁶³ L. von Mises, *Ludzkie...*, *op. cit.*, s. 487.

Według Misesa i szkoły austriackiej państwo nie dysponuje takim cudownym środkiem, po użyciu którego gospodarka mogłaby się rozwijać w długim okresie bez żadnych zakłóceń. Politycy gospodarczy zawsze szukali narzędzi, którymi byłiby w stanie łatwo sterować koniunkturą i procesami w gospodarce. Dla większości szkół w ekonomii taką rolę odgrywa polityka pieniężna i fiskalna.

Obecnie w teorii głównego nurtu i praktyce banków centralnych dominuje pogląd monetarystyczny, w którym celem polityki monetarnej powinno być głównie utrzymanie niskiej inflacji, także krótkookresowe „wspomaganie” gospodarki. Na przykład celem ogólnym NBP jest: *utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej Rządu, o ile nie ogranicza to podstawowego celu NBP*⁶⁴. Skutki prowadzenia polityki ekspansywnej dla pobudzenia wzrostu gospodarczego i zmniejszenia bezrobocia zostały tu opisane. Szkoła austriacka oczywiście odrzuca to bardzo keynesowskie podejście, jako szkodliwe dla społeczeństwa w długim okresie.

Austriacy nie zgadzają się też na dzisiaj dominujący cel banku centralnego, a więc niską inflację. Przykładowo w Polsce NBP tak zdefiniował ją: *celem polityki pieniężnej po 2003 r. jest ustabilizowanie stopy inflacji na poziomie 2,5%, z dopuszczalnym przedziałem wahań +/- 1 punkt procentowy*⁶⁵. Wskazują na wiele negatywnych jej efektów dla ludzi, przede wszystkim redystrybucję dochodów⁶⁶. Podkreślają efekt Cantillona, a więc znaczenie miejsca wprowadzenia pieniądza do obiegu⁶⁷. Ponadto utrzymanie niskiej inflacji oznacza wzrost podaży pieniądza w gospodarce. Ekonomisci austriaccy uważają to za działanie podobne do obniżenia stopy procentowej. Wzrastająca ilość pieniądza kierowana jest głównie do produkcyjnej części systemu gospodarczego. Następuje więc proces wydłużania i poszerzania struktury produkcji, któremu nie towarzyszą dobrowolne oszczędności. Po pewnym czasie kryzys jest nieunikniony. Różnicą jest tylko dłuższy i dynamiczniejszy okres ekspansji gospodarczej oraz głębszy lub dłuższy kryzys, który może być połączony z wysoką inflacją⁶⁸. Przykładem jest kryzys lat 70. XX wieku. Dlatego, według ekonomistów szkoły austriackiej, jedyną odpowiednią polityką pieniężną jest bankowość oparta na stuprocentowej rezerwie oraz utrzymywanie stałej ilości pieniądza. Kruszcem, którego ilość przyrasta w gospodarce bardzo powoli, jest złoto. Dlatego pieniądz powinien być oparty na standardzie złota⁶⁹. Taka polityka wiązałaby się z deflacją, co sprzyjałoby konsumentom.

⁶⁴ Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1997, Nr 140.

⁶⁵ Strategia polityki pieniężnej po 2003 r., NBP, Warszawa 2003.

⁶⁶ Zob. H. Hazlitt, *Inflacja. Wróg publiczny nr 1*, Fijorr Publishing, Warszawa 2007.

⁶⁷ M. Blaug, *Teoria ekonomii...*, *op. cit.*, s. 43–44.

⁶⁸ Zob. E. Drabowski, *Wpływ pieniądza na gospodarkę w teoriach keynesizmu i monetaryzmu*, Warszawa 1987.

⁶⁹ Zob. *Austriacy o standardzie złota*, red. L. Rockwell, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2011.

Polityka fiskalna zajmuje szczególne miejsce w praktyce opartej na teorii Keynesa⁷⁰. Najsilniej wykorzystywana jest w okresach kryzysu gospodarczego. Polega na zwiększaniu popytu globalnego poprzez wydatki publiczne. Dla szkoły austriackiej taka polityka jest niezrozumieniem problemów cyklu koniunkturalnego, które wynikają ze zmian w pionowej strukturze produkcji. Kłopoty w gospodarce dotyczą głównie gałęzi wytwarzających najdalej od konsumpcji, a nie najbliższej. Dlatego pobudzanie popytu poprawi sytuację branż najbliższej konsumpcji, która i tak jest najlepsza, ale znacząco pogorszy sytuację branż wytwarzających dobra kapitałowe. Będzie to bardzo bolesne dla społeczeństwa, gdyż jest tam zatrudnionych najwięcej pracowników. Sztuczne zwiększenie rentowności produkcji konsumpcyjnej znacząco przyspiesza skracanie się struktury produkcji, pogarszając jeszcze bardziej położenie przedsiębiorców i pracowników. Austriacy uważają, że polityka fiskalna powinna być bierna i bardzo ograniczona. Szczególnie w okresie kryzysu.

Dla Misesa i następców najlepszą polityką gospodarczą państwa jest polityka nakierowana na wolny rynek i oszczędności. Zalet wolnego rynku, które od czasów Smitha omawia ekonomia, jest wiele. Jedną z nich jest możliwość rozwinięcia się w pełni przedsiębiorczości ludzkiej, która dostosowuje produkcję, także w czasie, do popytu. Przedsiębiorczość zamienia również oszczędności w inwestycje. Działanie państwa powinno być ukierunkowane na powiększanie oszczędności, gdyż są one niezbędnym warunkiem tworzenia kapitału, a później wzrostu dobrobytu, bez okresów załamań koniunktury. Państwo ma wiele instrumentów, którymi może zachęcać do oszczędzania: 1) wprowadzenie niskich i proporcjonalnych podatków dochodowych; 2) likwidacja podatków od oszczędności i dochodów kapitałowych; 3) likwidacja administracyjnych barier handlu i produkcji; 4) minimalizacja wydatków socjalnych; 5) posiadanie małej administracji.

Propozycje Robbinsa odnośnie do polityki gospodarczej, które dotyczyły Wielkiego Kryzysu, są aktualne również dzisiaj. Jego główne zalecenia są następujące⁷¹:

- 1) zachęcanie firm do odzyskania wiary w inwestowanie;
- 2) wprowadzenie międzynarodowego standardu złota;
- 3) likwidacja elementów ograniczających handel;
- 4) likwidacja sztywności cen i płac oraz uelastycznienie rynku pracy;
- 5) tworzenie rozwiązań nakierowanych na konkurencję przedsiębiorstw;
- 6) unikanie protekcjonizmu.

⁷⁰ Zob. A. Wojtyna, *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

⁷¹ L. Robbins, *The Great...*, *op. cit.*, s. 125–159.

8. Podsumowanie

Podstawą teorii cyklu koniunkturalnego szkoły austriackiej jest teoria kapitału Böhm-Bawerka. Jest ona oparta na czasowej strukturze produkcji. Oznacza to, że wyprodukowanie każdego dobra wymaga odpowiedniej ilości czasu, w zależności od stopnia skomplikowania dobra. Do produkcji wykorzystywane są dobra kapitałowe, czyli wszystkie dobra pośrednie. Natomiast kapitał to ich rynkowa wartość.

Według ekonomistów austriackich za występowanie wahań cyklicznych w gospodarce odpowiada ekspansywna polityka pieniężna oraz system bankowości oparty na pieniądzu fiducyjnym i rezerwie częstkowej. Przedstawiona w niniejszym opracowaniu teoria stoi w opozycji do teorii cyklów głównego nurtu w ekonomii i teorii keynesowskich. Zupełnie różne są również zalecenia dla polityki gospodarczej, szczególnie w okresie kryzysu. Na zakończenie warto zadać sobie pytanie: dlaczego austriackie zalecenia bardzo rzadko, albo prawie w ogóle, są wykorzystywane w praktycznej polityce gospodarczej, szczególnie fiskalnej? Wydaje się, że największym problemem jest polityka *sensu stricte*. Politycy, myśląc tylko o swojej władzy, prowadzą ekspansywną politykę fiskalną, aby uzyskać przychylność ludzi w czasie wyborów. Natomiast trwały wzrost dobrobytu opiera się na działaniach przedsiębiorców w warunkach wolnego rynku oraz oszczędnościach społeczeństwa.

9. Bibliografia

1. Alesina A., Roubini N., Cohen G., *Political Cycles and the Macroeconomy*, MIT Press, 1997.
2. *Austriacy o standardzie złota*, red. L. Rockwell, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2011.
3. Barczyk R., Kąsek L., Lubiński M., Marczewski K., *Nowe oblicza cyklu koniunkturalnego*, PWE, Warszawa 2006.
4. Bartkowiak R., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003.
5. Begg D., Fischer S., Dornbusch R., *Makroekonomia*, PWE, Warszawa 2003.
6. Blaug M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
7. Böhm-Bawerk E. von, *The Positive Theory of Capital*, London 1891.
8. Butos W. N., *The Recession an Austrian Business Cycle Theory: An Empirical Perspective*, „Critical Review”, Vol. 7, Nr 2–3/1993.
9. Cameron R., Neal L., *Historia gospodarcza świata*, Książka i Wiedza, Warszawa 2004.
10. Clark J. B., *The Distribution of Wealth*, New York 1956 (pierwsze wyd. 1899).

11. Drabowski E., Wpływ pieniądza na gospodarkę w teoriach keynesizmu i monetaryzmu, Warszawa 1987.
12. Endres A. M., Austrian Capital and Interest Theory: Wieser's Contribution and the Menger Tradition, „Review of Austrian Economics”, Vol. 5, No. 1/1991.
13. Estey J. A., Cykle koniunkturalne, PWG, Warszawa 1959.
14. Friedman M., Rola polityki pieniężnej, PWE, Warszawa 1975.
15. Friedman M., Schwartz A., A monetary history of the United States 1867–1960, Princeton University Press, Princeton 1963.
16. Garrison R. W., Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure, London–New York 2001.
17. Grabowski C., Współczesne teorie procentu, PWE, Warszawa 1966.
18. Hayek F. A. von, Prices and Production, New York 1967 (pierwsze wyd. 1931).
19. Hayek F. A. von, „Profits, Interest and Investment” and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations, Clifton 1975 (pierwsze wyd. 1939).
20. Hazlitt H., Inflacja. Wróg publiczny nr 1, Fijorr Publishing, Warszawa 2007.
21. Huerta de Soto J., Pieniądz, kredyt bankowy i cykle koniunkturalne, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2009.
22. Huerta de Soto J., Szkoła austriacka. Ład rynkowy, wolna wymiana i przedsiębiorczość, Fijorr Publishing, Warszawa 2010.
23. Kalecki M., Prace z teorii koniunktury 1933–1939, PWN, Warszawa 1962.
24. Kalecki M., Political aspects of full employment, „Political Quarterly”, No. 14 (1943).
25. Keynes J. M., Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, PWN, Warszawa 1985.
26. Knight F. H., Capital, Time and the Interest Rate, „Economica”, Nr 1/1934.
27. Landreth H., Colander D. C., Historia myśli ekonomicznej, PWN, Warszawa 1998.
28. Lucas R. E., Models of Business Cycles, Basil Blackwell, Oxford 1987.
29. Menger C., Principles of Economics, New York 1981.
30. Mikosik S., Teoria rozwoju gospodarczego Josepha A. Schumpetera, PWN, Warszawa 1993.
31. Mills F. C., Price-Quantity Interactions in Business Cycles, NBER, New York 1946.
32. Mises L. von, Ekonomia i polityka, Fijorr Publishing, Warszawa 2006.
33. Mises L. von, Kluczowa rola oszczędzania oraz dóbr kapitałowych [www.mises.pl].
34. Mises L. von, Ludzkie działanie. Traktat o ekonomii, Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa 2007.
35. Mises L. von, The Theory of Money and Credit, London 1934.
36. Montgomery M., Austrian Persistence? Capital-Based Business Cycle Theory and the Dynamics of Investment Spending, „Review of Austrian Economics”, Vol. 19, No. 1/2006.

37. Ricardo D., *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957.
38. Robbins L., *The Great Depression*, Macmillan, London 1934.
39. Rothbard M. N., *Ekonomia wolnego rynku*, t. 3, Fijorr Publishing, Warszawa 2008.
40. Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960.
41. Skousen M., *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*, Fijorr Publishing, Warszawa 2011.
42. Snowdon B., Vane H., Wynarczyk P., *Współczesne nurty teorii makroekonomii*, PWN, Warszawa 1998.
43. *Strategia polityki pieniężnej po 2003 r.*, NBP, Warszawa 2003.
44. Tempelman J. H., *Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of Mainstream Economist*, „Quarterly Journal of Austrian Economics”, Vol. 13, No. 1/2010.
45. Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. 1997, Nr 140.
46. Wicksell K., *Interest and Prices*, Macmillan, London 1936.
47. Wojtyna A., *Ewolucja keynesizmu a główny nurt ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

Specyfika ekonomii i jej odbiór społeczny

1. Wprowadzenie

Nauki bezpośrednio dotyczące życia każdego człowieka, o których dowolne sądy można głosić w nienaukowych dyskusjach, borykają się z problemem ich niewłaściwego upowszechnienia. Zrozumiałe jest, że prawa fizyki odnoszą się do świata naszego doświadczenia tak, jak np. prawa ekonomii, lecz o tych pierwszych nie rozmawiają zazwyczaj laicy, gdyż ze względu na przedmiot zainteresowania fizyki oraz szerokie zastosowanie metody matematycznej nie znajduje się ona w polu zainteresowań m.in. polityków. Inaczej sytuacja przedstawia się w przypadku ekonomii, będącej obiektem krytyki szeroko rozumianego społeczeństwa, składającego się z przedstawicieli różnych zawodów. Niemal każdy uważa się za osobę o wystarczających kompetencjach pozwalających na ocenę dokonań ekonomistów, nie mając pojęcia o aktualnym stanie wiedzy, a także innych aspektach uniemożliwiających uzasadnione krytykowanie ekonomii jako nauki.

Celem niniejszego opracowania jest poruszenie problemu wizerunku ekonomii tworzonej przez różne szkoły i podejścia badawcze, na tle innych nauk (z uwzględnieniem jej specyfiki wewnętrznej), której odbiór społeczny, w opinii autorki, stoi w sprzeczności z rzeczywistym obrazem tej dyscypliny (istnienie rzeczywistego obrazu można potraktować z punktu widzenia epistemologii jako wątpliwe, jednak z poznawczego i praktycznego punktu widzenia przyjęto założenie, że istnieje, gdyż celem naukowego poznania jest zbliżenie się do prawdy o świecie, co z góry zakłada jej istnienie). Można bagatelizować to, w jaki sposób postrzegana jest ekonomia przez ludzi nie będących ekonomistami, lecz postawa taka nie zmieni faktu, że negowana jest „naukowość” ekonomii, a każda działalność naukowa jest pewnego rodzaju misją wobec społeczeństwa finansującego badania, zatem obowiązkiem uczonych staje się wyjaśnienie, skąd się biorą negatywne opinie o ekonomii.

Powyższy obowiązek wynika przede wszystkim z rosnącej roli Internetu jako źródła zdobywania „wiedzy o świecie”, która nie zawsze przekazywana jest przez kompetentne osoby i właściwie każdy może zostać autorytetem w dowolnej dziedzinie, jeśli tylko potrafi w barwny sposób zaistnieć w zbiorowej świadomości. Internet to doskonałe „miejsce” do tworzenia wszelkiego rodzaju „pseudonauki”,

szerzącej zabobony na skalę niespotykaną dotąd w historii. Słowa M. W. Grabskiego stały się inspiracją do stworzenia niniejszej pracy: *Od czasów oświecenia spodziewamy się, że rozwój powszechnej edukacji doprowadzi do wzrostu mądrości społeczeństw, dzięki czemu nastąpi w nich zastępowanie mitów wiedzą naukową. Jednak, ku naszemu zdumieniu, mamy dzisiaj do czynienia z procesem odwrotnym: rozwój cywilizacyjny połączony z kulturą masową oraz inwazją mass mediów i coraz powszechniejszym dostępem do Internetu powoduje, że populacja ludzi nierozumiejących lub oglupionych rośnie szybciej niż tych rozumnych, a więc działa tutaj prawo Kopernika – Greshama mówiące, że zła moneta wypiera monetę dobrą*¹.

2. Krytyka ekonomii

2.1. Ekonofizyka

Ekonomia znalazła krytyków zarówno wśród naukowców z innych dyscyplin, jak i wśród ludzi nie zajmujących się nauką zawodowo. Pierwsza grupa to przedstawiciele nauk przyrodniczych, np. fizycy, co jest zrozumiałe ze względu na inspirację przedstawicieli rewolucji marginalistycznej fizyką klasyczną. Jednak ciekawym zjawiskiem jest pojawienie się nowej dyscypliny łączącej fizykę i ekonomię, funkcjonującej pod nazwą „ekonofizyka”, zatem pominiemy krytykę ekonomii z punktu widzenia nauk przyrodniczych, nakreślając tylko obszar zainteresowań „ekonofizyki”.

Motywy skłaniające fizyków do stosowania narzędzi badawczych przynależnych tej nauce w analizowaniu zjawisk ekonomicznych są zapewne różne, ale jeden z interesujących podsuwa negatywnie oceniony już Internet za pośrednictwem forum, gdzie jeden z absolwentów „królowej nauk przyrodniczych” zastanawia się nad swoim dalszym losem, konsultując się z kolegami – fizykami: *Witam wszystkich. Mam nadzieję że to dobre miejsce na zadanie tego pytania. Właśnie zostałem szczęśliwym i bezrobotnym absolwentem fizyki:). Szukam swojego miejsca na świecie. No i chciałbym zadać Wam pytanie z tematu. Jedna z odpowiedzi brzmi: ekonofizyka to świetne połączenie! Jestem absolwentka tegoż kierunku & niczego nie żałuję ! dyplom zrobiłam – jako pierwszy – z fizyki, później zawsze można podpiąć ekonomię...:)*².

Można zarzucić tu złośliwość ze względu na zachowanie oryginalnej pisowni autorów wypowiedzi, jednak stanowi ona odpowiednie tło dla istoty problemu,

¹ K. Korab (red.), Pseudonauka. Choroba, magia czy biznes?, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2011, s. 12.

² <http://www.goldenline.pl/forum/1751891/jak-po-fizyce-zrobic-kariere-w-ekonomii>

którym jest stosowanie metod badawczych innych nauk przez analogię w ekonomii. Ekonomia jest nauką i nie może być „podpinana” pod inne, gdy jedynym motywem jest poszukiwanie intratnego zajęcia, a nie dążenie do odkrycia prawdy o zjawiskach ekonomicznych. *Zatem, czym zajmuje się ekonofizyka? Jest to nowy, wschodzący dział nauk fizycznych, w którym stosuje się koncepcje, teorie, modele, metody i metodologię wypracowane w fizyce – a zwłaszcza w fizyce statystycznej, fizyce materii skondensowanej i w fizyce chaosu – do opisu zjawisk ekonomicznych zarówno w mikroskali (mikroekonomia), jak i makroskali (makroekonomia) ... Na tej właśnie drodze, dzięki wykorzystaniu analogii do zjawisk fizycznych uzyskano pogłębioną analizę ilościową powszechnie spotykanych zjawisk ekonomicznych i finansowych, łącznie z możliwością przewidywania nadchodzących krachów finansowych na giełdach, co od dawna było największym wyzwaniem dla ekonomistów i analityków finansowych*³. Pojawia się pytanie o to, czy właściwe jest stosowanie tej samej metody badawczej do analizy zjawisk o różnej naturze? Ekonomia należy do grona nauk empirycznych, jest jednak także nauką społeczną, w przeciwieństwie do fizyki, co uniemożliwia bezkrytyczne przenoszenie na zasadzie analogii metod fizyki na grunt ekonomii. Wystarczy sięgnąć do logiki, aby zobrazować rozbieżność między zjawiskami fizycznymi a ekonomicznymi, gdyż nie istnieje żaden nierozzerwalny związek (jak np. pomiędzy polem kwadratu a jego bokiem) pomiędzy znakiem sztucznym (zdaniem) a przedmiotami poznawanymi przy jego pomocy⁴.

Oznacza to również, że struktura wewnętrzna zdania nie musi odpowiadać strukturze przedmiotu poznawanego za pomocą tego zdania, wobec czego struktura zdań opisujących zjawiska fizyczne nie musi odpowiadać strukturze zjawisk ekonomicznych. Inne źródła podkreślają przedawnienie myślenia o fizyce jako nauce badającej jedynie materię nieożywioną: *Ostatnie lata poprzedniego stulecia pokazały jednak, że ograniczenie obszaru zainteresowań fizyki do przyrody nieożywionej jest nieuzasadnionym reliktem dawnych lat. Pojawiła się biofizyka, fizyka statystyczna objęła swym zakresem badanie dynamiki populacji bakterii, wirusów czy lisów i zajęcy. Okazało się, że współcześni fizycy są dobrze przygotowani do badania zjawisk, które nie wchodzą w zakres ortodoksyjnie rozumianej fizyki*⁵. Nie sposób podważać wagę dokonań fizyków w wymienionych dziedzinach, co niestety nie gwarantuje podobnych efektów w badaniu ludzkiej sfery życia, jaką jest gospodarowanie. Człowiek zasadniczo różni się od bakterii, wirusów i lisów.

Twory takie, jak ekonofizyka z pewnością nie służą ekonomii, która pomimo ułomności metodologicznych jest nauką w pełni tego słowa znaczeniu (przyjmu-

³ <http://ekonofizyka.ift.uni.wroc.pl/opis.php>

⁴ Z. Kraszewski, Logika, nauka rozumowania, PIW, Warszawa 1975, s. 31.

⁵ <http://prac.us.edu.pl/~ekonofiz/index.php/ekonofizyka/2-czym-jest-ekonofizyka>

jąc ogólną definicję nauki jako przewidywanie przyszłych zjawisk na podstawie znajomości powtarzających się szczegółów⁶) i najprawdopodobniej nie wymaga bezpośredniego „kopiowania” metody z nauki tak odległej, jaką jest fizyka. Owo „podpinanie” się do ekonomii świadczy o tym, że nauka ta ma „problem” swojej tożsamości, ponieważ trudno wyobrazić sobie np. „podpięcie się” do fizyki ekonomii i założenie, że atom jest racjonalny. Dlaczego zatem próbuje się traktować człowieka jak atom, opisując jego zachowanie tymi samymi metodami? Skoro atom nie może mieć cech ludzkich, człowiek nie może mieć cech atomu: jeżeli świadomość stanowi właściwość człowieka i nie stanowi właściwości atomu, to nieświadomość atomu nie może być jednocześnie nieświadomością człowieka. W konsekwencji nie sposób analizować zachowania atomu tak, jak gdyby był świadomy, ani badać działalności człowieka, jak gdyby nie był świadomy. Warto jednak obserwować rozwój tej młodej dyscypliny, gdyż trudno udawać, że nie istnieje.

2.2. Krytyka pozanaukowa

Druga grupa krytyków ekonomii to ludzie spoza środowiska naukowego, np. tzw. praktycy, czyli przedsiębiorcy, politycy, publicyści itd., którzy często zapraszani są do różnego rodzaju mediów w roli ekspertów. Za sprawą publicznej debaty o ekonomii, w jakiej zdają się nie brać udziału ekonomiści, doczekaliśmy się artykułu prasowego podważającego „naukowość” ekonomii (autor tekstu nie podaje definicji nauki, zatem trudno domyślić się, przez co rozumie naukę): *Czy to jest nauka? Po co nam ekonomiści, skoro nie są w stanie przewidzieć kataklizmów finansowych, takich jak obecnie? Czy musimy nagradzać ich Noblem? Obok tych pytań stawiane są zarzuty, że ekonomiści nie są nawet w pełni zrozumieć i opisać przyczyn kryzysów nękających nas w przeszłości ... Alfred Nobel nie cierpiał także ekonomistów, twierdzi jego potomek z bocznej linii dr praw Peter Nobel. Bank Szwecji, ustanawiając nagrodę, nie konsultował tej decyzji z rodziną i oparł się wyłącznie na niezbyt dokładnie sformułowanym przyzwoleniu 87-letniej Marthy Nobel, która – łagodnie mówiąc – nie w pełni zdawała sobie sprawę z konsekwencji tego, co czyni⁷.*

W warunkach wolności słowa nie jest możliwe odebranie prawa do publicznego wyrażania sądów na dowolne tematy, ale najgorsze jest zignorowanie przez ekonomistów tego typu oskarżeń. Zapomina się, że najważniejszą funkcją nauki jest najdoskonalsze z możliwych ujmowanie wszystkich postrzeganych relacji, a w celu realizacji praktycznych potrzeb teoretyczne podejście do nauki, ponieważ antycypowanie, jakiego rodzaju wiedzy będzie potrzeba, nigdy nie będzie doskonałe, można

⁶ W. Ostwald, *Filozofia nauk przyrodniczych*, Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, Poznań 2002, s. 30.

⁷ „Polityka”, Nr 46 (2833) z listopada 2011 r.

ogólnie przewidzieć przyszłe potrzeby, lecz niemożliwe jest przygotowanie się na każdy szczególny przypadek leżący na linii granicznej antycypacji⁸. Ekonomia jest nauką teoretyczną, wykrywa i opisuje zależności występujące w gospodarce, tworzy prawa, a jej ostatecznym celem jest wyjaśnienie i prognozowanie zjawisk. Inną kwestią jest skuteczność prognoz, które nigdy nie będą w stu procentach skuteczne.

Powszechnym problemem zdaje się być nierozróżnianie w ekonomii dyskusji od sporu naukowego, gdyż nierzadko zdarza się, że w publicznej debacie przeciwstawia się sądy ekonomistów poglądom polityków. Dyskusja charakteryzuje się przedstawianiem przez wiele osób poglądów, odczuć i uwag dotyczących różnych tematów, czasami odległych, są to tzw. dyskusje bez tezy, które różnią się od sporów naukowych m.in. tym, że w dyskusji bez tezy, uzasadniając własny pogląd, nie trzeba wykazywać fałszywości poglądów „przeciwników”, natomiast w sporze dąży się do obalenia tez przeciwnych⁹. Oznacza to, że celem dyskusji o tezę jest ustalenie wartości logicznej każdej z tez bronionych przez spierające się strony, zatem spór jest uzasadniony tylko wtedy, gdy tezy powiązane są jakimś związkiem logicznym¹⁰. Trudno wykazywać fałszywość poglądów polityków lub publicystów, kiedy poglądy mają zazwyczaj charakter metafizyczny, rzadko opierają się na logicznych przesłankach i nie opierają się na metodzie przyjętej w wyniku naukowej refleksji. Zdarza się także mylenie przyczyn ze skutkami, co wynika ze złożoności zjawisk gospodarczych oraz ich uwarunkowań wymagających szerokiej wiedzy z różnych dyscyplin, aby choć w pewnym stopniu zbliżyć się do ich istoty. Łączy się to również z arogancją, która pozwala wierzyć człowiekowi w to, że posiada „monopol na prawdę”, a jego adwersarz z pewnością się myli, przy czym nie bierze się pod uwagę ograniczeń poznawczych każdego człowieka z osobna; dopiero wymiana spostrzeżeń, łącznie z rezygnacją z własnych przekonań, gdy okażą się błędne, przybliży nas do prawdy o świecie.

3. Ekonomia a sejsmologia

Ciekawym punktem odniesienia do problemu prognoz w ekonomii mogą być prognozy sejsmologów, których przedmiot badań nie charakteryzuje wolna wola i związana z tym świadomość. Oczekuje się od badaczy przewidywania przede wszystkim trzęsień Ziemi, ogromnie wyniszczających, wynikających z ciągłej ewolucji i deformacji skorupy ziemskiej, a także wnętrza Ziemi. Jednak, pomimo dość

⁸ W. Ostwald, *Filozofia...*, *op. cit.*, s. 31.

⁹ Z. Kraszewski, *Logika...*, *op. cit.*, s. 190, 191.

¹⁰ *Ibidem*.

dokładnego poznania mechanizmu trzęsień Ziemi, do dzisiaj nie można stwierdzić, że prognozowanie tych zjawisk w sensie naukowym jest możliwe, przypadki nieprzewidzianych trzęsień są znacznie liczniejsze od przewidzianych¹¹. Dokładnie z tym samym problemem borykają się ekonomiści, ale sejsmologii nie odmawia się statusu nauki, podobnie jak socjologii. Jeżeli za kryterium naukowości przyjmiemy, tak jak publicyści, trafność formułowanych predykcji, to zarówno ekonomia, jak i sejsmologia nie są naukami. Niestety, świadomość społeczna (przede wszystkim „pseudospecjalistów”) istoty nauki jest znikoma, co rodzi liczne nieporozumienia w odbiorze rzeczywistości kształtowania wiedzy o świecie. Okazuje się, że istnieje konieczność publicznego poruszenia tej kwestii przez ekonomistów, którzy przecież zajmują się nauką, a nie „pseudonauką”.

Kłopoty z trafnością prognoz w ekonomii mogą wynikać z jednej podstawowej przyczyny, jaka wysuwa się na pierwszy plan przy porównaniu specyfiki badań ekonomicznych i sejsmologicznych (nie przyjmuje się tu bezkrytycznie analogii, ale jest ona użyteczna do pewnego stopnia, co będzie wyraźnie zaznaczone). O ile nauki o Ziemi dysponują dużymi możliwościami obserwacji zjawisk, dzięki rozwojowi technik pomiarowych, to nauki ekonomiczne muszą pogodzić się z brakiem takich narzędzi opierając się na badaniach statystycznych, typowych dla nauk społecznych. Procesy i zjawiska fizyczne umownie dzieli się na deterministyczne i losowe, będące jednocześnie rodzajami ograniczeń wiążącymi się z możliwościami poznania, a także kontrolowania zjawisk¹².

Wydaje się właściwe przypuszczenie, że wśród zjawisk ekonomicznych można wyróżnić:

- 1) zjawiska deterministyczne i losowe lub
- 2) tylko zjawiska deterministyczne, ale występują takie, których jeszcze nie poznano na tyle, aby opisać je za pomocą ścisłych reguł lub
- 3) tylko zjawiska losowe albo
- 4) zjawiska powyższe oraz takie, które zawierają zarówno czynniki zdeterminowane, jak i losowe albo
- 5) tylko zjawiska jednocześnie zdeterminowane i losowe.

Może się zdarzyć, jak we wszystkich procesach fizycznych, że zjawisko obecnie uznane za losowe w przyszłości okaże się zdeterminowane. Nauki o Ziemi umownie przyjęły podział pierwszy.

Ważne jest, że procesy deterministyczne umożliwiają wyznaczenie wielkości zmiennej lub zmiennych opisujących przebieg zjawiska dla każdego momentu czasu (za pomocą zależności matematycznych). Pojawia się tu problem charak-

¹¹ W. M. Zuberek, Przewidywanie geologicznych zagrożeń i katastrof naturalnych – ograniczenia i pewne możliwości, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi”, 2008, z. 2/3, s. 127.

¹² *Ibidem*, s. 123.

teru zmiennych w ekonomii, niektóre są obserwowalne i mierzalne (np. poziom wynagrodzenia itp.), a niektóre są częściowo obserwowalne i niemierzalne (np. użyteczność), dlatego też należy być ostrożnym przy wysuwaniu odważnych wniosków z wszelkiego rodzaju analogii, zatem wprowadzimy tu ograniczenie analogii do zmiennych obserwowalnych w ekonomii, tylko takie mogą być brane pod uwagę w porównaniu do sejsmologii.

Procesy i zjawiska losowe dzieli się na:

- 1) procesy punktowe – identyfikuje się tylko wystąpienie zjawiska w czasie lub przestrzeni;
- 2) szeregi czasowe – przedstawiają wartość zmiennej losowej w określonych interwałach czasu;
- 3) procesy stochastyczne – opisują przebieg zmiennej losowej w sposób ciągle lub dyskretny¹³.

Ze względu na to, że niemożliwe jest dokładne określenie dowolnej wartości procesu losowego, stosuje się narzędzia statystyki matematycznej oraz teorii prawdopodobieństwa, aby wyznaczyć odpowiednie momenty rozkładów, jak np. wartość oczekiwana, wariancje, momenty korelacyjne; jeżeli momenty rozkładu procesu nie zależą od czasu, mamy do czynienia z procesem stacjonarnym, a jeśli zmieniają się z upływem czasu, jest to proces niestacjonarny¹⁴.

Podstawowy problem w prognozowaniu ekonomicznym można sprowadzić do trudności z odróżnieniem zjawisk losowych od deterministycznych. Oczywisty jest fakt, że zastosowanie metody badawczej, właściwej dla zjawiska losowego, do zjawiska deterministycznego, i na odwrót, da nieadekwatne do rzeczywistości wyniki. Poza tym, nawet jeśli uda się ustalić, że dane zjawisko jest deterministyczne, co pozwala zastosować do opisu zależności funkcyjne lub rachunek różniczkowy ułatwiające przewidywanie, nie ma pewności co do właściwego określenia przyczyn, warunków początkowych i warunków brzegowych zmiennych w czasie (problem ten występuje także w sejsmologii). Dodatkowo należy uwzględnić kwestię odpowiednich zmiennych, które muszą być mierzalne lub co najmniej obserwowalne, co jednak nigdy nie daje całkowitej pewności (w końcu w nauce nie występuje ostateczna pewność).

W przypadku zjawisk losowych prognozy są bardziej prawdopodobne, gdy wartości procesu losowego są ze sobą skorelowane, czyli wartości przyszłe zależą od przeszłych i bieżących. Najważniejsze jest jednak właściwe zidentyfikowanie, jakie zjawisko analizujemy.

¹³ *Ibidem*, s. 125.

¹⁴ *Ibidem*.

Kolejne podobieństwo pomiędzy dwoma naukami dotyczy rozgraniczenia między prognozą a podejmowanymi decyzjami. Prognozę formułują ekonomiści/sejsmolodzy, ale decyzje podejmuje politycy, wobec czego odbiór społeczny działań naukowców jest zniekształcany przez pryzmat podejmowanych działań niezależnych od woli badaczy.

Nawet jeśli byłyby w ekonomii właściwie zdefiniowane, obserwowalne i mierzalne zmienne, a także właściwie określone rodzaje zjawisk (deterministyczne lub losowe), co pozwalałoby formułować trafne prognozy, istnieje ryzyko, że podejmujący decyzje gospodarcze agenci nie będą ich brać pod uwagę ze względów pozaekonomicznych. Poza tym nigdy predykcje nie będą absolutnie pewne, a ekonomiści nie mają wpływu na funkcjonowanie gospodarki, która składa się z milionów gospodarstw domowych i firm, tak jak sejsmolog nie ma wpływu na wystąpienie trzęsienia Ziemi, może jedynie je przewidzieć z pewnym prawdopodobieństwem z przedziału $<0,1>$. Chociaż jest możliwe w pewnym stopniu regulowanie ludzkich działań poprzez stosowanie np. podatków, żaden człowiek nie zmusi całego społeczeństwa do zachowywania się zgodnie z wytycznymi, co z resztą nie jest celem nauki.

Rzeczywisty problem ekonomii nie sprowadza się do pytania o to, czy jest ona nauką czy nie, ponieważ jest nią bez wątpienia, ale dotyczy pytania o adekwatność zmiennych do realnego świata oraz poprawność interpretowania zjawisk. Nasuwa się również pytanie o poprawność założeń leżących u podstaw ekonomii neoklasycznej, często krytykowanych wśród ekonomistów różnych nurtów. Osobnym problemem jest spór o metodę, do którego nie będzie tu nawiązania ze względu na wagę zagadnienia.

4. Podsumowanie

Homo economicus, będący modelem człowieka gospodarującego, cechującego się racjonalnością, egoizmem w dążeniu do maksymalizacji zysku i satysfakcji z konsumpcji, stanowi przedmiot ataku ze strony takich szkół, jak np. ekonomia instytucjonalna, negująca też występowanie doskonałej informacji. W krytyce tego idealnego modelu używa się argumentów dotyczących wieloaspektowości działalności ludzkiej oraz jego cech, np. empatia itd. Ekonomiści głównego nurtu nie twierdzą, że człowiek w całym swoim życiu kieruje się własnym interesem, jednak ekonomia bada tę specyficzną część życia, jaką jest gospodarowanie, więc tylko czynniki na nie wpływające interesują ekonomistę. Najprawdopodobniej człowiek podejmuje działalność zarobkową z chęci wzbogacenia się i chciałby zarabiać jak najwięcej przy jak najmniejszym koszcie i wysiłku (nie warto brać pod uwagę wyjątków, np. pracoholików), zatem działa racjonalnie (warto przeprowadzić w tym

celu badanie empiryczne, chociaż z pozoru jest trywialne). Odnosząc się do doskonałej informacji, w dobie Internetu łatwo porównywać ceny dóbr, i jeżeli tylko mamy do czynienia z konkurencją monopolistyczną konsument wybierze najkorzystniejsze rozwiązanie. Odrzucenie pozornie nieprzystających do rzeczywistości założeń nie wydaje się być tak oczywiste, jak chcieliby tego krytycy ekonomii głównego nurtu, a słynne ekonomiczne powiedzenie *There is no such Thing as a free lunch* pozostaje nadal aktualne¹⁵.

Obecny kryzys zadłużeniowy, jak każdy kryzys ekonomiczny w historii, podważa wartość pracy ekonomistów, ale też powoduje pozytywne zmiany w teorii, gdyż twórcze myślenie wiąże się z przemianami. Być może wystarczy sięgnąć do istniejących teorii, żeby dostosować je do aktualnych potrzeb, najlepszym przykładem powrotu do zapomnianych lub ignorowanych koncepcji jest zasada ludnościowa Malthusa. Względnie poprawna teoria dla okresu sprzed 1750 roku (zanim zaczęła kształtować się gospodarka rynkowa), wraz z postępem technologicznym zdezaktualizowała się, obecnie jednak znajduje zwolenników¹⁶.

Można przyjąć, za Heraklitem, że prawdą jest tylko to, iż wszystko się zmienia, zatem zmieniająca się gospodarka wymaga innych bądź zmienionych teorii do jej opisu. Nie jest też oczywiste, czy różnice w postrzeganiu i interpretowaniu faktów nie uniemożliwiają sformułowanie właściwego wyjaśnienia zjawisk, wobec czego jakaś teoria może być słuszna, lecz w inny sposób rozumiana przez badaczy różnie patrzących na gospodarkę. Stąd pluralizm metodologiczny ekonomii wyrażający się w stosowaniu modelu naturalistycznego zakładającego, że badanie zjawisk gospodarczych powinno odbywać się na wzór analizy zjawisk przyrodniczych, modelu humanistycznego traktującego odkrywanie praw ekonomicznych jako poznawanie natury człowieka lub zmodyfikowanego modelu naturalistycznego, który łądzi model naturalistyczny, ujmując aspekt humanistyczny gospodarki¹⁷. Kwestią kluczową jest jednak trzymanie się naukowej dyskusji w dochodzeniu do prawdy o gospodarowaniu, niezależnie od reprezentowanej szkoły i podejścia badawczego, aby nie tworzyć złudzenia „pseudonaukowości” ekonomii. Pluralizm metodologiczny, będący uświadomiony jedynie w środowisku ekonomistów, odpowiada za negatywny wizerunek ekonomii, gdyż stwarza złudzenie dowolności w formułowaniu sądów, które wypływają z konkretnego podejścia badawczego, jednak nie wyeksponowanego w publicznych debatach. Sposób, w jaki jest postrzegana ekonomia przez społeczeństwo, nie ma znaczenia z poznawczego punktu widzenia, ale warto zadbać o jej wizerunek, gdyż pod nieuzasadnionym atakiem

¹⁵ N. G. Mankiw, M. P. Taylor, *Economics*, Cengage Learning EMEA, China 2008, s. 4.

¹⁶ R. Bartkowiak, *Rozwój myśli ekonomicznej*, SGH, Warszawa 2011, s. 64.

¹⁷ J. Surma, *Podejście naturalistyczne w naukach ekonomicznych*, w: K. Kuciński (red.), *Metodologia nauk ekonomicznych. Dylematy i wyzwania*, Difin, Warszawa 2010, s. 150.

opinii publicznej trudno będzie jej utrzymać godną pozycję wśród nauk społecznych, zważywszy na niski poziom powszechnej edukacji ekonomicznej¹⁸.

5. Bibliografia

1. Bartkowiak R., *Rozwój myśli ekonomicznej*, SGH, Warszawa 2011.
2. Korab K. (red.), *Pseudonauka. Choroba, magia czy biznes?*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2011.
3. Kraszewski Z., *Logika, nauka rozumowania*, PIW, Warszawa 1975.
4. Kuciński K. (red.), *Metodologia nauk ekonomicznych. Dylematy i wyzwania*, Diffin, Warszawa 2010.
5. Mankiw N. G., Taylor M. P., *Economics*, Cengage Learning EMEA, China 2008.
6. Ostwald W., *Filozofia nauk przyrodniczych*, Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu, Poznań 2002.
7. „Polityka”, Nr 46 (2833) z listopada 2011 r.
8. Zuberek W. M., *Przewidywanie geologicznych zagrożeń i katastrof naturalnych – ograniczenia i pewne możliwości*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi”, 2008, z. 2/3.
9. <http://www.goldenline.pl/forum/1751891/jak-po-fizyce-zrobic-kariere-w-ekonomii>
10. <http://ekonofizyka.ift.uni.wroc.pl/opis.php>
11. <http://prac.us.edu.pl/~ekonofiz/index.php/ekonofizyka/2-czym-jest-ekonofizyka>

¹⁸ Niewiele inicjatyw propagujących wiedzę ekonomiczną (z wyjątkiem Forum Obywatelskiego Rozwoju) przyczynia się do szerzenia „zabobonów” wśród społeczeństwa. Osoby nie będące z wykształcenia ekonomistami, zajmujące się różnymi zawodami nie znają podstawowych kategorii ekonomicznych, nie wiedzą, jakie instytucje w państwie odpowiadają za politykę fiskalną i pieniężną, często nie mają nawet świadomości niezależności NBP od Rady Ministrów, co wykorzystują politycy niektórych opcji w publicznych dyskusjach, wprowadzając w błąd różne grupy społeczne. Obserwacje te zostały dokonane podczas pracy w dwóch szkołach policealnych. Oznacza to, że brak elementarnej edukacji ekonomicznej ułatwia manipulowanie wyborcami, którzy bez względu na poziom wykształcenia uczestniczą w wyborach parlamentarnych bez wyposażenia w podstawowe informacje dotyczące gospodarki i instytucji za nią odpowiadających. Dlatego ekonomiści powinni dbać o własną reputację, aby odróżnić się od „pseudonaukowców” i szerzyć wiedzę, która jest ludziom potrzebna.

Wydlużanie aktywności zawodowej osób po 50. roku życia (*active ageing*) – rekomendacje Komisji Europejskiej a procesy zachodzące w Polsce

1. Wprowadzenie

W czasach spowolnienia gospodarczego uczestnicy większości debat publicznych dotyczących ludzi starszych i faktu starzenia się społeczeństwa malują dość pesymistyczny obraz, podkreślając problem zabezpieczenia przyszłych planów emerytalnych i potencjalnie negatywnego wpływu na system opieki zdrowotnej i socjalnej. W poszukiwaniu pozytywnych rozwiązań Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej ustanowiły rok 2012 Europejskim Rokiem Aktywności Osób Starszych i Solidarności Międzypokoleniowej¹, zachęcając państwa członkowskie, ich władze regionalne i lokalne, partnerów społecznych, społeczności obywatelskie i przedsiębiorstwa, w tym małe i średnie, do wspierania aktywności osób starszych i nasilenia działań na rzecz wykorzystania potencjału szybko rosnącej grupy osób w wieku około 50 lat i starszych.

Celem niniejszego artykułu jest wyjaśnienie pojęcia *active ageing* (aktywne starzenie się), a także przegląd literatury dotyczącej aktywnego starzenia się (zachowania aktywności, mimo postępującego starzenia się). Ukazane zostaną również uwarunkowania polskie zagadnienia aktywizacji osób starszych 50+ (ale jeszcze w wieku produkcyjnym) w świetle zaleceń Komisji Europejskiej, rekomendujących rozwiązania zachęcające dojrzałych pracowników do opóźnienia decyzji o przejściu na emeryturę i wspomagające tym samym wzrost aktywności gospodarczej.

2. Definicja pojęć

Termin *active ageing* pojawił się w latach 60. XX wieku w Stanach Zjednoczonych, dla opisanie idei tzw. pomyślnego starzenia się (*successful ageing*) – zachowania pomyślności, mimo starzenia się, opóźniającej nadejście starości poprzez przedłu-

¹ W ubiegłych latach Unia Europejska zwracała szczególną uwagę obywateli Europy na: wolontariat (2011 r.) walkę z ubóstwem i wykluczeniem społecznym (2010 r.), kreatywność i innowacje (2009 r.), oraz dialog międzykulturowy (2008 r.).

zenie akceptowanych zachowań i działań właściwych dla wieku średniego. Trudno o definicję pomyślności osób starszych po 50 roku życia, która wytrzymałaby próbę czasu. W literaturze przedmiotu początkowo odwoływano się do dwóch teorii psychospołecznych: teorii wycofywania się (*disengagement theory*) E. Cumming i W. E. Henry'ego², mówiącej o tym, czym pomyślność w wieku 50+ nie jest, czyli o naturalnym procesie stopniowego wycofywania się ludzi starszych z pełnionych do tej pory funkcji społecznych i przyjmowania postawy pasywnej oraz, będącej jej przeciwieństwem, teorii aktywności (*activity theory*) R. J. Havighurst'a³ zakładającej, że warunkiem udanego przystosowania się do starości jest zachowanie czynnego stylu życia. Krytyka powyższych teorii zapoczątkowała poszukiwania definicji pomyślnego starzenia się. W latach 70. R. C. Atchley⁴ rozwinął na bazie koncepcji aktywności teorię kontynuacji (*continuity theory*) mówiącą, że najbardziej pomyślnie starzeją się ci, którzy kontynuują akceptowane przyzwyczajenia, upodobania, styl życia i relacje z wieku średniego, w tym przypadku zmiany pojawiają się stopniowo i niezauważalnie. Badania C. D. Ryff⁵ zaowocowały zestawem sześciu kryteriów pozytywnego funkcjonowania (cel w życiu i rozwój osobisty, autonomia, pozytywne relacje z innymi, kontrola nad własnym otoczeniem, samoakceptacja), podkreślających nie tylko zadowolenie z własnego życia, ale bezpośrednio odnoszących się do rozwoju osobistego oraz postępu w relacjach z innymi i otoczeniem w starszym wieku. Ostatnio odchodzi się jednak od formułowania kryteriów do akcentowania procesów towarzyszących aktywnemu starzeniu się.

W latach 80. zaczęto podkreślać aspekt produktywności (*productive ageing*), uwzględniając cykl całego życia, w przeciwieństwie do jego późniejszych etapów. Obecnie, w obliczu radykalnie zmieniającej się struktury społeczeństw, teoria aktywności, pomimo jej krytyki, zyskuje na znaczeniu⁶. Ludzie starsi zaczynają być postrzegani w kategoriach użyteczności społeczno-ekonomicznej. Jak zauważa A. Walker⁷, wymiar ekonomiczny akcentuje się zarówno z punktu widzenia jed-

² E. Cumming, W. E. Henry, *Growing old: The process of disengagement*, Basic Books, Inc, New York 1961.

³ R. J. Havighurst, *Successful aging*, „The Gerontologist”, 1961, No. 1(1), s. 8–13.

⁴ R. C. Atchley, *The social forces in later life: An introduction to social gerontology*. Belmont, CA: Wadsworth 1972.

⁵ C. D. Ryff, *Successful aging: A developmental approach*, „The Gerontologist”, 1989, No. 22(2), s. 209–214.

⁶ Wśród gerontologów pojawiają się też opinie o konieczności rozszerzenia dotychczasowych dwutorowych modeli definiowania ‘pomyślnego starzenia się’, gdyż oprócz podziału na zdrowych i słabych starszych, w społeczeństwie występują również ci, którzy nie mają szans na pomyślną starość ze względu na czynniki społeczne w cyklu życia (np. biedę, wiejski obszar zamieszkania, niewłaściwe odżywianie, warunki mieszkaniowe poniżej normy, ograniczone możliwości edukacyjne, przemoc lub zdarzenia losowe). Zob. C. D. Austin, *Aging well: What are the odds?*, „Generations”, 1991, No. 15(1), s. 73–75.

⁷ A. Walker, *A strategy for active ageing*, „International Social Security Review”, 2002, No. 55, s. 121–139.

nostek chcących jak najwięcej w kategoriach finansowych otrzymać w okresie emerytalnym, jak i decydentów, niepokojących się rosnącymi wydatkami o charakterze socjalnym. W latach 90. za sprawą WHO (Światowa Organizacja Zdrowia) połączono ideę utrzymania aktywności i zdrowia osób 50+ poprzez możliwości czynnego włączenia się w wolontariat oraz w proces wychowywanie następnych pokoleń. O ile w rozumieniu WHO podejmowane działania miały na celu aktywne spędzanie nadmiaru wolnego czasu na emeryturze, w rozumieniu OECD i Komisji Europejskiej chodzi o wydłużenie aktywności zawodowej na rynku pracy. Termin *active ageing* po raz pierwszy pojawił się w dokumentach Komisji Europejskiej w 1999 roku⁸.

Wraz z upowszechnianiem się wąskiego rozumienia pojęcia *active ageing*, jako wydłużania aktywności na rynku pracy, zmienia się dotychczasowe rozumienie pojęcia starość oraz emerytury, będącej jej wyznacznikiem. Emerytura oznaczająca dawniej zakończenie kariery zawodowej – okres schyłku życia, obecnie jest tylko trzecim etapem cyklu życia (*troisième age*)⁹ – okresem trzeciego wieku (w którym również się edukuje i pracuje). Definiowanie pojęcia „stary” i „młody” jest zróżnicowane w poszczególnych krajach. Na ogół Europejczycy sądzą, że ludzie uważani są za „starych” przed 64 rokiem życia, a przestają być „młodzi” w wieku 42 lat. Różnica w takich ocenach pomiędzy krajami wynosi ponad 10 lat, gdyż np. w Holandii starość zaczyna się po 70,4 roku życia, a na Słowacji po 57,7 roku. Odczucia zależą też od wieku i płci – dla 15–24-latków starość zaczyna się w wieku 59,1 lat, zaś dla osób powyżej 55 roku życia starość zaczyna się w wieku 67,1 lat. Kobiety uważają, że starszy wiek zaczyna się nieco później niż wskazują to mężczyźni (odpowiednio: 65 lat i 62,7 lat)¹⁰. Zdaniem wielu badaczy chronologiczne określenie początkowej granicy starości wydaje się niemożliwe. W Polsce, ze względu na potrzeby badań statystycznych, za początek starości przyjmuje się 60 lat życia dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn – tak ustalony wiek jest początkiem tzw. wieku poprodukcyjnego. Z uwagi na to, że polskie ustawodawstwo, wykorzystując inne niż emerytura formy zabezpieczenia społecznego, umożliwia zakończenie aktywności zawodowej przed ukończeniem 60 roku życia, starość bywa często definiowana według tzw. wieku społecznego, określanego na podstawie analizy funkcji społecznych pełnionych przez jednostki. Charakter, zakres i hierarchia tych funkcji ulegają zmianie w poszczególnych fazach życia

⁸ Commission of the European Communities (CEC). (1999). Towards a Europe for all ages-promoting prosperity and intergenerational solidarity COM (1999) 221 final; http://ec.europa.eu/employment_social/social_situation/docs/com221_en.pdf

⁹ A. Guillemard, M. Rein, Comparative patterns of retirement: Recent trends in developed societies, „Annual Review of Sociology”, 1993, No. 19, s. 469–503.

¹⁰ Special Eurobarometr No. 378, Active Ageing, 13 January 2011.

jednostki. Zdarza się, że przed ukończeniem wieku chronologicznego (60/65 lat w Polsce) kończy się okres aktywności zawodowej, co pozwala zakwalifikować daną jednostkę do kategorii osób starszych¹¹.

3. Rekomendacje Komisji Europejskiej

Postulaty zgłaszane przez Komisję Europejską w pierwszym wymiarze rynku pracy oznaczają skłonienie starszych pracowników do pozostania na tym rynku poprzez zadbanie o odpowiednie systemy ochrony socjalnej i zachęt, np. zmiany systemów podatkowych (aby „chcieć”), zaktualizowanie ich umiejętności (aby „wiedzieć jak”) i dostosowanie warunków pracy w zakresie ich bezpieczeństwa i higieny do stanu zdrowia i potrzeb (aby „móc”). Za niezbędne uznano także zwalczanie negatywnych stereotypów dotyczących osób starszych, np. dyskryminacji ze względu na wiek. W drugim wymiarze społecznym aktywne starzenie się polega na zwiększeniu szans na włączanie się w życie wspólnot, m.in. poprzez wolontariat, aby chronić osoby starsze przed ryzykiem wykluczenia społecznego. Uważa się, że wolontariat może być sposobem i szansą na rozwój osobisty, poprzez zdobywanie wiedzy, sprawdzanie swoich umiejętności i rozszerzanie sieci kontaktów społecznych, co może wpłynąć na zwiększenie szans zdobycia pracy. Podkreśla się korzystny wpływ wolontariatu na rozwój umiejętności osób 50+, gospodarkę oraz wzmocnienie solidarności i spójności społecznej. W badaniach przeprowadzonych przez Europejską Fundację na rzecz Poprawy Warunków Życia i Pracy (Eurofound), koncentrujących się na wolontariacie formalnym¹², ustalono, że najwięcej wolontariuszy w Unii Europejskiej stanowią osoby w wieku 45–50 lat. W działalności charytatywnej uczestniczy ponad 20% Europejczyków, przy czym odsetek wolontariuszy w krajach UE-15 jest wyższy niż w nowych państwach członkowskich (NPC-12)¹³. Najlepszym przykładem słabego zainteresowania wolontariatem jest Polska.

¹¹ B. Ziębińska, Uniwersytety Trzeciego Wieku jako instytucje przeciwdziałające marginalizacji osób starszych. Praca doktorska pod kierunkiem prof. zw. dr. hab. J. Sztumskiego, Uniwersytet Śląski w Katowicach Wydział Nauk Społecznych, Katowice 2007.

¹² Wolontariat formalny oznacza pracę ochotniczą wykonywaną w sposób zorganizowany, z reguły pod patronatem określonej organizacji; Centrum Studiów nad Społeczeństwem Obywatelskim na Uniwersytecie John Hopkinsa zaleca rozróżnianie „wolontariatu bezpośredniego”, świadczonego przez indywidualne osoby na rzecz innych (nieznajomych) osób, oraz „wolontariatu pośredniego”, świadczonego poprzez instytucje, organizacje stworzone na rzecz celów społecznych (np. środowiska naturalnego).

¹³ Raport EQLS i wtórna analiza danych z badań dostępne na stronie internetowej Eurofoundu pod adresem: <http://www.eurofound.europa.eu/areas/qualityof life/egls/>

Jak wynika z badania CBOS (grudzień 2011 rok), w Polsce trzy piąte respondentów (57%) deklarowało, że wolontariat nie jest zbyt popularny i nie cieszy się uznaniem. Tylko co czwarty badany (25%) wie, na czym polega wolontariat, a co trzeci (33%) angażował się w pracę na rzecz dobra innych. Znaczny odsetek respondentów mylił wolontariat z działalnością mającą charakter propubliczny czy filantropijny. Mylnie utożsamiano wolontariat z nieodpłatną pracą na rzecz swojej rodziny i najbliższych przyjaciół (24%) czy formą przygotowania do rozpoczęcia kariery zawodowej – aktywnością o rygorze nieco luźniejszym niż praktyka czy staż (16%). Ustawa o działalności pożytku publicznego i o wolontariacie z 2003 roku sankcjonowała wolontariat jako instrument rynku pracy, pomocny w ograniczeniu wysokiego (ponad 20%) bezrobocia. Pochodną tej ustawy stało się więc traktowanie wolontariatu jako etapu kariery zawodowej. Stereotyp wolontariusza w Polsce, to osoba zdecydowanie młoda, raczej dobrze sytuowana, wykształcona i religijna (choć deklaracje o zaangażowaniu temu stereotypowi przeczą). W badaniu CBOS podkreśla się, że postrzeganie wolontariatu w Polsce jako zajęcia dla „wybranych” czy „luksusu” nie sprzyja jego szerszej promocji, zwłaszcza w grupach nie utożsamiających się z takim jego wizerunkiem, np. wśród seniorów. Rozbudzenie w Polakach, zwłaszcza starszych wiekiem, chęci społecznego działania wymaga długofalowej przemiany świadomości i postaw¹⁴. Przykładem aktywizacji osób starszych w wolontariacie jest włoska ANTEAS (Państwowa Organizacja Solidarności dla Aktywności w Trzecim Wieku), skupiająca 463 organizacje rozproszone po całym kraju, podzielające ideę solidarności cywilnej i społecznej. W ramach stowarzyszenia ANTEAS powstał m.in. projekt tzw. banku czasu (BdT), zgodnie z którym członkowie przekazują do dyspozycji innych stowarzyszonych na pewną liczbę godzin jakąś swoją umiejętność czy też projekt „Progetto SEAS”¹⁵, stawiający sobie za cel powierzanie osobom na emeryturze pełnienia różnych funkcji w społeczeństwie.

Trzeci wymiar indywidualny aktywnego starzenia się oznacza umożliwienie obywatelom niezależnego i dłuższego życia w dobrym zdrowiu oraz dążenie do wydłużenia średniej długości życia w zdrowiu o dwa lata do 2020 roku¹⁶.

¹⁴ Zob. komunikat CBOS „Europejski Rok Wolontariatu 2011 – podsumowanie, styczeń 2012” (oprac. N. Hipsz).

¹⁵ SEAS jest skrótem oznaczającym „Oddziały wieku aktywnego i solidarnego”. Zob. T. L. Mongelli, Strategie i metody wydłużania aktywności zawodowej osób po 50. roku życia. Analiza rozwiązań innowacyjnych we Włoszech dotyczących wydłużania aktywności zawodowej, Europerspektywa 2010.

¹⁶ Decyzja Parlamentu Europejskiego i Rady nr 940/2011/UE z dnia 14 września 2011 r. w sprawie Europejskiego Roku Aktywności Osób Starszych i Solidarności Międzypokoleniowej (2012), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej nr L 246/5, 23.9.2011; zob. <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:246:0005:0010:PL:PDF>

Problematyka promowania aktywności osób starszych w Europie jest dyskutowana od dawna. Główne założenia dotyczące zachowania aktywności, mimo starzenia się, są akceptowane przez większość polityków wielu państw członkowskich, wciąż jednak brak konkretnych działań zmierzających do realizacji tego celu. Badacze (Badanie Delhi)¹⁷ nalegają, aby rozwiązania zachęcające pracowników w starszym wieku do pozostawania na rynku pracy współgrały z działaniami dotyczącymi poprawy warunków pracy i zwiększenia ofert zatrudnienia, czyli zastąpienie dotychczasowych rozwiązań fragmentarycznych zintegrowaną polityką. Potrzeba reform, dostrzegana przez polityków krajów UE w skali makro, nie zyskuje odpowiedniej uwagi ani u pracodawców i związków zawodowych, ani u jednostek, które preferują wcześniejsze wycofywanie się z rynku pracy, tzn. przechodzenie na emeryturę przed ukończeniem 60 lub 65 roku życia, w szczególności kobiet. Tendencję tą ilustruje tabela 1 pokazująca preferencje społeczne dotyczące rozwiązań zmierzających do finansowej równowagi systemów emerytalnych, pokazująca, iż rozwiązanie najczęściej proponowane i dyskutowane przez ekspertów, tj. podwyższenie wieku emerytalnego, nie znalazło poparcia w społeczeństwach wielu krajów Unii Europejskiej.

Większą akceptację wśród badanych uzyskały rozwiązania zwiększające efektywność aktualnych regulacji emerytalnych oraz podnoszenie składek. Ostatnie wyniki badania opinii publicznej o planowanych zmianach w systemie emerytalnym (CBOS, 2011) pokazują, że w Polsce blisko trzy czwarte dorosłych Polaków (74%), we wszystkich analizowanych grupach społeczno-demograficznych, wypowiedziało się przeciw podwyższeniu wieku uprawniającego do przejścia na emeryturę (za 17%) oraz 71% badanych opowiedziało się przeciw zrównaniu wieku emerytalnego kobiet i mężczyzn (za 22%). Krytyczne reakcje społeczne podyktowane są obawą co do motywów działania rządu – troski przede wszystkim o finanse publiczne, nie zaś o dobro przyszłych emerytów¹⁸.

¹⁷ Badanie eksperckie Delphi, przeprowadzone w ramach projektu Komisji Europejskiej DIALOG (Population Policy Acceptance Study – The Viewpoint of Citizens and Policy Actors Regarding the Management of Population Related Change) Nr HPSE-CT-2002-00153, miało na celu sformułowanie scenariuszy polityki ludnościowej i społecznej do 2030 roku. Ocenie ekspertów, jak i indywidualnej, poddano postawy wobec zmian demograficznych, dzietności, starzenia się, międzypokoleniowego transferu dóbr i usług oraz postrzegania polityki ludnościowej. Uczestniczyło w nim 15 krajów europejskich, w tym Polska. Zob. „Biuletyn Rządowej Rady Ludnościowej”, Warszawa 2006, Nr 50, dokumentujący wybrane materiały Europejskiej Komisji Ludnościowej 2005 „Demographic Challenges for Social Cohesion 2005”.

¹⁸ Zob. Komunikat CBOS „Opinie o planowanych zmianach w systemie emerytalnym”, luty 2011 r. (oprac. B. Roguska).

Tabela 1. Preferencje dotyczące rozwiązań systemu emerytalnego, mających na celu zagwarantowanie osobom w starszym wieku przyszłych świadczeń (respondenci w wieku 20–64 lata)

Kraj	Podwyższenie wieku emerytalnego	Podwyższenie miesięcznych stawek podatkowych	Obniżenie wysokości miesięcznych świadczeń wypłacanych emerytom	Zmuszanie dzieci do finansowego wspierania rodziców	Zniesienie programów wcześniejszej emerytury	Uzależnienie wysokości świadczeń emerytalnych od liczby dzieci
Belgia (Flandria)	9,2	26,5	5,3	3,2	45,2	10,7
Niemcy	15,1	11,9	8,9	2,8	33,3	20,7
Finlandia	26,5	40,5	5,6	3,5	15,5	8,1
Holandia	14,3	40,9	4,9	1,4	33,7	4,8
Czechy	11,4	27,0	2,7	7,2	30,7	21,1
Estonia	19,1	17,2	3,6	9,3	25,7	25,1
Litwa	9,5	28,6	2,0	6,8	24,8	28,3
Polska	9,1	39,1	2,5	7,8	20,5	21,0
Rumunia	26,2	30,6	4,0	10,6	17,1	11,4
Słowenia	10,9	38,7	5,3	2,6	24,3	18,3

Źródło: I. E. Kotowska, Starzenie się populacji i wypływające z niego wyzwania dla polityki społecznej. Pracownicy w wieku podeszłym na rynku pracy i w polityce społecznej, „Biuletyn Rządowej Rady Ludnościowej”, Nr 50, Warszawa 2006.

Zmiany demograficzne, zmiany aktywności zawodowej ludności, bezrobocie i zmiana systemów emerytalnych to główne elementy wywierające wpływ na system zabezpieczenia społecznego. Jak pokazują długookresowe prognozy wydatków na emerytury do 2050 roku dla 22 krajów OECD, **zmiany struktur wieku są decydujące dla kształtowania się tych wydatków w omawianym czasie**. Uważa się, że zahamowanie, w pewnym stopniu, wzrostu udziału osób w wieku 55 lat i więcej pobierających emerytury można uzyskać przez reformy systemów emerytalnych, zawierające między innymi zachęty do późniejszego przechodzenia na emeryturę¹⁹. Potrzeba sformułowania zintegrowanej polityki wobec pracowników w starszym wieku pozostaje nadal poza zasięgiem wielu krajów. Jedynie w Austrii, Finlandii i Wielkiej Brytanii taką politykę wprowadzono. Większość

¹⁹ B. Casey, H. Oxley, E. Whitehouse, P. Antolin, R. Duval, W. Leibfritz, Policies for an ageing society: recent measures and areas for further reform, „Economics Department Working Paper”, No. 369, OECD, Paris 2003.

krajów europejskich (UE-15) stosuje rozwiązania fragmentaryczne, polegające na: wprowadzaniu programów aktywizacji rynku pracy adresowane do pracowników w starszym wieku (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Irlandia, Holandia, Hiszpania i Wielka Brytania); subsydiowaniu wynagrodzenia (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Grecja, Włochy, Luksemburg, Holandia, Hiszpania i Wielka Brytania); wsparciu dla pracodawców poprzez doradztwo i szkolenia, przesunięcia między różnymi miejscami zatrudnienia (Dania, Finlandia i Wielka Brytania); zachęcaniu do stopniowego przechodzenia na emeryturę jako alternatywy dla wcześniejszej emerytury (Finlandia, Niemcy, Holandia, Hiszpania); regulacjach prawnych przeciwdziałających dyskryminacji ze względu na wiek, ochronie przed zwolnieniem, nakładaniu kar za podawanie ograniczeń wieku w ogłoszeniach o pracy, zniesieniu obowiązku przejścia na emeryturę po osiągnięciu ustawowego wieku emerytalnego (Austria, Belgia, Finlandia, Francja, Irlandia, Włochy, Hiszpania i Wielka Brytania); kampaniach na rzecz wzrostu świadomości wśród pracodawców (Dania, Finlandia, Niemcy, Holandia i Wielka Brytania)²⁰.

4. Procesy zachodzące w Polsce na tle tendencji europejskich

Zgodnie z długofalową prognozą demograficzną do 2035 roku, liczba ludności Polski będzie systematycznie zmniejszać się, a tempo tego spadku będzie z upływem czasu coraz wyższe. Wraz ze starzeniem się społeczeństwa wzrasta znaczenie aktywności zawodowej w ogóle oraz przede wszystkim wśród osób starszych. Jak podają badania, zarówno wolno wzrastająca aktywność zawodowa, jak również wskaźnik zatrudnienia, pozostają na niezadowalającym poziomie – w grupie 50+ (powyżej 50 roku życia) pracuje zaledwie co trzecia osoba (średnio przechodzą na emeryturę w wieku 58 lat). Współczynnik obciążenia demograficznego ludności w wieku produkcyjnym ludnością w wieku nieprodukcyjnym zwiększy się z 56 w 2007 roku do 73 w 2035 roku.

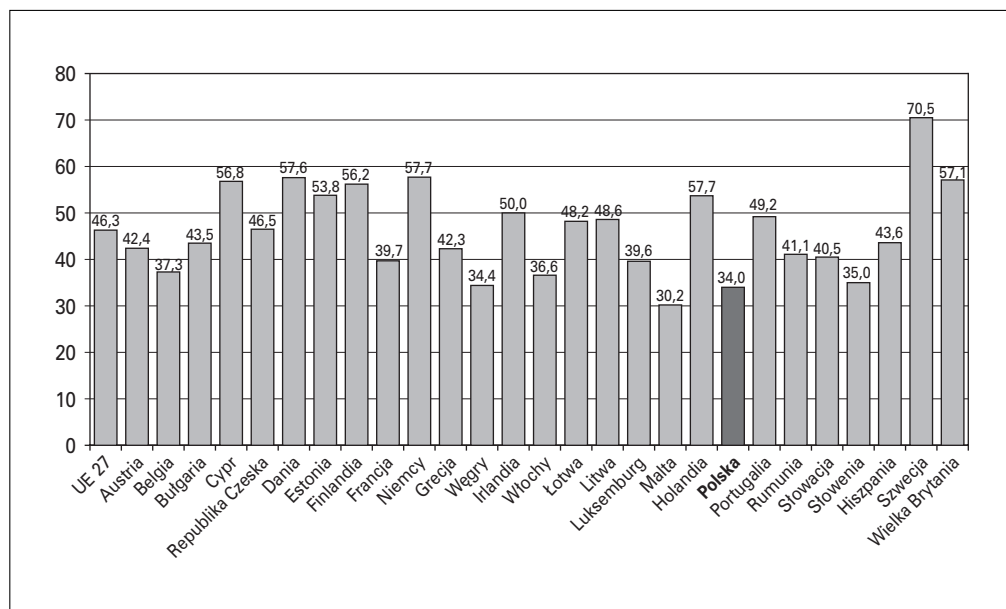
W Polsce wzrost zainteresowania problematyką aktywności zawodowej i życiowej osób w grupie wiekowej 50+ podyktowany jest m.in. założeniami odnowionej Strategii Lizbońskiej (przyjętej w 2000 roku), zakładającymi osiągnięcie przez kraje członkowskie UE wskaźnika zatrudnienia osób w wieku 55–64 lata na poziomie nie niższym niż 50%. Rządowy program „Solidarność pokoleń”²¹

²⁰ I. E. Kotowska, Starzenie się populacji..., *op. cit.*

²¹ Realizowany w latach 2008–2020 składa się z 7 zasadniczych celów szczegółowych: 1) poprawa warunków pracy, promocja zatrudnienia pracowników po 50. roku życia i zarządzanie wiekiem; 2) poprawa kompetencji i kwalifikacji pracowników po 50. roku życia; 3) zmniejszenie kosztów pracy związanych z zatrudnianiem pracowników po 50. roku życia; 4) aktywizacja bezrobotnych lub

zakłada, że do 2013 roku wskaźnik powinien wzrosnąć do 40%. W 2010 roku wskaźnik zatrudnienia tej grupy wynosił 34,0% (średnia dla 27 krajów w Europie 46,3%)²², a w trakcie realizacji programu „Solidarność pokoleń” (III kwartał 2008 roku do III kwartału 2011 roku) wskaźnik wzrósł do 37,7%²³, jednak wciąż liczba osób zatrudnionych w tej grupie wiekowej jest dużo niższa od tej zakładanej w Strategii Lizbońskiej.

Rysunek 1. Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 55–64 lata w Europie w 2010 roku (w %)



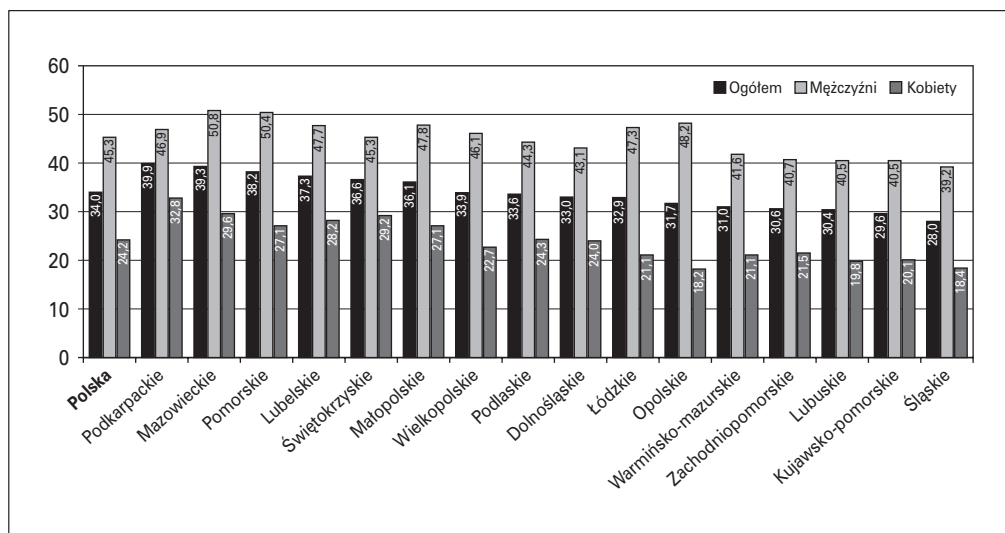
Źródło: Raport Analiza porównawcza województw w kontekście realizacji celów PO KL 2007–2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa lipiec 2011 r., s. 9.

Warto zauważyć, że wskaźnik zatrudnienia osób w tej grupie wiekowej jest mocno zróżnicowany ze względu na płeć.

zagrożonych utratą pracy po 50. roku życia; 5) aktywizacja osób niepełnosprawnych; 6) zwiększenie możliwości zatrudnienia kobiet, poprzez rozwój usług pozwalających na godzenie pracy i życia rodzinnego; 7) wydłużanie efektywnego wieku emerytalnego (wieku faktycznego przechodzenia na emeryturę).

²² W 2009 roku wynosił 32,3%, kształtując się na jednym z najniższych poziomów wśród wszystkich państw członkowskich UE.

²³ www.sejm.gov.pl

Rysunek 2. Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 55–64 lata w Polsce według województw w 2010 r. (%)

Źródło: Raport Analiza porównawcza województw..., *op. cit.*, s. 10.

Dyskusje nad polityką wobec pracowników w starszym wieku i stosowane rozwiązania oscylują od jednej skrajności do drugiej. W Polsce, w okresie transformacji (lata 90.), stosowane zachęty do wcześniejszego opuszczenia rynku pracy, zawarte w funkcjonujących systemach zabezpieczenia społecznego, miały na celu zmniejszenie bezrobocia wśród ludzi młodych. Rozwiązania te spowodowały spadek aktywności zawodowej niektórych grup ludności, w szczególności mężczyzn w starszych grupach wieku produkcyjnego. Począwszy od 2005 roku dąży się do odwrócenia tendencji zmian aktywności zawodowej osób w wieku 55 lat i starszych poprzez promowanie przedłużania aktywności zawodowej. Niska stopa zatrudnienia tej grupy wiekowej zależy nie tylko od czynników instytucjonalnych, ale również strukturalnych, jak np. wykształcenie. Badania pokazują, że osoby słabiej wykształcone wcześniej wchodzi na rynek pracy, a po przepracowaniu wystarczającej liczby lat do uzyskania prawa do świadczeń emerytalnych, przedwcześnie opuszczają rynek pracy. Dodatkowym czynnikiem zachęcającym do wczesnego opuszczenia rynku pracy jest z reguły niski poziom satysfakcji z wykonywanej pracy, wynikający z charakteru i warunków pracy²⁴. Za czynniki wycofywania się starszych pracowników z coraz bardziej dynamicznego i konkurencyjnego rynku

²⁴ C. Sadowska-Snarska (red.), A. Augustyn, E. Skibicka-Sokołowska, Aktywizacja zawodowa osób po 50. roku życia. Dobre praktyki z Włoch, T. 1, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2011.

pracy można uznać również postępującą deprecjację ich kwalifikacji i brak umiejętności adaptacyjnych do zachodzących zmian. Komisja Europejska podkreśla zatem szczególne znaczenie rozwiązań zachęcających do uczenia się przez całe życie (kształcenia ustawicznego²⁵).

W Raporcie analizującym procesy zachodzące na polskim rynku pracy i w obszarze integracji społecznej w kontekście prowadzonej polityki gospodarczej, przygotowanym przez Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego²⁶, zauważa się, że mimo wysokiej skolaryzacji na poziomie wyższym, bardzo niskie jest uczestnictwo Polaków w kształceniu ustawicznym, tj. zdobywanie kwalifikacji w edukacji formalnej (szkole), uzupełnianej na późniejszych etapach życia²⁷. W edukacji formalnej uczestniczą głównie osoby młode do 30 roku życia, zaś w edukacji pozaformalnej najliczniej reprezentowani są 30–40-latkowie. O ile w państwach OECD systematycznie doksztalać się ponad 20% dorosłych obywateli (w wieku 25–64 lata), w Polsce liczba ta oscyluje wokół 5%, co klasyfikuje Polskę na jednym z ostatnich miejsc w Europie, przy czym osoby w wieku 45–54 lat stanowiły 11%, a osoby w wieku 55–64 lata zaledwie 3%. Kryterium zapisane w Strategii Lizbońskiej, wynoszące 12,5%, w najwyższym stopniu przekraczają państwa skandynawskie, a także Szwajcaria i Wielka Brytania, gdzie ponad jedna piąta osób uzupełnia swoją edukację. Spośród nowych krajów członkowskich tylko Słowenia (13,8%) i Estonia (9,8%) osiągają rezultat przewyższający nawet średnią dla UE-27. Nie bez znaczenia jest fakt, że w Polsce średni wiek dezaktywacji wynosi 59,3 lat i jest o ponad dwa lata niższy niż w krajach UE-15²⁸. Szacuje się, że istotne dla rynków pracy kształcenie osób po 50 roku życia będzie trudne do uzyskania m.in. z powodu niskiej skłonności tej grupy osób do podejmowania aktywności, w przypadku której okres czerpania potencjalnych korzyści jest niski. Niski stopień partycypacji w kształceniu może wynikać ponadto z niewystarczających środków finansowych, pozostających do dys-

²⁵ Ewolucja pojęcia ‘kształcenie ustawiczne’ ma swój początek w koncepcji UNESCO ‘edukacja przez całe życie’ (*life long education*) z lat 70., która akcentowała edukację jako naturalne prawo każdej jednostki, a także w pracach OECD rozwijających równoległe idee edukacji powrotnej (*recurrent education*), kładącej nacisk na rolę edukacji w podnoszeniu efektywności, konkurencyjności i innowacyjności pracowników. W 2000 roku Komisja Europejska wypracowała definicję kształcenia ustawicznego, będącą syntezą poprzednich podejść.

²⁶ H. Dębowski, M. Lis, K. Pogorzelski, Kształcenie ustawiczne w czasie zmian, w: *Zatrudnienie w Polsce 2008. Praca w cyklu życia*, pod red. M. Bukowskiego, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2010.

²⁷ Według Eurostatu za kształcąca się ustawicznie uznaje się osobę w wieku 25–64 lata, która w ciągu 4 tygodni od momentu przeprowadzania badania uczestniczyła w edukacji formalnej (szkole) lub pozaformalnej (kursy, szkolenia, instruktaże w miejscu pracy lub poza nim).

²⁸ P. Cahuc, A. Zylberberg, *Labour Economics*, The MIT Press 2004, w: *Zatrudnienie w Polsce 2008. Praca w cyklu życia*, pod red. M. Bukowskiego, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2010.

pozycji osób 50+, czy braku możliwości kształcenia w pobliżu miejsca zamieszkania. Dodatkowym elementem utrudniającym zwiększenie liczby osób kształcących się w grupie 50+ jest postrzeganie tych pracowników przez pracodawców, jako tych, którzy pokładają zbyt dużą wiarę we własne doświadczenie, natomiast zbyt małą uwagę do inwestowania w rozwój swoich umiejętności. Trudno oczekiwać wzrostu zainteresowania kształceniem ustawicznym Polaków w grupie 50+ skoro badanie CBOS na temat stosunku Polaków do pracy zawodowej i kariery (2011) pokazuje, że idea ‘pomyślności, mimo starzenia się’ jest Polakom nieznaną i raczej rozumianą w sensie wolności od pracy. Z jednej strony, zdecydowana większość badanych zgadza się ze stwierdzeniami, że: warto być pracowitym (95%); każdą pracę należy wykonywać z sercem, nawet jeśli nie jest specjalnie znacząca (95%); pracowitość to konieczny warunek do osiągnięcia sukcesów w życiu (92%) oraz, że praca nadaje sens naszej egzystencji (92%). Z drugiej jednak strony przyznają, że praca nie zawsze jest wartością samą w sobie, wskazując na materialistyczne podejście do zatrudnienia. Blisko trzy czwarte badanych (71%) jest zdania, że praca to przede wszystkim sposób na zdobycie pieniędzy. Według tych osób nikt by nie pracował, gdyby nie musiał. Natomiast prawie połowa respondentów (47%) w mniejszym lub większym stopniu zgadza się ze stwierdzeniem, że praca nie musi sprawiać satysfakcji, a najważniejszą jej cechą są odpowiednie korzyści materialne. Jednocześnie, co drugi Polak (52%) podziela pogląd, że uczciwą pracą człowiek nie jest w stanie dorobić się w życiu²⁹. Być może w kontekście rozpowszechniających się opinii o pogarszającej się sytuacji malejącego na krajowym i lokalnym rynku pracy, w tym zwłaszcza dotyczącym poczucia stabilności zatrudnienia, zarówno pracownicy 50+, jak i polscy przedsiębiorcy nie dostrzegają korzyści z kształcenia ustawicznego. Jest kilka powodów, dla których trudno będzie uzyskać wzrost poziomu edukacji pracowników po 50 roku życia. W 2005 roku tylko w jednej trzeciej polskich przedsiębiorstwach organizowano szkolenia, podczas gdy średnia w krajach UE-27 wynosiła 60%. Szkolenia w pierwszej kolejności prowadzone są w przedsiębiorstwach dużych, 80% z nich deklaruje organizowanie szkoleń podnoszących kwalifikacje pracowników (w całej UE – 91%), zaś w małych, zatrudniających 10–19 pracowników szkolenia odbyły się w jednej piątej firm (średnia UE-27 – 49%). W 80% przedsiębiorstwach nie prowadzących szkoleń było przekonanych, że personel ma odpowiednie kompetencje i kwalifikacje w stosunku do potrzeb, co pokazuje brak świadomości wśród kadry zarządzającej³⁰.

²⁹ Zob. komunikat CBOS „Stosunek Polaków do pracy i pracowitości”, kwiecień 2011 r. (oprac. R. Boguszewski).

³⁰ Badanie Eurostatu CVT3 Survey; Fundacja Obserwatorium Zarządzania, Szkolenia w Polsce, Warszawa 2007.

Kolejną przyczyną ograniczonego inwestowania w zasoby ludzkie przez polskich przedsiębiorców, według O. Koniecznego i R. Schmidtke, mogą być bariery informacyjne, spowodowane wielością instytucji edukacyjnych, niskimi kompetencjami wielu z nich oraz brakiem możliwości oceny jakości ich oferty³¹. Wiele instytucji oferuje szkolenia niedopasowane do potrzeb rynku pracy, a wynikająca z dofinansowania niska cena powoduje wypieranie z rynku szkoleń wysokiej jakości³². Sytuacja nie ulega poprawie, pomimo wsparcia udzielanego przedsiębiorstwom w formie instrumentów finansowych (dotacje na szkolenia lub zwolnienia podatkowe), jak i niefinansowych (w postaci bezpłatnego doradztwa szkoleniowego dla przedsiębiorstw, formułowania standardów kwalifikacji, akredytacji dla instytucji szkoleniowych). Przeprowadzone w latach 1999 i 2005 ogólnoeuropejskie badania CVTS (*Continuous Vocational Training Survey*), dotyczące edukacji zawodowej dorosłych pokazały, że Polska należała również do krajów o najniższym poziomie oddziaływania wsparcia skierowanego do przedsiębiorstw, a jedynym instrumentem mającym jakikolwiek wpływ na decyzje firm były standardy kwalifikacji. Skuteczność tego instrumentu uznano za ograniczoną, gdyż firmy, korzystając ze środków publicznych na szkolenia pracowników, ograniczały własne.

Autorzy raportu *Zatrudnienie w Polsce 2008. Praca w cyklu życia* podkreślają, że sytuacja taka wynika w dużej mierze z niewłaściwego kształtowania interwencji publicznej w tym zakresie. Ponieważ przeznaczane w ciągu ostatnich kilku lat znaczne środki, pochodzące głównie z funduszy przedakcesyjnych oraz strukturalnych Unii Europejskiej, a także z Funduszu Pracy, nie przynoszą spodziewanych efektów, konieczna jest, zdaniem badaczy, reorientacji polityki państwa z dotowania instytucji szkoleniowych na wsparcie bezpośrednich uczestników kształcenia. Postulowanym rozwiązaniem jest wprowadzenie indywidualnych kont edukacyjnych w postaci bonów, umożliwiających posiadaczom: realizację własnych celów edukacyjnych (ustalonych w porozumieniu z doradcą zawodowym, co stanowi czynnik motywujący) i wybór instytucji kształcącej (co przyczyni się do wzrostu konkurencji na rynku usług edukacyjnych).

Jak zauważa I. E. Kotowska, więcej uwagi poświęca się usuwaniu zachęt niż poprawie warunków sprzyjających dostosowywaniu się osób w grupie 50+ do wzrastającej zmienności i konkurencyjności na rynku pracy oraz możliwości znalezienia zatrudnienia (*employability*). W wyniku m.in. postępu technologicznego i globalizacji na rynku pracy, zwłaszcza w obszarze popytu na pracę, dostosowania ilościowe zostały zastąpione dostosowaniami jakościowymi. Ten typ zmian

³¹ O. Konieczny, R. Schmidtke (red.), *Inwestycja w kadry – perspektywa małych i średnich przedsiębiorstw*, Katowice 2007.

³² PSDB, *Ocena wpływu funduszy strukturalnych na zwiększenie konkurencyjności przedsiębiorstw*, 2008.

prowadzi do wysokiego i trwałego bezrobocia różnych grup ludności i zróżnicowania wzorców zatrudnienia poprzez ich coraz większą elastyczność (kontrakty tymczasowe, praca w niepełnym wymiarze czasu itp.)³³.

Proponowane rozwiązania w obszarze wydłużania aktywności zawodowej osób po 50. roku życia, wypracowywane najczęściej w ramach projektów finansowanych ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego, oferują rozwiązania wymagające współpracy pomiędzy różnymi instytucjami państwowymi i terytorialnymi, stowarzyszeniami, organizacjami związkowymi i instytucjami odpowiedzialnymi za kształcenie. Dużą rolę przypisuje się organizacjom pozarządowym, zajmującym się na co dzień rozwiązywaniem ważnych problemów poszczególnych społeczności lokalnych, ale kluczowa okazuje się aktywność i zainteresowanie ze strony społeczności obywatelskich, która w Polsce wciąż jest na niewystarczającym poziomie. Strategia *active ageing* ma na celu pomoc we włączeniu lub powrocie na rynek pracy osób biernych zawodowo, bezrobotnych i pracujących. Należy jednak zauważyć, że na aktywność zawodową w starszym wieku wpływa, oprócz stosunku do pracy, także wiedza i kompetencje pracownika, związane z poziomem wykształcenia i doświadczeniem, oraz warunki zdrowotne. Na rynku pracy w Polsce wciąż obecni są i będą ci, którzy mają ograniczone możliwości i siły do dalszej pracy. W tym przypadku, zamiast polityki rozpowszechniania aktywnych zachowań należy przewidzieć działania pomocowe i wspierające w pracy i poza nią, oraz ułatwiające wcześniejsze przejście na emeryturę. Rozróżnienie dwóch kategorii dojrzałych pracowników – mogących i chcących pracować, od tych, którzy nie mogą pracować, pomoże w zwalczaniu istniejących stereotypów na temat dojrzałych pracowników i tendencji do obniżania ich wartości na rynku pracy. Ponadto nadmierne promowanie polityki *active ageing* stwarza zagrożenie przekazem społecznym, że emerytura jest odległym złudzeniem, a praca wyrokiem. Niezbędna wydaje się dokładna analiza motywów czy przyczyn przechodzenia na wcześniejszą emeryturę. M. Flynn wyróżnia cztery rodzaje powodów wpływające na decyzję o podejmowaniu/zaniechaniu pracy w późniejszym okresie życia: finanse, konieczność sprawowania opieki, sieci społecznościowe i elastyczność kariery³⁴. Jak pokazały badania w Danii, 40% duńskich pracowników korzystających z wcześniejszej emerytury nie byłoby w stanie kontynuować (tej samej) pracy³⁵.

³³ I. E. Kotowska, Starzenie się populacji..., *op. cit.*

³⁴ M. Flynn, Who would delay retirement? Typologies of older workers, „Personnel Review”, Vol. 39, No. 3, 2010.

³⁵ J. Kruhoff, V. Hazl, D. Lužar Šajt, Benchmark & highlights of flexicurity & active ageing in Dens project transnational partnership, March 2011.

Tworzenie systemu zachęt do pozostania na rynku pracy powinno być poprzedzone analizą czynników mających wpływ na postawę konkretnej grupy dojrzałych pracowników wobec pracy i emerytury.

5. Szanse i zagrożenia programu aktywizacji zawodowej pracowników 50+

Zespół pracowników Akademii Leona Koźmińskiego oraz Instytutu Badawczego MB SMG/KRC opracował Kompleksowy Program Aktywizacji Osób Starszych 50+ w województwie mazowieckim³⁶. Wychodząc z założenia, że w demokratycznym państwie wszelkie działania wymagają podstaw prawnych (ustaw, rozporządzeń), autorzy raportu najwięcej miejsca poświęcają roli organów państwowych i samorządowych w aktywizacji starszych pracowników, wskazując zarówno działania wciąż pożądane, jak i te już zrealizowane, jak np. zwolnienie ze składek na Fundusz Pracy i Fundusz Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych dla pracodawców zatrudniających osoby w wieku 50+, oraz skrócenie okresu opłacania wynagrodzenia przez pracodawcę za czas choroby pracownika; ułatwienia dla podnoszenia kwalifikacji zawodowych osób w wieku 50+ oraz upowszechnianie kształcenia ustawicznego osób bezrobotnych i poszukujących pracy; ograniczenie liczby osób uprawnionych do wcześniejszego przejścia na emeryturę czy tworzenie warunków do rozwoju opieki nad dziećmi, bezpośrednio lub pośrednio przyczyniających się do przeciwdziałania przedwczesnej dezaktywizacji osób starszych.

Podejmuje się także wiele konkretnych działań o charakterze legislacyjnym, wdrożeniowym i informacyjno-propagandowym ostatecznie nie rozwiązanych. Wśród postulatów legislacyjnych wymieniono sprawę odstąpienia Polski od Protokołu brytyjskiego (przyjęcie Karty Praw Podstawowych (KPP) UE³⁷; nie przystąpienie do 12 Protokołu dodatkowego do Konwencji o ochronie praw człowieka i podstawowych wolności³⁸; konsekwencje w podnoszeniu wieku emerytalnego lub zniesienie ustawowego wieku emerytalnego; uchwalenie powszechnie obowiązujących przepisów prawa zabraniających dyskryminacji; zmian w Kodeksie Pracy; zmian w zarządzaniu Funduszem Pracy (współzarządzanie wszystkich interesariuszy a nie tylko Ministerstwo Finansów) oraz wiele innych. Z działań

³⁶ Kompleksowy Program Aktywizacji Osób Starszych 50+. Raport końcowy. Cz. Szmidt (red.), Akademia Leona Koźmińskiego, MillwardBrown SMG/KRC, Warszawa 2012.

³⁷ Art. 25 KPP stanowi, że: Unia uznaje i szanuje prawo osób w podeszłym wieku do godnego i niezależnego życia oraz do uczestniczenia w życiu społecznym i kulturalnym.

³⁸ Protokół 12 do Europejskiej Konwencji Praw Człowieka i Podstawowych wolności z 4 listopada 2000 r. zawiera ogólny zakaz dyskryminacji, w tym osób starszych. Zob. <http://www.lex.pl/akt/-/akt/dz-u-ue-c-2010-46e-48>

o charakterze wdrożeniowym wymienia się konieczność powołania pełnomocnika Premiera ds. osób starszych, opracowanie Ogólnopolskiego Programu na rzecz starzenia się społeczeństwa oraz programów regionalnych, a także zmianę koncepcji prowadzenie polityki społecznej, z naciskiem na poprawę jej zawartości i efektywności. Wśród postulatów o charakterze informacyjnym, wysuwanych pod adresem państwa, autorzy raportu wymieniają konieczność konsultacji społecznych planowanych przedsięwzięć, czy sponsorowanie mediów, przy równoczesnym określaniu wymogów co do formy i treści przekazów poświęconych aktywizacji osób starszych. Jak zauważają autorzy raportu Kompleksowy Program Aktywizacji Osób Starszych 50+, realizacja wymienionych postulatów wiąże się z koniecznością przełamywania nie tylko barier o charakterze prawnym i ekonomicznym, ale również społecznym, m.in. poprzez budowanie zaufania obywateli do siebie czy wobec państwa, które to w Polsce obecnie kształtuje się na jednym z ostatnich miejsc w Europie³⁹.

Analiza dotychczas realizowanych programów, mających na celu aktywizację zawodową osób 50+, pokazuje, że miały one charakter cząstkowy, a nie systemowy i ogólnopolski, ograniczając się do przedsięwzięć szkoleniowych i doradczych. Jako przyczynę wskazuje się zarówno obecny poziom rozwoju gospodarczego Polski, jak i czynniki świadomościowe oraz wykorzystywanie dużej części funduszy unijnych na cele administracyjne skomplikowanych proceduralnie projektów.

Badania pokazują, że zwiększenie zdolności zatrudnienia starszych pracowników zależy w dużej mierze od kondycji rynku, który, doświadczając w ostatnim okresie wielu spadków i załamań, nie jest przychylny dojrzałym pracownikom. Czynnikiem przemawiającym przeciwko utrzymaniu i powrocie na rynek pracy pracowników w wieku 50+ są m.in. wzrastający poziom intensywności pracy i utrzymywanie się kultury wczesnego opuszczania rynku pracy oraz stosunkowo wysokie bezrobocie wśród osób młodych. Zatrudnialność zarówno w najmłodszej (15–24 lata), jak i w najstarszej (55–64 lata) grupie wiekowej jest bardzo niska i wynosi jedynie 25–30% osób⁴⁰.

Analizując sytuację zatrudnienia w Polsce, należy ponadto wskazać, że odsetek pracujących w grupie wiekowej 55–64 lata kształtował się na wyższym poziomie niż w przypadku osób młodych (odpowiednio: 34% i 26,7%).

Rynek pracy nie jest wystarczająco elastyczny, aby z jednej strony zachęcić do pozostania na nim dojrzałych pracowników, czy to ze względu na brak per-

³⁹ J. Czapski, Kapitał społeczny, www.diagnoza.com

⁴⁰ Według danych EUROSTAT na koniec 2010 roku poziom zatrudnienia osób młodych wyniósł 26,7% i był niższy o 7,8 pkt od średniej dla grupy krajów UE-27 (34,1%). Zob. Raport Analiza porównawcza województw w kontekście realizacji celów PO KL 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa lipiec 2011 r., s. 8.

spektyw na sukces dla niektórych, czy też nierealistyczne oczekiwania zdaniem innych, jak i włączać młodych ludzi do grupy czynnych zawodowo. Podejmowane działania i proponowane rozwiązania zarówno dla starszych, jak i młodych pracowników nie są zbyt radykalne. Ponadto w ostatnio opublikowanym raporcie pt. *Global Employment Trends for Youth 2012* Międzynarodowa Organizacja Pracy (ILO) rekomenduje dla rosnącego pokolenia młodych bezrobotnych uruchomienie robót publicznych finansowanych przez państwo czy stworzenie ulg podatkowych dla firm zatrudniających młodych oraz uruchomienie programów szkoleń zawodowych odpowiadających potrzebom rynku pracy. Podobne rozwiązania proponowane są przez Komisję Europejską dla grupy dojrzałych pracowników, określanych mianem 50+. Ponadto eksperci ILO w swoich rekomendacjach zalecają rządów państw strefy euro przełamanie oporu związków zawodowych i doprowadzenie do przebudowy rynku pracy poprzez ograniczenie przywilejów starszych, etatowych pracowników, aby przedsiębiorcy zechcieli tworzyć miejsca pracy w okresie złej koniunktury, która, ich zdaniem, może utrzymać się co najmniej do 2016 roku.

6. Podsumowanie

Liczne badania empiryczne w obszarze aktywnego starzenia się i tzw. zarządzania wiekiem, prowadzone w ostatnich latach na świecie, w Europie i w Polsce, mają na celu wyeliminowanie wieku jako czynnika dyskryminującego pracowników na rynku pracy. Komisja Europejska podkreśla, że zatrudnienie jest kluczowym czynnikiem przeciwdziałającym wykluczeniu społecznemu. Analiza aktywności zawodowej i życiowej osób w grupie wiekowej 50+ w Polsce potwierdza, że potrzebne są regulacje prawne wspomagające zatrudnianie tej grupy osób. Zaprezentowane działania i problemy związane z aktywizacją osób starszych potwierdzają kluczową rolę państwa polskiego w aktywizacji tej grupy osób oraz konieczność zaangażowania partnerów społecznych. Realizowane w Polsce programy aktywizacji osób w wieku 50+ odznaczały się wysokimi kosztami i brakiem zakładanych efektów. Powodzenia lub porażki programu aktywizacji osób starszych upatruje się zarówno w przyczynach wewnętrznych, leżących po stronie samych zainteresowanych, takich jak niska motywacja, brak środków finansowych i trudna dostępność szkoleń, jak i w przyczynach zewnętrznych, leżących po stronie pracodawców. Najczęściej wskazuje się na postawy i zachowania pracodawców wobec pracowników w wieku 50+ i ich pracy, krótkowzroczność w diagnozowaniu potrzeb szkoleniowych, zwłaszcza wśród małych przedsiębiorstw, a także bariery informacyjne związane z sytuacją na rynku szkoleń. Rekomendacje Komisji Europejskiej dotyczące wydłużania wieku aktywności zawodowej osób po 50 roku życia wymagają (zarówno od polityków, jak i pracodawców w Polsce) postrzegania problemu w szerszym wymiarze eko-

nomicznym i społecznym. Starzenie się społeczeństwa i zmniejszanie się podaży siły roboczej to nie tylko problem ograniczania kosztów, ale także marnotrawienia kapitału ludzkiego. Uwzględniając bieżącą sytuację gospodarczą kraju (kondycja rynku pracy) i charakter polskiego biznesu (nastawienia na zysk czy na społeczną odpowiedzialność – czy jedno i drugie) – wymaga opracowania i zastosowania odmiennej polityki w obszarze aktywizacji osób starszych. Radykalne rozwiązania w podnoszeniu wieku emerytalnego (które w praktyce mogłyby okazać się skutecznym rozwiązaniem) powiązane są z decyzjami politycznymi i będą napotykały silny opór. Mówi się jednak, że nie można powstrzymać idei, której czas nadszedł. Jako przesłanie warto zacytować Dyrektora Zarządzającego Funduszu Ludnościowego ONZ (UN Population Fund), Babatunde Osotimehin'a, który stwierdził, że: *Aging is manageable, but first it must be managed.*

7. Bibliografia

1. Analiza rozwiązań innowacyjnych we Włoszech dotyczących wydłużania aktywności zawodowej, Europerspektywa, Lublin 2010.
2. Atchley R. C., *The social forces in later life: An introduction to social gerontology*. Belmont, CA: Wadsworth 1972.
3. Austin C. D., *Aging well: What are the odds?*, „Generations”, 1991, No. 15(1).
4. Bilans Kapitału Ludzkiego w Polsce. Raport podsumowujący pierwszą edycję badań realizowaną w 2010 roku, PARP, Warszawa 2011.
5. Cahuc P., Zylberberg A., *Labour Economics*, The MIT Press 2004, w: *Zatrudnienie w Polsce 2008. Praca w cyklu życia*, pod red. M. Bukowskiego, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2010.
6. Casey B., Oxley H., Whitehouse E., Antolin P., Duval R., Leibfritz W., *Policies for an ageing society: recent measures and areas for further reform*, „Economics Department Working Paper”, No. 369, OECD, Paris 2003.
7. Cheung Ch., Kam P. K., Ngan R. M., *Age discrimination in the labour market from the perspectives of employers and older workers*, „International Social Work”, 2011, Vol. 54(1).
8. Cumming E., Henry W. E., *Growing old: The process of disengagement*, Basic Books, Inc, New York 1961.
9. Dalen Van H. P., Henkens K., Schippers J. J., *Dealing with Older Workers in Europe: A comparative survey of employers attitudes and actions*, „Journal of European Social Policy”, 2009, No. 19.
10. Dalen Van H. P., Henkens K., Schippers J. J., *Productivity of Older Workers: Perceptions of Employers and Employees*, „Population and Development Review”, 2010, No. 36 (2).

11. Dębowski H., Lis M., Pogorzelski K., Kształcenie ustawiczne w czasie zmian, w: *Zatrudnienie w Polsce 2008. Praca w cyklu życia*, pod red. M. Bukowskiego, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2010.
12. Działania pracodawców na rzecz aktywizacji potencjału osób starszych, J. Perek-Białas, K. Turek, w: D. Kałuża, P. Szukalski (red.), *Jakość życia seniorów w XXI wieku. Ku aktywności*, Łódź 2010.
13. Eurofound, *Employment initiatives for an ageing*, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions 2006.
14. Flynn M., *Who would delay retirement? Typologies of older workers*, „Personnel Review”, 2010, Vol. 39, No. 3.
15. Fortschrittsreport „Altersgerechte Arbeitswelt“ Ausgabe 1: *Entwicklung des Arbeitsmarkts für Ältere*, „Bundesministerium für Arbeit und Soziales”, Januar 2012.
16. Guillemard A., Rein M., *Comparative patterns of retirement: Recent trends in developed societies*, „Annual Review of Sociology”, 1993, No. 19.
17. Hamblin K. A., *Changes to policies for work and retirement in EU15 nations (1995–2005): an exploration of policy packages for the 50-plus cohort*, „International Journal of Ageing and Later Life”, 2010, Vol. 5 Issue: 1 Article No. 2.
18. Havighurst R. J., *Successful aging*, „The Gerontologist”, 1961, 1(1).
19. Ilmarinen J., *Aging workers*, „Occupational and Environmental Medicine”, 2001, Nr 58.
20. Kowaleski J., Szukalski P., *Starzenie się ludności Polski – między demografią a gerontologią społeczną*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
21. Kotowska I. E., *Starzenie się populacji i wpływające z niego wyzwania dla polityki społecznej. Pracownicy w wieku podeszłym na rynku pracy i w polityce społecznej*, „Biuletyn Rządowej Rady Ludnościowej”, Nr 50, Warszawa 2006.
22. Kruhoffer J., Hazl V., Lužar Šajt D., *Benchmark & highlights of flexicurity & active ageing in Dens project transnational partnership*, March 2011.
23. Liwiński J., Sztanderska U., *Zarządzanie wiekiem w przedsiębiorstwie. Kończenie zatrudnienia i przechodzenie na emeryturę*, Uniwersytet Warszawski, Warszawa 2010.
24. Mongelli T. L., *Strategie i metody wydłużania aktywności zawodowej osób po 50. roku życia. Analiza rozwiązań innowacyjnych we Włoszech dotyczących wydłużania aktywności zawodowej*, *Europerspektywa* 2010.
25. MPiPS, *Dezaktywizacja osób w wieku okołoemerytalnym*, Departament Analiz Ekonomicznych i Prognoz Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, Warszawa 2008.
26. Mucha J., Krzyżowski Ł., *Ageing in Poland*, „Polish Sociological Review”, 2010, Nr 2(170).
27. OECD, *Live Longer, Work Longer*, Organization for Economic Cooperation and Development 2006.

28. Perek-Białas J., Aktywne starzenie, Aktywna starość, Wyd. Aureus, Kraków 2005.
29. Perek-Białas J., Ruzik A., Aktywizacja starszych ludzi na rynku pracy: bariery i możliwości, w: Nasze starzejące się społeczeństwo. Nadzieje i zagrożenia, J. T. Kowaleski, P. Szukalski (red.), Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
30. Perek-Białas J., Ruzik A., Vidovicova L., Active ageing policies in the Czech Republic and Poland, „International Social Science Journal”, Special Issue about Active Ageing, December 2006, No. 190.
31. Perek-Białas J., Turek K., Starszy pracownik z punktu widzenia pracodawcy, w: Ku socjologii starości. Starzenie się w biegu życia jednostki, pod red. J. Mucha, Ł. Krzyżowski, Wyd. AGH, Kraków, 2011.
32. Perek-Białas J., Turek K., Strzałkowska H., Analiza *desk research* w ramach opracowania 50+ pracuję, rozwijam kompetencje. Innowacyjny model wsparcia dla pracowników 50+. Zbiórny raport z badań, PBS DGA, Sopot 2011.
33. Ruzik A., Dezaktywizacja w wieku przedemerytalnym a kwalifikacje, w: Edukacja dla pracy. Raport o Rozwoju Społecznym, UNDP, Warszawa 2007.
34. Ryff C. D., Successful aging: A developmental approach „The Gerontologist”, 1989, No. 22(2).
35. Sadowska-Snarska C. (red.), Augustyn A., Skibicka-Sokołowska E., Aktywizacja zawodowa osób po 50. roku życia. Dobre praktyki z Włoch. Tom 1, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2011.
36. Schimanek T., Sytuacja osób powyżej 50-tego roku życia na rynku pracy oraz rola organizacji pozarządowych świadczących usługi rynku pracy skierowane do tych osób, Fundacja Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych 2006.
37. Skirbekk V., Age and Productivity Capacity: Descriptions, Causes and Policy Options, „Ageing Horizons Issue”, 2008, No. 8.
38. Special Eurobarometr No. 378, Active Ageing, 13 January 2011.
39. Szmidt Cz. (red.), Kompleksowy Program Aktywizacji Osób Starszych 50+. Raport końcowy. Akademia Leona Koźmińskiego, MillwardBrown SMG/KRC, Warszawa 2012.
40. Sztur-Jaworska B., Rysz-Kowalczyk B., Raport z badania „Rynek pracy a osoby bezrobotne 50+. Bariery i szanse”, w: Rynek pracy a osoby bezrobotne 50+. Bariery i szanse, Akademia Rozwoju Filantropii w Polsce, Warszawa 2007.
41. Urbaniak B., Pracownicy 45+ w naszej firmie, Program Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju, Warszawa 2007.
42. Walker A., A strategy for active ageing, „International Social Security Review”, 2002, No. 55.
43. Walker A., Growing older. Understanding quality of life in old age, Open University Press, England 2005.
44. Walker A., Managing an Ageing Workforce. A Guide to Good Practice, European Foundation 1998.
45. <http://unfpa.org/ageingreport/>

Zarządzanie ryzykiem modeli wyceny instrumentów finansowych w banku w świetle regulacji nadzorczych

1. Wprowadzenie

Banki w swojej działalności na rynku finansowym w ogromnym stopniu polegają na modelach wyceny instrumentów finansowych. Modele te stosowane są do bieżącej wyceny posiadanego portfela instrumentów finansowych, wyznaczania wskaźników wrażliwości portfela na zmiany parametrów rynkowych, oceny ryzyka rynkowego oraz ryzyka kredytowego kontrahenta w pozagieldowych transakcjach instrumentami pochodnymi oraz do określania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka rynkowego oraz ryzyka kredytowego kontrahenta. Jednocześnie z roku na rok wzrasta wolumen produktów, które wyceniane są nie z użyciem bezpośrednio dostępnych cen rynkowych (*mark to market*), ale według różnego rodzaju modeli finansowych. Zadaniem tych modeli jest określenie niedostępnych bezpośrednio na rynku cen instrumentów finansowych na podstawie modelu, opartego na kwotowaniu prostszych instrumentów, które to kwotowania są bezpośrednio dostępne na rynku finansowym (*mark to model*). Z jednej strony, z uwagi na związane z nimi ryzyko, metody wyceny instrumentów finansowych *mark-to-model* od wielu lat podlegają krytyce (np. znany inwestor Warren Buffet określił je nawet mianem *mark-to-myth*¹), z drugiej zaś strony są powszechną praktyką wyceny stosowaną w instytucjach finansowych, za zgodą i akceptacją instytucji nadzorczych. Użycie modeli finansowych nieodłącznie wiąże się jednak z ryzykiem modelu (*model risk*), które może prowadzić do strat finansowych, niewłaściwych decyzji biznesowych oraz utraty reputacji przez instytucję finansową.

Celem niniejszego opracowania jest podkreślenie istotności procesu zarządzania ryzykiem, związanym z wdrożeniem i wykorzystaniem modeli wyceny instrumentów finansowych. Z uwagi na swoją specyfikę ryzyko to często jest niedoceniane przez kierownictwo instytucji finansowych, jednakże historia rynku finansowego pokazuje, że ryzyko to może mieć niebagatelny wpływ zarówno na wyniki finansowe, jak i reputację banku.

¹ Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report, <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>, s. 13.

Problematyka ryzyka modelu nie jest szeroko opisywana w polskiej literaturze przedmiotu. Praca niniejsza wskazuje podstawowe źródła ryzyka modelu i główne elementy procesu zarządzania ryzykiem, związanym z wdrożeniem i wykorzystaniem modeli wyceny instrumentów finansowych w banku, oraz zwraca uwagę na związane z tym ryzykiem wymogi regulacyjne, a także praktyki rynkowe stosowane w celu ograniczania tego ryzyka. Jednocześnie, na podstawie wybranych przykładów błędów popełnionych przez instytucje finansowe w zarządzaniu tym ryzykiem, podkreślono skalę potencjalnych strat w przypadku niewłaściwego nim zarządzania oraz wskazano na kluczowe procesy pomagające w redukcji tego ryzyka. Kryzys finansowy nie tylko nie ograniczył ryzyka modelu, ale wręcz je spotęgował. Cały czas w istotnym tempie rośnie wartość nominalna otwartych transakcji pochodnych na rynku pozagiełdowym – w ciągu dwóch lat poprzedzających czerwiec 2011 roku wzrosła o 19%, do kwoty 707 569 mld dolarów². Również w polskim sektorze bankowym skala potencjalnego ryzyka modelu jest znacząca, choć istotnie mniejsza niż w przypadku banków inwestycyjnych. Wartość nominalna instrumentów finansowych, wycenianych przez polskie banki z użyciem wyłącznie modeli finansowych (*mark-to model*), przekracza już obecnie wartość sumy bilansowej całego polskiego sektora bankowego. Podkreślić należy, że pomimo kryzysu na rynku finansowym i znacząco mniejszymi niż w latach poprzednich obrotami na polskim rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych³, pozycje brutto banków krajowych na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych rosną szybciej niż suma bilansowa polskiego sektora bankowego. W grudniu 2010 roku suma bilansowa monetarnych instytucji finansowych w Polsce, nie obejmująca bilansu banku centralnego, wynosiła 1238,14 mld PLN⁴. W tym samym czasie wartość pozycji brutto banków krajowych na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych wyniosła 1392,5 mld PLN⁵. W grudniu 2009 roku było to odpowiednio: 1124,7 mld PLN oraz 1187,3 mld PLN. Stosunek pozycji brutto banków krajowych na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w stosunku do sumy bilansowej polskiego sektora bankowego wynosił więc 105,57% w grudniu 2009 roku, i już 112,47% w grudniu 2010 roku. Jednocześnie pogłębiający się kryzys finansowy spowodował mniejszą dostępność kwotowań rynkowych z powodu pogar-

² Bank for International Settlements, „OTC derivatives market activity in the first half of 2011”, Basel, November 2011.

³ Narodowy Bank Polski, Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, Warszawa wrzesień 2010 r.

⁴ Narodowy Bank Polski, Bilans zagregowany pozostałych monetarnych instytucji finansowych, http://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_bankow.xls

⁵ Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r., Warszawa listopad 2011 r.

szającej się płynności rynkowej instrumentów bazowych⁶, co zwiększyło stopień niepewności wycen instrumentów finansowych wycenianych z użyciem modeli finansowych. Ryzyko to nie daje się w prosty sposób zarządzać, ponieważ praktyka wyceny instrumentów finansowych dotyka jednocześnie wielu dyscyplin⁷, zaczynając od praktycznych aspektów prowadzenia operacji handlowych na rynku finansowym, poprzez matematykę finansową, na informatyce kończąc. W konsekwencji odpowiedzialność za zarządzanie ryzykiem modeli wyceny instrumentów finansowych jest w bankach rozproszona pomiędzy różne jednostki, co powoduje konieczność szczególnie uważnego nadzoru kierownictwa nad tym procesem. Na kierownictwie banku spoczywa bowiem ostateczna odpowiedzialność za skuteczność procesu zarządzania ryzykiem, zaś banki powinny zarządzać tym ryzykiem tak, jak innymi rodzajami ryzyka, tj. identyfikować i oceniać skalę jego potencjalnego wpływu, która następnie w świadomy sposób powinna być ograniczana i monitorowana. W celu zwiększenia przejrzystości rynku oraz redukcji niepewności związanej z wyceną instrumentów finansowych w 2006 roku amerykańska Financial Accounting Standards Board wprowadziła trójpoziomą hierarchię⁸, pozwalającą syntetycznie opisać poziom niepewności związanej z wyceną instrumentów finansowych, zależności od dostępności danych rynkowych oraz stopnia oceny eksperckiej używanej w procesie wyceny:

- 1) poziom 1 (najniższe ryzyko modelu) – określa aktywa bądź pasywa, które wyceniane są do wartości godziwej z użyciem wyłącznie cen kwotowanych na aktywnym rynku dla identycznych aktywów lub pasywów, przy czym dana instytucja musi mieć bezpośredni dostęp do tego rynku;
- 2) poziom 2 (średnie ryzyko modelu) – określa aktywa bądź pasywa, które wyceniane są do wartości godziwej z użyciem parametrów obserwowalnych na rynku obejmujących m.in.:
 - ceny identycznych aktywów lub pasywów, kwotowanych na aktywnym dla nich rynku,
 - ceny podobnych aktywów lub pasywów, kwotowanych na aktywnym dla nich rynku,
 - przypadki, gdy dla podobnych aktywów bądź pasywów ceny kwotowanych na aktywnym bądź mniej aktywnym rynku nie są dostępne, natomiast dostępne są inne obserwowalne parametry, wystarczające do wiarygodnej oceny wartości godziwej;

⁶ E. Gualandri, A. Landi, A. Vanturelli, Financial Crisis and New Dimensions of Liquidity Risk: Rethinking Prudential Regulation and Supervision, „Journal of Money, Investment and Banking”, Issue 8 (2009).

⁷ E. Derman, The Principles and Practice of Verifying Derivatives Prices, 2001.

⁸ Financial Accounting Standards Board (FASB), „Financial Accounting Standards No. 157: Fair Value Measurements”, wrzesień 2006 r.

- 3) poziom 3 (najwyższe ryzyko modelu) – określa aktywa bądź pasywa, dla których na dzień wyceny nie są dostępne obserwowalne dane rynkowe bądź wycena dokonywana jest z użyciem technik wyceny, które w dużej mierze opierają się na parametrach wejściowych, w istotnym stopniu nie obserwowalnych bezpośrednio na rynku.

Tabela 1. Udział poszczególnych kategorii wyceny w aktywach wycenianych do wartości godziwej ogółem, dla głównych amerykańskich banków inwestycyjnych (w %)

	Aktywa wyceniane do wartości godziwej do aktywów ogółem	W tym:		
		poziom 1	poziom 2	poziom 3
2007 Q1	44,9	27,4	65,6	7,0
2008 Q1	49,6	23,3	65,9	10,9
2009 Q1	55,2	22,1	64,0	13,9

Źródło: C. Laux, C. Leuz, Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 24, Nr 1, Winter 2010.

Tabela 1 pokazuje udział poszczególnych kategorii wyceny w aktywach wycenianych do wartości godziwej ogółem dla głównych amerykańskich banków inwestycyjnych (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch), wskazując na prawie dwukrotny wzrost udziału aktywów obarczonych największym ryzykiem modelu (poziom 3) w aktywach wycenianych do wartości godziwej ogółem.

2. Źródła ryzyka modelu

M. Crouhy i D. Galai⁹ zwracają uwagę na dwa podstawowe źródła ryzyka modelu:

- 1) błąd modelu – najczęściej wynikający z przyjęcia założeń, które są zbyt uproszczone, wprowadzające w błąd lub w inny sposób niewłaściwe, bądź
- 2) implementacja modelu w błędny sposób (nieświadomie bądź też w wyniku nieuczciwości pracowników).

W swojej pracy P. Hénaff i C. Martini¹⁰ definiują ryzyko modelu w trzech ujęciach:

- 1) wiele modeli finansowych może być poddane kalibracji w taki sposób, który będzie skutkowało wiernym odzwierciedleniem przez model cen

⁹ M. Crouhy, D. Galai, Model Risk in Risk Management, Encyclopedia of Quantitative Risk Analysis and Assessment, Wiley 2008.

¹⁰ P. Hénaff, C. Martini, Model validation: theory, practice and perspectives, „Journal of Risk Model Validation”, Vol. 5, Nr 4, Winter 2011/12.

płynnych instrumentów finansowych, przy jednoczesnym niewłaściwym odzwierciedleniu cen instrumentów egzotycznych;

- 2) operacyjnego użycia modelu wyceny, którego to stosowanie zwykle nie jest ograniczone do wyznaczenia ceny instrumentu finansowego, ale jednocześnie obejmuje wyznaczanie parametrów ryzyka wykorzystywanych do jego zabezpieczania (*dynamic hedging*). W tym kontekście ryzyko modelu sprowadza się do różnicy pomiędzy ceną instrumentu, pochodzącą z modelu, a kosztem zabezpieczania tego instrumentu w czasie całej długości jego życia;
- 3) ryzyko modelu, na które zwraca uwagę Rebonato¹¹, to ryzyko będące różnicą pomiędzy wyceną (pochodzącą z modelu) niepłynnego bądź złożonego instrumentu finansowego a ceną, po jakiej transakcja jest faktycznie zawarta na rynku.

W jednej z pierwszych prac dotyczących ryzyka modelu E. Derman¹² określa 6 typów ryzyka modelu, identyfikowanych już wtedy jako podstawowe źródła ryzyka modelu wyceny i związanych z nim potencjalnych strat w działalności bankowej:

- 1) model matematyczny może nie mieć zastosowania do opisanego danego problemu;
- 2) stosowany model matematyczny nie opisuje właściwie rzeczywistego problemu (według Dermana jest to najczęstsza interpretacja ryzyka modelu), np. jednoczynnikowy model stóp procentowych, zastosowany do wyceny opcji, w których profil wypłaty zależy od zmian kształtu krzywej dochodowości;
- 3) właściwy model matematyczny, ale niewłaściwe rozwiązanie prowadzące do np. niewłaściwej wyceny powiązanych instrumentów;
- 4) właściwy model, ale niewłaściwe zastosowanie – ryzyko związane z niewłaściwym wdrożeniem właściwego modelu matematycznego (np. zbyt mała liczba symulacji w przypadku stosowania symulacji Monte Carlo, błędy przybliżeń, itp.);
- 5) błędy w zakresie inżynierii oprogramowania na etapie technicznego wdrożenia modelu;
- 6) niestabilne bądź niskiej jakości dane wejściowe.

E. Derman sugeruje, jako podstawowe narzędzie zarządzania ryzykiem modelu, stosowanie wyczerpujących procedur testowych. Warto podkreślić, że powyższa typologia ryzyka modelu jest obecnie powszechnie stosowana przez audy-

¹¹ R. Rebonato, Theory and practice of model risk management, Modern Risk Management: A History, Risk Books, 2003.

¹² E. Derman, Model Risk, Quantitative Strategies Research Notes, Goldman Sachs, kwiecień 1996 r.

torów w rutynowym procesie przeglądu modeli finansowych stosowanych przez banki. Z kolei R. Frey¹³ w swojej pracy zwraca uwagę na brak płynności rynku, jako szczególny czynnik przyczyniający się do zwiększenia ryzyka modelu.

Przed obecnym kryzysem finansowym proces nadawania ratingu transzy CDO, stosowany przez agencje ratingowe (np. stosowany przez agencję Moody's, opisany m.in. przez Yoshizawa¹⁴ oraz Andelson¹⁵), nie wymagał przypisania prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania każdemu z dłużników, którego ekspozycje wchodziły w skład portfela, a jedynie przyjęcia określonych założeń, co do stóp odzysku i korelacji niewypłacalności dłużników w ramach portfela podlegającego ratingowi. I. Fender oraz J. Kiff¹⁶ zauważyli, że zakładając, iż inwestorzy polegają wyłącznie na ocenach ratingowych w swoich inwestycjach w CDO (co istotnie miało w dużej skali miejsce przed rozpoczęciem obecnego kryzysu finansowego), ryzyko modelu jest jednym z głównych ryzyk, na jakie są oni narażeni. Autorzy ci podkreślają, że znaczna liczba obniżek ratingów transzy CDO o wysokiej rentowności (*high yield CDO tranches*) w ostatnich latach spowodowana była, co najmniej w części, niewłaściwym modelowaniem ryzyka niewypłacalności oraz stóp odzysku, a więc była przykładem ryzyka modelu. Efekt ten był wyraźnie widoczny w nieproporcjonalnie wysokiej – w stosunku do wcześniej deklarowanych wysokich ocen wiarygodności kredytowej – skali obniżek ratingów instrumentów CDO w latach 2008–2009.

3. Przykłady ryzyka modelu

Historia rynku finansowego zawiera wiele przykładów wystąpienia ryzyka modelu. Poniżej podane są wybrane przypadki ilustrujące tezę o istotności zarządzania tym ryzykiem oraz pokazujące skalę poniesionych strat, jak i efekty reputacyjne dla instytucji finansowych. W swojej pracy B. E. Gup¹⁷ przytacza przykłady strat poniesionych przez instytucje finansowe z tytułu ryzyka modelu w latach 90. W marcu 1997 roku Bank of Tokyo/Mitsubishi ogłosił, że jego oddział w Nowym Jorku poniósł 83 mln USD straty spowodowanej błędną wyceną portfela swapów

¹³ R. Frey, Market Illiquidity as a Source of Model Risk in Dynamic Hedging, University of Zurich, 2000.

¹⁴ Y. Yoshizawa, Moody's Approach To Rating Synthetic CDOs, Moody's Investor Service, 29 lipca 2003 r.

¹⁵ M. H. Adelson, Rating Mezzanine Securities in Structured Finance Transactions: The Impact of an Expected Value Approach, Moody's Investors Service Structured Finance Special Report, luty 1999 r.

¹⁶ I. Fender, J. Kiff, CDO rating methodology: Some thoughts on model risk and its implications, BIS Working Papers No. 163, listopad 2004 r.

¹⁷ B. E. Gup, Bank failures in the major trading countries of the world: causes and remedies, Quorum Book, Westport, CT, 1998.

i opcji na stopę procentową w USD przez model komputerowy, zaś w lutym 1997 roku bank NatWest ogłosił 90,5 mln GBP straty z tytułu błędnej wyceny instrumentów pochodnych przez traderów zajmujących się opcjami na stopę procentową i swapcjami w DEM i GBP¹⁸.

Część z 4,6 mld USD strat, poniesionych w 1998 roku przez fundusz Long Term Capital Management¹⁹, przypisywana jest problemom związanym z ryzykiem modelu. Jorion²⁰ wskazuje m.in. na brak uwzględnienia płynności rynku oraz błędne założenia co do rozkładów stóp zwrotu instrumentów finansowych użytych w modelowaniu przez LTCM. Obecny kryzys finansowy istotnie ograniczył płynność rynku finansowego, przy jednoczesnym znaczącym wzroście zmienności, co przyczyniło się do wystąpienia kolejnych znaczących strat z tytułu ryzyka modelu w niektórych instytucjach finansowych. Przydatne w tym zakresie są użyte poniżej dane upubliczniane przez brytyjski nadzór bankowy (Financial Services Authority, FSA). W sierpniu 2008 roku brytyjski Financial Services Authority nałożył na Credit Suisse (oddział w Londynie) karę w wysokości 5,6 mln GBP za wielokrotne zaniedbania systemowe oraz zaniedbania procesów kontrolnych związanych z wyceną papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*Asset Backed Securities*, ABS), których skutkiem było utworzenie przez ten bank w lutym 2008 roku rezerwy w wysokości 2,65 mld USD. FSA stwierdził, że bank nie stworzył wystarczających mechanizmów kontrolnych pozwalających na wykrycie niewłaściwej wyceny produktów typu ABS. Instrumenty te niewłaściwie wyceniane były w księgach banku przez około 5 miesięcy²¹. Jak stwierdził FSA, niezbędne jest, by zwłaszcza w trudniejszych warunkach rynkowych instytucje finansowe posiadały właściwe systemy i procedury zarządzania ryzykiem. W tym przypadku, zdaniem nadzoru, bank nie podjął adekwatnych kroków, aby ograniczyć potencjalnie wysokie ryzyko wynikające z natury produktów egzotycznych, które znajdowały się w portfelu, nieprzejrzystych wycen oraz wysokiej dźwigni finansowej. W grudniu 2009 roku FSA nałożył na Toronto Dominion Bank (oddział w Londynie) karę w wysokości 7 mln GBP (na tamten moment czwarta najwyższa kara w historii FSA) za wielokrotne zaniedbania systemowe oraz zaniedbania procesów kontrolnych, związanych z wyceną skomplikowanych produktów finansowych. Skutkiem tych zaniedbań było utworzenie przez ten bank w lipcu 2008 roku rezerwy w wysokości 96 mln CAD. FSA stwierdził, że bank nie przestrzegał

¹⁸ D. Shirreff, *Lessons from NatWest*, Euromoney, maj 1997 r.

¹⁹ M. Lusztyń, P. Opolski, *Historia Funduszu Long-Term Capital Management*, „Rynek Terminowy”, 2/2003.

²⁰ P. Jorion, *Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management*, European Financial Management, wrzesień 2000 r.

²¹ U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/092/2008, 13 sierpnia 2008 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/092.shtml>

wewnętrznych procedur dotyczących niezależnej weryfikacji wyceny instrumentów finansowych oraz nie stworzył wystarczających mechanizmów kontrolnych, pozwalających na wykrycie problemów w tym zakresie²². Jednocześnie FSA zauważył, że bank nie podjął wystarczających działań, aby usunąć niedociągnięcia w tym obszarze, zidentyfikowane już w latach poprzednich, w szczególności w zakresie procesu niezależnej weryfikacji wycen²³. Już w 2007 roku podobne niedociągnięcia spowodowały stratę w wysokości 8,8 mln CAD, co zaszkodziło karą w wysokości 490 tys. GBP, nałożoną wtedy przez FSA.

4. Aspekty regulacji nadzorczych

Z punktu widzenia regulacji nadzorczych, minimalne wymagania związane z zarządzaniem ryzykiem modeli wyceny instrumentów finansowych określone są przez Nową Umowę Kapitałową, w części określającej wymogi jakościowe, których spełnienie konieczne jest do otrzymania zgody nadzoru bankowego na używanie modelu wewnętrznego do wyliczania wymogu kapitałowego na ryzyko rynkowe²⁴ oraz w poświęconych temu tematowi rekomendacjach²⁵, a także unijnej dyrektywie na temat wymogów kapitałowych instytucji kredytowych²⁶.

Nadzór bankowy w Stanach Zjednoczonych opublikował niedawno zaktualizowaną wersję wytycznych w zakresie zarządzania ryzykiem modelu, rozszerzając poprzednie wytyczne o najnowsze praktyki rynkowe w tym zakresie. Podkreślono, że ryzyko modelu powinno być zarządzane tak, jak każdy inny rodzaj ryzyka. Banki powinny identyfikować to ryzyko i ocenić skalę jego potencjalnego wpływu²⁷. Warto podkreślić, że obecnie obowiązujące, omówione szczegółowo poniżej, wymagania nadzorcze są również dobrą praktyką stosowaną przez duże instytucje finansowe do zarządzania ryzykiem modelu. Wymagania nadzorcze zobowiązują instytucje bankowe do ustanowienia oraz utrzymywania systemów i mechanizmów kontroli w celu zapewniania ostrożnych i wiarygodnych oszacowań cenowych. Wspomniane

²² U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/175/2009, 17 grudnia 2009 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/175.shtml>

²³ U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/117/2007, 16 listopada 2007 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/117.shtml>

²⁴ Basel Committee on Banking Supervision „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”, June 2006, Part 2, First Pillar, „Minimum Capital Requirements”, Chapter VI, Market Risk.

²⁵ Basel Committee on Banking Supervision, „Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices”, April 2009.

²⁶ Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. z późniejszymi zmianami.

²⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Supervisory Guidance on Model Risk Management, kwiecień 2011 r.

systemy i mechanizmy kontroli powinny zawierać co najmniej następujące elementy:

- 1) udokumentowane zasady i procedury dotyczące procesu wyceny, obejmujące wyraźnie określony zakres odpowiedzialności za różne obszary wchodzące w skład procesu wyceny, źródła rynkowych informacji oraz przegląd ich adekwatności, częstotliwość dokonywania niezależnej wyceny, godziny podawania dziennych cen zamknięcia, procedury wycen korygujących, procedury weryfikacji na koniec miesiąca oraz doraźnej weryfikacji, a także
- 2) system przekazywania sprawozdań do działu niezależnego od jednostki operacyjnej, odpowiedzialnego za proces wyceny.

Ostatnim ogniwem systemu sprawozdawczego powinien być zarząd banku. Zgodnie z rekomendacjami nadzorczymi wycena pozycji według wartości rynkowej powinna być dokonywana co najmniej raz dziennie, według łatwo dostępnych cen zamknięcia, pochodzących z niezależnych źródeł, takich jak: kursy giełdowe, notowania elektroniczne lub notowania pochodzące od kilku niezależnych, renomowanych domów maklerskich. Dokonując wyceny według wartości rynkowej, bank powinien stosować wycenę z uwzględnieniem marży kupna/sprzedaży (*bid-offer spread*), chyba że instytucja jest znaczącym animatorem rynku dla danego instrumentu finansowego i może dokonać zamknięcia pozycji po średnim kursie rynkowym (*mid-price*). Jedyne w przypadku, gdy wycena według wartości rynkowej nie jest możliwa, instytucje mogą dokonać wyceny ich pozycji według modelu. Zgodnie z Dyrektywą 2006/49/WE wycenę według modelu określa się w tym przypadku jako dowolną wycenę, którą można odwzorować, wywieść lub obliczyć w inny sposób na podstawie danych rynkowych²⁸. Dokonując wyceny według modelu, bank powinien spełnić następujące wymogi nadzorcze:

- 1) zarząd powinien mieć świadomość, które składniki portfela handlowego poddawane są wycenie według modelu, i rozumieć znaczenie niepewności, jaka z tego wynika dla oszacowań prezentowanych w sprawozdaniach dotyczących ryzyka oraz wyników finansowych działalności handlowej;
- 2) wykorzystywane dane wejściowe powinny odpowiadać cenom rynkowym, a adekwatność danych rynkowych dla pozycji podlegającej wycenie oraz parametry modelu powinny być okresowo weryfikowane;
- 3) bank powinien stosować metody wyceny, które stanowią przyjętą praktykę rynkową dla danych instrumentów finansowych;
- 4) bez względu na to, czy model został stworzony w ramach instytucji, czy też zakupiony u dostawcy zewnętrznego, założenia, na których model się opiera, powinny zostać zweryfikowane (*model validation*) przez osoby

²⁸ Dyrektywa 2006/49/WE..., *op. cit.*, Załącznik VII, Część B, pkt 3.

odpowiednio do tego wykwalifikowane, niezwiązane z procesem tworzenia modelu, i obejmować zarówno weryfikację założeń matematycznych, jak i weryfikację wdrożenia zastosowanego oprogramowania. Ta ostatnia w praktyce obejmuje zarówno inspekcję kodu napisanego przez jednostkę tworzącą model, jak i – w bardziej rygorystycznym podejściu do zarządzania ryzykiem modelu – całkowicie niezależne wdrożenie oprogramowania. Proces oceny wdrożenia modelu, kluczowy dla efektywnego zarządzania ryzykiem, ma na celu weryfikację, czy model działa tak, jak oczekiwano, tj. zgodnie z celem, dla którego został zaprojektowany, oraz zastosowaniem biznesowym tego modelu. Stopień złożoności procesu walidacji powinien być, zgodnie z nadzorczą zasadą proporcjonalności, dostosowany do skali i zaawansowania prowadzonej przez bank działalności;

- 5) zarząd banku powinien ustanowić procedury formalnej kontroli zmian oraz przechowywać zabezpieczoną kopię modelu, wykorzystywaną do okresowego sprawdzenia wycen;
- 6) jednostka zarządzająca ryzykiem powinna mieć świadomość słabych stron stosowanego modelu oraz sposobów, w jakie najlepiej można je odzwierciedlić w wynikach wyceny (częstą praktyką jest stosowanie rezerw uwzględniających potencjalne słabości modelu); oraz
- 7) model powinien być poddawany zarówno bieżącemu, jak i regularnemu okresowemu przeglądowi w celu określenia jego dokładności. Ocena bieżąca polega głównie na codziennej analizie, w jakim stopniu ceny pochodzące z modelu pokrywają się z kwotowaniami rynkowymi, zaś celem okresowych przeglądów jest dokonanie oceny prawidłowości założeń, analiza zysków i strat w zestawieniu z czynnikami ryzyka oraz porównania rzeczywistych wartości zamknięcia z wynikami modelu.

Zgodnie z wymaganiami nadzorczymi, oprócz codziennej wyceny według wartości rynkowej lub według modelu, banki powinny dokonywać niezależnej weryfikacji cen, tj. przeprowadzać proces, za pomocą którego ceny rynkowe lub dane dotyczące modelu sprawdzane są pod względem dokładności i niezależności (ang. *Independent Price Verification*, IPV). Weryfikacji cen rynkowych i danych dotyczących modelu powinna dokonywać jednostka niezależna od działu operacji dealerskich co najmniej raz w miesiącu (lub częściej, w zależności od charakteru rynku/działalności handlowej). W przypadku gdy niedostępne są źródła cen lub źródła te są subiektywne, właściwe może okazać się zastosowanie takich środków ostrożności, jak rezerwy wyceny (*fair value adjustments*). Dyrektywa w sprawie adekwatności kapitałowej daje organom nadzorczym prawo do wymagania od banków, aby formalnie uwzględniały następujące korekty aktualizujące wartość wyceny:

- niezrealizowane marże kredytowe,
- koszty zamknięcia pozycji (*close-out costs*),
- ryzyko operacyjne,
- przedterminowe rozwiązanie umowy,
- koszty inwestycji i finansowania,
- przyszłe koszty administracyjne,
- korekty dla pozycji o ograniczonej płynności oraz
- tam, gdzie to wymagane: ryzyko modelu.

W przypadku, gdy korekty aktualizujące wartość wyceny są przyczyną istotnych strat w bieżącym roku obrotowym, pomniejszają one fundusze własne podstawowe instytucji.

Rezerwy na ryzyko modelu określa się w praktyce najczęściej poprzez odniesienie do następujących elementów:

- 1) różnicy pomiędzy cenami pochodzącymi ze stosowanego modelu a kwotowaniami rynkowymi. Ilekroć różnica ta jest istotna, powinna być wykorzystana jako punkt wyjścia dla utworzenia rezerwy na ryzyko modelu;
- 2) różnicy pomiędzy cenami pochodzącymi ze stosowanego modelu a pochodzącymi z modeli alternatywnych – w przypadku niemożności odniesienia się do bezpośrednich kwotowań rynkowych pozwala na rozróżnienie ryzyka modelu i premii płynności rynku (występującej w istotnym stopniu, np. w przypadku, gdy duża część uczestników rynku ma podobne pozycje);
- 3) założeń modelu nie dających się obserwować (np. korelacja), bądź zweryfikować bezpośrednio na rynku, bądź trudnych do dynamicznego zabezpieczenia za pomocą dostępnych instrumentów finansowych;
- 4) unikalnych charakterystyk instrumentu, odróżniających go od podobnych instrumentów kwotowanych na rynku. Przykładem może być opcja bermudzka, w przypadku której punktem odniesienia do utworzenia rezerwy dla niestandardowego produktu tego typu może być ustalenie różnicy pomiędzy kwotowaniami podobnych opcji bermudzkich a odpowiadającymi im najdroższymi opcjami europejskimi o podobnych pozostałych parametrach²⁹;
- 5) kosztu statycznej lub półstatycznej strategii replikacyjnej przybliżającej profil wypłaty analizowanego instrumentu.

²⁹ P. Hagan, *Methodology for Callable Swaps and Bermudan 'Exercise Into' Swaptions*, Bloomberg LP, New York 2008.

5. Podsumowanie

W celu podkreślenia istotności procesu zarządzania ryzykiem związanym z implementacją i wykorzystaniem modeli wyceny instrumentów finansowych dla jakości całego procesu zarządzania ryzykiem w banku przedstawiono podstawowe źródła ryzyka modelu, jak i jego konsekwencje dla innych aspektów zarządzania ryzykiem. Na wybranych przykładach pokazano, że pomimo iż ryzyko to może mieć niebagatelny wpływ zarówno na wyniki finansowe, jak i reputację banku, często jest niedoceniane przez kierownictwo instytucji finansowych. W niniejszej pracy zwrócono uwagę na wymogi regulacyjne związane z ryzykiem modelu oraz praktyki rynkowe stosowane w celu ograniczania tego ryzyka.

6. Bibliografia

1. Adelson M. H., Rating Mezzanine Securities in Structured Finance Transactions: The Impact of an Expected Value Approach, Moody's Investors Service Structured Finance Special Report, luty 1999 r.
2. Bank for International Settlements, „OTC derivatives market activity in the first half of 2011”, Basel, November 2011.
3. Basel Committee on Banking Supervision „International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework”, June 2006, Part 2, First Pillar, „Minimum Capital Requirements”, Chapter VI, Market Risk.
4. Basel Committee on Banking Supervision, „Supervisory guidance for assessing banks' financial instrument fair value practices”, April 2009.
5. Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report, <http://www.berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>
6. Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, „Supervisory Guidance on Model Risk Management”, kwiecień 2011 r.
7. Crouhy M., Galai D., Model Risk in Risk Management, Encyclopedia of Quantitative Risk Analysis and Assessment, Wiley 2008.
8. Derman E., Model Risk, Quantitative Strategies Research Notes, Goldman Sachs, kwiecień 1996 r.
9. Derman E., The Principles and Practice of Verifying Derivatives Prices, 2001.
10. Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. z późniejszymi zmianami.
11. Fender I., Kiff J., CDO rating methodology: Some thoughts on model risk and its implications, BIS Working Papers No. 163, listopad 2004 r.

12. Financial Accounting Standards Board (FASB), „Financial Accounting Standards No. 157: Fair Value Measurements”, wrzesień 2006 r.
13. Frey R., Market Illiquidity as a Source of Model Risk in Dynamic Hedging, University of Zurich, 2000.
14. Gualandri E., Landi A., Vanturelli A., Financial Crisis and New Dimensions of Liquidity Risk: Rethinking Prudential Regulation and Supervision, „Journal of Money, Investment and Banking”, Issue 8 (2009).
15. Gup B. E., Bank failures in the major trading countries of the world: causes and remedies, Quorum Book, Westport, CT, 1998.
16. Hagan P., Methodology for Callable Swaps and Bermudan ‘Exercise Into’ Swaptions, Bloomberg LP, New York 2008.
17. Hénaff P., Martini C., Model validation: theory, practice and perspectives, „Journal of Risk Model Validation”, Vol. 5, Nr 4, Winter 2011/12.
18. Jorion P., Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management, European Financial Management, wrzesień 2000 r.
19. Laux C., Leuz C., Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?, „Journal of Economic Perspectives”, Vol. 24, Nr 1, Winter 2010.
20. Lusztyn M., Opolski P., Historia Funduszu Long-Term Capital Management, „Rynek Terminowy”, 2/2003.
21. Narodowy Bank Polski, Bilans zagregowany pozostałych monetarnych instytucji finansowych, http://www.nbp.pl/statystyka/pieniezna_i_bankowa/dwn/bilans_bankow.xls
22. Narodowy Bank Polski, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r., Warszawa listopad 2011 r.
23. Narodowy Bank Polski, Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce, Warszawa wrzesień 2010 r.
24. Rebonato R., Theory and practice of model risk management, „Modern Risk Management: A History”, Risk Books, 2003.
25. Shirreff D., Lessons from NatWest, Euromoney, maj 1997 r.
26. U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/092/2008, 13 sierpnia 2008 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2008/092.shtml>
27. U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/117/2007, 16 listopada 2007 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2007/117.shtml>
28. U.K. Financial Services Authority, komunikat FSA/PN/175/2009, 17 grudnia 2009 r., <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/175.shtml>
29. Yoshizawa Y., Moody’s Approach To Rating Synthetic CDOs, Moody’s Investor Service, 29 lipca 2003 r.

Rola keynesowskiej myśli ekonomicznej we wspieraniu wzrostu gospodarczego w Polsce w latach 2001–2005 (część 1)

1. Wprowadzenie

Okres przełomu XX i XXI wieku w Polsce to czas znaczącego spowolnienia gospodarczego. W 2001 roku polska gospodarka wzrosła tylko o niewiele ponad 1%¹. Zwiększyło się bezrobocie, nastąpił niejako nawrót problemów o charakterze społecznym, które pojawiły się już na progu transformacji. Jednocześnie gwałtownie spadała inflacja. Były to bardzo trudne lata pod względem społecznym i gospodarczym. Dodatkowo w 2001 roku odbyły się wybory parlamentarne, w których bezprecedensowe zwycięstwo odniosła lewicowa koalicja SLD–UP. Powstały zatem okoliczności do przeformułowania recept stosowanych dotychczas w polityce gospodarczej. Tę nową koncepcją, na której w znacznym stopniu oparto program gospodarczy, była myśl keynesowska.

Tezą niniejszego opracowania jest stwierdzenie, że keynesowska myśl ekonomiczna stanowiła podbudowę teoretyczną dla konstrukcji programu ekonomicznego w latach 2001–2005, a także znalazła ona zastosowanie praktyczne. Szczególnie dotyczy to okresu do 2004 roku, tj. do czasu, gdy u władzy znajdował się rząd Leszka Millera. Rozliczne propozycje nakierowane na zwiększenie popytu inwestycyjnego, jak i konsumpcyjnego w gospodarce, wsparte funduszami Unii Europejskiej wskazują na to, że teza ta powinna być prawdziwa. Kolejna teza to stwierdzenie, że w realnym działaniu keynesizmu było dużo mniej niż zapowiadano.

Niniejszy artykuł opisuje sytuację u progu badanego okresu i wskazuje, że keynesizm mógł być właściwą koncepcją dla zwalczania problemów tamtego okresu. Dokonuje analizy dokumentów i programów rządowych pod kątem proponowanych w nich rozwiązań o charakterze keynesowskim i pokazuje, że ich podbudową teoretyczną był keynesizm. Dokonujemy tu także oceny rzeczywistego stopnia realizacji założeń rządowych.

¹ G. W. Kołodko, Sukces na dwie trzecie. Polska transformacja ustrojowa i lekcje na przyszłość, w: E. Mączyńska (red.), VIII Kongres Ekonomistów Polskich, t. 1, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 5.

Wydaje się, że warto podjąć to zagadnienie, by prześledzić, w jaki sposób teoria ekonomii może być użyteczna dla praktyki gospodarczej. Szczególnie stwierdzenie to dotyczy gospodarki dopiero transformującej się.

2. Wybrane aspekty sytuacji gospodarczej Polski na przełomie XX i XXI wieku

2.1. Dynamika Produktu Krajowego Brutto

Jednym z problemów, który jaskrawie dawał się we znaki na progu XXI wieku, była gwałtownie malejąca dynamika Produktu Krajowego Brutto. Świadczą o tym dane dotyczące dynamiki gospodarczej. O ile jeszcze w IV kwartale 1999 roku, w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku Produkt Krajowy Brutto wzrósł o 6,2%, kwartał później o 6%, o tyle w 2001 roku wielkości te (z wyjątkiem I kwartału) nie osiągnęły nawet 1% (w II, III i IV kwartale 2001 roku odpowiednio: 0,9%, 0,8% oraz 0,2%). Jest to bardzo gwałtowne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego.

2.2. Stopa bezrobocia

Kolejną wielkością o charakterze społeczno-gospodarczym, której przebieg należy przeanalizować, jest stopa bezrobocia. Również w tym obszarze doszło do gwałtownego pogorszenia sytuacji. O ile średnia kwartalna stopa bezrobocia (w odniesieniu do kwartału roku poprzedniego) w 1999 roku kształtowała się na poziomie 11–12%, to w 2000 roku był to już poziom 13–14%, zaś w 2001 roku aż 16–17%. Oznacza to przyrost udziału bezrobotnych w liczbie osób aktywnych zawodowo o 5–6 pkt proc. w ciągu zaledwie 3 lat! Taką zmianę należy uznać za bardzo gwałtowną i nie do zaakceptowania zarówno ze społecznego, jak i ekonomicznego punktu widzenia.

2.3. Stopa inflacji

Kolejnym elementem, który należy poruszyć, jest kwestia wzrostu cen w gospodarce. Zasadniczo do czynienia mieliśmy z pozytywnymi tendencjami w zakresie kształtowania się tego zjawiska. Ceny, z niewielkimi wyjątkami, wykazywały pozytywną tendencję dla gospodarstw domowych. Niestety, wynikało to głównie z negatywnej sytuacji po stronie popytowej. O tym, że stagnacja nie miała charakteru podażowego świadczy fakt, że ceny zarówno surowców energetycznych, jak i płodów rolnych były na relatywnie niskich poziomach. Na przykład w 1998 roku cena referencyjna ropy naftowej według OPEC wynosiła zaledwie 12,28 USD, w 1999 roku było to 17,48 USD, w 2000 roku zaś 27,60 USD, natomiast w 2001

roku spadła do 23,12 USD². Również ceny żywności pod koniec lat 90. pozostawały na niskim poziomie. Indeks cen żywności FAO pozostawał na poziomie poniżej 100 (kolejno w 1999 roku było to 92,3; w 2000 roku było to 90,2, natomiast w 2001 roku 93,3), co oznacza, że w porównaniu ze średnią ceną za lata 2002–2004 żywność była nawet o 10% tańsza³. Te i inne dane pokazują, że źródło gwałtownie spowalniającej gospodarki nie leżało po stronie podażowej.

Potwierdzają to dane liczbowe. O ile jeszcze w 2000 roku mieliśmy do czynienia z przyśpieszeniem dynamiki cen (z niewiele ponad 6% do około 10%), o tyle już w kolejnym roku inflacja dynamicznie spadała, osiągając pod koniec 2001 roku poziom poniżej 4%. Oznacza to spadek kwartalnej stopy inflacji (w odniesieniu do kwartału roku poprzedniego) aż o około 6 pkt proc. w ciągu zaledwie jednego roku. W dużym stopniu wiązało się to z powrotem na ścieżkę stabilizacji cen w gospodarce. Dało to pole do działań polegających na zmianie akcentów ze stabilizacji cen na walkę z bezrobociem i starania o pobudzenie wzrostu gospodarczego.

2.4. Dynamika popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego

Warto przyjrzeć się zmianom wielkości popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego. Są to zmienne, które w znacznym stopniu decydują o dynamice Produktu Krajowego Brutto, gdyż stanowią one element równania podziału wytworzonej produkcji pomiędzy różne rodzaje popytu zgłaszanego przez podmioty operujące na rynku. Jednocześnie ocena ich kształtowania będzie kolejną wskazówką dotyczącą tego, z jaką sytuacją gospodarczą mamy do czynienia, a także, jakiego rodzaju działania w obszarze polityki gospodarczej powinny zostać podjęte, by sytuacja gospodarcza uległa poprawie.

2.4.1. Dynamika popytu konsumpcyjnego

Jednym z czynników, który pokazuje tendencje rozwojowe w gospodarce, jest wielkość popytu konsumpcyjnego. Dynamika spożycia indywidualnego w Polsce w ujęciu kwartalnym (w odniesieniu do kwartału roku poprzedniego) charakteryzowała się dużą zmiennością. Jej wielkość wahała się w latach 1996–2001 od 1,3% do 11,7%, jednak w każdym przypadku była dodatnia. Im bliżej przełomu wieków, tym tempo przyrostu spożycia indywidualnego malało. O ile jeszcze do I kwartału 1998 roku nie schodziło poniżej 6%, to w następnym okresie do I kwartału 2000 roku zamykało się w przedziale 4–6%, by w kolejnych kwartałach wahać się już tylko między 1% a 3,5%. Obserwując te dane, można stwierdzić, że mieliśmy do czynienia ze spowolnieniem dynamiki konsumpcji. Wydaje się jednak, że choć

² <http://www.opec.org/> [dostęp: 17 czerwca 2011 r.].

³ <http://www.fao.org/> [dostęp: 17 czerwca 2011 r.].

tempo wzrostu konsumpcji było coraz niższe, to nie można jednoznacznie wskazać, iż w obrębie popytu konsumpcyjnego doszło do na tyle radykalnych zmian, by spowodowały one znaczące spowolnienie gospodarcze w Polsce.

2.4.2. Dynamika nakładów na środki trwałe

Kolejnym wskaźnikiem, który pozwoli nam zdiagnozować sytuację gospodarczą w Polsce u progu XXI wieku, jest dynamika nakładów na środki trwałe. Wielkość ta skorelowana jest z wielkością popytu inwestycyjnego w gospodarce.

Dynamika nakładów brutto na środki trwałe także charakteryzowała się zmiennym tempem. O ile jeszcze do IV kwartału 1998 roku wynosiła ona ponad 10% (kwartał do kwartału roku poprzedniego), o tyle później nastąpił znaczący jej spadek. W 1999 roku nakłady wzrastały o 6–7% rocznie, w 2000 roku już tylko o 1–3% rocznie, zaś od II kwartału 2001 roku nastąpił ich bezwzględny spadek. W kolejnych kwartałach wynosił on –8,7%, –12,8% oraz –13,2%. Są to wielkości, które świadczą o bardzo poważnych kłopotach, w jakie wpadła polska gospodarka w tym okresie. Kilkunastoprocentowy spadek nakładów na środki trwałe oznaczał zatrzymanie polskiego dążenia do nadrabiania zaległości rozwojowych i w znaczącym stopniu przyczynił się do spowolnienia gospodarczego.

2.5. Rekomendacje dla polityki gospodarczej

W obliczu wyżej przytoczonych danych wydaje się, że keynesizm mógł stanowić teoretyczne wsparcie dla polityki gospodarczej w latach 2001–2005. Wynika to z faktu, że mieliśmy do czynienia z gwałtownie malejącą dynamiką popytu przy malejącej dynamice cen. Czy rzeczywiście ta teoria miała duże znaczenie, przekonamy się w dalszej części pracy.

3. Myśl ekonomiczna keynesizmu w świetle deklarowanych założeń w latach 2001–2005

Przyjrzyjmy się tu dokumentom programowym pod kątem propozycji o charakterze keynesowskim. Przeanalizujemy założenia, jakie poczyniono w nich, a także opiszemy konkretne rozwiązania, diagnozy gospodarcze, jakie formułowano w tamtym okresie.

3.1. Program Naprawy Finansów Rzeczypospolitej

Istotnym dokumentem ideowo-programowym, odnoszącym się do keynesowskiej myśli ekonomicznej, był Program Naprawy Finansów Rzeczypospolitej. Zwraca się w nim między innymi uwagę, że źródłem wzrostu gospodarczego mają być trzy

elementy: dynamiczny eksport, wzrastający poziom inwestycji i rosnący popyt konsumpcyjny.

W tym to dokumencie wiodącą rolę przypisywano inwestycjom, jako motorowi przyrostu zatrudnienia oraz poprawy konkurencyjności. Istotne znaczenie przypisywano także impulsowi popytowemu ze strony funduszy Unii Europejskiej. Ważnym elementem PNFR, odnoszącym się do keynesizmu, były propozycje podatkowe. Zakładano skokowe obniżenie podatku CIT z 27% do 19%, w celu wywołania inwestycyjnego impulsu popytowego. Jednocześnie zaproponowano ujednoczenie zasad rozliczania się ze zobowiązań podatkowych podmiotów prowadzących działalność gospodarczą. Chodziło o przesunięcie wszystkich do systemu rozliczeń poprzez CIT. Konsekwencją byłoby, według założeń PNFR, zmniejszenie obciążeń tej grupy podatników o 2,5 mld PLN. Podobnie jak w przypadku obniżenia podatku CIT celem było wywołanie impulsu popytowego poprzez pozostawienie w kieszeniach przedsiębiorców dodatkowych środków finansowych na inwestycje. Propozycje te można określić jako keynesowskie posunięcie, gdyż nakierowane były one na wygenerowanie dodatkowych wydatków o charakterze inwestycyjnym w gospodarce.

Inną istotną sferą, w której sformułowano szereg propozycji, był obszar rozwiązań podatkowych dla osób fizycznych rozliczających się według PIT. Jedną z ważniejszych propozycji było obniżenie do 17% obciążeń podatkowych dla osób najbiedniejszych. Chodziło o tych, których dochody nie przekraczały kwoty 6600 PLN w skali roku. Pojawiła się również propozycja, aby w drugim etapie reformy stawka podatkowa dla najuboższych spadła do 14%. Nie była to jedyna koncepcja. Pojawiła się również inna propozycja rozbudowy progresji systemu podatkowego, polegająca na wprowadzeniu zerowej stawki opodatkowania dla osób zarabiających do 2800 PLN rocznie oraz 18% stawki podatkowej dla osób zarabiających do 18 500 PLN rocznie. W kolejnym kroku reformy stawka ta zostałaby obniżona do 16%. Ze względu na wysoką krańcową skłonność do konsumpcji osób najuboższych celem wspomnianych propozycji było pobudzenie popytu konsumpcyjnego w gospodarce⁴. Jest to na tyle istotne, że, jak pokazuje praktyka gospodarcza, osoby biedniejsze konsumują znacznie większą część swojego dochodu, a zatem, zgodnie z myślą keynesowską, nie przyczyniają się poprzez oszczędności do redukcji popytu w sposób tak znaczący jak osoby zamożniejsze. Co więcej, zwykle kupują one tańsze dobra krajowe, mało natomiast przeznaczają na zagraniczne, bardziej luksusowe dobra importowane, co tym bardziej, zgodnie z keynesowskimi założeniami, przyczynia się do pobudzenia krajowej produkcji w wyniku wyższej wartości mnożnika wydatkowego.

⁴ Według szacunków rozwiązanie to miało pozostawić w kieszeniach najuboższych obywateli ponad 1,4 mld PLN rocznie. Nie zostało jednak nigdy wprowadzone w życie.

Kolejny instrument interwencjonizmu państwowego, który stosowany miał być w celu nakręcenia koniunktury gospodarczej, to gwarancje i poręczenia sektora publicznego. Zgodnie z założeniami programu należało znacząco zwiększyć ich pulę ze strony Skarbu Państwa, by wesprzeć działalność inwestycyjną. Według prognoz wielkość poręczeń i gwarancji do udzielenia w danym roku wynosiłaby 9–10 mld PLN, przy czym w rzeczywistości wypłacone kwoty z tego tytułu wyniosłyby rokrocznie nie więcej niż 2,5 mld PLN. Przeliczając te kwoty na odsetek Produktu Krajowego Brutto, oznaczałoby to konieczność rocznych wypłat na poziomie około 2% PKB. Takie posunięcie wprowadzałoby większą pewność w relacjach gospodarczych między poszczególnymi podmiotami w czasie spowolnienia gospodarczego, mogłoby zachęcić do większej ekspansji inwestycyjnej firm i w konsekwencji umożliwić przyspieszenie gospodarcze.

Przypomnijmy, że PNFR podejmował ambitny cel zwiększenia nakładów inwestycyjnych aż o 60% w porównaniu z 2002 rokiem. Co istotne dla naszych analiz, PNFR zakładał wykorzystanie w sposób kontrolowany narzędzia o charakterze fiskalnym, jakim jest deficyt budżetowy, w celu udzielenia wsparcia dla wygenerowania impulsu inwestycyjnego. Ważne, że ekspansja popytowa miałaby charakter nieinflacyjny ze względu na niewykorzystanie licznych czynników produkcji. W mniejszym stopniu do realizacji celu przyspieszenia gospodarczego wykorzystany miał być popyt konsumpcyjny. W tabeli 1 przedstawiono oczekiwane wielkości najważniejszych wskaźników składających się na popyt krajowy, a także dotyczące dynamiki bezrobocia i produktu krajowego brutto również w dłuższej perspektywie niż ta objęta badaniem.

Tabela 1. Zakładane wskaźniki makroekonomiczne na lata 2002–2007

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	wzrost w % w stosunku do roku poprzedniego (ceny stałe)					
PKB	1,4	3,0	5,0	5,4	6,0	6,0
Spożycie	2,8	2,8	3,3	3,9	4,3	4,9
Inwestycje	-6,8	2,2	12,2	12,8	13,5	10,0
Inflacja	1,4	1,0	1,8	2,4	2,7	2,8
Bezrobocie	18,1	18,0	17,2	15,6	13,9	12,5

Źródło: Program Naprawy Finansów Rzeczypospolitej.

Dane ukazane w tabeli 1 potwierdzają wcześniej wysuniętą hipotezę, że na początku XXI wieku w Polsce w ramach walki ze spowolnieniem gospodarczym głównym motorem wzrostu gospodarczego miał być popyt inwestycyjny. Założone przyspieszenie wzrostu gospodarczego z 1,4% w 2002 roku do 5,4% w 2005 roku i 6% w 2007 roku miało być osiągnięte dzięki gwałtownemu przyspieszeniu popytu

inwestycyjnego, który już od 2004 roku miał wzrastać o ponad 10% rocznie. Znacznie mniejszą rolę przypisywano popytowi konsumpcyjnemu, który wzrosnąć miał zaledwie o 2–4% rokrocznie na przestrzeni sześciu lat. Zwracano przy tym uwagę na fakt, że ze względu na istniejące niewykorzystane zasoby maszyn, urządzeń i siły roboczej impuls popytowy powinien się przełożyć na pozytywne zmiany w sferze realnej, natomiast nie powinien doprowadzić do znaczącego wzrostu inflacji, co potwierdzają szacunki mówiące, iż w żadnym roku inflacja nie powinna przekroczyć 3%. Jest to zgodne z keynesowskim spojrzeniem na świat, ponieważ według niego przesunięcie krzywej popytu w prawo w sytuacji niewykorzystanych czynników produkcji oraz gdy krzywa podaży jest bliska poziomemu położeniu w znikomym stopniu przekłada się na wzrost cen, a w znacznym na wzrost produkcji i w konsekwencji spadek bezrobocia.

Choć w gestii rządu nie leży polityka pieniężna, to w Programie Naprawy Finansów Rzeczypospolitej można znaleźć wiele odniesień do niej. Zrozumiałe wydaje się odnośnienie do poziomu stóp procentowych i podaży pieniądza przez władze fiskalne, gdyż według koncepcji policy mix do osiągnięcia najważniejszego celu, jakim było przyśpieszenie wzrostu gospodarczego, konieczne jest odpowiednie skomponowanie decyzji z obszaru polityki pieniężnej i fiskalnej. Zgodnie z założeniami keynesowskimi w omawianym dokumencie pojawiły się postulaty znaczącego obniżenia stóp procentowych banku centralnego w celu pobudzenia zarówno popytu konsumpcyjnego, jak i w szczególności inwestycyjnego. Takie działanie powinno przywrócić średnioroczne tempo wzrostu popytu krajowego do poziomu 2,6% – 6,1%. Dodatkowo pojawiły się również propozycje rozwiązania rezerwy rewaluacyjnej banku centralnego, która tworzona jest na zabezpieczenie ryzyka kursowego. Choć stanowiłoby to emisję dodatkowego pieniądza, nie mającego pokrycia w produkcji, to zgodnie z założeniami keynesizmu, w obliczu niewykorzystanych mocy produkcyjnych i niedostatku efektywnego popytu przełożyć się to powinno na pozytywne zmiany w sferze realnej, a nie na wzrost cen. Co więcej, nawet gdyby przyjąć, że w wyniku zrealizowania takiego działania pojawiłaby się zwiększona presja inflacyjna to wskazano, iż istnieje możliwość przeznaczenia nowo wygenerowanych środków finansowych na składkę na rzecz Unii Europejskiej, a nie dla pobudzenia krajowego popytu.

3.2. Strategia gospodarcza rządu Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca

Dokument rządowy zatytułowany Przedsiębiorczość – Rozwój – Praca to ideowo-programowa deklaracja dotycząca deklarowanych kierunków działań rządu poczynsży od 2002 roku. W tym dokumencie, ujmującym niejako w ogólną całość zakładane przez rząd działania, można odnaleźć odwołania do keynesizmu. Wystarczy przywołać stwierdzenie, że w sytuacji pogłębiającej się recesji działania

nakierowane na pobudzanie wzrostu gospodarczego muszą mieć priorytet w stosunku do walki z inflacją⁵. Istotne jest zastrzeżenie sformułowane w Programie, że obniżanie deficytu budżetowego i osiąganie równowagi fiskalnej nie będzie wartością samą w sobie, natomiast uzależnione będzie od stanu koniunktury gospodarczej. W przypadku obniżenia dochodów, wynikającego z niespodziewanego pogorszenia sytuacji gospodarczej, sposobem ma być zwiększenie deficytu budżetowego o poziom ubytku dochodów⁶. Takie działanie wynika z niechęci do pogłębiania tendencji recesyjnych. Ważnym aspektem jest także postrzeganie bariery popytu jako tej, która stanowi barierę dla podejmowania przez przedsiębiorców działalności inwestycyjnej. Wspomnieć należy także o stwierdzeniu zawartym w dokumencie, że inwestycyjne wydatki sektora publicznego odgrywają bardzo istotną rolę w inicjowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych, a także w mobilizacji nakładów o tym charakterze z innych źródeł. Dzięki nim przyciągane są niepubliczne środki inwestycyjne, pobudzane kolejne inwestycje bezpośrednie. Zgodnie z myślą keynesowską dokument widzi w wydatkach publicznych rolę generatora efektów mnożnikowych. Poprzez pełnienie istotnej funkcji w alokowaniu środków upatruje się w rządzie instytucji moderującej procesy inwestycyjne w gospodarce⁷. Autorzy programu gospodarczego podkreślają, podobnie jak J. M. Keynes, że kluczowym elementem walki z tendencjami recesyjnymi jest wzrost nakładów inwestycyjnych⁸. Ze względu na malejącą aktywność inwestycyjną sektora prywatnego wskazuje się, że istotne na drodze powrotu do ścieżki szybkiego wzrostu gospodarczego jest zwiększenie inwestycji o charakterze publicznym do 4–5% Produktu Krajowego Brutto.

3.3. Budownictwo mieszkaniowe

W obszarze budownictwa mieszkaniowego wskazuje się, że barierą jego rozwoju była bariera popytu wynikająca zarówno ze zbyt niskiego poziomu dochodu, jak i z powodu zbyt wysokich stóp procentowych. Stwierdzenie to wzmacnia fakt, że część nowo zbudowanych mieszkań nie znajdowała nabywców, mimo znaczącego zapotrzebowania na nie. W Programie mowa była także o niedostatecznych środkach inwestycyjnych przekazywanych z budżetu państwa na budownictwo mieszkaniowe o charakterze społecznym⁹.

⁵ Przedsiębiorczość, Rozwój, Praca, Strategia Gospodarcza Rządu SLD-PSL-UP, Warszawa styczeń 2002 r., s. 7.

⁶ *Ibidem*, s. 10–11.

⁷ *Ibidem*, s. 12.

⁸ J. M. Keynes, Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, Wydanie 3, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 288.

⁹ Infrastruktura – klucz do rozwoju, Program gospodarczy rządu SLD-UP-PSL, Warszawa styczeń 2002 r., s. 2–3.

Wskazuje się, że kluczem do rozwiązania problemu dostępności mieszkań miało być oparcie programu ich budowy na stałej stopie procentowej poniżej równowagi rynkowej. Jako główne źródło problemów z budową mieszkań wskazuje się właśnie utrudniony dostęp do środków finansowych z powodu nadmiernych kosztów z tym związanych. W konsekwencji zaproponowano wprowadzenie długoterminowych kredytów hipotecznych o stałej stopie oprocentowania, wynoszącej 9%. Obniżenie kosztu kredytu miało się odbywać w formie dopłat Banku Gospodarstwa Krajowego do oprocentowania rynkowego dla banków uczestniczących w Programie. Założono, że źródłem finansowania tego programu będzie emisja obligacji na kwotę 1,8–2 mld PLN. Dodatkowy impuls popytowy w tym zakresie wywołany miał być przez wprowadzenie ulgi odsetkowej, pozwalającej odliczyć koszty kredytu od podstawy opodatkowania, co spowodowałoby, że rzeczywiste oprocentowanie nie przekraczałoby 7%.

Zgodnie z założeniami omawianego programu wsparcie miało otrzymać także budownictwo o charakterze społecznym. Odbywać się to miało poprzez stałe dotacje do Banku Gospodarstwa Krajowego, powiększone o dokapitalizowanie BGK akcjami przynależącymi Skarbowi Państwa o wartości 400–500 mln PLN, a także emisję obligacji przez BGK na podobnym poziomie, która byłaby gwarantowana przez Skarb Państwa. Wśród przewidywanych efektów tych działań wymienia się czysto keynesowskie skutki w postaci wzrostu popytu na dobra produkowane przez firmy w branżach pokrewnych do budownictwa mieszkaniowego czy też wobec samych firm realizujących inwestycje w budownictwo mieszkaniowe. Wspomniano także o oczekiwaniach dotyczących stworzenia 100 tysięcy miejsc pracy w budownictwie i ćwierć miliona w branżach pokrewnych¹⁰.

3.4. Autostrady i drogi ekspresowe

Kolejnym źródłem impulsu popytowego w świetle założeń rządowych miał być szeroko zakrojony program budowy dróg krajowych i autostrad. Zgodnie z rządowymi założeniami w latach 2002–2005 planowano wydatkowanie niemal 37 mld PLN. Dodatkowo wskazuje się, że wiodącą rolę w budowie wyposażenia infrastrukturalnego w omawianym obszarze powinno przejąć państwo. Nowo utworzona Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad miała przejąć odpowiedzialność za realizację budowy i utrzymanie zarówno autostrad, jak i dróg krajowych oraz dróg ekspresowych. Z kolei za finansową stronę realizacji inwestycji miał odpowiadać Krajowy Fundusz Autostradowy. Przypisano mu możliwości pozyskiwania rozlicznych źródeł finansowania, jak międzynarodowe pożyczki, winiety, obliga-

¹⁰ Dodatkowym elementem był fakt, że zgodnie z założeniami autorów programu, presja na import materiałów budowlanych była niewielka, co zwiększało wartość mnożnika inwestycyjnego.

cje zabezpieczone przyszłymi wpływami, obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa itp.¹¹

Zgodnie z omawianym programem zakładano, że do 2005 roku zostanie wybudowanych bądź przebudowanych m.in.: 550 km autostrad oraz zostanie rozpoczęta budowa następnych 500 km tego typu dróg, 200 km dróg ekspresowych, a także 200 km tego typu dróg będzie w trakcie budowy oraz 40 obwodnic miast i miejscowości leżących przy drogach krajowych.

Co szczególnie istotne, w samym dokumencie podkreśla się, że dzięki popytowemu impulsowi inwestycyjnemu mają zostać osiągnięte efekty mnożnikowe przynoszące dochody wielokrotnie wyższe niż początkowy nakład sektora publicznego¹².

3.5. Infrastruktura kolejowa

Kolejny obszar potencjalnych inwestycji rodzących nadzieję na wygenerowanie efektów mnożnikowych i pobudzenie aktywności gospodarczej to infrastruktura kolejowa. Również i tu zaplanowano wiele przedsięwzięć. W tym zakresie przewidziano uruchomienie programu inwestycyjnego polegającego na zakupie nowego taboru oraz rozwoju infrastruktury kolejowej. Wspomniane inwestycje, zgodnie z założeniami, miały pochodzić ze środków publicznych: funduszy europejskich, a także budżetu państwa. Istotne jest, że założone dofinansowanie inwestycji przez sektor publiczny to znacząco ponad 1mld PLN rocznie.

3.6. Plan Hausnera

Ważnym dokumentem w polityce gospodarczej rządu w latach 2001–2005 był tzw. Plan Hausnera, opracowany przez ówczesnego ministra gospodarki i pracy prof. Jerzego Hausnera. Choć znalazło się w nim wiele propozycji o charakterze niekeynesowskim, to i elementy keynesowskie nakierowane na pobudzenie popytu inwestycyjnego i konsumpcyjnego są tam zauważalne. W zakres propozycji wchodziło m.in. podwyższenie kwoty wolnej od opodatkowania w ramach systemu podatków dochodowych od osób fizycznych. Oznaczałoby to pozostawienie większej części dochodu w kieszeniach najuboższych, które charakteryzują się najwyższą krańcową skłonnością do konsumpcji z nowo zarobionego dochodu.

Warto także odnieść się do innych koncepcji pojawiających się w odniesieniu do proponowanych sposobów powiększenia popytu konsumpcyjnego. Chodzi mianowicie o propozycje związane z redukcją podatku VAT, nakierowane na obniżenie cen towarów, głównie o charakterze konsumpcyjnym. Propozycja polegała na redukcji podstawowej stawki VATu do 19%, przy zachowaniu stawek preferencyjnych.

¹¹ Infrastruktura..., *op. cit.*, s. 8–9.

¹² *Ibidem*, s. 12.

Kolejny istotny element w Planie Hausnera, który można zakwalifikować jako wpisujący się w nurt keynesizmu, to propozycja tzw. ulgi aktywizacyjnej. W założeniu miała to być ulga zwiększająca dochód pozostający do dyspozycji osób najuboższych, czyli wpisująca się w omawiany nurt ekonomii. Idea tego rozwiązania polegała na zwiększeniu zarobków netto osób zarabiających poniżej 142% minimalnego wynagrodzenia brutto. Założonym efektem takiego działania miało być zwiększenie nominalnego wynagrodzenia osób najmniej zarabiających o netto 10,9%. Takie działanie miało zaktywizować osoby najuboższe do aktywności zawodowej, a także ułatwić im egzystencję. Dla gospodarki oznaczałoby to z kolei dodatkowe wygenerowanie bodźca popytowego, ze względu na wcześniej stwierdzony fakt, że krańcowa skłonność do konsumpcji w takiej grupie konsumentów jest najwyższa, a zatem prawie cały otrzymany dochód powinien przełożyć się na wygenerowanie nowego popytu konsumpcyjnego w gospodarce¹³.

4. Rzeczywista realizacja programu gospodarczego w latach 2001–2005

4.1. Sukcesy i porażki we wdrażaniu programu społeczno-gospodarczego

We wcześniejszej części tekstu przyjrzelśmy się licznym propozycjom dotyczącym posunięć z obszaru keynesowskiej myśli ekonomicznej, a także celom gospodarczym, które chciano osiągnąć. Części z nich nie udało się zrealizować, niektóre jednak osiągnięto. Prześledźmy bliżej, które z najważniejszych kwestii zostały wcielone w życie, a które pozostały tylko w sferze życzeń.

Spośród istotnych propozycji sformułowanych w Programie Naprawy Finansów Rzeczypospolitej w życie wcielony został postulat obniżenia podatku dochodowego od przedsiębiorstw. Na początku rządów koalicji SLD–UP–PSL stawka podatku CIT wynosiła 28%. W omawianym okresie została ona obniżona do 19%. Nie obniżono z kolei podatku PIT dla najuboższych.

Częściowo udało się osiągnąć cele dotyczące zdynamizowania popytu. Wzrósł znacząco eksport. Rokrocznie wzrastał on, począwszy od 2001 roku, odpowiednio o: 11,8%, 8,3%, 18,7%, 18,2% oraz 10,6%¹⁴. Z kolei popyt inwestycyjny do końca 2005 roku pozostał na poziomie poniżej 2000 roku. W ujęciu rokrocznym, począwszy od 2001 roku, dynamika popytu inwestycyjnego prezentowała się następująco: –9,5%, –10%, 0,6%, 6,5%, 7,7%. Była zatem dużo niższa od tej zakładanej

¹³ J. Hausner, *Pętle rozwoju; O polityce gospodarczej lat 2001–2005*, Wyd. 1, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2007, s. 163.

¹⁴ Główny Urząd Statystyczny, *Roczne wskaźniki makroekonomiczne*. www.stat.gov.pl [dostęp: 30 lipca 2011 r.].

w Programie Naprawy Finansów Rzeczypospolitej, gdzie przyjęta roczna dynamika popytu inwestycyjnego sięgała poziomu ponad 10%, począwszy od 2004 roku. Tym co znacząco, szczególnie w pierwszej części omawianego okresu, ciągnęło gospodarkę do przodu był popyt konsumpcyjny. W ujęciu rokrocznym, począwszy od 2001 roku, dynamika popytu konsumpcyjnego wyniosła odpowiednio: 2,3%, 3,4%, 2,1%, 4,7%, 2,1%. Kształtował się on zatem mniej więcej tak, jak to zakładano w Programie. Warto zauważyć, że popyt konsumpcyjny był dużo bardziej stabilny niż popyt inwestycyjny. Jak pokazała praktyka popyt konsumpcyjny był tym, który zawsze, nawet w czasie kryzysu, pchał gospodarkę do przodu.

Nie w pełni udało się jednak zrealizować zamiary dotyczące wielkości poręczeń i gwarancji budżetowych. Co prawda w poszczególnych latach możliwe do wykorzystania limity gwarancji osiągały poziom rzędu 17–30 mld PLN, jednakże w rzeczywistości ich wielkość nie przekraczała 4–7 mld PLN.

Spośród wielu propozycji, które zostały sformułowane, nie zrealizowano koncepcji ujednoczenia opodatkowania przedsiębiorców poprzez objęcie wszystkich jednolitym podatkiem CIT. Kolejną propozycją, której nie udało się wcielić w życie, były redukcje obciążeń podatkowych dla osób najuboższych.

Należy zaznaczyć, że generalnym niepowodzeniem zakończył się program pobudzenia gospodarki poprzez inwestycje w infrastrukturę drogową. Wydatki na transport i łączność wyniosły w badanym okresie zaledwie około 20 mld PLN, czyli poniżej oczekiwań. Podkreślić jednakże należy, że wydatki na drogi, w porównaniu z poprzednimi okresami, jednak wzrosły. Stosowano przy tym liczne instrumenty dłużne, co stanowiło odwołanie do keynesowskiego instrumentarium ekonomicznego.

Niepowodzeniem zakończyły się także plany rozwoju budownictwa mieszkaniowego. Choć zakładano, że od 2004 roku do użytku oddane będzie rokrocznie 140 tys. mieszkań, to w praktyce było to tylko około 108 tys. w 2004 roku i 114 tys. rok później¹⁵. W przeciwieństwie do założeń systematycznie malało zatrudnienie w budownictwie. O ile w firmach zatrudniających więcej niż 9 osób w 2001 roku pracowało prawie 16 000 osób, to w 2005 roku było to już zaledwie około 9000 osób¹⁶.

Odnotować należy także fakt, że uchwalono ustawę o dopłatach do kredytów mieszkaniowych. Dzięki niej zrealizowano zamiar polegający na ustanowieniu stopy oprocentowania kredytów poniżej rynkowej stopy procentowej. Ze względu

¹⁵ Główny Urząd Statystyczny, Budownictwo mieszkaniowe 1991–2011, tablice przeglądowe, www.stat.gov.pl [dostęp: 5 sierpnia 2011 r.].

¹⁶ R. Zbróg, Prognoza popytu na pracę w opinii pracodawców, Prezentacja na Konferencję „Nowa jakość kształcenia na rynku pracy”, Kielce 8 czerwca 2009 r., <http://iwro.tb.gd.interia.pl/files/prognoza.pdf> [dostęp: 15 września 2011 r.].

na problem z dostępem do danych przyjmiemy, że wskaźnikiem obrazującym efekty polityki w zakresie budownictwa będzie ogólny klimat koniunktury w budownictwie. Osiągał on z roku na rok coraz wyższe wielkości¹⁷. Warto dodać, że choć w znacznym stopniu do takiej sytuacji przyczyniła się ogólna poprawa koniunktury, to polityka państwa odegrała tu swoją rolę.

Odrębnym zagadnieniem jest kwestia polityki pieniężnej. Mimo wielu obniżek stóp procentowych, w omawianym okresie trudno politykę pieniężną NBP uznać za noszącą znamiona filozofii keynesowskiej. Szczególnie w pierwszej części omawianego okresu NBP, mimo spowolnienia gospodarczego, prowadził bardzo restrykcyjną politykę pieniężną. Również i w późniejszym okresie, mimo obniżek nominalnej stopy procentowej, realna pozostawała na wysokim poziomie ze względu na spadek stopy inflacji. Swojej realizacji nie doczekał się postulat rozwiązania choćby części rezerwy rewaluacyjnej.

W znaczącym stopniu zrealizowano założenia dotyczące sięgnięcia do źródeł dłużnych ze środków instytucji międzynarodowych w celu stabilizacji koniunktury. Założono również, że koniecznym elementem dla przyspieszenia wzrostu gospodarczego jest zwiększenie udziału inwestycji publicznych w Produkcie Krajowym Brutto do 4–5%. Ze względu na brak danych można stwierdzić jedynie, że w IV kwartale 2005 roku udział ten przekroczył zakładaną wielkość. O ile w II kwartale udział ten wynosił jeszcze zaledwie 2,2%, to w następnych okresach było to już 3,9% oraz 6,3%¹⁸. Tak znaczące przyspieszenie wynikało z coraz większego napływu środków unijnych do Polski. Brakowało co prawda danych za poprzednie lata, uzasadnione wydaje się jednak twierdzenie, że we wcześniejszych latach poziom 4–5% przekraczany był tylko okazjonalnie.

Spśród propozycji sformułowanych przez wicepremiera Hausnera nie udało się znacząco zwiększyć kwoty wolnej od opodatkowania. Niezrealizowane pozostały zapowiedzi dotyczące zmian w stawce podatku VAT. Nie udało się zrealizować propozycji obniżenia VATu do 19%, przy zachowaniu stawek preferencyjnych. Innym pomysłem, który wpisywał się w konwencję keynesowską z racji zmniejszenia obciążeń podatkowych osób najbiedniejszych, a który nie został zrealizowany, to pomysł ulgi aktywizacyjnej. Nie udało się zwiększyć dochodów osób najuboższych, a mogłoby się to przyczynić do zwiększenia poziomu konsumpcji w gospodarce.

¹⁷ Główny Urząd Statystyczny, Wybrane miesięczne wskaźniki makroekonomiczne, cz 1, www.stat.gov.pl [dostęp: 16 września 2011 r.].

¹⁸ Obliczenia własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, Kwartalne wskaźniki makroekonomiczne, www.stat.gov.pl [dostęp: 16 września 2011 r.].

5. Podsumowanie

Kończąc rozważania, warto ponownie stwierdzić, że keynesizm znacząco wpłynął na twórców gospodarczych programów rządowych w latach 2001–2005. Świadczą o tym liczne, zawarte w nich propozycje, nakierowane na wzrost popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego w gospodarce. Niestety, rzeczywiste działania rozminęły się dalece z rzeczywistością, co potwierdzają niezrealizowane zamiary dotyczące wzrostu nakładów inwestycyjnych w różnych obszarach oraz nieprzyjęcie wielu propozycji zawartych we wcześniejszych założeniach. Po raz kolejny rzeczywistość pokazała, że przeszkody natury głównie politycznej są trudne do pokonania.

6. Bibliografia

Wydawnictwa zwarte:

1. Hausner J., Pętle rozwoju; O polityce gospodarczej lat 2001–2005, Wyd. 1, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2007.
2. Keynes J. M., Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza, Wyd. 3, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
3. Kołodko G. W., Sukces na dwie trzecie. Polska transformacja ustrojowa i lekcje na przyszłość, w: E. Mączyńska (red.), VIII Kongres Ekonomistów Polskich, t. 1, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.

Materiały internetowe:

1. <http://www.fao.org/>
2. <http://www.opec.org/>
3. www.stat.gov.pl
4. Zbróg R., Prognoza popytu na pracę w opinii pracodawców, Prezentacja na Konferencję „Nowa jakość kształcenia na rynku pracy”, Kielce 8 czerwca 2009 r., <http://iwro.tbh.dl.interia.pl/files/prognoza.pdf>

Dokumenty:

1. Infrastruktura – klucz do rozwoju, Program gospodarczy rządu SLD–UP–PSL, styczeń 2002 r.
2. Przedsiębiorczość, Rozwój, Praca, Strategia Gospodarcza Rządu SLD–PSL–UP, Warszawa, styczeń 2002 r.
3. Program Naprawy Finansów Rzeczypospolitej.

Monika Czerwonka
Kolegium Zarządzania i Finansów SGH
Marcin Rzeszutek
Kolegium Zarządzania i Finansów SGH

Przejawy i uwarunkowania różnic międzypłciowych w zachowaniach inwestycyjnych z punktu widzenia finansów behawioralnych

1. Wprowadzenie

Finanse behawioralne to stosunkowo nowy kierunek w naukach o finansach, stanowiący syntezę klasycznych finansów z innymi naukami społecznymi. Dzięki włączeniu w obszar rozważań teoretycznych psychologicznych i socjologicznych aspektów zachowania się jednostki, nurt ten stawia sobie za cel wytłumaczenie powszechnie znanych anomalii na rynku kapitałowym oraz systematycznych błędów poznawczych i emocjonalnych inwestorów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Równie nowym i relatywnie mało zbadanym wątkiem we współczesnych finansach są różnice międzypłciowe w zachowaniach inwestycyjnych, ich przejawy, uwarunkowania i konsekwencje. Praca ta stawia sobie za cel analizę i porównanie zachowań inwestycyjnych u kobiet i mężczyzn z perspektywy finansów behawioralnych w trzech grupach osób badanych: profesjonalnych inwestorów i inwesterek giełdowych, studentów i studentek kierunków ekonomicznych oraz studentów i studentek kierunków psychologicznych.

2. Finanse behawioralne jako odpowiedź na ograniczenia klasycznej teorii finansów

W połowie XX wieku upowszechniło się w ekonomii i finansach pojęcie racjonalności ograniczonej¹, zwracające uwagę na ograniczenia czasowe i technologiczne, które uniemożliwiają podmiotom gospodarczym zachowanie się zgodnie z racjonalnymi postulatami klasycznych modeli ekonomicznych². Zaczęło przybywać prac

¹ Por. H. A. Simon, A behavioural model of rational choice, „Quarterly Journal of Economics”, 69, 1955, s. 56–78.

² E. J. Elton, M. J. Gruber, Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych, WIG-Press, Warszawa 1998.

dowodzących tego, że jednostki w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bardzo rzadko zachowują się według teorii oczekiwanej użyteczności J. von Neumanna i O. Morgensterna³. Jednakże dopiero badania D. Kahnemana i A. Tversky'ego, ukoronowane stworzeniem teorii perspektywy, stały się początkiem finansów behawioralnych, analizujących rzeczywiste postępowanie inwestorów na rynku w sytuacji niepewności⁴. Badacze ci zaobserwowali trzy efekty przeczące klasycznej teorii oczekiwanej użyteczności, które stały się podstawą sformułowanej przez nich teorii perspektywy.

Kahneman i Tversky zauważyli, że ludzie preferują te prognozy, które dają pewny zysk, nawet jeśli alternatywna prognoza daje wyższy zysk oczekiwany (ale niepewny), co opisali za pomocą pojęcia efekt pewności. Dodatkowo wykazali, że jednostki przejawiają awersję do ryzyka w dziedzinie zysków oraz skłonność do ryzyka w dziedzinie strat, co określili mianem efektu odwrócenia. W końcu, badacze ci wprowadzili pojęcie efektu izolacji na opisanie tendencji do nadmiernej koncentracji na formie prezentacji danego problemu decyzyjnego. Innymi słowy, dany problem decyzyjny, przed którym staje jednostka, może zostać przedstawiony albo w kategorii zysków, albo strat, co wpływa na dokonanie wyboru.

Wyżej opisane trzy efekty nie wyczerpują listy zachowań odbiegających od paradygmatu von Neumanna i Morgensterna, ale są uznane za najbardziej reprezentatywne i stanowią podstawę jednej z najważniejszych współczesnych teorii podejmowania decyzji, czyli teorii perspektywy. Podstawowym założeniem tej teorii jest uznanie, że to nie całkowity poziom bogactwa, ale zmiany w jego poziomie (zyski vs. straty) wpływają na spostrzeganą wartość określonej decyzji. Dodatkowo wskazuje się, że ludzie przejawiają malejącą wrażliwość na straty. Charakteryzuje ich również awersja do strat, która sprawia, że straty bolą bardziej niż zyski cieszą, mimo że są tych samych bezwzględnych rozmiarów. W końcu, teoria perspektywy wprowadza pojęcie funkcji wag prawdopodobieństwa na oznaczenie tego, że jednostki wykazują skłonność do zawyżania małych prawdopodobieństw i zaniżania średnich i dużych.

Niezwykle istotną konsekwencją teorii perspektywy jest występowanie wśród inwestorów tzw. efektu predyspozycji. Zjawisko to zostało opisane po raz pierwszy przez Shefrina i Statmana i oznacza tendencję do przyspieszonej realizacji zysków i do zwlekania z realizacją strat przy inwestycjach na rynku kapitałowym⁵. Efekt

³ Por. np. W. F. Sharpe, A simplified model for portfolio analysis, „The Journal of Finance”, 12, 1961, s. 52–76; S. Benartzi, R. Thaler, Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, „The Quarterly Journal of Economics”, 8, 1995, s. 72–92.

⁴ D. Kahneman, A. Tversky, Prospect theory, an analysis of decisions under risk, „Econometrica”, 47, Vol. 2, 1979, s. 263–292.

⁵ H. Shefrin, M. Statman, The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence, „The Journal of Finance”, 11, 1985, s. 777–791.

predyspozycji neguje kluczowe założenia teorii portfelowej, czyli tendencję do dywersyfikacji własnego portfela inwestycyjnego oraz dążenie inwestorów do sprzedaży akcji w celu zwiększenia własnej płynności finansowej. Wedle wyżej nakreślonych, normatywnych założeń, inwestorzy powinni sprzedawać te akcje, których wyróżnia najniższa oczekiwana stopa zwrotu, oraz powinni szybko sprzedawać akcje spółek odnoszących straty, gdyż jest to optymalne rozwiązanie z punktu widzenia obciążeń podatkowych. Tymczasem, wedle efektu predyspozycji, jednostki postępują odwrotnie, czyli chętniej sprzedają akcje, które odznaczają się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu. Jest to zjawisko tak powszechne wśród inwestorów, że niektórzy autorzy uznają efekt predyspozycji za jeden z najważniejszych mechanizmów kształtujących ruchy cen giełdowych⁶.

3. Zniekształcenia emocjonalne i poznawcze przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych

W klasycznych teoriach inwestowania często przyjmowano założenie, że jednostka jest niejako „naukowcem z ulicy”⁷, podejmującym decyzję i szacującym prawdopodobieństwo przyszłych zdarzeń zgodnie z regułą Bayesa⁸. Jeśli nawet zachowanie części inwestorów przejawia okresowe odchylenia od tego racjonalnego modelu, to jednak owe jednostkowe odstępstwa od normatywnych postulatów są niwelowane racjonalnym działaniem pozostałych uczestników rynku, stosujących strategię arbitrażu. Tymczasem przedstawiciele finansów behawioralnych zwrócili uwagę na wiele błędów i zniekształceń emocjonalnych oraz poznawczych przy podejmowaniu decyzji na rynku kapitałowym, których uwzględnienie może stworzyć rzeczywisty obraz zachowania się inwestora na giełdzie.

Po pierwsze zauważono, że inwestorzy po podjęciu decyzji, która przyniosła straty, często doświadczają silnego uczucia żalu⁹. Wychodząc z tego założenia, David Bell sformułował teorię żalu, która może pomóc w wyjaśnieniu wyżej opisanego efektu predyspozycji¹⁰. Inwestorzy odraczą sprzedaż akcji, które straciły na wartości, aby uniknąć żalu związanego z podjęciem błędnej decyzji o zakupie takich akcji w przeszłości. Z drugiej strony przyspieszają sprzedaż akcji wzrostowych, aby uprzedzić potencjalne pojawienie się uczucia żalu w przyszłości, gdyby się

⁶ Zob. A. Cieślak, Behawioralna ekonomia finansowa: Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów, „Materiały i Studia NBP”, Nr 165, Warszawa 2003.

⁷ Zob. M. Lewicka, Aktor czy obserwator? Psychologiczne mechanizmy odchyleń od racjonalności w myśleniu potocznym, Polskie Towarzystwo Psychologiczne, Warszawa 1993.

⁸ K. Jajuga, T. Jajuga, Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

⁹ J. P. Nofsinger, Psychologia inwestowania, Helion, Gliwice 2006.

¹⁰ D. E. Bell, Regret in decision making under uncertainty, *Operation, Research*, 30, 1982, s. 961–981.

okazało, że akcje takie przyniosłyby straty. Jest to jeden z dobitnych przykładów nieracjonalności inwestorów i kierowania się emocjami w podejmowaniu decyzji.

Nie tylko analizy zachowań inwestorów, poczynione przez teoretyków finansów behawioralnych, ale również potoczne obserwacje zachowania jednostek wskazują na fakt, że ludzie są bardzo często zbyt pewni siebie w swojej ocenie różnych zdarzeń i zjawisk¹¹. Efekt ten nasilony jest jednak szczególnie wśród inwestorów, którzy często przeceniają swoje kwalifikacje, co może prowadzić nawet do wykształcenia się u nich przekonania o własnej nieomyślności. Zjawisko nadmiernej pewności siebie jest odpowiedzialne za wiele nieracjonalnych zachowań inwestorów, przede wszystkim za zbyt częste kupowanie i sprzedawanie akcji, spowodowane dużą wiarą w słuszność podejmowanych przez siebie decyzji¹². Zbyt częste dokonywanie transakcji może, z jednej strony, narazić inwestora na wysokie koszty transakcyjne, a z drugiej strony często prowadzi do podejmowania coraz bardziej ryzykownych zachowań inwestycyjnych.

Następnym zniekształceniem poznawczym jest mentalne księgowanie, czyli inklinacja behawioralna, polegająca na tworzeniu przez jednostkę we własnym umyśle oddzielnych „kont” dla różnych typów wydatków i przychodów, przez co każda inwestycja traktowana jest oddzielnie, a nie jako wspólny rodzaj przedsięwzięcia. Efekt mentalnego księgowania podważa jedną z najważniejszych zasad w ekonomii: zasadę substytucyjności pieniądza, mówiącą o tym, że „pieniądz nie ma metki” (*money has no label*), czyli że źródło, z którego pochodzi, nie ma znaczenia, jeśli chodzi o jego wydatkowanie¹³.

W końcu, analizując zniekształcenia poznawcze w procesie podejmowania zachowań inwestycyjnych, należy wspomnieć o heurystykach, czyli regułach podejmowania decyzji, opartych na uproszczeniach, schematach i wiedzy potocznej. W pracy tej skupiono się na heurystyce reprezentatywności, która przejawia się w nadreaktywności na pewne wyraziste bodźce informacyjne płynące z otoczenia, przy jednoczesnym niedocenianiu danych o charakterze statystycznym¹⁴. Heurystyka reprezentatywności może też polegać na błędnym przypisywaniu wielu różnych atrybutów członkom całej populacji na podstawie danych pochodzących z niereprezentatywnej próby¹⁵. Przekładając to zjawisko na grunt finansów warto zauważyć, że wielu inwestorów inwestuje w spółki, które w przeszłości osiągnęły sukces,

¹¹ D. Skąła, Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury, „Bank i Kredyt”, 4, 2008, s. 33–49.

¹² W. De Bondt, R. Thaler, Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, „The Journal of Finance”, 3, 1987, s. 557–580.

¹³ A. Winnett, A. Lewis, Household accounts, mental accounts and savings behavior: Some old economics rediscovered?, „Journal of Economic Psychology”, 16, 1994, s. 431–448.

¹⁴ W. De Bondt, R. Thaler, Further evidence..., *op. cit.*

¹⁵ A. Kwiatkowska, Tożsamość a społeczne kategoryzacje, PAN, Warszawa 1999.

natomiast unika tych spółek, które w minionych latach poniosły porażkę, mimo że nie ma żadnych dowodów na to, że sytuacja z przeszłości musi się powtórzyć.

Omówione wyżej zniekształcenia emocjonalne i poznawcze, jak i przejawy nieracjonalności w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych wynikające z teorii perspektywy w różnym stopniu dotyczą kobiet, jak i mężczyzn (zob. dalej).

4. Płeć a inwestowanie

Próbując zrozumieć różnice międzypłciowe w zachowaniach inwestycyjnych, trzeba na początku odróżnić pojęcie płci biologicznej (ang. *sex*) od społeczno-kulturowej kategorii płci (ang. *gender*). Ten pierwszy termin zarezerwowany jest do różnic między kobietami i mężczyznami w zakresie uniwersalnych i wrodzonych cech anatomicznych, hormonalnych czy temperamentalnych, natomiast *gender* odnosi się do zespołu cech, zachowań i ról przypisywanych każdej z płci, w zależności od danej kultury¹⁶. W naukach psychologicznych dyskusja o różnicach międzypłciowych ma długą historię, w której ścierały się koncepcja dwubiegunowości, postulująca diametralne rozróżnienie obu płci, z koncepcją dualistyczną, wedle której ludzie mogą posiadać zarówno cechy sprawcze (przypisane mężczyznom), jak i wspólnotowe (charakterystyczne dla kobiet)¹⁷. Wydaje się jednak, że nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie dotyczące rzeczywistych różnic między kobietami a mężczyznami, jednak kategoria płci (bardziej w znaczeniu *gender*) w olbrzymim stopniu wpływa na wybory życiowe jednostki¹⁸. Także na strategię inwestowania można spojrzeć przez pryzmat różnic międzypłciowych (o czym poniżej).

W badaniach populacji ogólnej zauważono, że kobiety przejawiają silniejszy konserwatyzm oraz znacznie wyższy poziom awersji do ryzyka w inwestowaniu w porównaniu do mężczyzn¹⁹. Skutkuje to zazwyczaj bardziej przemyślanymi decyzjami inwestycyjnymi kobiet, choć przynoszącymi mniejszy potencjalny zysk²⁰. Przedstawiciele finansów behawioralnych²¹ tłumaczą powyższe zróżnicowanie zachowań inwestycyjnych pomiędzy płciami dużo wyższym poziomem nadmiernej pewności siebie mężczyzn niż kobiet, co skłania mężczyzn do większej impul-

¹⁶ L. Brannon, *Psychologia rodzaju*, GWP, Gdańsk 2002.

¹⁷ T. D. Nelson, *Psychologia uprzedzeń*, GWP, Gdańsk 2003.

¹⁸ B. Wojciszke, *Kobiety i mężczyźni – odmienne spojrzenie na różnice*, GWP, Gdańsk 2002.

¹⁹ V. L. Bajtelsmit, A. Bernasek, *Why Do Women Invest Differently Than Men?*, „Financial Counseling and Planning”, 1996, s. 1–10; R. Croson, U. Gneezy, *Gender Differences in Preferences*, „Forthcoming in *Journal of Economic Literature*”, 2008.

²⁰ A. Niessen, S. Ruenzi, *Sex matters: Gender differences in a professional setting*, University of Cologne Working Paper, 2007.

²¹ Zob. np. B. M. Barber, T. Odean, *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*. Working Paper, 1999, s. 1–39.

sywności w inwestowaniu na giełdzie, naraża bardziej na uleganie efektowi predyspozycji lub uczuciu żalu, a w konsekwencji zwiększa stopień nieracjonalności w zachowaniach inwestycyjnych. Z drugiej strony wielu autorów²² wyjaśnia wyżej opisane różnice utrzymującą się wciąż dysproporcją w poziomie wiedzy o finansach i inwestowaniu między płciami, wskazując na zakorzeniony społecznie stereotyp zawodu inwestora giełdowego jako głównie męskiej profesji.

Wyżej opisane, międzypłciowe różnice indywidualne w podejściu do inwestowaniu zacierają się, gdy bada się kobiety i mężczyźni profesjonalnie zajmujących się rynkiem kapitałowym. Na przykład Nofsinger i Varma²³ wykazali, że kobiety zawodowo inwestujące na giełdzie nie różniły się od mężczyzn inwestorów w obrębie poziomu awersji do ryzyka oraz w stopniu konserwatywności zachowań inwestycyjnych. Dodatkowo kobiety inwestorki lepiej, w porównaniu do mężczyzn inwestorów, rozplanowywały w czasie decyzje inwestycyjne, przejawiając większą cierpliwość w odraczaniu bieżących zysków na rzecz wyższych nagród w przyszłości. Jednak cytowani wyżej autorzy zwrócili uwagę na większą podatność kobiet profesjonalnie zajmujących się inwestowaniem na niektóre inklinacje behawioralne wynikające z teorii perspektywy (np. efekt pewności) oraz wynikające z wspomnianych wyżej zniekształceń poznawczych (silniejsza skłonność kobiet inwesterek do ulegania mentalnemu księgowaniu).

5. Cel i przedmiot badań

Celem badań była analiza i porównanie stopnia racjonalności zachowania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych u kobiet i mężczyzn w trzech grupach osób badanych: profesjonalnych inwestorów i inwesterek giełdowych oraz studentów i studentek kierunków ekonomicznych i psychologicznych. Podstawę teoretyczną badań stanowiły obserwacje przedstawicieli finansów behawioralnych. W szczególności chodziło o zbadanie ewentualnych przejawów nieracjonalności, wynikających z założeń teorii perspektywy (efekt pewności), efektu predyspozycji oraz zniekształceń poznawczych (nadmierna pewność siebie, mentalne księgowanie) i emocjonalnych (wpływ uczucia żalu na proces inwestycyjny). Badania te zostały zaprojektowane tak, aby móc sprawdzić, czy kobiety i mężczyźni o zróżnicowanym stopniu obeznania z rynkiem kapitałowym różnią się jeśli chodzi o stopień

²² Zob. np. A. Lusardi, O. S. Mitchell, *Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?*, „Pension Research Council Working Paper”, 2007, s. 1–24; O. S. Mitchell, G. R. Mottola, S. P. Utkus, T. Yamaguchi, *The Inattentive Participant: Portfolio Trading Behavior in 401(k) Plan*. Pension Research Council Working Paper, 2006, s. 1–40.

²³ J. P. Nofsinger, A. Varma, *Gender differences in time and risk preferences of financial planners*, „Journal of Personal Finance”, 8, 2009, s. 107–127.

racjonalności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Z uwagi na niewystarczającą liczbę publikacji na powyższy temat, badania te mają charakter eksploracyjny, zatem nie postawiono hipotez dotyczących kierunku owych różnic.

Osoby badane wypełniały ankietę złożoną z sześciu sytuacyjnych zadań²⁴, w których musiały wybrać, jak zachowałyby się w hipotetycznej sytuacji wyboru spośród (zazwyczaj dwóch) alternatyw. Sytuacje te dotyczyły szacowania prawdopodobieństwa pewnych wydarzeń, zdolności przewidywania przyszłych zdarzeń na giełdzie oraz oceny zyskowności hipotetycznego portfela akcji. W szczególności analizowano podatność na efekt pewności, efekt predyspozycji, nadmierną pewność siebie, mentalne księgowanie, wpływ uczucia żalu na decyzje inwestycyjne oraz heurystykę reprezentatywności.

6. Osoby badane

W badaniu wzięło udział 120 osób, podzielonych na 3 grupy eksperymentalne liczące po 40 osób. Do pierwszej grupy należało 40 inwestorów giełdowych, zrzeszonych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych (SII). Były to osoby zajmujące się profesjonalnie rynkiem kapitałowym i inwestowaniem na giełdzie. Drugą grupę tworzyło 40 studentów Szkoły Głównej Handlowej, zrzeszonych w Studenckim Kole Naukowym Inwestora. Badani z tej grupy jedynie amatorsko związani byli z giełdą i inwestowaniem, gdyż nie byli aktywni zawodowo na rynku kapitałowym. Ostatnią grupę badanych stanowiło 40 studentów psychologii, co do których założono najniższą znajomość nie tylko problematyki rynku kapitałowego, ale zagadnień ekonomicznych w ogóle w stosunku do dwóch poprzednich grup. W tabeli 1 przedstawiono bardziej szczegółową charakterystykę osób badanych, z wyróżnieniem płci w każdej z grup oddzielnie oraz ogółem dla całej próby badawczej.

Tabela 1. Charakterystyka demograficzna próby badanych

Grupa	Mężczyźni	Kobiety
SII	18	22
SGH	22	18
PSYCH	15	25
Razem	55	65

Uwaga: SII – inwestorzy skupieni w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych; SGH – studenci SGH skupieni w Studenckim Kole Naukowym Inwestora; PSYCH – studenci Wydziału Psychologii UW.

Źródło: opracowanie własne.

²⁴ Wszystkie zadania były replikacją oryginalnych zadań skonstruowanych przez teoretyków finansów behawioralnych w ich badaniach empirycznych.

7. Analiza wyników

Analiza wyników badania została przeprowadzona zarówno na całej próbie osób badanych, jak i z podziałem na płeć. Jej celem było sprawdzenie, czy zachodzą różnice między kobietami a mężczyznami w zakresie podatności na analizowane w tej pracy inklinacje behawioralne. Badani w każdym z sześciu zadań mogli uzyskać za udzieloną odpowiedź jeden lub dwa punkty. Jeden punkt uzyskiwali wtedy, gdy udzielona odpowiedź była „racjonalna”²⁵, czyli nie wskazująca na poddanie się danej inklinacji behawioralnej, natomiast dwa punkty otrzymywali wtedy, gdy odpowiedź była „nieracjonalna”, czyli świadcząca o ulegnięciu danemu zniekształceniu poznawczemu lub emocjonalnemu, zawartemu w zadaniach ankiety.

W związku z tym w poszczególnych grupach policzono średnie i odchylenia standardowe dla odpowiedzi badanych w każdym zadaniu z ankiety. W celu ich porównania zastosowano test *t* dla prób niezależnych oraz ewentualnie test U-Manna-Whitneya, gdy założenie o rozkładzie normalnym nie było spełnione²⁶. Na początku analizę wyników przeprowadzono na grupie kobiet i mężczyzn skupionych w całej próbie badawczej. Jej wyniki zawarto w tabeli 2.

Tabela 2. Średnie i odchylenia standardowe dla odpowiedzi kobiet i mężczyzn w każdym zadaniu z ankiety badawczej w całej próbie osób badanych (*N* = 120)

Zadanie	Kobiety (<i>N</i> = 65)		Mężczyźni (<i>N</i> = 55)		Wartości testu <i>t</i> dla grup: Kobiety vs. Mężczyźni
	M	SD	M	SD	
1 – efekt pewności	1,31	0,47	1,54	0,51	-2,62(a)*
2 – efekt predyspozycji	1,52	0,51	1,63	0,49	1,24
3 – nadmierna pewność siebie	1,49	0,51	1,56	0,50	0,77
4 – mentalne księgowanie	1,47	0,50	1,43	0,50	-0,44
5 – uczucie żalu	1,30	0,46	1,41	0,49	1,25
6 – heurystyka reprezentatywności	1,70	0,45	1,78	0,41	0,92

Uwaga: (a) Wartości *Z* dla testu U-Manna-Whitneya; * *p* < 0,01.

Źródło: opracowanie własne.

²⁵ Odpowiedź „racjonalną” kodowano jako *R*, natomiast „nieracjonalną” jako *NR*.

²⁶ Wszystkie obliczenia zostały wykonane za pomocą komputerowego pakietu statystycznego PASW Statistics 18 (SPSS Inc., 2009).

Dane zawarte w tabeli 2 wskazują, że mężczyźni uzyskali istotnie wyższe średnie w zadaniu 1, mierzącym efekt pewności, co dowodzi silniejszego przejawiania tej inklinacji behawioralnej w porównaniu do kobiet. W pozostałych zadaniach ankiety nie zaszły istotne różnice między płciami.

W drugim kroku analizy obliczenia przeprowadzono na grupie kobiet i mężczyzn skupionych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych (SII) (por. tabela 3).

Tabela 3. Średnie i odchylenia standardowe dla odpowiedzi kobiet i mężczyzn w grupie inwestorów ze Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII) w każdym zadaniu ($N = 40$)

Zadanie	Kobiety SII ($N = 22$)		Mężczyźni SII ($N = 18$)		Wartości testu t dla grup: Kobiety SII vs. Mężczyźni SII
	M	SD	M	SD	
1 – efekt pewności	1,27	0,45	1,50	0,51	1,48
2 – efekt predyspozycji	1,50	0,52	1,72	0,46	1,42
3 – nadmierna pewność siebie	1,59	0,50	1,61	0,50	0,13
4 – mentalne księgowanie	1,54	0,50	1,66	0,48	0,16
5 – uczucie żalu	1,27	0,45	1,33	0,48	0,68
6 – heurystyka reprezentatywności	1,77	0,42	1,83	0,38	0,64

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie tabeli 3 widzimy brak istotnych statystycznie różnic w podatności na badane inklinacje behawioralne pomiędzy kobietami i mężczyznami należącymi do Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych (SII).

Następnie sprawdzono, czy istnieją różnice między stopniem racjonalności kobiet i mężczyzn w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w grupie studentów i studentek Szkoły Głównej Handlowej (SGH), zrzeszonych w Studenckim Kole Naukowym Inwestora (por. tabela 4).

Na podstawie wyników przedstawionych w tabeli 4 można stwierdzić, że studenci SGH uzyskali istotnie wyższe, w porównaniu do studentek SGH, wyniki w zadaniu 1 ankiety, sprawdzającym uleganie efektowi pewności, co świadczy o większej ich podatności na tę inklinację behawioralną. Studenci SGH doświadczali znacząco bardziej uczucia żalu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w stosunku do studentek SGH. W pozostałych zadaniach ankiety nie odnotowano statystycznie istotnych różnic między płciami.

Tabela 4. Średnie i odchylenia standardowe dla odpowiedzi kobiet i mężczyzn w grupie studentów SGH w każdym zadaniu z ankiety badawczej ($N = 40$)

Zadanie	Kobiety SGH ($N = 22$)		Mężczyźni SGH ($N = 18$)		Wartości testu t dla grup: Kobiety SGH vs. Mężczyźni SGH
	M	SD	M	SD	
1 – efekt pewności	1,44	0,51	1,72	0,45	1,84*
2 – efekt predyspozycji	1,77	0,42	1,86	0,34	0,69
3 – nadmierna pewność siebie	1,66	0,48	1,72	0,45	0,41
4 – mentalne księgowanie	1,44	0,51	1,40	0,50	-0,22
5 – uczucie żalu	1,05	0,23	1,50	0,51	-3,01(a)**
6 – heurystyka reprezentatywności	1,61	0,50	1,81	0,39	1,46

Uwaga: (a) Wartości Z dla testu U-Manna-Whitneya; * $p < 0,05$; ** $p < 0,01$.

Źródło: opracowanie własne.

Ostatnia część analizy wyników poświęcona była poznaniu ewentualnych różnic w podatności na analizowane w tej pracy inklinacje behawioralne pomiędzy studentami i studentkami Wydziału Psychologii Uniwersytetu Warszawskiego (por. tabela 5).

Tabela 5. Średnie i odchylenia standardowe dla odpowiedzi kobiet i mężczyzn w grupie studentów Wydziału Psychologii UW w każdym zadaniu z ankiety badawczej ($N = 40$)

Zadanie	Kobiety ($N = 25$)		Mężczyźni ($N = 15$)		Wartości testu t dla grup: Kobiety vs. Mężczyźni
	M	SD	M	SD	
1 – efekt pewności	1,24	0,43	1,33	0,48	0,62
2 – efekt predyspozycji	1,36	0,48	1,20	0,41	-1,06
3 – nadmierna pewność siebie	1,28	0,45	1,26	0,45	-0,09
4 – mentalne księgowanie	1,44	0,50	1,20	0,41	-1,54
5 – uczucie żalu	1,52	0,50	1,40	0,50	0,47
6 – heurystyka reprezentatywności	1,72	0,45	1,66	0,48	0,73

Źródło: opracowanie własne.

Dane zawarte w tabeli 5 pokazują brak istotnych statystycznie różnic w podatności na badane inklinacje behawioralne pomiędzy studentami i studentkami Wydziału Psychologii Uniwersytetu Warszawskiego.

8. Podsumowanie

Przeprowadzone analizy statystyczne pokazały, że główny cel tej pracy, czyli wykazanie różnic międzypłciowych w stopniu racjonalności w zachowaniach inwestycyjnych, został w dużej mierze osiągnięty. Na poziomie całej próby osób badanych mężczyźni istotnie bardziej, w porównaniu do kobiet, ulegali efektowi pewności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W wyszczególnionych grupach eksperymentalnych studenci SGH również w znacznie wyższym stopniu, w porównaniu do studentek SGH, przejawiali podatność na efekt pewności, jak i doświadczali silniej uczucia żalu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W pozostałych podgrupach badawczych, czyli wśród kobiet i mężczyzn skupionych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych (SII) oraz wśród studentów i studentek Wydziału Psychologii Uniwersytetu Warszawskiego, wyżej opisanych różnic nie odnotowano.

Próbując wyjaśnić otrzymane rezultaty na poziomie populacji ogólnej, warto zwrócić uwagę na fakt, że zgodnie z danymi zawartymi w literaturze przedmiotu²⁷ mężczyźni przejawiają niższą, w porównaniu do kobiet, awersję do ryzyka, wykazują mniejszą cierpliwość oraz w sposób istotnie mniej konserwatywny podejmują decyzje na rynku kapitałowym. Prowadzić to może czasem do zachowań niedostatecznie przemyślanych bądź nawet nieracjonalnych, co uwidoczniło się w niniejszych badaniach. Wydaje się, że te różnice można wytłumaczyć odwołując się do przywoływanej wcześniej kategorii płci, zarówno w rozumieniu *sex* (właściwości wrodzone), jak i *gender* (właściwości zależne od kultury). Z jednej strony, analizując wrodzone charakterystyki temperamentalne, zauważono, że mężczyźni w istotnie większym stopniu, w porównaniu do kobiet, przejawiają cechy temperamentalne odpowiedzialne za skłonność do zachowań ryzykownych, jak np. poszukiwanie doznań (potrzeba intensywnych wrażeń, ciągła pogoń za zmianą)²⁸, aktywność (zdolność do podejmowania działań silnie stymulujących)²⁹ czy żwawość (szybkość zmiany zachowania w reakcji na zmieniające się bodźce w otoczeniu)³⁰. Z drugiej strony zaobserwowano wyższy poziom cech temperamentalnych odpowiedzialnych za większą wrażliwość emocjonalną i ostrożność w podejmowaniu decyzji u kobiet, takich jak neurotyczność³¹ czy reaktywność emocjonalna³².

²⁷ Zob. V. L. Bajtelsmit, A. Bernasek, Why Do Women..., *op. cit.*, s. 1–10; R. Croson, U. Gneezy, Gender Differences..., *op. cit.*

²⁸ M. Zuckerman, Behavioral expressions and biosocial bases of sensation seeking, New York, Cambridge University Press, 1994.

²⁹ J. Strelau, Psychologia temperamentu (wyd. 2), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

³⁰ *Ibidem.*

³¹ H.J. Eysenck, M. Eysenck, Personality and individual differences: A natural science approach, New York, Plenum Press, 1985.

³² J. Strelau, Psychologia temperamentu..., *op. cit.*

Biorąc pod uwagę kategorię *gender*, nie można nie wspomnieć o szeroko rozumianych stereotypach płci³³. Choć w obecnych czasach rzadko mamy do czynienia z otwartymi formami dyskryminacji wobec kobiet, to jednak ukryte, subtelne jej odmiany nadal powszechnie istnieją³⁴. Jednym z jej przejawów jest tendencja do wybierania przez obie płcie zajęć lub aktywności głównie im przypisanym przez społeczeństwo, a unikania tych, które kojarzą się z płcią przeciwną. Powoduje to, że wiele potencjalnie uzdolnionych kobiet rezygnuje z wyboru „męskiego” zawodu (np. inwestor giełdowy), choć mogą mieć one ponadprzeciętne zdolności i predyspozycje w tej dziedzinie. Dodatkowo, jak podkreślają Hira i Loibl³⁵, bardzo istotnym czynnikiem w kształtowaniu postaw inwestycyjnych u kobiet i mężczyzn jest sposób edukacji ekonomicznej, a mówiąc dokładniej, brak materiałów specyficznie adresowanych do kobiet. Wyżej cytowani autorzy twierdzą, że kobiety oceniają sektor usług inwestycyjnych jako najmniej (obok sektora motoryzacyjnego) im przyjazny. Zatem być może jedną z istotnych przyczyn bardziej konserwatywnego podejścia kobiet do inwestowania są nie tylko różnice na poziomie *sex* czy *gender*, ale także niedostosowana do potrzeb kobiet oferta i komunikacja branży inwestycyjnej.

Jak już wspomniano, międzypłciowe różnice indywidualne w podejściu do inwestowania zacierają się, gdy bada się kobiety i mężczyzn profesjonalnie zajmujących się rynkiem kapitałowym³⁶. Brak różnic międzypłciowych w stopniu racjonalności w zachowaniach inwestycyjnych odnotowano w grupie kobiet i mężczyzn skupionych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych (SII) oraz, co było zaskoczeniem, wśród studentów i studentek Wydziału Psychologii Uniwersytetu Warszawskiego. Z jednej strony można przyjąć, że w profesjonalnym środowisku giełdowym, zarówno mężczyźni inwestorzy, jak i kobiety inwestorki, są na tyle wyedukowani i przeszkoleni, że zdają sobie sprawę z potencjalnych pułapek i zagrożeń przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Ciekawe jest jednak to, że – wbrew wynikom badań Nofsingera i Varmy – w polskiej próbie nie zaobserwowano większej podatności kobiet profesjonalnie zajmujących się inwestowaniem na niektóre inklinacje behawioralne (np. efekt pewności czy mentalne księgowanie). Z drugiej strony studenci i studentki psychologii, co do których założono najniższą znajomość zagadnień ekonomiczno-finansowych w stosunku do dwóch poprzednich badanych grup, również nie różnili się jeśli chodzi o stopień racjonalności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co może wskazywać na to, że wiedza

³³ B. Wojciszke, *Kobiety i mężczyźni...*, *op. cit.*

³⁴ T. D. Nelson, *Psychologia...*, *op. cit.*

³⁵ T. Hira, C. Loibl, A workplace and gender-related perspective on financial planning information sources and knowledge outcomes, „Financial Services Review”, 15, 2006, s. 21–42.

³⁶ J. P. Nofsinger, A. Varma, *Gender...*, *op. cit.*

psychologiczna, znosząc omawiany w tej pracy „efekt płci” w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, może uchronić przed popełnianiem wielu błędów na rynku kapitałowym. Przemawia to więc za koniecznością edukacji psychologicznej inwestorów giełdowych, uwzględniającej także behawioralne aspekty inwestowania.

Podsumowując, warto podkreślić, że problematyka międzypłciowych różnic w podejściu do inwestowania, choć jeszcze relatywnie mało znana, zasługuje na dalsze badania. Dodatkowo, uwzględnienie w niej uwarunkowań psychologicznych umożliwi lepsze zrozumienie decyzji inwestycyjnych, zarówno kobiet, jak i mężczyzn. Dzięki finansom behawioralnym można bowiem wypełnić lukę pomiędzy tradycyjną teorią a rzeczywistym obrazem rynków finansowych, zwłaszcza w obliczu ostatniego kryzysu finansowego, który zachwiał dotychczasowym, neoklasycznym paradygmatem w ekonomii.

9. Bibliografia

1. Bajtelsmit V. L., Bernasek A., Why Do Women Invest Differently Than Men?, „Financial Counseling and Planning”, 1996.
2. Barber B. M., Odean T., Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, Working Paper, 1999.
3. Bell D. E., Regret in decision making under uncertainty, *Operation, Research*, 1982, 30.
4. Benartzi S., Thaler R., Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, „The Quarterly Journal of Economics”, 1995, 8.
5. Brannon L., *Psychologia rodzaju*, GWP, Gdańsk 2002.
6. Cieślak A., Behawioralna ekonomia finansowa: Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów, „Materiały i Studia NBP”, 2003, Nr 165.
7. Croson R., Gneezy U., Gender Differences in Preferences, „Forthcoming in Journal of Economic Literature”, 2008.
8. De Bondt W., Thaler R., Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality, „The Journal of Finance”, 1987, 3.
9. Elton E. J., Gruber M. J., *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIG-Press, Warszawa 1998.
10. Eysenck H. J., Eysenck M., *Personality and individual differences: A natural science approach*, Plenum Press, New York 1985.
11. Hira T., Loibl C., A workplace and gender-related perspective on financial planning information sources and knowledge outcomes, „Financial Services Review”, 2006, 15.
12. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje, instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

13. Kahneman D., Tversky A., On the psychology of prediction, „Psychological Review”, 1973, 80.
14. Kahneman D., Tversky A., Prospect theory, an analysis of decisions under risk, „Econometrica”, 1979, 47, Vol. 2.
15. Kahneman D., Tversky A., Choices, Values and Frames, „American Psychologist”, 1984, 39 (4).
16. Kwiatkowska A., Tożsamość a społeczne kategoryzacje, PAN, Warszawa 1999.
17. Lewicka M., Aktor czy obserwator? Psychologiczne mechanizmy odchylenia od racjonalności w myśleniu potocznym, Polskie Towarzystwo Psychologiczne, Warszawa 1993.
18. Lusardi A., Mitchell O. S., Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?, „Pension Research Council Working Paper”, 2007.
19. Mitchell O. S., Mottola G. R., Utkus S. P., Yamaguchi T., The Inattentive Participant: Portfolio Trading Behavior in 401(k) Plan, Pension Research Council Working Paper, 2006.
20. Nelson T. D., Psychologia uprzedzeń, GWP, Gdańsk 2003.
21. Niessen A., Ruenzi S., Sex matters: Gender differences in a professional setting, University of Cologne Working Paper, 2007.
22. Nofsinger J. P., Psychologia inwestowania, Helion, Gliwice 2006.
23. Nofsinger J. P., Varma A., Gender differences in time and risk preferences of financial planners, „Journal of Personal Finance”, 2009, 8.
24. Sharpe W. F., A simplified model for portfolio analysis, „The Journal of Finance”, 1961, 12.
25. Shefrin H., Statman M., The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence, „The Journal of Finance”, 1985, 11.
26. Simon H. A., A behavioural model of rational choice, „Quarterly Journal of Economics”, 1955, 69.
27. Skąła D., Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury, „Bank i Kredyt”, 2008, 4.
28. Strelau J., Psychologia temperamentu (wyd. 2), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
29. Winnett A., Lewis A., Household accounts, mental accounts and savings behavior: Some old economics rediscovered?, „Journal of Economic Psychology”, 1994, 16.
30. Wojciszke B., Kobiety i mężczyźni – odmienne spojrzenie na różnice, GWP, Gdańsk 2002.
31. Zuckerman M., Behavioral expressions and biosocial bases of sensation seeking, Cambridge University Press, New York 1994.

Zmiany jakości konsumenckiej polskich towarów przemysłowych na rynkach UE-15 w okresie postępującej liberalizacji wymiany handlowej (1995–2003)

1. Wprowadzenie

Należy zacząć od wyjaśnienia użytego w tytule pojęcia „jakość konsumencka”. Rozumie się przez nie pionowe zróżnicowanie produktu, czyli zróżnicowanie przez jakość. Chodzi o obiektywny czynnik zróżnicowania produktu: każdy konsument, który miałby pełną wiedzę o wszystkich wariantach danego dobra zróżnicowanego, miałby to samo zdanie co do tego, który z nich jest lepszy i wart wyższej ceny, a który gorszy i warty mniej. Przymiotnik „konsumencka” ma podkreślać popytowy charakter tej definicji: produkt jest wyższej jakości wtedy, i tylko wtedy, gdy za taki uważają go konsumenci. Jest to inne podejście do jakości niż to reprezentowane przez specjalistów od zarządzania jakością.

Zjawisko pionowego różnicowania produktów, lub inaczej różnicowania przez jakość, jest analizowane w różnych dziedzinach ekonomii. Pierwotnie zajmowali się nim teoretycy *Industrial Organization* (IO, „organizacji rynku”, „analizy sektorowej”), na czele z Shakedem i Suttonem¹. Następnie, podobnie jak inne elementy dorobku IO, zróżnicowanie pionowe zostało wykorzystane w międzynarodowych stosunkach gospodarczych jako element tzw. nowej teorii handlu zagranicznego². Wreszcie, temat zróżnicowania przez jakość stał się ważnym elementem badań nad konkurencyjnością mikroekonomiczną, których autorami są np. Aiginger³, Wziątek-Kubiak⁴, Wziątek-Kubiak i Magda⁵.

¹ A. Shaked, J. Sutton, Product Differentiation and Industrial Structure, „The Journal of Industrial Economics”, Vol. 36, No. 2 (Dec., 1987), s. 131–146.

² Por. A. Cieślik, Nowa teoria handlu zagranicznego w świetle badań empirycznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000; E. Czarny, Teoria i praktyka handlu wewnątrzgałęziowego, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002.

³ K. Aiginger, Europe’s position in quality competition 2000, Enterprise DG Working Paper, European Commission, Brussels 2000.

⁴ A. Wziątek-Kubiak, Liberalisation versus changes in competitiveness of Polish manufacturing. Selection of branches with improving and deteriorating competitiveness, mimeo, 2004.

⁵ A. Wziątek-Kubiak, I. Magda, Changes in the Competitive Position of the Czech Republic, Hungary and Poland in the EU Market, CASE Studies and Analyses 317, 2005.

Niniejszy artykuł ma charakter mikroekonomiczny i sytuuje się najbliżej pierwszego i trzeciego z wymienionych nurtów. Przedmiotem analizy są polscy producenci wyrobów przemysłu przetwórczego. Celem badania jest określenie poziomu i skali zmian jakości konsumenckiej ich produktów w okresie rosnącej presji konkurencyjnej, spowodowanej procesem liberalizacji wymiany handlowej z Unią Europejską i państwami WTO, czyli w latach 1995–2003. Teza opracowania jest taka, że jakość polskiego eksportu systematycznie się poprawiała.

Na początku omówimy dokładniej proces liberalizacji, następnie wyjaśnimy przyjętą metodologię mierzenia jakości konsumenckiej i jej zmiany oraz rezultaty badania empirycznego.

2. Polityka handlowa Polski i UE-15 w latach 1995–2003 i związane z nią wyzwania dla polskich producentów

Rok 1995 był początkiem okresu postępującej liberalizacji światowego handlu pod auspicjami GATT/WTO, a także coraz ściślejszej integracji gospodarki polskiej z gospodarką Unii Europejskiej, przypieczętowanej formalnym przystąpieniem Polski do Wspólnoty 1 maja 2004 roku. Procesy te postawiły polskich producentów przed wyzwaniami wynikającymi z zaostrzającej się konkurencji zarówno na rynku krajowym, jak i rynkach eksportowych. Dwa wydarzenia miały tu szczególne znaczenie:

- 1) **wejście w życie 1 marca 1992 roku części handlowej (*Interim Agreement*) Układu Europejskiego**, zawierającej program utworzenia strefy wolnego handlu między Polską a Unią Europejską. Połowa polskiego eksportu uzyskiwała natychmiast bezcłowy dostęp do rynku unijnego⁶, a całkowita liberalizacja nastąpiła do końca 1996 roku. Polska liberalizowała swój import wolniej, ale trzeba pamiętać, że wyjściowy średni poziom protekcji był o wiele wyższy niż w Unii: 16% wobec 5,7%⁷. Wraz z wejściem w życie Układu Europejskiego Polska zniosła cła na 10,1% importu z UE (w ujęciu wartościowym), natomiast główna część programu liberalizacji została zrealizowana w latach 1995–1999. W ciągu tych pięciu lat polskie cła na towary unijne były obniżane w zasadzie w tempie jednostajnym (tzn. co rok o 20% stawki wyjściowej), przy czym były specjalne uzgodnienia co do pewnych towarów wrażliwych⁸. Zupełny

⁶ Dokładnie 51,1% w ujęciu wartościowym (J. J. Michałek, *Polityka handlowa: mechanizmy ekonomiczne i regulacje międzynarodowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 158).

⁷ Jest to średnia ważona importem stawka polskich cel na artykuły nierolnicze przed Rundą Urugwajską (J. J. Michałek, *Polityka...*, *op. cit.*, s. 133).

⁸ *Ibidem*, s. 158.

wyjątek stanowił import samochodów, zliberalizowany całkowicie dopiero z końcem 2001 roku;

- 2) **zakończenie rundy urugwajskiej GATT**, której owocem była m.in. redukcja cel i powołanie do życia 1 czerwca 1995 roku Światowej Organizacji Handlu. Polska rozpoczęła liberalizację importu już od 1 stycznia 1995 roku i zakończyła ją 31 grudnia 2000 roku⁹. Średnia ważona stawka polskich cel na produkty nierolnicze spadła w sumie z 16% do 9,9%¹⁰. Oznaczało to większą konkurencję na rynku krajowym ze strony krajów spoza UE-15. Jednocześnie w wyniku rundy urugwajskiej spadły cła na produkty przemysłowe w krajach rozwiniętych, w tym na najbardziej interesującym dla nas rynku UE. Ponieważ Polska korzystała już w tym czasie z koncesji handlowych, przyznanych nam w ramach Układu Europejskiego, ta obniżka była korzystna dla pozaeuropejskich konkurentów polskich eksporterów¹¹. Z drugiej strony, nie była to wielka zmiana, zważywszy na niski wyjściowy poziom protekcji w UE (gdzie średnia ważona importem stawka celna na artykuły nierolnicze spadła z 5,7% do 3,6%¹²).

Trzecim wydarzeniem, które jednak wykracza poza objętość niniejszej analizy, było przystąpienie Polski do UE 1 maja 2004 roku. Miało ono konsekwencje dla polskiej polityki handlowej, doprowadzając do obniżenia polskich cel w handlu z krajami WTO spoza UE, gdyż, jak już zasygnalizowano, polskie stawki były w przeważającej większości wyższe niż unijna taryfa WTO.

Opisane procesy liberalizacyjne oczywiście przyniosły polskim producentom korzyści w postaci poprawy dostępu do rynków eksportowych. Z drugiej strony, zwiększyły istotnie „presję konkurencyjną” na rynku krajowym. Przez presję konkurencyjną na firmę rozumie się tu ograniczenie możliwości osiągnięcia i zwiększenia przez nią zysku, związane z działalnością innych firm. Oczywiście presję konkurencyjną i jej wzrost bardzo trudno jest zmierzyć, a cóż dopiero ocenić, jaką część tego wzrostu należy przypisać liberalizacji handlu. Rozpatrzmy dwa zagregowane wskaźniki, które dają pewne pojęcie o rozmiarach presji konkurencyjnej i uzasadniają postawioną tu tezę o jej wzroście po 1995 roku. Pierwszym z nich jest deficyt w handlu zagranicznym towarami przemysłowymi z UE. W latach 1995–1998, a więc w czasie otwierania się polskiego rynku, deficyt ten rósł w tem-

⁹ W. Mroczek, Cła w GATT i WTO, w: J. Kaczurba, E. Kawecka-Wyrzykowska (red.), Polska w WTO, Instytut Koniunktur i Cen, Warszawa 2002, s. 114.

¹⁰ J. J. Michałek, Polityka..., *op. cit.*, s. 133.

¹¹ Na to zjawisko zwróciła uwagę także E. Kawecka-Wyrzykowska, Implications of the Uruguay Round Agreements for Poland, OECD, Paryż 1995.

¹² J. J. Michałek, Polityka..., *op. cit.*, s. 133.

pie 18% rocznie¹³. Najważniejszymi czynnikami tego wzrostu był szybki wzrost PKB i tym samym wzrost konsumpcji, a także napływ inwestycji zagranicznych, ale bardzo ostrożne symulacje Instytutu Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego¹⁴ wskazują, że realizacja Układu Europejskiego też odegrała tu istotną rolę. Drugim wskaźnikiem informującym o presji konkurencyjnej jest udział produkcji krajowej produktów przemysłowych w konsumpcji. Zgodnie z obliczeniami A. Wziątek-Kubiak¹⁵, udział ten w interesującym nas okresie systematycznie spadał: z 68,6% w 1995 roku do 60,2% w 1998 roku i dalej do 57,6% w 2001 roku¹⁶.

Naturalną odpowiedzią na zwiększoną presję konkurencyjną jest wzrost produktywności i obniżenie cen. Z drugiej strony, jeśli firma jest w stanie konkurować za pomocą szeroko rozumianej jakości, to może utrzymać pozycję rynkową nawet przy kosztach wyższych od konkurentów¹⁷. W niniejszej pracy badany jest właśnie ten typ konkurowania. Pytanie stawiane poniżej brzmi, czy w latach 1995–2003 nastąpiła poprawa jakości konsumenckiej polskich produktów przemysłowych? Ponieważ jednak dane o jakości dóbr sprzedawanych na rynku krajowym nie są dostępne, badana jest jakość konsumencka polskiego eksportu do UE. Spodziewać się można, że jeżeli proces poprawy jakości polskiej produkcji przemysłowej faktycznie nastąpił, to będzie go można zaobserwować także na rynkach zewnętrznych. Sugerują to wcześniejsze badania poświęcone temu tematowi. Według Wziątek-Kubiak i Magdy¹⁸ jakość konsumencka polskiego eksportu na rynku UE znacznie poprawiła się w latach 1996–2003, choć cały czas pozostawała w tyle za jakością eksportu czeskiego i węgierskiego. Podobne badania przeprowadził Kandogan¹⁹, obserwując umiarkowaną poprawę Polski. Jednak metodologia tych prac była odmienna niż przedstawianego tu badania, bazowały bowiem na relatywnej i absolutnej cenie wagowej jako mierze jakości. Wskaźniki te nie są jednak wolne od pewnych słabości.

¹³ W. Mroczek, Analiza zmian handlu wyrobami przemysłowymi, w: praca zbior. Zmiany w handlu zagranicznym Polski z Unią Europejską w okresie realizacji stowarzyszenia w ramach Układu Europejskiego (1995–2003). Opracowanie wykonane na zlecenie UKiE przez IKCiHZ, s. 54.

¹⁴ J. J. Michałek, Polityka..., *op. cit.*, s. 163–168.

¹⁵ A. Wziątek-Kubiak, Liberalisation..., *op. cit.*

¹⁶ Z uwagi na metodologię badania (wyłączenie niektórych grup towarowych, pominięcie produkcji polskich firm nie dostarczających formularza F-01 oraz łączenie danych z F-01, polskiej i unijnej statystyki handlu zagranicznego), nie należy koncentrować się na podanych wartościach absolutnych, a raczej na uwidocznionym dzięki nim trendzie. A. Wziątek-Kubiak, Liberalisation..., *op. cit.*, s. 17.

¹⁷ K. Aiginger, Europe's..., *op. cit.*, s. 1.

¹⁸ A. Wziątek-Kubiak, I. Magda, Changes..., *op. cit.*

¹⁹ Y. Kandogan, Does Product Differentiation Explain the Increase in Exports of Transition Countries, „Eastern European Economics”, 2006, 44(2).

3. Metodologia badania zmian jakości konsumenckiej eksportu

3.1. Dane i rynki importowe

Badanie zmian jakości konsumenckiej eksportu polega, w swojej zasadniczej części, na analizie zmian sytuacji na wybranych rynkach importowych UE w latach 1995–2003, ze szczególnym uwzględnieniem zmian charakterystyk polskiego eksportu (w niektórych przypadkach analiza sięga do 1994 roku). Podstawą badania jest baza handlu zagranicznego COMEXT, przy czym dane analizowane są na ósmym – najniższym możliwym – poziomie Nomenklatury Scalonej (*Combined Nomenclature* – CN). Jako uzupełnienie analizowany będzie handel na zagregowanym, dwucyfrowym poziomie Systemu Zharmonizowanego (*Harmonized System* – HS). Ta uzupełniająca analiza ma dłuższy horyzont czasowy: 1995–2011.

Przedmiotem badań są produkty przemysłu przetwórczego, dlatego pomija się następujące grupy CN:

- I. Zwierzęta żywe; produkty pochodzenia zwierzęcego.
- II. Produkty pochodzenia roślinnego.
- III. Tłuszcze i oleje pochodzenia zwierzęcego lub roślinnego oraz produkty ich rozkładu; gotowe tłuszcze jadalne; woski pochodzenia zwierzęcego lub roślinnego.
- V. Produkty mineralne.

Podobnie, w uzupełniającej analizie handlu w dwucyfrowych kategoriach HS, wykluczone są grupy zawierające nieprzetworzoną żywność (kody HS 1–16) oraz produkty mineralne (25–27). Trzeba podkreślić, że uwzględniony jest import gotowych produktów spożywczych (Seksja IV w nomenklaturze CN i grupy 16–24 w HS).

W zasadniczej części badania empirycznego analizowany jest zawsze import konkretnych krajów, a nie jakichś ich grup czy całej Unii. W zakres badań wchodzi wszystkie kraje UE-15, z wyjątkiem Belgii i Luksemburga (czyli UE-13). Problem z Belgią i Luksemburgiem polega na tym, że do 1998 roku kraje te figurowały w bazie COMEXT jako jeden podmiot, a od 1999 roku są rozpatrywane osobno²⁰. W analizie uzupełniającej badany jest import całej grupy UE-15.

Baza COMEXT zawiera informację o wartości eksportu i o jego ilości (mierzonej albo w „tonach metrycznych”, albo w „jednostkach uzupełniających”, tzn. metrach, kubikach czy jednostkach fizycznych). Iloraz wartości i ilości w tonach metrycznych jest tu interpretowany jako cena. Jest to tzw. cena wagowa (*unit export value*).

²⁰ Bez dodatkowych analiz trudno więc jednoznacznie stwierdzić, co jest kontynuatorem rynku Belgii–Luksemburga po 1999 roku. Założenie, że jest to po prostu Belgia kłóci się z filozofią badania danych możliwie najmniej zniekształconych przez agregacje i przybliżenia.

Kluczowym pojęciem w prezentowanym badaniu danych zagregowanych są „rynki importowe”. Należy przez nie rozumieć takie kraje, które importując dane dobro, same eksportują je w niewielkim stopniu. Zakłada się, że znikomy eksport danego dobra do UE-15 implikuje znikomą produkcję na rynek własny i utożsamia dla każdego z takich rynków całkowitą konsumpcję tego dobra w kraju z jego importem. Dodatkowe założenie jest takie, że eksport każdego kraju jest homogeniczny (oznacza to np., że konsumenci w Niemczech nie rozróżniają różnych producentów mebli polskich). Jest to mikroekonomiczna wersja założenia Armingtona²¹. Te dwa założenia pozwalają analizować import dobra przed dany kraj za pomocą funkcji popytu, znanych z teorii organizacji rynku: „producenci” to kraje eksportujące na dany rynek, zaś „warianty dobra zróżnicowanego” to ich eksport.

Oczywiście, do obu założeń można mieć zastrzeżenia. W ogólnym przypadku mały eksport danego dobra nie musi być oznaką znikomego udziału rodzimej produkcji w konsumpcji kraju, lecz może wynikać z różnic w funkcjach popytu kraju i jego głównych rynków eksportowych. Wydaje się jednak, że w przypadku wysoko rozwiniętych krajów UE-15, należących na dodatek do Jednolitego Rynku, gdzie rozmaite bariery są systematycznie usuwane, zagrożenie asymetrii funkcji popytu jest minimalne²². Bardziej kontrowersyjne jest założenie o homogeniczności produkcji danego kraju-eksportera (Armingtona). Jest to jednak uproszczenie nieuniknione, zważywszy na charakter posiadanych danych.

Przyjęta definicja rynku importowego opiera się na kryterium specjalizacji: eksport danej 8-cyfrowej kategorii CN uznany jest za znikomy, jeśli udział jego wartości w wartości całkowitego eksportu kraju jest mniejszy niż $\frac{1}{16\,042}$. Mianownik tego ułamka to liczba wszystkich 8-cyfrowych kategorii CN w bazie COMEXT w latach 1994–2003, zatem wspomniany warunek oznacza, że eksport danej kategorii jest mniejszy niż by był, gdyby rozkład eksportu względem kategorii CN był jednostajny. Można to interpretować w ten sposób, że dany kraj w małym stopniu koncentruje się na produkcji danego dobra. Wydaje się, że aby to założenie było słuszne, trzeba dodać kryterium deficytu handlowego. Ścisłej, w pracy żąda się, aby import danego dobra przekraczał eksport co najmniej 4-krotnie²³.

²¹ P. J. Lloyd, X. G. Zhang, The Armington Model, Productivity Commission Staff Working Paper 2006.

²² Analizujemy dobra, których eksport jest znikomy. Zatem dla omawianego założenia nie stanowią kontrprzykładu liczne produkty, których pozycja na rynkach zagranicznych jest tylko słabsza niż na rynku krajowym.

²³ W pracy Szczygielskiego (K. Szczygielski, Różnicowanie produktów w polskim eksporcie towarów przetworzonych w latach 1994–2006 – analiza od strony teorii wyboru konsumenta. SGH (praca doktorska), 2008) przyjęto także dwie inne, bardziej restrykcyjne definicje rynku importowego, w tym jedną zakładającą zerowy poziom eksportu. Wszystkie analizy zaprezentowane w niniejszym artykule zostały przeprowadzone również dla tych alternatywnych zbiorów rynków importowych. Okazało się jednak, że nie ma to wpływu na wnioski z badania.

Przy dodatkowym warunku, że Polska musiała eksportować na dany rynek przez minimum pięć lat, liczba rynków wynosi 2821.

3.2. Pomiar jakości

Często spotykaną w literaturze przedmiotu miarą jakości eksportu jest cena wagowa (*unit export value* – UEV), czyli wartość eksportu danego dobra, podzielona przez jego ilość. Na tej logice oparty jest stosowany w badaniach handlu wewnątrzgałęziowego podział na handel pionowy i poziomy²⁴. Również studia nad konkurencyjnością często operują relatywną ceną wagową jako wskaźnikiem jakości²⁵.

Jest to bez wątpienia miara wygodna, jednak trzeba zauważyć, że jej stosowanie nie opiera się na żadnym sformalizowanym modelu teoretycznym. Dotyczy to także pionierskiej pracy Abd-El-Rahmana²⁶, na którą często powołują się badacze handlu wewnątrzgałęziowego. Tymczasem zalety ceny wagowej jako miary jakości są coraz częściej podawane w wątpliwość. Zastrzeżenia teoretyczne dobrze podsumowują Hallak i Schott²⁷: *jeśli konsumenci cenią sobie różnorodność, a dobra są zróżnicowane zarówno poziomo, jak i pionowo, to drożsi eksporterzy mogą przetrwać na ... rynku, nawet pomimo niekorzystnej pozycji kosztowej*. Szczygielski i Grabowski przeanalizowali warunki, jakie musi spełniać funkcja popytu, aby jakość dobra była proporcjonalna do ceny. Warunki te nie są spełnione dla większości funkcji popytu używanych w modelach ekonomicznych. W tej samej pracy można znaleźć argumenty empiryczne przeciwko cenie wagowej jako mierze jakości. Z kolei Lüthje i Nielsen podają w wątpliwość zalety ceny wagowej przy rozdzielaniu strumieni handlu wewnątrzgałęziowego na poziomy i pionowy. Trzeba podkreślić, że mowa tutaj o cenie jako o deterministycznej **mierce** jakości. Krytyka nie dotyczy stosowania ceny jako korelatu jakości w badaniach ekonometrycznych.

Bardziej rygorystyczne podejście teoretyczne sugeruje traktowanie jakości jako parametru funkcji użyteczności²⁸, który być może da się wyliczyć, ale jako **funkcję** cen **oraz** udziałów rynkowych. W niniejszym badaniu proponuje się miary jakości dla dwóch funkcji popytu:

²⁴ E. Czarny, Teoria..., *op. cit.*

²⁵ A. Wziętek-Kubiak, I. Magda, Changes..., *op. cit.*

²⁶ K. S. Abd El Rahman, Réexamen de la définition et de la mesure des échanges croisés de produits similaires entre les nations, „Revue Economique”, Vol. 37, No. 1, Jan 1986.

²⁷ J. C. Hallak, P. K. Schott, Estimating Cross-Country Differences in Product Quality, „The Quarterly Journal of Economics”, 2011, Vol. 126, s. 414–474.

²⁸ To podejście do jakości w modelach handlu zagranicznego przyjmują autorzy ostatnich prac poświęconych elastyczności jakościowej importu (por. J. C. Hallak, Product Quality and the Direction of Trade, „Journal of International Economics”, 2006, Vol. 68, s. 238–265; J. C. Hallak, P. K. Schott, Estimating..., *op. cit.*).

- 1) model zróżnicowania pionowego Mussya-Rosena;
- 2) zagnieżdżona funkcja popytu, w której udziały rynkowe na poziomie gniazd są określone za pomocą funkcji o stałej elastyczności substytucji (CES).

Definiując funkcję popytu Mussya-Rosena, w pierw określa się wybór indywidualnego konsumenta, a następnie wybory poszczególnych konsumentów są agregowane tak, aby uzyskać funkcje popytu każdego z wariantów²⁹. Załóżmy, że dana jest populacja konsumentów i że na tej populacji została określona pewna cecha ε . Cechę tę interpretuje się jako skłonność do płacenia za jakość. Załóżmy dalej, że użyteczność losowo wybranego konsumenta, związana z konsumpcją wariantu i , wynosi³⁰:

$$V_i = a_i \cdot \varepsilon - p_i. \quad (1)$$

Przyjmuje się tu, że konsument kupuje dokładnie jedną jednostkę wybranego wariantu (jest to model wyboru dyskretnego). Skoro tak, to jego popyt wynosi:

$$\left\{ \begin{array}{l} x_i = 1, \text{ gdy } V_i = \max_k V_k \\ x_i = 0 \text{ w przeciwnym przypadku} \end{array} \right\}.$$

Można pokazać, że ta funkcja popytu ma następujące dwie ważne własności. Po pierwsze, jeśli wszystkie warianty dobra mają niezerowy popyt, to zawsze wariant droższy jest wyższej jakości niż wariant tańszy. Po drugie, konsumenci dzielą się na „segmenty”, tzn. można tak wyznaczyć przedziały ε , że wszyscy konsumenci należący do danego przedziału wybierają ten sam towar³¹. Oznaczmy przez S_k udział konsumentów wybierających wariant k , a przez G dystrybuantę rozkładu cechy ε . Bez straty ogólności można założyć, że warianty są uszeregowane od najniższej do najwyższej jakości. Nietrudno pokazać, że udział rynkowy k -tego wariantu wynosi:

$$S_k(p_{k-1}, p_k, p_{k+1}) = G\left(\frac{p_{k+1} - p_k}{a_{k+1} - a_k}\right) - G\left(\frac{p_k - p_{k-1}}{a_k - a_{k-1}}\right). \quad (2)$$

²⁹ Por. H. Cremer, J.-F. Thisse, Location Models of Horizontal Differentiation: A Special Case of Vertical Differentiation Models, „The Journal of Industrial Economics”, Vol. 39, No. 4 (Jun. 1991), s. 383–390, a także monografia S. P. Anderson, A. de Palma, J.-F. Thisse, Discrete Choice Theory of Product Differentiation, The MIT Press, Cambridge 1992, gdzie znaleźć można obszerne uzasadnienie stosowania zmiennych losowych w określaniu funkcji popytu.

³⁰ Ściśle rzecz ujmując, funkcję tę powinno się nazwać „warunkową funkcją użyteczności pośredniej”. „Warunkową” dlatego, że pod warunkiem wyboru danego wariantu.

³¹ W szczególności konsumenci o najniższej skłonności do płacenia za jakość „kupują” wariant o zerowej cenie, czyli odstępują od zakupu. Jednak, ze względu na ograniczenia dostępnych danych, ta możliwość nie jest tu uwzględniona.

Różnica jakości dwóch dowolnych wariantów wyraża się wzorem:

$$a_l - a_k = \sum_{i=k}^{l-1} \frac{p_{i+1} - p_i}{G^{-1} \left(\sum_{j=1}^i S_j \right)}. \quad (3)$$

Ponieważ nie jest znana jakość żadnego z wariantów na rynku, zostanie zdefiniowana następująca zmodyfikowaną względną miarę jakości:

$$\alpha_{MR}(i) = \frac{a_i - a_{\min}}{a_{\max} - a_{\min}} = \frac{a_i - a_1}{a_n - a_1}. \quad (4)$$

Trzeba przyjąć jakieś założenie na temat rozkładu zmiennej ε . Najwygodniej będzie założyć, że jest to rozkład jednostajny. Wtedy:

$$\alpha_{MR}(i) = \frac{a_i - a_1}{a_n - a_1} = \frac{\sum_{j=1}^{i-1} \frac{p_{j+1} - p_j}{\sum_{k=1}^j S_k}}{\sum_{j=1}^{n-1} \frac{p_{j+1} - p_j}{\sum_{k=1}^j S_k}}. \quad (5)$$

W ten sposób uzyskano pierwszą z miar jakości eksportu. Ma ona charakter względny, tzn. przyjmuje wartości z zakresu [0,1].

Konsekwencją przyjęcia modelu zróżnicowania pionowego, takiego jak model Mussy-Rosena, jest ścisła hierarchia wariantów dobra zróżnicowanego. Tymczasem dla opisanego substytucji między eksportem podobnych do siebie krajów odpowiedniejsza może być inna funkcja popytu. Rozważmy funkcję typu CES (o stałej elastyczności substytucji), która ma tę cechę, że zmiana ceny czy jakości jednego producenta wpływa na popyt każdego innego producenta.

W przeciwieństwie do modelu Mussy-Rosena, funkcję użyteczności typu CES zadaje się dla całego rynku, jest to więc funkcja użyteczności „reprezentatywnego konsumenta”. Ma ona postać:

$$U(x) = \left(\sum_j (a_j x_j)^r \right)^{1/r}, \quad (6)$$

gdzie: $0 < r < 1$ oraz $a_j > 0$.

Wynikający z maksymalizacji funkcji użyteczności udział każdego wariantu w całkowitym popycie wynosi:

$$S_k(p_1, \dots, p_n) = \frac{(p_k/a_k^r)^{-1/(1-r)}}{\sum_j (p_j/a_j)^{-r/(1-r)}}. \quad (7)$$

Parametr a_i jest w tym modelu miarą jakości konsumenckiej: firma może podnieść cenę i utrzymać popyt – o ile zwiększy jednocześnie jakość. Elastyczność substytucji dowolnych dwóch wariantów wynosi $-1/(1 - r)$.

Istotną cechą modelu CES jest to, że zmiana ceny czy jakości jednego producenta wpływa **tak samo** na popyt wszystkich innych³². Wynika stąd, że nie można funkcji CES stosować w sytuacji, kiedy na rynku jest wiele krajów-eksporterów, bardziej lub mniej do siebie podobnych. Idealnym rozwiązaniem wydaje się stworzenie **zagnieżdżonej funkcji popytu**, tzn. funkcji, w której producenci są pogrupowani w podzbiory (gniazda). Popyt rynkowy ustala się jakby dwuetapowo³³: najpierw określa się udział rynkowy gniazda, a potem udział rynkowy każdego z podmiotów w popycie gniazda.

Załóżmy więc, że wzór (7) opisuje podział rynku **na poziomie gniazda**. Wewnątrz gniazd konkurencja jest symetryczna. W takim razie, na tym poziomie można zastosować wynikającą z wzoru (7) formułę na różnicę logarytmów jakości dwóch wariantów:

$$\ln a_k - \ln a_l = \frac{1}{r}(\ln p_k - \ln p_l) + \left(\frac{1}{r} - 1\right)(\ln S_k - \ln S_l), \quad (8)$$

gdzie: $0 < r < 1$.

Formuła (8) umożliwia badanie różnicy jakości między dwoma krajami należącymi do tego samego gniazda. W niniejszej pracy badane jest „polskie” gniazdo, do którego zalicza się: nowe kraje członkowskie UE z Europy Środkowej i Wschodniej oraz pozostałe kraje byłej Jugosławii oraz Turcję³⁴. Wybór tych krajów wynika z tego, że wszystkie one w badanym okresie zacieśniały związki z Unią Europejską oraz wszystkie znajdują się stosunkowo blisko UE w sensie geograficznym. Zauważmy, że różnica $(\ln S_k - \ln S_l)$ nie zależy od tego, czy S_i jest udziałem kraju w całej sprzedaży, czy tylko w sprzedaży gniazda.

Po to, żeby móc porównywać wygodnie różne rynki, ponownie trzeba zbudować miarę względną. Należy jednak podkreślić, że teraz a_{\max} oznacza wyższą jakość, ale już niekoniecznie wyższą cenę oraz, że w modelu CES jest to wariant

³² Jest to związane z tzw. własnością niezależności nieistotnych alternatyw (*Independence of Irrelevant Alternatives*).

³³ Faktycznie ustala się oczywiście w jednym momencie. Sformułowanie „w dwóch etapach” ma tylko lepiej wyjaśnić konstrukcję funkcji popytu.

³⁴ Przy okazji można pokazać, na jakie manowce wiodłoby stosowanie funkcji CES do całego rynku. Załóżmy, że Polska, Czechy i Węgry eksportują pewne dobro i że jest ono podobnej jakości dla każdego z trzech krajów (z pewnością istnieje takie dobro). Skoro tak, to konsument niemiecki prawie nie rozróżnia produktu polskiego, czeskiego czy węgierskiego. Gdyby teraz chciał zbadać różnicę między jakością polskiego eksportu a eksportu chińskiego, to zastosowanie formuły da wynik skrzywiony na korzyść Chin. Faktycznie należałoby potraktować Polskę, Czechy i Węgry jako jeden kraj i dopiero wtedy porównywać z Chinami.

o maksymalnej jakości **na poziomie gniazda**. Względna miara typu CES zdefiniowana jest więc następująco:

$$\alpha_{CES}(i) = \frac{\ln a_i - \ln a_{\min}}{\ln a_{\max} - \ln a_{\min}}.$$

Rozpatrzone zostaną dwa przypadki: $r = 1/2$ i $r = 4/5$, czyli elastyczność substytucji równa co do modułu odpowiednio: 1, 2 i 5. W swoim artykule przeglądowym McDaniel i Balistreri³⁵ cytują oszacowania elastyczności substytucji importu, obliczane na bardzo różnych poziomach agregacji, sięgające od 0,14 do 13, a najczęściej mieszczące się od 2 do 5. Generalnie oszacowania te rosną wraz ze schodzeniem na niższy poziom dezagregacji, dlatego 5 należy uznać za liczbę najbardziej realistyczną dla naszego badania (może nawet za niską). Trzeba tu zaznaczyć, że założenie tej samej elastyczności substytucji dla wszystkich rynków produktowych bez wątpienia jest uproszczeniem.

3.3. Badanie poziomu jakości i jej zmian

Jakkolwiek przyjęte miary jakości mają charakter względny, a zatem dość uniwersalny, samo badanie jakości na podstawie danych ze statystyki handlu zagranicznego opiera się oczywiście na uproszczeniach. Dlatego uzasadnione jest badanie możliwie najniższego stopnia agregacji i unikanie uśredniania wyników tam, gdzie nie jest to konieczne. Co prawda w dalszej części pracy zostaną także przedstawione wyniki badania danych zagregowanych, ale jest to uzupełniający element. Porównanie jakości eksportu Polski z jakością eksportu innego kraju dotyczy zawsze tzw. rynków wspólnych, czyli tego zbioru rynków, na który eksportował zarówno dany kraj, jak i Polska. Podobnie jest z badaniem zmian jakości. Tutaj też każdego roku i dla każdego rynku oblicza się różnicę między jakością danego kraju i Polski. Następnie wyznaczany jest współczynnik kierunkowy regresji tej różnicy po latach i obliczana średnia tego współczynnika po wszystkich rynkach. Wynik będzie interpretowany jako miara względnej „konwergencji jakościowej”

4. Wyniki badania zmian jakości konsumenckiej eksportu polskiego do UE-15

4.1. Poziom jakości w wyjściowym roku analizy

Początkiem badanego okresu jest rok 1995. Co prawda, jak wykazano powyżej, procesy liberalizujące polski handel zagraniczny rozpoczęły się już wcześniej, jed-

³⁵ C. A. McDaniel, E. J. Balistreri, A review of Armington trade substitution elasticities, „*Économie Internationale*”, 2003/3, No. 94–95, s. 301–313.

nak taki zakres czasowy analizy jest zdeterminowany przez konstrukcję bazy COMEXT, w której brak jest danych o rynkach importowych krajów, które przystąpiły do UE dopiero w 1995 roku, czyli Austrii, Szwecji i Finlandii³⁶. Obliczona została średnia jakość Polski i wybranych krajów w 1995 roku, mierzona na rynkach wspólnych. Do porównanie jakości eksportu polskiego z jakością eksportu czeskiego, węgierskiego i słowackiego użyto obu zdefiniowanych wcześniej miar jakości. Do porównania Polski z UE-15, USA, Japonią i Chinami – tylko miary Mussy-Rosena. Wyniki badania są podane w tabeli 1. Szczególnie interesujące są dwie kwestie: różnica jakości między Polską a Chinami oraz Polską a krajami wyszehradzkimi. Co do pozostałych krajów, to tabela potwierdza przewagę jakościową UE-15, USA i Japonii nad Polską.

Tabela 1. Porównanie jakości wybranych krajów w 1995 roku – tylko rynki wspólne

	MR			CES = 2			CES = 5		
	Średnia	Odczylenie standardowe	N ^a	Średnia	Odczylenie standardowe	N	Średnia	Odczylenie standardowe	N
Polska	0,56	0,37	907	0,61	0,39	916	0,56	0,39	916
Republika Czeska	0,60	0,36	907	0,58	0,39	916	0,58	0,39	916
Polska	0,65	0,36	414	0,63	0,36	419	0,59	0,37	419
Słowacja	0,66	0,35	411	0,43	0,36	419	0,49	0,36	419
Polska	0,62	0,36	630	0,61	0,37	642	0,57	0,38	642
Węgry	0,64	0,35	624	0,56	0,37	642	0,61	0,37	642
Polska	0,580	0,358	860	–	–	–	–	–	–
Chiny	0,577	0,359	865	–	–	–	–	–	–
Polska	0,55	0,38	1143	–	–	–	–	–	–
USA	0,71	0,32	1013	–	–	–	–	–	–
Polska	0,52	0,38	568	–	–	–	–	–	–
Japonia	0,72	0,29	452	–	–	–	–	–	–
Polska	0,51	0,38	1715	–	–	–	–	–	–
UE-15	0,68	0,32	12 122	–	–	–	–	–	–

^a Za rynek wspólny uznajemy taki, na który Polska i dany kraj eksportowały jednocześnie przez przynajmniej 5 lat w okresie 1994–2003. Mogło się zdarzyć, że w 1995 roku Polska lub ten kraj NIE eksportowały na dany rynek – w takim przypadku w tabeli 1 mamy różną liczbę rynków dla miary MR. Liczba rynków podana dla UE-15 jest większa, ponieważ jeden rynek jest liczony tyle razy, ile krajów UE-15 do niego eksportowało.

Źródło: opracowanie własne.

³⁶ Badanie dynamiki jakości, zaprezentowane w dalszej części artykułu, wykorzystuje także dane z 1994 roku.

Polska notowała w 1995 roku przewagę nad Chinami z punktu widzenia jakości względnej Mussy-Rosena. Przewaga ta jednak nie była istotna statystycznie, tzn. przeprowadzony test dla różnicy jakości, wielkości $\alpha_{MR}(PL) - \alpha_{MR}(Ch)$, nie pozwolił na odrzucenie hipotezy na poziomie 5%, że jej średnia jest równa zero). Jest to dość zaskakujące: można przecież oczekiwać, że polska jakość w 1995 roku powinna być jednoznacznie wyższa niż chińska. Trudno powiedzieć, co zdecydowało o tym wyniku (uproszczenia modelu Mussy-Rosena, wybór rynków, faktyczna sytuacja?).

Porównując Polskę z Republiką Czeską, Słowacją i Węgrami, jest do dyspozycji więcej miar jakości. Dla Czech i Węgier średnia jakość MR na rynkach wspólnych jest większa od polskiej, a jakość CES jest większa od polskiej, przy elastyczności substytucji równej 5 (przy 2 jest mniejsza). Można stąd wysnuć wniosek, że nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy, iż Węgry i Czechy produkowały towary wyższej jakości niż Polska. Odmienne rzecz się ma ze Słowacją. Tutaj zbliżony poziom miar MR Polski i Słowacji oraz wyraźna przewaga Polski względem wskaźników typu CES pozwala stwierdzić, że w 1995 roku polski eksport do UE reprezentował wyższy poziom jakości konsumenckiej niż eksport słowacki.

4.2. Poziom jakości w końcowym roku analizy i dynamika jakości

Poprzednio pokazano, jak kształtowała się w 1995 roku różnica między jakością eksportu polskiego i eksportu wybranych innych krajów. Poniżej przedstawiono wynik analogicznego badania dla roku 2003.

4.2.1. Polska a Chiny

Rzut oka na średnią jakość na rynkach wspólnych w 2003 roku sugeruje, że Polska „uciekła” Chinom (por. tabela 2).

Tabela 2. Jakość eksportu polskiego i chińskiego na rynkach wspólnych (miara MR)

Kraj	1995			2003		
	Średnia	Odchylenie standardowe	N	Średnia	Odchylenie standardowe	N
Polska	0,581	0,358	860	0,569	0,351	1361
Chiny	0,577	0,359	865	0,530	0,370	1366

Źródło: opracowanie własne.

Spostrzeżenie to potwierdza analiza różnic jakości na poziomie produktów, która w 2003 roku była statystycznie istotna na korzyść Polski (na poziomie 0,1%). Co więcej, wniosek ten nie jest tylko wynikiem badania dwóch krańcowych lat.

Zgodnie z opisaną wcześniej metodologią obliczono na poziomie rynków różnicę jakości produktu polskiego i chińskiego (czyli $\alpha_{MR}(PL) - \alpha_{MR}(CH)$), a następnie współczynnik regresji względem czasu tej różnicy (oznaczymy go przez b_{PL-CH}). Średnia b_{PL-CH} w całej populacji rynków produktowo-geograficznych jest dodatnia i jest to wynik statystycznie istotny na poziomie 5%³⁷ (por. tabela 3).

Tabela 3. Podsumowanie zmian różnicy jakości Polski i Chin

	Średnia	Odchylenie standardowe	<i>N</i>
b_{PL-CH}	0,003	0,047	1185

Źródło: opracowanie własne.

Narzuca się pytanie o zmiany różnicy jakości w ujęciu branżowym. Obliczono średnie b_{PL-CH} w 2-cyfrowych grupach CN, jednak tylko dwa wyniki okazały się statystycznie istotnie różne od zera³⁸ (por. tabela 4).

Tabela 4. Średnia zmiana różnicy jakości eksportu Polski i Chin (b) w latach 1994–2003

2-cyfrowa grupa CN ^a	\bar{b}_{PL-CH}	<i>N</i> ⁺	Średnia względna jakość MR Polski w roku wyjściowym
83. Wyroby różne z metali nieszlachetnych	0,033*	15	0,315
94. Meble; pościel, materace, stelaże pod materace, poduszki i temu podobne wyroby wypchane; lampy i oprawy oświetleniowe nie wymienione ani nie włączone gdzie indziej; reklamy świetlne, podświetlane tablice i znaki informacyjne itp.; budynki prefabrykowane	0,011**	51	0,585

* – istotna na poziomie 10%, ** – istotna na poziomie 5%,

^a – uwzględnione zostały tylko grupy o *N* > 10.

Źródło: opracowanie własne.

³⁷ W badaniu ograniczono się tylko do tych rynków, dla których w okresie 1994–2003 było przynajmniej 5 lat takich, kiedy Polska i Chiny eksportowały jednocześnie.

³⁸ Zapewne jest to po części spowodowane tym, że jednostką badania jest rynek produktowo-geograficzny, a to oznacza, że ta sama 8-cyfrowa kategoria CN może inaczej zachowywać się w różnych krajach. Prezentowana analiza może wychwycić tylko te 2-cyfrowe branże CN, które były bardzo jednorodne nie tylko względem branży, ale także pod względem rynków geograficznych.

Te dwie kategorie, 83 i 94 (por. tabela 4), to wyroby różne z materiałów nieszlachetnych oraz meble. Co ciekawe, w obu tych kategoriach średnia jakość dobra chińskiego była w roku wyjściowym wyższa niż średnia jakość dobra polskiego.

Ponadto stosunkowo duże i jednorodne wzrosty odnotowano w kategoriach 61 (Odzież i dodatki odzieżowe dziane lub szydełkowane) i 87 (Pojazdy nieszynowe oraz ich części i akcesoria), a duży i jednorodny spadek w kategorii 84 (Reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne oraz ich części).

4.2.2. Polska a kraje Europy Środkowej i Wschodniej

Analiza średnich miar jakości polskiego eksportu i eksportu konkurentów na rynkach wspólnych (por. tabela 5) wskazuje, że nastąpiła poprawa jakości polskiego eksportu w stosunku do Czech, trochę mniej wyraźnie, ale również przekonywująco w stosunku do Węgier, z którymi Polska zrównała się w 2003 roku (na rynkach wspólnych).

Tabela 5. Jakość eksportu polskiego i czeskiego na rynkach wspólnych w latach 1995 i 2003

Kraj	Rok	MR			CES = 2			CES = 5		
		Średnia	Odchylenie standardowe	N	Średnia	Odchylenie standardowe	N	Średnia	Odchylenie standardowe	N
Polska Republika Czeska	1995	0,53	0,39	384	0,61	0,39	387	0,55	0,40	387
		0,60	0,36	384	0,60	0,40	387	0,60	0,40	387
Polska Republika Czeska	2003	0,56	0,36	1116	0,63	0,37	1134	0,56	0,38	1134
		0,59	0,35	1104	0,57	0,39	1134	0,60	0,39	1134
Polska Słowacja	1995	0,65	0,359	414	0,63	0,36	419	0,59	0,37	419
		0,66	0,352	411	0,43	0,36	419	0,49	0,36	419
Polska Słowacja	2003	0,63	0,34	540	0,62	0,34	551	0,60	0,34	551
		0,60	0,36	537	0,48	0,36	551	0,49	0,36	551
Polska Węgry	1995	0,58	0,37	241	0,61	0,38	249	0,56	0,39	249
		0,60	0,37	237	0,53	0,39	249	0,59	0,39	249
Polska Węgry	2003	0,61	0,36	734	0,61	0,36	743	0,57	0,36	743
		0,61	0,35	724	0,52	0,37	743	0,57	0,37	743

Źródło: opracowanie własne.

Mniej oczywisty jest rozwój konkurencji polsko-słowackiej, gdyż miary Mussy-Rosena i typu CES z elastycznością równą 5 wskazują na wzrost dystansu jaki dzielił Słowację od Polski, a miara typu CES z elastycznością równą 2 – na jej spadek. Jeśli popyt na rynkach wspólnych jest określony przez zagnieżdżoną funkcję CES, to raczej przez funkcję z wyższą elastycznością substytucji, ponieważ wydaje się, że polskie i słowackie produkty, oferowane na tych samych rynkach, są bliskimi substytutami. To wskazywałoby, że również w stosunku do konkurentów słowackich polscy eksporterzy poprawili jakość konsumencką swojej oferty.

4.2.3. Polska a kraje rozwinięte

Warto również spojrzeć na konkurencję z krajami, które na skali jakości wyprzedzają Polskę, i to czasem znacznie. Warunkiem poprawy jakości jest „gonienie” takich krajów. Tabela 6 dowodzi, że faktycznie ten proces miał miejsce. Polska zmniejszyła dystans w stosunku do wszystkich analizowanych podmiotów, a szczególnie w stosunku do Niemiec i Japonii.

Tabela 6. Jakość eksportu polskiego i krajów rozwiniętych na rynkach wspólnych (miara MR)

Kraj	1995			2003		
	Średnia	Odchylenie standardowe	<i>N</i>	Średnia	Odchylenie standardowe	<i>N</i>
Polska	0,52	0,38	1717	0,53	0,37	1917
UE-15	0,68	0,32	12131	0,65	0,33	13958
Polska	0,48	0,38	1248	0,51	0,37	1486
Niemcy	0,66	0,32	1169	0,61	0,33	1452
Polska	0,54	0,38	1144	0,55	0,37	1211
USA	0,70	0,31	1014	0,68	0,31	1062
Polska	0,52	0,38	568	0,55	0,36	697
Japonia	0,72	0,29	452	0,68	0,30	591

Źródło: opracowanie własne.

Tak jak w przypadku chińskim, pożyteczne może być zejście na poziom rynków i analiza na poziomie dwucyfrowych grup CN. Do takiego porównania wybrano Niemcy, jako największy kraj eksportujący w Europie, zatem zapewne najpoważniejszego konkurenta na rynkach europejskich, oferującego dobra wyższej jakości niż Polska. Tabela 6 sugeruje, że między 1995 rokiem a 2003 rokiem nastąpiło zmniejszenie dystansu jakościowego między dobrami eksportowanymi przez Polskę i Niemcy. Widać to także na poziomie kategorii 8-cyfrowych – średnia zmiana jakości jest różna od zera na poziomie istotności 0,1% (por. tabela 7).

Tabela 7. Podsumowanie zmian różnicy jakości Polski i Niemiec

	Średnia	Odchylenie standardowe	<i>N</i>
b_{PL-D}	0,010	0,060	1962

Źródło: opracowanie własne.

Znacznie więcej niż w przypadku porównania z Chinami jest tu grup 2-cyfrowych, w których średnia zmiana jakości jest istotna statystycznie (por. tabela 8). Powtarza się grupa „Wyroby różne z metali nieszlachetnych” (83), natomiast nie ma mebli (wzrost jakości jest spory, ale nieistotny). Ciekawa jest obecność przemysłów tradycyjnych i takich, w których silną pozycję mają państwa rozwijające się: dzianiny i wyroby szydełkowe (60) i obuwiu, getry i wyroby podobne; ich części (64). Wzrost jakości stali, żelaza i wyrobów stalowych (72 i 73) nastąpił przy niskim punkcie startowym. Z drugiej strony, jest to jeden z tzw. sektorów wrażliwych, które były przedmiotem specjalnych uzgodnień w Układzie Europejskim. Jest to więc przykład sektora, który **otoczony względną protekcją znacznie poprawił jakość produktów**. Zwracają uwagę wzrosty w przemyśle tworzyw sztucznych, którego jakość rosła także w stosunku do eksportu chińskiego (choć tam nie była to skala wzrostu statystycznie istotna) oraz maszyn i urządzeń elektrycznych³⁹.

Tabela 8. Średnia zmiana różnicy jakości względnej eksportu Polski i Niemiec (b) w latach 1994–2003

Grupa CN	\bar{b}_{PL-D}	<i>N</i> ^a	Średnia względna jakość MR Polski w roku wyjściowym
17. Cukry i wyroby cukiernicze	0,021*	12	0,461
33. Olejki eteryczne i rezinoidy; preparaty perfumeryjne, kosmetyczne i toaletowe	0,042*	11	0,394
39. Tworzywa sztuczne i wyroby z nich	0,019***	74	0,544
55. Włókna chemiczne cięte	0,027*	25	0,576
60. Dzianiny i wyroby szydełkowe	0,038*	15	0,531
64. Obuwie, getry i wyroby podobne; ich części	0,025***	33	0,602
69. Wyroby ceramiczne	0,008*	52	0,541
72. Żelazo, żeliwo i stal	0,120*	106	0,345
73. Wyroby z żeliwa i stali	0,010***	126	0,384

³⁹ Odmienne kształtowała się sytuacja kategorii 84 (urządzenia mechaniczne itd.), która poprawiała jakość w stosunku do Niemiec, ale traciła dystans w stosunku do Chin. Może to oznaczać poważną poprawę jakości chińskiej, ale może też być złudzeniem statystycznym.

cd. tabeli 8

Grupa CN	\bar{b}_{PL-D}	N^a	Średnia względna jakość MR Polski w roku wyjściowym
83. Wyroby różne z metali nieszlachetnych	0,037***	18	0,335
84. Reaktory jądrowe, kotły, maszyny i urządzenia mechaniczne oraz ich części	0,016***	164	0,426
85. Maszyny i urządzenia elektryczne oraz ich części; rejestratory i odtwarzacze dźwięku, rejestratory i odtwarzacze obrazu i dźwięku oraz części i akcesoria do tych wyrobów	0,009**	106	0,455
96. Różne wyroby przemysłowe	0,019**	13	0,565

* istotna na poziomie 10%, ** istotna na poziomie 5%, *** istotna na poziomie 1%,

^a – uwzględnione zostały tylko grupy o $N > 10$.

Źródło: opracowanie własne.

4.3. Analiza danych zagregowanych za lata 1995–2011

Porównanie z krajami Europy Środkowej i Wschodniej można rozszerzyć w czasie, przechodząc do analizy danych zagregowanych na drugim poziomie nomenklatury HS. Jest to o tyle ciekawe, że, po pierwsze, po 2003 roku następowała dalsza integracja gospodarki polskiej z rynkiem europejskim i dalszy wzrost presji konkurencyjnej na rynku krajowym, a po drugie, pozwala na porównanie zmian jakości polskiego eksportu i eksportu tych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, które przyjęły euro (Słowenia w 2007 roku, Słowacja w 2009 roku i Estonia w 2011 roku).

Tabela 9. Jakość eksportu krajów wyszehradzkich na rynku UE-15 (poziom zagregowany, miara CES-2, $N = 78$)

Kraj	1995		2003		2011	
	Średnia	Odchylenie standardowe	Średnia	Odchylenie standardowe	Średnia	Odchylenie standardowe
Polska	0,85	0,14	0,84	0,17	0,86	0,18
Republika Czeska	0,87	0,15	0,83	0,20	0,82	0,19
Słowacja	0,61	0,25	0,60	0,23	0,62	0,22
Węgry	0,79	0,17	0,78	0,18	0,72	0,19

Źródło: opracowanie własne.

Tabele 9–10 przedstawiają wyniki pomiaru jakości dla danych zagregowanych. Zasadnicze wnioski dotyczące porównania lat 1995 i 2003 są podtrzymane:

polski eksport poprawił jakość względem konkurencji czeskiej i utrzymał przewagę nad eksportem słowackim. Nie potwierdza się jednak wzrost jakości w stosunku do Węgier. Z drugiej strony, w 2011 roku można zaobserwować już znaczny wzrost przewagi jakości eksportu polskiego nad węgierskim, utrzymanie przewagi nad eksportem czeskim i jej spadek w stosunku do eksportu słowackiego.

Tabela 10. Jakość eksportu krajów wyszehradzkich na rynku UE-15 (poziom zagregowany, miara CES-5, $N = 78$)

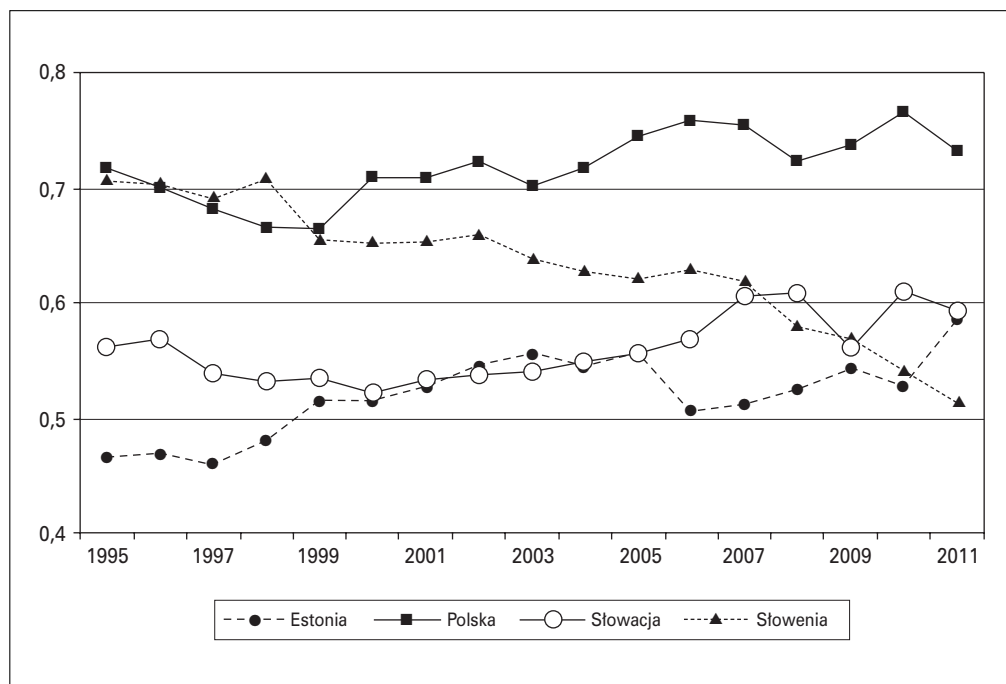
Kraj	1995		2003		2011	
	Średnia	Odchylenie standardowe	Średnia	Odchylenie standardowe	Średnia	Odchylenie standardowe
Polska	0,72	0,21	0,70	0,20	0,73	0,24
Republika Czeska	0,75	0,20	0,71	0,26	0,72	0,23
Słowacja	0,56	0,26	0,54	0,26	0,59	0,26
Węgry	0,69	0,25	0,72	0,23	0,66	0,24

Źródło: opracowanie własne.

Analizując te dane warto pamiętać, że chodzi tu o jakość obliczoną w stosunku do całej grupy krajów Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej. Relatywny charakter miary jest jednak jej zaletą w porównaniu jakości eksportu polskiego oraz eksportu krajów, które przyjęły euro. Pozwala bowiem odpowiedzieć na pytanie, jak zmieniała się jakość eksportu tych krajów w stosunku do innych krajów regionu, które pozostały przy własnej walucie. Jak przedstawia rysunek 1, Słowacja od 2001 roku notowała trend pozytywny, który jednak mógł ulec pewnemu wyhamowaniu w 2008 roku (zgodnie z miarą CES-5). Relatywna jakość eksportu słoweńskiego wyraźnie spadała, co jest zapewne po prostu odzwierciedleniem wzrostu jakości produktów wszystkich pozostałych gospodarek Europy Środkowej, Wschodniej i Południowej (Słowenia jest przecież najbardziej rozwiniętym z tych krajów). Rosła natomiast relatywna jakość eksportu estońskiego, choć warto odnotować przejściowy spadek w roku 2006. Rysunek 1 sugeruje, że wzrostowy trend jakości polskiego eksportu rozpoczął się w 1999 roku i utrzymał aż do 2011⁴⁰.

⁴⁰ Powyższe wyniki są w zasadzie potwierdzone przez badanie jakości mierzonej wskaźnikiem CES-2, choć zgodnie z tą miarą nastąpiła stagnacja jakości względnej polskiego eksportu od 2008 roku i estońskiego od 2006 roku. Relatywna jakość eksportu słowackiego stabilizuje się lub maleje po 2008 roku (szczegółowe wyniki dostępne u autora).

Rysunek 1. Zmiany średniej jakości eksportu wybranych krajów na rynek UE-15 (miara CES-5)



Źródło: opracowanie własne.

5. Podsumowanie

Wszechstronna analiza dynamiki względnych miar jakości polskiego eksportu w latach 1995–2003 dowodzi, że Polska poprawiała jakość konsumencką swojej produkcji na rynkach importowych UE-15. Polskie firmy dobrze zniosły zwiększoną presję konkurencyjną, związaną z postępującą liberalizacją handlu, i osiągnęły przyzwoite tempo wzrostu średniej jakości, która poprawiła się w stosunku do każdego z rozpatrywanych podmiotów: Chin, krajów wyszehradzkich, krajów rozwiniętych. W przekroju branżowym, określonym przez drugi poziom agregacji Nomenklatury Scalonej (CN), zwraca uwagę wzrost jakości przemysłów tradycyjnych (odzież, obuwie, stal, żelazo, wyroby z metali nieszlachetnych), oraz maszyn i urządzeń elektrycznych. Oczywiście przeprowadzona analiza nie wyklucza istotnych wzrostów w innych gałęziach, ale te wymienione tutaj były pod tym względem dość jednorodne. Dodatkowo, analiza danych zagregowanych sugeruje, że pozytywny trend jakości polskiego eksportu, mierzonyj relatywnie w stosunku do jakości eksportu innych krajów regionu, został utrzymany również po zakończeniu procesu liberalizacji.

6. Bibliografia

1. Abd El Rahman K. S., Réexamen de la définition et de la mesure des échanges croisés de produits similaires entre les nations, „Revue Economique”, Vol. 37, No. 1, Jan 1986.
2. Aiginger K., Europe's position in quality competition 2000, Enterprise DG Working Paper, European Commission, Brussels 2000.
3. Anderson S. P., de Palma A., Thisse J.-F., Discrete Choice Theory of Product Differentiation, The MIT Press, Cambridge 1992.
4. Cieřlik A., Nowa teoria handlu zagranicznego w świetle badań empirycznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
5. Cremer H., Thisse J.-F., Location Models of Horizontal Differentiation: A Special Case of Vertical Differentiation Models, „The Journal of Industrial Economics”, Vol. 39, No. 4 (Jun. 1991).
6. Czarny E., Teoria i praktyka handlu wewnątrzgałęziowego, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002.
7. Hallak J. C., Product Quality and the Direction of Trade, „Journal of International Economics”, Vol. 68, 2006.
8. Hallak J. C., Schott P. K., Estimating Cross-Country Differences in Product Quality, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 126, 2011.
9. Kandogan Y., Does Product Differentiation Explain the Increase in Exports of Transition Countries, „Eastern European Economics”, 2006, 44(2).
10. Kawecka-Wyrzykowska E., Implications of the Uruguay Round Agreements for Poland, OECD, Paryż 1995.
11. Lloyd P. J., Zhang X. G., The Armington Model, Productivity Commission Staff Working Paper 2006.
12. McDaniel Ch. A., Balistreri McDaniel E. J., A review of Armington trade substitution elasticities, „Économie Internationale”, 2003/3, No. 94–95.
13. Michałek J. J., Polityka handlowa: mechanizmy ekonomiczne i regulacje międzynarodowe, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
14. Mroczek W., Cła w GATT i WTO, w: J. Kaczurba, E. Kawecka-Wyrzykowska (red.), Polska w WTO, Instytut Koniunktur i Cen, Warszawa 2002.
15. Mroczek W., Analiza zmian handlu wyrobami przemysłowymi, w: Zmiany w handlu zagranicznym Polski z Unią Europejską w okresie realizacji stowarzyszenia w ramach Układu Europejskiego (1995–2003), praca zbior. Opracowanie wykonane na zlecenie UKiE przez IKCiHZ.
16. Shaked A., Sutton J., Product Differentiation and Industrial Structure, „The Journal of Industrial Economics”, Vol. 36, No. 2 (Dec. 1987).
17. Szczygielski K., Różnicowanie produktów w polskim eksporcie towarów przetworzonych w latach 1994–2006 – analiza od strony teorii wyboru konsumenta. SGH (praca doktorska), 2008.

18. Wziątek-Kubiak A., Liberalisation versus changes in competitiveness of Polish manufacturing. Selection of branches with improving and deteriorating competitiveness, mimeo, 2004.
19. Wziątek-Kubiak A., Magda I., Changes in the Competitive Position of the Czech Republic, Hungary and Poland in the EU Market, CASE Studies and Analyses 317, 2005.

Wartość usług bankowych dla klienta indywidualnego oraz wartość klienta dla banku w świetle wybranych aspektów umów bazylejskich (część 2)

1. Wprowadzenie

Umowy bazylejskie (Umowa Kapitałowa, Nowa Umowa Kapitałowa) od ponad 20 lat¹ kładą nacisk na umiejętność obliczania i utrzymywania odpowiedniej ilości kapitału, określanego na podstawie prowadzonej działalności. Bazylea I wprowadziła globalne, obowiązujące na rynku europejskim wymogi kapitałowe wynikające z ryzyka kredytowego, rynkowego i kontrahenta. Bazylea II (2004 rok) dołączyła do powyższego zestawu wymóg z tytułu ryzyka operacyjnego oraz uszczegółowiła zasady wyznaczania pozostałych wymogów². Bazylea III, zdefiniowana w nowym zestawie dokumentów i instrukcji³, wkrótce stanie się obowiązująca. We wszystkich zaleceniach Komitetu Bazylejskiego struktura kapitału i jego coraz doskonalsze wyliczanie stanowi główny trzon przemyśleń i regulacji. Banki, zobowiązane przez krajowych regulatorów (np. KNF) do przestrzegania zasad narzuconych przez umowy bazylejskie, są zmuszone do coraz ściślejszego powiązania strony biznesowej ze stroną kapitałową.

W tej części artykułu przyjrzymy się koncepcji wartości klienta dla banku. Spróbujemy wykazać, że umowy bazylejskie mogą być jednym z głównych katalizatorów zmian w relacjach pomiędzy bankiem a klientem oraz prześledzimy wpływ, jaki może mieć Bazylea III na koncepcję wartości dla klienta i wartości klienta dla banku w ramach zespołów usług, zdefiniowanych w pierwszej części artykułu.

2. Wartość klienta dla banku

Literatura przedstawia szerokie spektrum pojęć, koncepcji i modeli próbujących oszacować bądź określić, czym może być wartość klienta dla przedsiębiorstwa.

¹ Bazylea I została wprowadzona w 1988 roku.

² Umowy bazylejskie są jedynie regulacjami, których obowiązywanie na terenie Unii Europejskiej wprowadziła w 2006 roku dyrektywa EU/48/CRD dotycząca wymogów kapitałowych, a w Polsce uchwała 1/2007 KNB wraz z nowelizacjami 380/2008 KNF, 76/2010 KNF oraz późniejszymi.

³ Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, BIS, December 2010, revised June 2011.

Z jednej strony dostępny jest bogaty wachlarz metod analitycznych oraz analityczno-probabilistycznych wyliczających wartość klienta na podstawie wyniku finansowego, generowanego przez klienta, z drugiej strony wiele badań wiążących wartości niematerialne uzyskiwane przez klienta i wyniki finansowe przedsiębiorstwa.

Metody analityczne przedstawiają zazwyczaj dochód generowany przez klienta w poszczególnych okresach współpracy z przedsiębiorstwem, skorygowany o koszty obsługi, ryzyka, kapitału, czasem również o koszty jego pozyskania i utrzymania. Metody probabilistyczno-analityczne wykorzystują metody statystyczne do określenia dodatkowo długości czasu współpracy z klientem.

Przykładowe metody analityczne⁴:

- CLV (*Customer life time value*), oparta na zdyskontowanych koszcie kapitału przepływach pieniężnych netto (*Net Cash Flow*) generowanych przez klienta w trakcie współpracy z bankiem,
- EVA (*Economic Value Added*), przeciwstawiająca wynik operacyjny na kliencie po opodatkowaniu wycenie kapitału wykorzystanego przez klienta.

Przykładowe metody probabilistyczno-analityczne:

- modele oparte na predykcji wskaźnika retencji,
- modele oparte na kombinacji predykcji wskaźnika utrzymania, predykcji wskaźnika sprzedaży (*cross-sellingu*) oraz kosztów generowanych przez klienta.

Powiązanie między niematerialnymi aspektami obsługi klienta a wzrostem wyniku finansowego przedstawia zazwyczaj wpływ satysfakcji klienta na mierniki określające rentowność przedsiębiorstwa. Za S. Gupta i V. Zeithaml⁵ poniżej zestawiamy kilka badań, głównie bazujących na indeksie ACSI (*American Customer Satisfaction Index*).

Wymienione powyżej dwie metody szacowania wartości klienta opierają się na różnych założeniach. Metody analityczne oraz analityczno-probabilistyczne wyceniają wartość otrzymywaną z wykorzystywania usług przez klienta, natomiast metody uwzględniające niematerialne aspekty obsługi próbują wycenić odczucia klienta, wykorzystującego usługi. Druga metoda wydaje się być pełniejsza, może bowiem również brać pod uwagę aspekt niefinansowy i niematerialny relacji między bankiem a klientem. Zadowolony z usług klient dostarcza bankowi nie tylko gratyfikację w postaci środków pieniężnych, ale również w postaci opinii wpły-

⁴ Nie będziemy w niniejszym artykule przedstawiać szczegółowego opisu metod ze względu na obszerność zagadnienia, a jedynie skrócony ich zarys. Zob. np.: Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora, praca zbior. pod red. M. Panfila i A. Szablewskiego, Poltext, Warszawa 2007; Value based management. Koncepcja, narzędzia, przykłady, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza, Deloitte, Poltext, Warszawa 2008.

⁵ S. Gupta i V. Zeithaml, Customer Metrics and their impact on financial performance, „Marketing Science”, Vol. 25, No. 6, Nov.-Dec. 2006, s. 725.

wąjącej pozytywnie lub negatywnie na wizerunek i reputację. Niemniej jednak, podstawowym nośnikiem wartości zarówno ze strony banku do klienta, jak i ze strony klienta do banku, są właśnie usługi bankowe. Przez ich pryzmat klient i bank doświadczają siebie nawzajem w sposób najbardziej bezpośredni, oferując korzyści, jak i wytwarzając koszty.

Tabela 1. Zależności pomiędzy niematerialnymi aspektami obsługi klienta a ich materialną wartością

Autor	Wynik	Badana próba
Anderson i in. (2004)	Zmiana 1% w ACSI -> +1,016% zmiany w wartości q Tobin'a lub +275 mln \$ zmiany wartości firmy	200 firm z Fortune 500 z lat 1994–1997 posiadających indeks ACSI z 40 gałęzi przemysłu
Ittner i Larcker (1998)	Zwiększenie o jedną jednostkę ACSI -> +240 mln \$ zmiany wartości rynkowej firmy	140 firm posiadających indeks ACSI
Gruca i Rego (2005)	Zwiększenie o jeden punkt ACSI -> +55 mln \$ zwiększenia przepływów pieniężnych w następnym roku i o 4% zmniejszona zmienność przepływów pieniężnych	105 firm posiadających indeks ACSI z 23 gałęzi przemysłu
Anderson i Mittal (2000)	1% zwiększenia satysfakcji -> 2,37% zwiększenia w ROI 1% zmniejszenia satysfakcji -> 5,08% zmniejszenia w ROI	125 firm i SCSB ^a
Hallowell (1996)	1 punkt zmiany w satysfakcji -> 0,59% zmiany w ROA	1 bank detaliczny, 59 oddziałów, 12 tys. klientów
Nayyar (1995)	Wzrost jakości usług -> +0,46% wzrostu średniego CAR ^b Spadek jakości usług -> -0,22% CAR	106 firm z 68 gałęzi przemysłu z lat 1981–1991

^a Pierwotny ACSI. SCSB oznacza Swedish Customer Satisfaction Barometer wprowadzony w 1989 roku. Zarówno ACSI i SCSB są modelami, które były rozwijane przez C. Fornella.

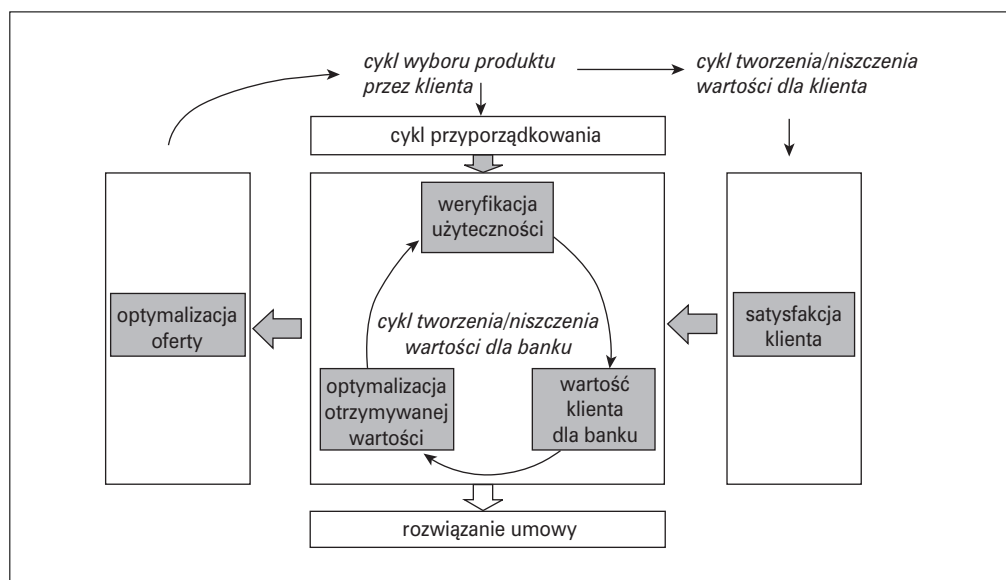
^b W tym przypadku CAR oznacza skumulowaną nadzwyczajną stopę zwrotu (*cumulative abnormal return*), czyli miarę, określającą rzeczywistą stopę zwrotu skorygowaną o ryzyko, otrzymaną przez inwestora w określonym czasie z zainwestowanego kapitału, która jest inna niż spodziewana. Mianem nadzwyczajnej stopy zwrotu (*abnormal return*) jest również nazywany współczynnik alpha w CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Źródło: S. Gupta, V. Zeithaml, *Customer Metrics...*, *op. cit.*, s. 725.

Proces tworzenia/niszczenia wartości dla banku można ująć za pomocą dwóch cykli – cyklu przyporządkowania oraz cyklu tworzenia/niszczenia wartości. Cykl przyporządkowania weryfikuje, czy produkt wybrany przez klienta

może rzeczywiście być jemu sprzedany – następuje przyporządkowanie produktu do klienta, według parametrów wykorzystywanych przez bank⁶. Cykl tworzenia/niszczenia wartości jest cyklem nieustannie weryfikującym użyteczność usług wykorzystywanych przez klienta, nadającym im wartość, a w przypadku niedostatku wartości próbującym optymalizować możliwości jej otrzymania. Warto zaznaczyć, że, inaczej niż dla klienta, w przypadku banku nie występuje cykl substytucji⁷. Bank nie może pozbywać się klientów, którzy z różnych przyczyn okazali się nierentowni, dopóki nie następuje niewypełnienie lub złamanie warunków przez klienta zapisanych w umowie⁸. Konieczne jest zatem świadome zarządzanie produktami i klientem oraz nieustanna naprawa obszarów zagrożonych – przewaga konkurencyjna banku zawiera się nie tylko w sposobie podejścia do klienta poprzez ofertę, ale również w racjonalnej optymalizacji wewnętrznych kosztów, ryzyk finansowych i kapitału.

Rysunek 1. Cykl tworzenia/niszczenia wartości dla banku



Źródło: opracowanie własne.

⁶ W przypadku produktów niekredytowych można nazwać ten proces wstępną segmentacją, natomiast w przypadku produktów kredytowych scoringiem kredytowym i wyznaczaniem zdolności kredytowej.

⁷ Odnosnie do cyklu substytucji dla klienta, zob.: J. Wojtasik, *Wartość usług bankowych dla klienta indywidualnego oraz wartość klienta dla banku w świetle wybranych aspektów umów bazylejskich* (część 1), Warszawa 2011 (maszynopis).

⁸ Banki mają co prawda do dyspozycji wiele metod, mogących doprowadzić do zerwania umowy przez klienta, takich jak zmiana warunków umowy poprzez aneks, sekurytyzacja wierzytelności, bądź też kierowanie intensywnej akcji marketingowej lub informacyjnej w nadziei, że klient sam zrezygnuje. Jednakże są to metody, które mogą nie być obojętne ze względu na wpływ na wizerunek banku.

Cykl zaczyna się w chwili wyboru produktu lub usługi przez klienta⁹ i trwa przez cały czas ich użytkowania. Towarzyszą mu lub mogą towarzyszyć dodatkowe przepływy od strony banku do klienta i od strony klienta do banku. Bank może otrzymać dodatkową wartość, której charakter może być zarówno materialny, jak i niematerialny, gdy odczucie klienta odnośnie do produktu i banku będzie pozytywne, lub przeciwnie, doprowadzić do spadku wartości gdy odczucie będzie negatywne¹⁰. Z kolei bank może modyfikować parametry oferty dostępnej dla klientów, uwzględniając zmienność rynku oraz warunków makroekonomicznych¹¹.

Najistotniejszymi elementami cyklu tworzenia/niszczenia wartości dla banku są jasna i klarowna koncepcja oraz umiejętność obliczenia wartości klienta, pozwalające na przedstawienie rzeczywistości lub jej predykcję, dzięki czemu bank zyskuje punkt odniesienia do formułowania dalszych działań wobec klientów. Wybór metody jest niejako drugorzędny, aczkolwiek, aby kalkulacja miała sens, musi zawierać pełną stronę dochodową, jak i kosztową klienta, w tym koszt kapitału.

Dochód realizowany na kliencie stanowi pochodną strategii banku, jaką realizuje wobec klientów oraz wobec całej organizacji. Aby dobrze rozumieć kalkulację wartości klienta bank musi wiedzieć, jakie parametry wpływają na dochodowość i koszty klienta w odniesieniu do poszczególnych usług. Poznanie i zrozumienie czynników wpływających na zwiększenie lub zmniejszenie dochodowości jest warunkiem koniecznym świadomego zarządzania bankiem.

W dalszej części artykułu spróbujemy określić, co mogłoby być wartością dla banku podczas zaspokajania trzech podstawowych potrzeb¹² – potrzeby swobody finansowej, pomnażania i zabezpieczania kapitału oraz realizacji celów. Ograniczymy się zatem do analizy wpływu wykorzystywanych usług przez klienta na wartość dla banku, skupiając się na materialnym aspekcie relacji, natomiast pojęcie wartości klienta dla banku zostanie zawężone do pojęcia „wartości wykorzystywanych usług bankowych przez klienta”, zgodnie z cyklem tworzenia/niszczenia wartości dla banku.

Przyjrzyjmy się zatem usługom od strony banku.

2.1. Swoboda finansowa

Usługa, nazwana przez nas swobodą finansową, jest najbardziej skomplikowaną z oferowanych przez bank. Wymaga od banku największych nakładów finansowych, ze względu na złożoność strukturalną i organizacyjną. W skład pakietu usług wchodzi niezwykle zróżnicowana oferta produktów – rachunki, karty (zarówno

⁹ Nieobjęte w ramki nazwy „cykl wyboru produktu przez klienta” oraz „cykl tworzenia/niszczenia wartości dla klienta” stanowią część procesu tworzenia/niszczenia wartości dla klienta, omawianego na początku niniejszego artykułu.

¹⁰ Obszar „satysfakcja klienta”.

¹¹ Obszar optymalizacji oferty.

¹² J. Wojtasik, Wartość usług bankowych dla klienta..., *op. cit.*

debetowe, jak również chargowe i kredytowe), bankowość elektroniczna, bankomaty, tzw. POSy, czyli urządzenia umożliwiające płacenie kartami w sklepach. Rachunki indywidualne również nie są prostym produktem, zawierają bowiem w sobie wiele usług, wzbogacanych wraz z rozwojem bankowości. Wymiarami opisującymi rachunek bankowy mogą być: opłata za prowadzenie, oprocentowanie rachunku, kanały obsługi, opłaty za operacje bankomatowe, przelewy, zlecenia, opłaty za karty wydawane do rachunku, opłaty, wysokość i oprocentowanie limitu w saldzie debetowym, ubezpieczenia, usługi dodatkowe typu consierge.

Utrzymanie odpowiedniego poziomu usług wymaga stałego zaangażowania banku w rozwój oferty. Powszechność produktu wymusza stałą rewaluację jego parametrów, aby zapewnić konkurencyjność. Na przykład, większość banków rezygnuje z opłat transakcji dokonywanych przez Internet oraz karty debetowe (choćby zastrzegając minimalną liczbę transakcji miesięcznie).

Z drugiej strony jest to usługa, która w pewnej mierze korzysta z efektu skali. Większe banki, posiadające rozleglejsze zaplecze oddziałów i bankomatów, mogą zazwyczaj zaoferować łatwiejszą dostępność środków od banków mniejszych. Cecha ta, choć nie kluczowa, w zależności od lokalizacji (miasto, poza miastem) może mieć spore znaczenie przy wyborze banku.

2.2. Zabezpieczanie i pomnażanie kapitału

Depozyty są jednym z podstawowych produktów bankowych, które umożliwiają rozwijanie działalności kredytowej i zapewnienie płynności. Wymagają jednak zaoferowania klientowi oprocentowania gratyfikującego „wypożyczenie” bankowi środków. Depozyty nie są specjalnie dochodowym produktem dla banku, ale pozwalają na jego stabilne funkcjonowanie.

Współpraca z funduszami towarzystw ubezpieczeniowych przynosi bankom znacznie większe korzyści w postaci wielu marż płaconych przez klientów (marża wejścia i marża za zarządzanie), pomimo konieczności rozliczania się z towarzystwami ubezpieczeniowymi. Ponadto przenoszą odpowiedzialność dostarczenia dochodu z banku na TU.

2.3. Realizacja celów

Kredyty są jednym z najbardziej dochodowych produktów bankowych, wymagają jednak weryfikacji lub predykcji szansy spłacenia należności przez kredytobiorcę. Zakres akcji kredytowej banku zależy od struktury depozytów (waluta, wolumen, czas trwania i terminy zapadalności) posiadanych przez bank oraz jego funduszy własnych. Na dobrze funkcjonującym rynku pieniężnym banki mogą uzupełniać swoje luki płynności, jednakże koszt uzyskanych w ten sposób środków jest zazwyczaj wyższy niż poprzez gromadzenie depozytów.

3. Wartość klienta dla banku w ujęciu umów bazylejskich

Rozmiar działalności banku określany jest przez jego fundusze własne, czyli jedyny posiadany fizycznie przez bank kapitał. Fundusze własne mają określoną strukturę, dzielącą je na fundusze podstawowe, uzupełniające i pomniejszające¹³. Podstawową cechą funduszy własnych jest zdolność do absorpcji strat powstałych w trakcie funkcjonowania banku. Bank tak długo może istnieć na rynku międzybankowym, jak długo jest w stanie wykazać regulatorowi rynku (KNF), że może pokryć wszystkie potencjalne zagrożenia – straty oczekiwane i nieoczekiwane. Pokrycie strat nieoczekiwanych wymaga kapitału, tym większego, im większe jest ryzyko związane ze specyfiką transakcji lub klienta.

Ogólnie można napisać, że jedna złotówka zaangażowania banku wymaga utrzymania pewnego procentu jednej złotówki kapitału banku, gdzie procent wyraża „ogólne” ryzyko związane z transakcją i klientem. Wartość aktywów przemnożonych przez wyestymowaną wagę ryzyka nazywa się aktywami ważonymi ryzykiem (*Risk Weighted Assets* – RWA) i zgodnie z zaleceniami bazylejskimi banki zobowiązane są do utrzymywania minimum 8% RWA z tytułu wszystkich wymagalnych ryzyk w stosunku do ich funduszy własnych:

$$\frac{\text{Fundusze własne}}{\text{Aktywa ważone ryzykiem}} \geq 8\%$$

Powyższa zależność znana jest również pod nazwą wskaźnika Cooka, natomiast stosunek funduszy własnych do RWA¹⁴ zwany jest współczynnikiem wypłacalności (*Capital Adequacy Ratio*).

Fundusze własne są kapitałem najbardziej kosztownym, bo najtrudniejszym do zdobycia; można je powiększyć jedynie poprzez pozyskanie inwestora, emisję akcji lub obligacji oraz zatrzymanie, przynajmniej częściowe, wypłacanej dywidendy. Kapitał można pożyczyć w formie pożyczki podporządkowanej, ale zazwyczaj jest to forma stosowana tylko pomiędzy spółkami należącymi do tej samej grupy kapitałowej.

Umiejętne wykorzystanie kapitału powinno być przedmiotem troski wszystkich banków, niezależnie od ich struktury własnościowej nie tylko ze względu na

¹³ W literaturze międzynarodowej oraz w zapisach umów bazylejskich noszą nazwę odpowiednio: Tier 1 capital i Tier 2 capital.

¹⁴ W praktyce wykorzystuje się jeszcze jedną wielkość bezpośrednio związaną z RWA, tj. *wymogi kapitałowe* = 8% * RWA, czyli minimalną kwotę wymaganą przez nadzorcę, do której utrzymania bank jest zobligowany. Metodologia obliczania regulacyjnych wymogów kapitałowych określona jest w uchwałach Komisji Nadzoru Finansowego.

umowy bazylejskie, ale także ze względu na spodziewaną wartość relacji z klientem, którą bank będzie starał się wypracować w trakcie trwania współpracy. Inna jest bowiem wartość transakcji z klientem bez uwzględnienia kosztu kapitału, a inna po jego uwzględnieniu.

Koncepcja Bazylei II opiera się na trzech filarach¹⁵. Filar I definiuje wiele ryzyk, które bank musi uwzględniać w swojej działalności, aby zapewnić utrzymanie kapitału regulacyjnego¹⁶: ryzyko kredytowe, rynkowe, operacyjne oraz inne rodzaje ryzyka¹⁷.

Filar II poprzez Wewnętrznybankowy Proces Oceny Adekwatności Kapitałowej oraz Proces Kontroli Nadzorczej (SRP)¹⁸ ma za zadanie zweryfikować, czy bank posiada wystarczający kapitał¹⁹ na wszystkie zidentyfikowane przez bank ryzyka (a nie tylko na te określone w filarze I). Filar III ma zapewnić większą przejrzystość banku dla regulatora oraz dla rynku²⁰.

Uwzględnienie ryzyk filara I i filara II skutkuje dla banku tworzeniem na każdy ich rodzaj wymogów kapitałowych, które stanowią zabezpieczenie banku w przypadku wystąpienia nieoczekiwanych niekorzystnych wydarzeń (np. wystąpienie niewykonania zobowiązania²¹). Utrzymanie klienta kosztuje kapitał, który w przypadku jego nierentowności albo powinien być wykorzystany gdzie indziej, albo sytuacja klienta powinna zostać poprawiona (efektywny *cross-selling* w znaczeniu kapitału²²). Współczynnikiem łączącym wymogi kapitałowe wraz z kapitałem, którym dysponuje bank, jest wspomniany wcześniej współczynnik wypłacalności (CAR), określający minimalną wielkość kapitału, wymaganą do funkcjonowania banku.

Każdy bank na terenie Unii Europejskiej musi dbać o to, by jego współczynnik wypłacalności nie spadł poniżej krytycznego poziomu i zazwyczaj stara się utrzymywać go na wyższym poziomie. Przed kryzysem w Polsce poziom nieco

¹⁵ International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, BIS, Bazylea, czerwiec 2006 r.

¹⁶ Uchwała 76/2010 KNF tekst jednolity z dnia 10 marca 2010 roku i późniejsze nowelizacje (tekst niejednolity).

¹⁷ Ryzyko rozliczenia, dostawy, kontrahenta, przekroczenia limitu koncentracji zaangażowań, limitu dużych zaangażowań, przekroczenie progu koncentracji kapitałowej. Przeciętna struktura wymogów kapitałowych banku detalicznego w Polsce składa się w przeważającej większości z wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego, natomiast z pozostałych komponentów całkowitego wymogu kapitałowego banku największe obciążenia powoduje ryzyko operacyjne i rynkowe.

¹⁸ Uchwała KNB 4/2007 oraz uchwała KNB 5/2007 zastąpione uchwałami 383/2008 KNF i 384/2008/KNF.

¹⁹ W filarze 2, kapitał szacowany przez bank zwany jest kapitałem wewnętrznym.

²⁰ Uchwała KNB 6/2007 zastąpiona uchwałą 385/2008 KNF.

²¹ Rezerwy stanowią zabezpieczenie z tytułu oczekiwanej straty, kapitał – fundusze własne – z tytułu nieoczekiwanej straty.

²² Na przykład proponowanie klientowi produktów, których dochodowość niweluje niedostatek rentowności na produktach angażujących kapitał banku.

powyżej 10% był dobrze widziany, teraz banki starają się wykazywać poziomy jeszcze wyższe, przekraczające nawet 15%. Oczywiście twierdzenie, że im wyższy współczynnik wypłacalności, tym lepiej, jest fałszywe – wybór odpowiedniego poziomu CAR jest nieustannym balansowaniem pomiędzy możliwością skutecznego zabezpieczenia przed ryzykiem poprzez zdolność do absorpcji strat a możliwością rozwoju działalności banku. Dlatego uwaga, jaką bank powinien poświęcać na zarządzanie kapitałem i ryzykiem, jest kluczowa dla strategii banku. Każdy produkt bankowy nie tylko angażuje organizacyjnie, ale również materialnie, poprzez zarezerwowanie części kapitału przydzielonego do klienta.

Przyjrzyjmy się teraz, jaki wpływ mają rozporządzenia Bazylei II na rozpatrywane przez nas trzy typy usług finansowych – swobodę finansową, zabezpieczenie i pomnażanie kapitału oraz realizację celów.

3.1. Swoboda finansowa

Obsługa rachunków bieżących generuje przede wszystkim wymogi z tytułu ryzyka operacyjnego, ale nie tylko. Kredyty w rachunku bieżącym powiększają wymogi kapitałowe z tytułu ryzyka kredytowego, natomiast dopuszczalne debety, karty kredytowe powiększają zaangażowanie pozabilansowe banku, przez jego gotowość udzielenia kredytu. W chwili wykorzystania, zaangażowanie pozabilansowe zmienia się na bilansowe, niemniej jednak gotowość do udzielenia kredytu wymaga zarezerwowania środków, które bank musi utrzymywać przez cały czas korzystania z danego typu produktu. Koszt korzystania ze środków jest zazwyczaj mniejszy niż bilansu (zwykły kredyt) ze względu na dodatkowy współczynnik²³ pomniejszający wagę ryzyka (RW), ale stanowi on również obciążenie dla banku w postaci wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego.

3.2. Zabezpieczenie i pomnażanie kapitału

Depozyty i inne produkty oszczędnościowo-inwestycyjne należące do księgi bankowej mogą generować przede wszystkim wymóg kapitałowy z tytułu ryzyka operacyjnego, o ile nie są to bardziej zaawansowane instrumenty angażujące bank również na rynku kapitałowym. Wówczas należy im również przypisać wymogi z tytułu ryzyka rynkowego.

Depozyty są produktem koniecznym, bez którego bank uniwersalny nie może się obejść. Brak wystarczającej struktury depozytowej w sposób niezwykle poważny zagraża płynności banku. Pod tym względem korzystniejszą dla banku jest utrzymywać produkty depozytowe niż oferować fundusze towarzystw ubezpieczeniowych lub depozyty strukturyzowane.

²³ Współczynnik pozwalający wyliczyć ekwiwalent bilansowy – CCF (*credit conversion factor*).

Koszt utrzymania konkurencyjnej bazy depozytowej jest jednak dość wysoki, banki mogą więc rekompensować utratę potencjalnego dochodu podwyższeniem opłat i marż na innych produktach.

3.3. Realizacja celów

Kredyty oprócz ryzyka operacyjnego generują przede wszystkim ryzyko kredytowe, związane z niespłacalnością zobowiązań. Kredyty są produktem zarówno najbardziej dochodowym, jak i najbardziej kosztochłonnym, ze względu na kapitał. Bank, prowadząc politykę kredytową, powinien racjonalnie i odpowiedzialnie balansować pomiędzy chęcią zysku, poprzez zwiększoną sprzedaż kredytów, a możliwością utrzymania ryzyka kredytowego (RWA) na bezpiecznym dla banku poziomie. Zazwyczaj zadanie to wymaga posiadania odpowiedniego systemu scoringowego oraz ciągłego monitorowania obszaru kredytowego ze względu na zabezpieczenia, wagi ryzyka oraz metody redukcji ryzyka.

3.3.1. Scoring i polityka kredytowa banku

Zbudowanie sprawnego i skutecznego systemu scoringowego jest wyzwaniem dla każdego banku i stanowi potencjalne źródło przewagi nad konkurencją. Scoring nie tylko powinien zabezpieczać przed przyjęciem nadmiernego ryzyka, ale również wiarygodnie oceniać ryzyko, czyli uchronić bank przed niedoszacowaniem oraz przeszacowaniem ryzyka.

3.3.2. Monitorowanie oraz metody redukcji ryzyka

Bank musi również bardzo starannie dbać o utrzymywanie możliwości redukcji ryzyka, poprzez uwzględnianie w kalkulacji RWA odpowiednich zabezpieczeń umożliwiających najlepsze wykorzystanie kapitału, ze względu na jego większą oszczędność. Bank, dbając i pilnując jakości zabezpieczeń, może spożytkować wolny kapitał (na przykład różnicę pomiędzy kapitałem alokowanym na kredyty nieefektywnie zabezpieczone i efektywnie zabezpieczone²⁴) na dodatkowe cele, między innymi na dalszą działalność kredytową. Takich możliwych udoskonalień sposobów redukcji ryzyka w banku może być wiele, chociażby ze względu na jakość baz danych, procesy ETL (*Extract, Transform and Load*) przekształcające i czyszczące dane, stosowanie odpowiedniej metody – standardowej lub IRB oraz interpretację przepisów (wymóg akceptacji przez KNF).

²⁴ Klasa ekspozycji możliwa do wyróżnienia w ramach metody standardowej dla ekspozycji detalicznych w złotówkach. Dla ekspozycji detalicznych zabezpieczonych hipoteką i spełniających wiele warunków opisanych w uchwale KNF 76/2010 bank może stosować wagę ryzyka 35% dla części efektywnie zabezpieczonej (do 50% albo 60% wartości nieruchomości) i 75% dla pozostałej części kredytu.

4. Bazylea III

Kryzys kredytów hipotecznych naruszył podstawy Bazylei II, która okazała się nieskuteczna w zabezpieczeniu rynku finansowego przed nadmiernymi turbulencjami. Propozycje przedstawione w ramach dokumentu Strengthening the resilience of the banking sector świadczą o konieczności wprowadzenia dodatkowych modyfikacji do obowiązujących wytycznych²⁵.

Komitet Bazylejski za jeden z głównych czynników sprawiających, że kryzys kredytowy stał się tak niebezpieczny, wskazuje zbyt duży udział zaangażowania bilansowego i pozabilansowego banków w stosunku do ich kapitałów własnych. Zbyt wielkie niedopasowanie spowodowało, że banki mające straty nie były w stanie ich zaabsorbować, ze względu na niewystarczający bufor płynności.

Problemy z utrzymaniem płynności wewnątrz banków wywołały wysoki koszt pieniądza na rynku międzybankowym oraz ograniczyły dostępność kredytów (choćby przez wysokie marże na pokrycie kosztu płynności).

Komitet Bazylejski proponuje wiele udoskonaleń i doprecyzowań w kilku obszarach Bazylei II²⁶:

- 1) struktura kapitału²⁷ i jego przejrzystość;
- 2) zmiana podejścia do ryzyka związanego z sekurytyzacją i kontrahentem (zwiększenie wymogu z tytułu niniejszych ryzyk);
- 3) wprowadzenie dodatkowego miernika (*leverage ratio*), wskazującego całościowe zaangażowanie (bilansowe i pozabilansowe) banku w stosunku do jego kapitałów;
- 4) zmniejszenie wpływu cykli gospodarczych (*procyclicality*) na kapitał, a w tym:
 - tworzenie dodatkowego bufora kapitałowego w okresie korzystnego cyklu gospodarczego, który mógłby być zabezpieczeniem w okresie kryzysowym,
 - promowanie modelu rezerw opartego na oczekiwanej stracie (*forward looking provisioning*) zamiast modelu opartego na faktycznie zaistniałych stratach (*incurred losses*);
- 5) wprowadzenie minimalnego, globalnego poziomu płynności dla międzynarodowych banków, poprzez zastosowanie dwóch wskaźników:

²⁵ Strengthening the resilience of the banking sector, Bank for International Settlements, Bazylea 2010, s. 1–2.

²⁶ International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, BIS, Bazylea grudzień 2009 r. oraz: Strengthening the resilience of the banking sector, *op. cit.*

²⁷ Wprowadzenie pojęcia *common equity capital*, mającego oznaczać najczystszy i najbardziej zdrowy kapitał banku, oraz ustalenie minimalnego limitu 4,5% w stosunku do aktywów ważonych ryzykiem (RWA).

- *Liquidity Coverage Ratio* dla krótkoterminowych aktywów,
- *Net Stable Funding Ratio* dla długoterminowych aktywów oraz szeregu narzędzi monitorujących.

Konsekwentnie zwiększana uwaga, z jaką Komitet Bazylejski traktuje kapitał jakim banki dysponują, nie może odbywać się bez wpływu na zmianę mierników dochodowości i zmianę definicji tego, czym jest wartość dla banków w relacjach z klientami. Każda transakcja, każdy produkt kosztuje, nie tylko generując koszty związane z obsługą bieżącą, kosztem płynności (FTP), ale również kosztem kapitału. Bank, mając do dyspozycji n -typów produktów proponowanych m -klientom, powinien być w stanie określić, który mix produktowo-kliencki będzie dla niego najbardziej korzystny, nie tylko ze względu na dochodowość, ale również ze względu na konsumpcję kapitału²⁸.

Spoglądając na powyższe propozycje Komitetu Bazylejskiego z perspektywy klienta indywidualnego, można zauważyć kilka, które prawdopodobnie szczególnie zaważą na strategii banków, ich potencjale sprzedażowym i na relacjach z klientami.

Przede wszystkim wprowadzenie nowego wskaźnika kapitałowego oraz obowiązków tworzenia dodatkowego bufora kapitałowego mogą sprawić, że bank nie będzie mógł oferować tak łatwo kredytów generujących zaangażowanie bilansowe (kredyty hipoteczne, konsumpcyjne), jak i zaangażowanie pozabilansowe (linie kredytowe, karty kredytowe, kredyty w rachunku bieżącym), jeśli nie będzie spełniał odpowiednich warunków.

Wprowadzenie dodatkowych, globalnych wskaźników płynności nałoży dodatkowo na banki obowiązek utrzymywania odpowiedniej struktury płynnościowej, zgodnie z wytycznymi nadzorcy, odrębnie dla krótkich terminów i dłuższych terminów, umożliwiających swobodne finansowanie wewnątrz banku. Konieczność zapewnienia płynności dla produktów krótkoterminowych na odpowiednim poziomie może wpłynąć na ceny produktów typu bieżącego, jak kredyty w rachunku bieżącym, karty kredytowe, chargowe, debety, itp.

Kolejnym aspektem jest promowanie modelu oczekiwanych strat zamiast modelu zaistniałych strat do szacowania rezerw koniecznych do utrzymania w przypadku kredytów. Jest to aspekt ważny z kilku powodów:

- 1) model strat oczekiwanych oparty jest na prawdopodobieństwie niewykonania zobowiązania (*probability of default* – PD), wielkości oczekiwanej

²⁸ Wpływ propozycji Komitetu Bazylejskiego na kapitał banków został oszacowany w dokumencie Result of the comprehensive study, BIS, Bazylea grudzień 2009 r. i wskazuje na kwoty 173 mld EUR dodatkowego kapitału do 2015 roku i 602 mld EUR do 2019 roku. Pierwsza kwota zakłada wypełnienie zaleceń Komitetu posiadania co najmniej 4,5% kapitału podstawowego (*common equity tier 1 capital*), druga kwota zakłada, oprócz spełnienia pierwszego warunku, utrzymywanie dodatkowego bufora kapitałowego (*capital conservation buffer*) w wysokości 2,5% kapitału podstawowego (*common equity tier 1 capital*).

straty (*loss given default* – LGD), wartości ekspozycji w dacie niewykonania zobowiązania (*exposure at default* – EAD) oraz współczynnika konwersji kredytowej (*credit conversion factor* – CCF) dla ekspozycji pozabilansowej i bank musi potrafić te wielkości obliczać²⁹. Zazwyczaj umiejętność wyliczenia wymienionych zmiennych wiąże się ze stosowaniem zaawansowanej metody wewnętrznych ratingów³⁰;

- 2) Komitet Bazylejski pracuje nad sposobem uśrednienia PD, by w mniejszym stopniu było podatne na zmienność cyklu gospodarczego³¹;
- 3) wyliczone PD, LGD, EAD, CCF są wykorzystywane w metodzie zaawansowanych ratingów do obliczenia RWA (aktywów ważonych ryzykiem), przy czym $RWA = RW * EAD$, a RW (waga ryzyka) jest funkcją PD, LGD.

Oznacza to, że banki bardziej bezpośrednio będą odczuwały wpływ ratingu kredytowego, wyznaczanego w momencie starania się o kredyt na koszty kapitału i koszt ryzyka kredytowego. Oferowanie kredytów grupom klientów, którzy będą mieli wyższe od przeciętnych wartości PD i LGD (wyższe PD i LGD – wyższe koszty ryzyka i kapitału), prawdopodobnie będzie albo wstrzymywane, albo będzie kompensowane przez odpowiednio wyższe marże.

Umowy bazylejskie dodatkowo wzmacniają konieczność budowania relacji z klientem. Koszt pozyskania kapitału stanowi zbyt wielkie obciążenie dla banku, aby zaniedbywać możliwość optymalizacji wykorzystania kapitału. Zarządzanie sprzedażą produktów, uwzględniającą kapitałochłonność, wymaga ciągłej współpracy z klientem i uzyskania jego akceptacji dla oferty. Bank, dążąc do maksymalizacji zysku, jest zmuszony do umiejętnego balansowania pomiędzy zwiększeniem sprzedaży a optymalizacją kosztów.

Określmy zatem wartość dla banku, wykorzystując przedstawione powyżej rozważania: **Wartością dla banku** jest sprzedaż klientom produktów dostarczających stały, możliwie największy, dochód adekwatny do typu produktu, przy

²⁹ Powyższe obowiązuje w przypadku klientów detalicznych; klienci korporacyjni wymagają wyliczenia dodatkowo parametru zapadalności M.

³⁰ Warto odnotować, że praca nad sposobem wyliczenia straty oczekiwanej (EL) nie przebiega w odwołaniu od standardów rachunkowości, które za sprawą Financial Crisis Advisory Group (FCAG), zawiązanej w 2008 roku przez International Accounting Standards Board (IASB) oraz Financial Accounting Standards Board (FASB), przedstawiła wstępne rozwiązania, co do sposobu kalkulacji EL w dokumentach Basis for Conclusions Exposure Draft ED/2009/12 – Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment”, IASCF, London November 2009 oraz Supplement to ED/2009/12 Financial Instruments: Amortised Cost and Impairment”, IFRS, London, January 2011. Drugi dokument, zastępując pierwszą wersję rozwiązania, przedstawia metodę opartą na parametrach PD i LGD, ale horyzont obliczeń został wydłużony z jednego roku, jak w metodzie AIRB, do czasu trwania ekspozycji kredytowej. Można więc uznać, że metoda AIRB jest jedynie punktem wyjścia dla wyliczeń *forward looking provisioning*.

³¹ Należy również pamiętać, że klient detaliczny może mieć różne wartości PD przypisane do różnych swoich produktów (np. inne dla karty kredytowej i inne dla kredytu hipotecznego).

utrzymaniu akceptowalnych kosztów ryzyka, płynności, kapitału, obsługi, przy maksymalnym poziomie ufności, szacowanym w momencie sprzedaży produktu, przez cały czas trwania współpracy z klientem.

5. Podsumowanie

Konfrontacja perspektyw klienta i banku jest konfrontacją wartości, które klient oraz bank starają się uzyskać podczas aktu sprzedaży. Przeciwwstawiając otrzymane³² definicje, będące formą syntezy rozważań, czym może być wartość klienta dla banku i wartość usług bankowych dla klienta, uzyskamy następujący obraz przedstawiony za pomocą rysunku 2.

Rysunek 2. Konfrontacja wartości z perspektywy klienta i banku

Dostarczanie wartości konsumentowi		Wartością dla banku
Rozpoczyna się w fazie wyboru		jest sprzedaż klientom produktów dostarczających stały możliwie największy dochód, adekwatny do typu produktu
Odbyna się poprzez nie naruszającą zaufania, konkurencyjną wobec wyznaczanych przez rynek standardów jakości oraz akceptowalną cenowo		przy utrzymaniu akceptowalnych kosztów ryzyka, płynności, kapitału, obsługi, przy maksymalnym poziomie ufności
Gwarantuje możliwości realizacji założonych celów		szacowanym w momencie sprzedaży produktu
Odbyna się przez cały czas użytkowania produktu		przez cały czas trwania współpracy z klientem

Źródło: opracowanie własne.

Pomimo że cele banku i klienta są różne – z jednej strony gwarancja możliwości realizacji założonych celów, z drugiej strony sprzedaż produktów maksymalizująca dochód, to zarówno bank, jak i klient zainteresowani są podobnymi właściwościami współpracy. Bank preferowałby, aby wszelkie koszty ponoszone podczas świadczenia usługi finansowej nie stanowiły dla niego większego obciążenia niż te szacowane w momencie sprzedaży, natomiast klient chciałby, aby zaufanie, jakim obdarzył wybrany przez siebie bank i produkt, nie zostało nadużyte oraz, żeby jakość i cena nie zmieniały się w trakcie użytkowania w taki sposób, aby mogły pozbawić go możliwości korzystania z usług w przewidzianym zakresie.

³² J. Wojtasik, Wartość usług bankowych..., *op. cit.*

Powyższe stwierdzenia nabierają szczególnie mocy nie tylko w turbulentnym otoczeniu makroekonomicznym, kiedy koszt pieniądza wzrasta, a kapitał staje się dobrem o ograniczonej dostępności. Banki są niejako napędzane kapitałem i muszą się z kapitału rozliczać; im bardziej efektywnie zostanie on wykorzystany, tym większe prawdopodobieństwo, że bank będzie mógł wypracować wyższy zysk.

Kapitał głównie jest pochłaniany przez produkty kredytowe, takie jak kredyty konsumpcyjne, hipoteczne, otwarte linie kredytowe, debety w rachunku bieżącym, karty kredytowe. Sprzedaż dowolnego produktu kredytowego wiąże się ze zmniejszeniem puli kapitału pod następne potencjalne inwestycje (sprzedaż kolejnych produktów). W przypadku klientów indywidualnych wielkość zaangażowanego kapitału na klienta jest znacznie mniejsza niż w przypadku klientów korporacyjnych, ale ogromna liczba klientów sprawia, że całkowity wymóg kapitałowy z tytułu ekspozycji detalicznych stanowi znaczną pozycję w całkowitym wymogu kapitałowym banku (w zależności od ukierunkowania banku). Przejście w stan niewypłacalności klientów, skutkujące czasową utratą dochodów (przyjmując, że procesy windykacyjne pozwalają na przesunięte w czasie odzyskanie części dochodów), zawiązaniem rezerw w wyższej wysokości należności i dodatkowymi kosztami kapitału (oraz płynności), stanowi dla banku problem tym większy, im większa jest liczba klientów mających kłopoty ze spłatą należności.

Bank może się bronić przed przyjmowaniem „złych kredytów” poprzez stosowanie odpowiedniej polityki kredytowej, w tym posiadanie skutecznego systemu scoringowego. Efekt oddziaływania systemu scoringowego na bank staje się znacznie bardziej transparentny, gdy te same parametry PD, LGD są wykorzystywane również do wyliczenia standardowego kosztu ryzyka (zamiast rezerw) oraz wymogów kapitałowych (AIRB). Zależność pomiędzy PD i LGD a wymogami kapitałowymi może posłużyć do adaptacji wielkości marży do aktualnej kondycji kredytobiorcy.

Z drugiej strony bank może proponować produkty dodatkowe lub żądać spełnienia dodatkowych warunków przy zawieraniu umowy kredytowej, zmniejszając wielkość marży kredytowej, a jednocześnie pozwalając na osiągnięcie bankowi określonych korzyści. Przesunięcie środka ciężkości sprzedaży związanej z próby maksymalizacji dochodu na optymalizację kosztów i maksymalizację dochodu wymagałoby jednak ścisłej współpracy z klientami.

Potencjalni klienci, zainteresowani ofertą produktową, przychodząc do banku, z jednej strony potrzebują rzeczowej rozmowy na temat możliwości spełnienia ich celów, a z drugiej strony również pomocy przy wyborze odpowiednich produktów i ich dopasowania do zasobów finansowych. Paradoksalnie, powinni również być zainteresowani skutecznym systemem scoringowym, który realnie wyceniałby zdolność spłaty pożądanego kredytu. Oszacowanie faktycznej zdolności,

uwzględniającej fluktuacje cykli gospodarczych, zmiany otoczenia makroekonomicznego jest zadaniem dość skomplikowanym i przez klientów często zaniechanym. Balansowanie pomiędzy szansą realizacji celu a ograniczeniem kosztów, w przypadku gdy bank ułatwia podjęcie decyzji poprzez obniżone wymagania polityki kredytowej (na przykład w bankach w fazie rozwoju), może sprawić, że możliwości finansowe kredytobiorcy zostaną zawyżone.

Wskutek ostatnich zmian koniunktury rośnie liczba kredytów zagrożonych. Osobnym zagadnieniem jest odpowiedź na pytanie, czy odpowiedzialność za tę sytuację można przypisać jednoznacznie którejś ze stron, natomiast z dużym prawdopodobieństwem można postawić tezę, że zaufanie klientów zostało naruszone, a szansa na konstruktywną relację zaprzepaszczona.

Braki i niedociągnięcia stosowanej przez banki polityki kredytowej próbuje naprawić KNF poprzez stosowanie rekomendacji S i T, które między innymi ustalają minimalne wielkości wskaźnika Loan to Value (LtV) dla kredytów hipotecznych oraz stosunek wielkości raty do dochodów³³.

Stosowanie regulacji wynikających z umów bazylejskich powinno dodatkowo wpływać na zacieśnianie relacji pomiędzy bankiem a klientem. Tylko poprzez starannie wypracowaną relację zarówno bank, jak i klient mogą odnieść dodatkowe korzyści. Bank może zapewnić sobie większą pewność optymalnego wykorzystania kapitału oraz zapewnić dodatkową płynność, klient natomiast może otrzymać bardziej dopasowane do niego warunki oferty, takie jak zakres usług, marże i opłaty. Opracowanie skutecznego mixu produktowego, uwzględniającego zarówno potrzeby maksymalizacji zysku, jak i optymalizacji wykorzystania kapitału, wymaga jednak od banku umiejętności obliczania wartości produktów używanych przez klienta, biorącej pod uwagę koszt kapitału oraz jasnej i transparentnej strategii produktowej.

6. Bibliografia

1. Gupta S., Zeithaml V., Customer Metrics and their impact on financial performance, „Marketing Science”, Vol. 25, No. 6, Nov.-Dec. 2006.
2. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, BIS, Bazylea czerwiec 2006 r.
3. International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring, BIS, Bazylea grudzień 2009 r.

³³ Warto tu wspomnieć o uchwale KNF 153/2011 z czerwca 2011 r., która zmienia wagę ryzyka dla ekspozycji detalicznych, których „wysokość raty kapitałowej lub odsetkowej uzależniona jest od zmian kursu waluty lub walut innych niż waluty przychodów osiągniętych” przez kredytobiorcę z 75% na 100%. Zmiana, wchodząca w życie od czerwca 2012 r. dodatkowo zniechęca banki do udzielania kredytów w walucie obcej i sprawi, że kredyty w walucie obcej (np. CHF) albo nie będą sprzedawane przez banki, albo ich cena będzie znacznie wyższa.

4. Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora, praca zbior. pod red. M. Panfila, A. Szablewskiego, Poltext, Warszawa 2007.
5. Rekomendacja S, KNF, Warszawa styczeń 2011 r.
6. Rekomendacja T, KNF, Warszawa styczeń 2011 r.
7. Strengthening the resilience of the banking sektor, BIS, Bazylea 2010 (revised June 2011).
8. Result of the comprehensive study, BIS, Bazylea grudzień 2009 r.
9. Uchwała 76/2010, KNF, Warszawa marzec 2010 r.
10. Uchwała 153/2010, KNF, Warszawa czerwiec 2011 r.
11. Uchwała 383/2008, KNF, Warszawa grudzień 2008 r.
12. Uchwała 384/2008, KNF, Warszawa grudzień 2008 r.
13. Uchwała 385/2008, KNF, Warszawa grudzień 2008 r.
14. Value based management. Koncepcja, narzędzia, przykłady, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza, Deloitte, Poltext Warszawa 2008.
15. Wojtasik J., Wartość usług bankowych dla klienta indywidualnego oraz wartość klienta dla banku w świetle wybranych aspektów umów bazylejskich (część 1), SGH, Warszawa 2011 (maszynopis).

Summary

Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk

Private Equity Fund as an Active Investor. Portfolio Companies' Effectiveness Prospects

The present article refers to private equity funds, a conspicuously growing type of funds, which plays an increasing role on the capital market as an active investor of numerous companies. The significance of the private equity funds results primarily from the growing value of assets managed by them as well as their active position in the companies in which they purchase shares. At the same time, the aggressive policy of private equity funds caused a serious criticism from the management and financial experts. The study is aimed at outlining the advantages and disadvantages of private equity funds from the perspective of the companies in which they hold shares, based on the research conducted in Poland and in the world. The article presents the definition, the history of development, goals, operational principles and kinds of investment dealt with private equity funds, with reference to a common type of LBO. It discusses the role of private equity funds from the perspective of the corporate order, pointing to the involvement of these funds in the creation of value and supervision. It also presents the examples of good practices of this type of investors. It discusses the problem of private equity funds effectiveness as investors, pointing to their advantages and disadvantages.

Damian Hajdas

The Determinants and Development of the Share Market Institutions from the Perspective of the Development of Transfer and Data Processing Technology

The processes of the world economy globalisation incessantly pose new challenges and give possibilities to the institutions which manage the turnover of shares on the market. The strategies of development of leaders are oscillating in the area of mutual domestic and international cooperation as well as the search for transnational expansion. There is a particular significance of the transfer and data processing technologies in the case of which the pace of development and absorption is adjusted to the changes observed in the area of services provided by these institutions. The growing liberalisation of law in the field of capital flow freedom connected with the achievements of electronic transfer and data processing gave rise to the international expansion of the institutions which manage the turnover of these financial instruments. The computer transactional systems long ago overtook the role of the traditional stock exchange floors, and the solutions implemented at present by the turnover managers repeatedly determine their prospects for global development.

Andrzej Jędruchniewicz

Business Cycle from the Perspective of the Austrian Theory

The study is aimed at the presentation of the causes and course of the business cycle from the perspective of the Austrian school. The school recommendations on the economic policy are also included. According to the Austrian school, the business cycle fluctuations are caused by the central bank which reduces its interest rate. This triggers boom through the extended and prolonged structure of production. And the fast growing consumption prices make manufacturing more profitable. This leads to the shift of companies from the areas more distant from consumption to those much closer to it. This is how a crisis develops; later it changes into depression. In the monetary policy the Austrians recommend the maintenance of the same volume of money; on the other hand, in the fiscal policy the shift from the growing expenditure to a passive and limitation policy.

Małgorzata Korczyk

The Specificity of Economy and Its Social Perception

Economics as a science is in a difficult position in face of the present crisis because the social expectations from it are impossible to meet (they primarily refer to the crisis prediction and prevention). This article discusses the issue the image of economics and the criticism of this science, which frequently results from the ignorance of the specificity of economics and the lack of awareness of the difference between an ordinary ideological dispute and scientific discourse. The article also deals with the topic of econophysics: a strange creation resulting from the interest of physicists in economics, which is by no means a new phenomenon. It is not only physicists but also columnists and politicians that want to deal with economics, without having any theoretical basis. The aforementioned problems and the methodological specificity of economics deform the image of this field of knowledge, often compared to physics, though similarities may be found in the earth sciences, in particular in seismology, which is also an experimental science and its forecasts are imprecise. The accusations of non-scientificity addressed to economics require a decisive refutation from researchers so that it would retain a worthy position among other social sciences which do not possess such formalised theories as economics.

Anna Krejner-Nowecka

Active Ageing after 50. The European Commission Recommendations and Processes Occurring in Poland

The European Parliament and the European Union Council have called 2012 the European Year of Active Ageing and Intergenerational Solidarity and recommends that its member states should support active ageing and intensification of effort in order to make use of the active ageing potential. The majority of European countries, including Poland, apply some fragmentary solutions but work and employment rate of the people at 50 plus remain at an unsatisfactory level. The presented actions and problems connected with active ageing from the perspective of the labour market confirm the key role of the Polish state in making this group of people active as well as the necessity of social partners' involvement.

Marek Luszczyn

The Risk Management of Financial Instruments Valuation Models in the light of Supervision Regulations

The present study is aimed at the presentation of the significance of the risk management process connected with the implementation and application of financial instruments valuation models for the quality of the bank risk management processes. The study presents the basic sources of the model risk as well as its consequences for other aspects of risk management. The selected examples show that despite considerable impact of the risk on both the bank financial results and image, it is often underestimated by the management of financial institutions. The paper focuses on model risk related regulatory requirements and market practices applied in order to mitigate this risk.

Rafał Osiński

The Role of Keynesian Economic Thought to Support the Economic Growth in Poland in the years 2001–2005. Part 1

The aim of the study is to show the impact of Keynesianism on the economic policy of the Polish governments at the beginning of the 21st century. The paper indicates that the Keynesian economic thought constituted a theoretical basis for the development of economic programmes in that period. The source of recovery of the rapidly slowing economy and the way to reduce the unemployment rate were attributed to the rise in investment outlays on the part of the public sector through deficit financed budget spending and on the part of the private sector supported with the reduced tax burden. A certain role was also ascribed to the tax reduction with regard to the poorest and the VAT reduction in order to enhance the consumer demand. In real terms, however, political obstacles made the implementation of the majority of plans impossible. Consequently, while the consumer demand was maintained at the planned level, the investment demand was much lower than originally assumed. This resulted in a lower economic growth and higher unemployment rate than expected.

Monika Czerwonka, Marcin Rzeszutek

The Indications and Determinants of Gender Differences in Investment Behaviours from the Perspective of Behavioural Finance

The purpose of the survey presented in this article is the analysis of the indications and determinants of gender differences in investment behaviours from the perspective of behavioural finance. The survey focused on the sample of 120 people divided into 3 experimental groups: 40 associated in the Association of Individual Investors (SII), 40 students of the Warsaw School of Economics belonging to the Student Scientific Investor Society and 40 students of psychology of the Warsaw University Psychology Department. The statistical analysis pointed to substantial gender differences with regard to the level of rationality within the process of making investment decisions. With reference to the whole sample, the men were subject to the certainty effect in investment decision making much more considerably than women. In the individual

experimental groups also SGH male students showed much more susceptibility to the certainty effect than female students, they experienced more strongly a feeling of sorrow when making investment decisions.

Krzysztof Szczygielski

The Changes in Consumer Quality of Polish Industrial Goods on the EU-15 Market in the period of Growing Liberalisation of Trade Exchange (1995–2003)

The article examines the quality of Polish exports to the EU-15 markets in the period of lifting foreign trade barriers in Poland (1994–2003). The applied methodology differs from that applied in the major part of the literature: it is not only based on the unit export value of the exporter country but the measures using the whole information on the prices and volumes of exports of all countries. Such an approach is justified by the reference to the microeconomic interpretation of quality as a parameter of the usefulness function. The results of the analysis prove that in the years 1995–2003 the quality of Polish exports improved in relation to all the considered entities: China, the Visegrad countries and developed countries. Interestingly, there were at least several traditional industries where the quality improvement was significant.

Jakub Wojtasik

Value of Bank Services for Retail Customer and Customer Value for Bank in the Light of Selected Basel Agreement Aspects. Part 2

The recognition of what the value is for a customer is a bank's strategic decision which may determine the way it operates and develops. The ability to measure the customer value and the awareness of the factors which create the value allow the bank for conscious management. The viewing of customer value from the perspective of the Basel Agreements requires the calculation of the cost of capital used by the customer as well as the transfer of the centre of gravity from the maximisation of product sales profit to optimisation of costs allowing for the achievement of the highest possible profit. The confrontation of the customer perspective outlined in the first part of the article and the bank perspective is a confrontation of the value which the customer and bank want to achieve during the act of sale. One of the ways to achieve the consensus between the contradictory perspectives is to develop permanent relations with customers in order to allow the bank to generate profit, with risk level of costs and liquidity at the assumed level and to guarantee the customer the implementation of the set goals.

