

BANK I KREDYT

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

wrzesień
2006

- 3 **Lúcio Vinhas de Souza**
Estimating the Existence of the Bank Lending Channel in the Russian Federation
Ocena istnienia i roli kanału kredytów bankowych jako kanału transmisji polityki pieniężnej w Federacji Rosyjskiej
- 14 **Adam Pawlikowski**
Kryzys finansowy w Turcji w latach 2000–2001
Financial Crisis in Turkey in 2000–2001
- 33 **Marcin Gruszczyński, Maciej Stokłosa**
Efektywność nieoficjalnego rynku walutowego w Polsce w latach 1982–1989
Effectiveness of Unofficial Currency Market in Poland in 1982–1989
- 47 **Maciej Piotunowicz**
Kategoryzacja strat operacyjnych w bankowości
Categorization of Operational Losses in Banking
- 60 **Gracjan Pietrzyk**
Operacje otwartego rynku w Australii
Open Market Operations in Australia
- 70 **Katarzyna Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność* rec. Mirosław Dusza**
Review of the book by Katarzyna Gabryelczyk, *Investment Funds. Types, Rules of Functioning, Effectiveness*
- 72 **Wacław Piaszczyński, *Anatomia pieniądza* rec. Zdzisław Fedorowicz**
Review of the book by Wacław Piaszczyński, *Anatomy of Money*
- Bankowość Centralna od A do Z (educational insert in Polish only)**
Leokadia Oręziak
System Rezerwy Federalnej jako bank centralny Stanów Zjednoczonych
The Federal Reserve System as the Central Bank of the United States

Rada Naukowa/Scientific Council

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

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

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

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

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

Projekt/Project

DOCTORAD

Skład i Druk/Typesetting and printing

Drukarnia NBP/Printing House of the NBP

Korekta/Editing

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

Prenumerata/Subscription

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

www.ruch.pol.pl

Prenumerata własna i zamawianie pojedynczych egzemplarzy:

Narodowy Bank Polski - Departament Komunikacji Społecznej,

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa,

nakład: 1200

konto:

Centrala NBP - Departament Operacyjno-Rachunkowy

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

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

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

Estimating the Existence of the Bank Lending Channel in the Russian Federation*

Ocena istnienia i roli kanału kredytów bankowych jako kanału transmisji polityki pieniężnej w Federacji Rosyjskiej

*Lúcio Vinhas de Souza***

Abstract

A panel of annual balance sheet data on 323 Russian banks is used to test for the first time whether lending responses to a change in monetary policy differs, depending on the balance sheet strength of a bank. Only weak signs of that are found for Russian banks. This result implies that the bank lending channel has some, albeit limited, degree of effectiveness in Russia, which may increase in time, with the continued development of the Russian banking system.

Keywords: monetary transmission mechanism, bank lending channel, Russia, GMM

JEL: E52, G21, G28, G23

Streszczenie

Korzystając z danych panelowych dotyczących rocznych danych bilansowych 323 rosyjskich banków, po raz pierwszy w literaturze testowana jest dla rosyjskiej gospodarki hipoteza, że różnice w jakości bilansów banków tłumaczą odmienną reakcję ich akcji kredytowej w reakcji na impulsy polityki pieniężnej. Uzyskano jedynie słabe przesłanki istnienia takiej zależności dla rosyjskich banków. Oznacza to, że kanał kredytów bankowych odgrywa ograniczoną rolę w mechanizmie transmisji impulsów polityki pieniężnej w Rosji. Rola ta może jednak zwiększać się wraz z rozwojem rosyjskiego systemu bankowego.

Słowa kluczowe: mechanizm transmisji impulsów polityki pieniężnej, kanał kredytów bankowych, uogólniona metoda momentów (GMM)

* I thank the careful comments of Lev Freinkman, Balazs Horvath and Christian Merkl, plus the comments of the participants of a seminar held in February 2006 at the Central Bank of Belarus in Minsk and of two anonymous referees. The views expressed here are those of the author alone and do not necessarily represent those of the European Commission or any other organization to which the author is or was linked to. All usual disclaimers apply.

**Kiel Institute for World Economics, Kiel University, Germany, and Directorate General for Economic and Financial Affairs, European Commission, Belgium.

1. Introduction

For an effective monetary policy to be formulated, it is necessary to understand how monetary policy actions are transmitted into the economy and the role that the financial sector plays in this process. Studies about the transmission of monetary policy in Russia – and in other Commonwealth of Independent States (CIS) countries – are extremely scarce. This paper attempts to start to fill this gap, by estimating for the first time the effectiveness of the bank lending channel in Russia.

The basic theoretical explanation of monetary policy transmission, the so called interest rate channel (IRC), suggests that monetary policy shocks propagate through the economy in the following way: an expansionary monetary policy leads to a fall in the real interest rate thus lowering the cost of capital; this reduced cost of capital causes an increase in investment spending, which increases aggregate demand, and, ultimately, output (and vice-versa, for monetary contractions). The functioning of this channel rests on the assumption that there are two assets in the economy – money and interest bearing bonds.

More recently, a substantial research on alternative monetary transmission mechanisms (MTM) has been undertaken, aiming at explaining how changes in the short-term *nominal* interest rates can induce changes in the level of investment, which should be affected only by the *real* long-term interest rate. Mishkin (1997) lists nine such mechanisms, which can be broadly divided into two categories: those operating through asset prices and those operating through credit markets. The bank lending channel is the one of the channels that operate through the credit markets.

The concept of the bank lending channel rests on the assumption that there are three assets available for businesses and households in an economy – money, bonds and bank deposits: adding deposits creates a role for banks in the transmission of monetary policy. The bank lending channel operates as follows: a contraction in the money supply by the central bank decreases bank deposits and forces the commercial banks to cut on lending. The decrease in loans makes loan-dependent business and consumers reduce aggregate demand. As a result, output is affected.

Hence, the economic significance of the bank lending channel depends on: a) the existence of bank-dependent borrowers and b) the quantitative impact of a central bank's monetary policy on the supply of bank loans. Since the first condition usually holds for most economies, empirical studies have concentrated on testing whether a central bank can affect the supply of bank loans. They typically study individual

bank data,¹ testing the assumption that banks with different size, liquidity or level of capitalization should respond differently to policy shocks (see Kashyap and Stein 2000). Lending responses, if they emanate from loan supply changes, should be larger for banks with – for example – “weaker” balance sheets, which are more likely to have difficulties substituting lost deposits with external forms of finance.

We use a panel of annual balance sheet data on 323 Russian banks from 1995 to 2003 and test whether lending responses to a change in monetary policy differs, depending on the balance sheet strength of a bank. Our results indeed suggest that banks (especially *private* ones) with lower than average assets are more affected by monetary policy actions than average banks, which is consistent with bank lending channel hypothesis.

We first present a brief overview of theoretical work on the bank lending channel and describe some empirical studies that test the existence of the channel for European economies. Then we present the model to be used here. Afterwards, the Russian monetary policy and the structure of the banking sector in Russia are discussed, which is followed by the presentation of results of our estimations and by the conclusions.

2. A brief overview of the recent literature on the lending channel

According to the bank lending channel theory, monetary policy affects the supply of bank loans through an imperfect market for bank debt. A restrictive monetary policy leads to a drop in bank deposits. Only banks that have a larger share of liquid assets or that are bigger are able to shield their lending relationships from the monetary policy shock (see Mishkin 1996). Smaller banks have to draw on their liquid assets, whereas larger banks have better access to external finance due to their size. Hence, they do not have to reduce their lending as strongly as smaller or less liquid banks (see Bernanke and Gertler 1995). The same may be true for banks with a bigger capital-to-assets ratio, as market participants may perceive highly capitalized banks as being less risky. Consequently, it should be more expensive for less capitalized banks to access external finance. Further, if debtors do not have perfect substitutes for loans, banks' restrictive lending behaviour results in added costs to them. As

¹ Firm data has the added advantage of dealing with the “identification” problem in an estimation (namely, with the fact that a downturn would endogenously generate a reduction in the demand for loans, of the monetary policy shock).

Table 1. *The IRC in the euro area*

	Data lacking to determine relevance of IRC	Financial factors important for investment and potentially important for consumption	Some evidence against IRC. Financial factors potentially important for consumption only	Financial factors important for investment but not necessarily consumption	No evidence against IRC. No Financial factors expected
Loan supply reacts	Netherlands, Portugal	Greece, France (?)	Germany	Italy, France (?)	
Loan supply insensitive				Austria	Finland, Spain
Loan supply assessment not possible	Ireland	Belgium (?)		Belgium (?)	Luxembourg

Source: Angeloni et al. (2003).

a consequence, the bank lending channel would be an *additional* real economic effect to the conventional channels, which would not exist under a perfect market for debt.

Kashyap and Stein (1993) list three conditions (based on Bernanke and Blinder 1988) for a distinct bank lending channel to exist:

1. Firms should not be able to completely compensate a reduced supply of commercial bank loans from other sources;
2. The central bank must be able to affect the supply of credit;
3. There must be imperfections in the adjustment of the aggregate price level.

The third condition is an overall requirement for the effectiveness of monetary policy, and is usually met. So, to test the existence of the lending channel, one has to verify that conditions 1 and 2 are satisfied for a given economy.

With respect to the first condition, Kashyap and Stein conclude that if a contractionary monetary policy reduces the supply of loans, loan-dependent firms will be affected adversely. The second condition requires an empirical examination in each particular economy.

There are institutional arrangements that weaken the power of the bank lending channel. Three of the most important ones are the existence of capital adequacy requirements, the existence of reserve requirements and the participation of non-banking financial institutions in the supply of loans. Capital adequacy and reserve requirements restrict the supply of loans that a bank can make, thereby leaving less room for loan responses to monetary policy actions. The central bank also cannot control loans issued by non-banking financial institutions, which implies a lower overall capacity to affect the loans' supply to the economy.² Kashyap and Stein conclude

that an *average* bank should respond by cutting back on loans, as only well-capitalised banks can raise external finance and thus their lending would be less affected by policy changes.

3. A brief overview of the empirical literature in Europe

The evidence for the European Union concerning the IRC and the banking channel is presented in Table 1 below: for most of the countries, a role for the IRC is found. Concerning the *banking* channel, only Finland (and here the fact that estimations only deal with the period after Finland's banking crisis in the mid 1990s may affect the outcome), Luxembourg (a former "tax heaven", with its small and internationally oriented banking system) and Spain do not show any role for a banking channel.³

More recently, Engler et al. (2005) also find some signs that the bank lending channel is at work in Austria via capitalization levels, while Merkl and Stolz (2006), in a similar work, find that the bank capital channel is present in Germany.

Studies for the CIS are extremely scarce. In the work that most closely relates to this paper, Golodniuk (2006) analyses the existence of the bank lending channel in Ukraine. Her results suggest that the bank lending channel operates in the Ukrainian economy.

4. The model

We follow the Peek and Rosegren (1996) and Golodniuk (2006) model, in which "strong" and "weak" banks react differently to a change in monetary policy. In particular, we want to test the effect of bank capitalization and assets on the response of loans to changes in monetary policy. The

² Other institutional elements are also important: the still large share of the state-owned banks in many countries, the existence of bank networks and of deposit insurance.

³ Most of these studies were directly or indirectly linked to the European Central Bank (ECB) *Monetary Transmission Network*, the first of the ECB's Research Networks. See Angeloni, Kashyap and Mojon (2003).

theory predicts that better capitalized banks should be less sensitive to changes in policy, while the impact of asset size is ambiguous. The explanatory variable of primary interest is i_t , an exogenous indicator variable describing monetary policy shocks. Most of the recent studies of European economies use a short-term interest rate under control of the central bank (Engler et al. 2005, is an exception, as it uses the “unexpected” component of monetary policy). Following those, we will use the Russian short-run money market rate as the policy indicator.

The effect of monetary policy on bank loans depends, as explained above, on the balance sheet strength of a bank. We include a second set of explanatory variables that is the interaction between the change in i_t and a measure of balance sheet strength of a bank. As indicated above, the theory suggests capital and asset size as measures of bank strength. Empirical papers typically use asset size (A_{it}), liquidity (LIQ_{it}), or capitalization (CA_{it}). We include all three of them into our specification.

We also have to isolate changes in total loans caused by movements in loan demand, since we are testing if actions by the Central Bank of Russia (CBR) can affect the supply of loans. To account for loan demand movements, variables like GDP or CPI have traditionally been added to this type of model. However, macroeconomic aggregates fail to capture demand changes for an individual bank. To better control for cross-sectional differences in loan demand, measures like real certificates of deposits and bank securities holdings (Kashyap and Stein 1995, Kishan and Opiela 2000) were suggested. Here, we will use total deposits (TDE) and total borrowed funds (TBF) to proxy movements in demand for loans of a particular bank, as these aggregates reflect better the specific features of the Russian banking system. We also have to include lags of both dependent and explanatory variables to allow for dynamic effects. The model specification is as follows in equation (1) below:

$$\Delta LN_{it} = \alpha_i + \gamma_i \Delta LN_{it(-1)} + \sum_{j=0}^1 \beta_j \Delta i_{t-j} + \sum_{j=0}^1 \delta_j \Delta i_{t-j} BS_{it-1} + \theta_j BS_{it-1} + \sum_{j=0}^1 \psi_j \Delta TDE_{it-j} + \sum_{j=0}^1 \phi_j \Delta TBF_{it-j} + u_{it} \quad (1)$$

where ΔLN is the growth rate of loans of bank i in year t . The data on loans and all other balance sheet items is taken directly from the balance sheet of banks.

Δi_t – change in the annualised Russian money market rate.

BS_{it} – vector of the three variables capturing the balance sheet strength of a bank – Asset size (LIQ_{it}), Liquidity (A_{it}) and Capitalization (CA_{it}). Asset size is

total assets (in USD), while liquidity and capitalization are calculated as ratios of bank liquid assets and equity capital to total assets, respectively. ΔTDE_{it} is the growth rate of total deposits and ΔTBF_{it} is the growth rate of a bank’s total borrowed funds.

The coefficients on the Δi_{t-j} terms capture the response of an average bank to a monetary shock, while the coefficients on BS_{it} cross terms describe how the response differs for differently capitalized banks. For an operational lending channel to exist it is sufficient that all coefficients on Δi_{t-j} are negative (and significant) and the coefficients on the BS_{it} and Δi_{t-j} cross products are positive (and significant).

Before showing the results of our estimations, we will briefly describe both the monetary policy followed by the CBR and the structure of the Russian banking system.

5. The Russian monetary and exchange rate policy, 1993-2004

The dissolution of the Soviet Union at the end of 1991 did not immediately lead to the establishment of a truly Russian monetary authority capable of conducting an independent and effective monetary policy. It is only after 1993 that the CBR has been able to conduct its own independent monetary policy, although its scope was limited by the policy choice to finance a large budget deficit, mainly caused by a substantial initial decline in output.

This loose monetary stance continued until mid-1995, when the Russian economy started showing signs of stabilization and a new law on the CBR was passed, providing it with some degree of legal independence in conducting monetary policy. These positive developments allowed the CBR to adopt a tighter monetary policy and to introduce a pegged exchange rate regime with a crawling band against the US dollar (USD), from July 1995 onwards, replacing the previous “dirty float”. As a result of these measures inflation slowed down from almost 200% in 1995 to 48% in 1996 and to 15% in 1997 (see Table 2). Furthermore, credit to the government fell significantly⁴ and the CBR started to conduct monetary policy via indirect instruments, such as reserve requirements.

However, the Asian crisis of 1997 decreased investment confidence in Russia and caused capital outflows, forcing the CBR to defend the band. Although during the exchange market interventions in November 1997 the CBR lost over USD 6 billion of its liquid reserves, or two thirds of total reserves at

⁴ The financing of the fiscal deficit was mainly secured through the issuance of domestic debt, which was made possible by the initial development of the Russian securities market.

Table 2. *Basic monetary indicators for Russia*

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Inflation (CPI), 12-month % change (eoy)	307.6	197.5	47.74	14.77	84.4	36.5	20.2	18.6	15.1	12.0	11.7	10.9
M2 growth rate	216.5	112.6	29.56	28.85	37.6	56.7	58.0	36.3	33.8	38.5	33.7	36.3
Nominal exchange rate to USD (eoy)	3.6	4.6	5.6	6.0	20.7	27.0	28.2	30.1	31.8	29.5	27.7	28.8
Nominal exchange rate to EUR (eoy)	–	–	–	–	–	27.2	26.1	26.5	33.1	36.8	37.8	33.9
REER, period average (2000=100)	103	112.9	137.6	145.2	128.5	90.5	100.0	118.7	122.7	135.3	155.0	168.4

Source: IMF/IFS, calculations by the author.

that time, the exchange band was successfully defended on that occasion.

Nevertheless, after renewed attacks on the currency in the run-up to August 1998,⁵ the government was forced to default on its domestic debt obligations. The rouble was devalued and lost 62% of its nominal value between the end of July and the end of September 1998. The exchange rate band was abandoned, leading to the adoption of a “dirty floating” regime (albeit Russia followed a *de facto* targeting of an exchange rate indicator also after 1998). One consequence of the sharp depreciation was a rapid but short-lived acceleration in inflation (it jumped to over 84% in 1998).

⁵ The year 1998 also the low point of a downward price cycle of energy commodities, the main Russian exports: this also substantially affected Russia's external position.

As a consequence of the renewed inflationary pressures in 1998, one of the main objectives of the Bank of Russia was to bring inflation down, initially to 30%, while keeping output decline in the range of 1–3% (see Table 3, for the CBR's post-1998 *stated* objectives and instruments).

To achieve this objective, monetary policy was tightened by reducing net credit to the banking system. Because of this measure, inflation fell in 1999 to 37%, and the real exchange rate depreciation stopped. Furthermore, fiscal performance significantly improved, due to the approval of a new package of fiscal measures, and to improvements in revenue collection.

This improved fiscal and external performance was also linked to energy prices: 1999 signaled the beginning of a new upward price cycle for energy

Table 3. *Stated objectives and targets of the CBR*

1999	2000	2001	2002	2003	2004
M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 18%-26% growth.	M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 21%-25% growth.	M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 27%-34% growth.	M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 22%-28% growth.	M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 20%-26% growth.	M2 aggregate growth rates as an intermediate target: 19%-25% growth.
Reduction of the inflation rate to 30%.	Reduction of the inflation rate to 18%.	Reduction of the inflation rate to 12%-14% a year.	Reduction of inflation to 12%-14% a year range (“core inflation” concept introduced)	Reduction of inflation to 10-12% (core inflation should be kept within the 8.0%-8.5% range).	Reduction of inflation to 8-10% (or 7%-8% core inflation), to 6.5%-8.5% in 2005 and to 5.5-7.5% in 2006.
GDP growth: -1% to -3% GDP fall.	GDP growth: 1.5%.	GDP growth: 4%-5%.	GDP growth: 3.5-4.5%.	GDP growth: 3.5%-4.5%.	GDP growth: 3.5%-4.5%.
Exchange rate: in 1999 the exchange rate was not a formal monetary policy target.	Exchange rate: in 2000 the exchange rate was not a formal monetary policy target.	Exchange rate: in 2001 the exchange rate was not a formal monetary policy target.	Exchange rate: nominal exchange rate targeting?	Exchange rate: “The Bank of Russia believes that the rouble's REER may safely rise by 4% to 6% in 2003”.	Exchange rate: “the REER of the rouble may rise by 3%-5%. The Bank of Russia will try to stop it from rising by more than 7%”.

Source: Esanov, Merkel, Vinhas de Souza (2005).

Table 4. *Share of state, foreign and other banks in total assets (%)*

	2002	2003	2004
State banks*	37.5	36.0	38.1
- Sberbank	28.4	27.6	28.6
- VEB	4.9	5.2	6.0
Foreign banks (>50% foreign-owned)	8.1	7.4	7.6
Other banks (private domestic banks, banks owned by state corporations, etc.)	54.4	56.6	54.3

* Banks where over 50% of the shares are owned by federal, regional and local governments, their non-corporatised (so-called unitary) enterprises, the Federal Property Fund, and the CBR. Vnesheconombank is not included.

Source: CBR.

commodities. World energy prices increased (over 50% of Russia's exports are of energy-related products – oil and gas), resulting in very substantial trade and current account surpluses (in some years close to 10% of GDP), renewed capital inflows and a strong resumption of growth in Russia. Given the effects of these developments on the (real) exchange rate, it became again one of the main targets of monetary policy. Since 2003 the CBR has had formal real exchange rate target ranges. The CBR policy has slowed the *real* appreciation of the rouble and reduced inflation, albeit the pace of disinflation has been slower than the one formally targeted by the authorities.

6. The Russian banking system⁶

Russia has a concentrated, mostly state-owned, banking system, with a still relatively limited significance in GDP terms. At mid-2005, the total Russian banking sector assets amounted to roughly 44% of GDP, up from 33% at end-1999. The number of operating credit institutions in Russia continued to decline gradually, from about 1330 in 2003 to 1276 in late 2005. The concentration of the Russian banking sector has slightly increased recently, with the five largest banks currently accounting for 45% of the total assets.

Russia has a very large, albeit decreasing, share of its bank assets in the hands of state owned banks. According to estimates by the CBR, the number of state banks declined slightly to 21, while their share of the total banking sector assets at end-2004 rose to about 38% (see Table 4).⁷ The two largest banks, Sberbank⁸ and Vneshtorgbank (VEB), increased their

market share (to about 29% and 6% of the assets, respectively), as did the rest of the state banks (to 3.5%, of which over 2% is accounted for by the Bank of Moscow, controlled by the Moscow City Government).

On the other hand, banks that are over 50% foreign-owned have gradually grown in number throughout this decade (from 33 to 48 banks, currently). In 2004, they also slightly increased their share of banking sector assets (7.6%). The three largest foreign banks account for about 5% of total banking assets.

Other domestic banks, most of them controlled by private domestic owners (but also including banks controlled by state-controlled corporations), saw their share in total assets decline in 2004 to little over 54%, as two large banks faced problems with funding (and another bank was taken over by the VEB), and there were a number of license withdrawals. The three largest private banks, representing about 7% of the total assets, another 7 of the 30 largest banks and several small banks belong to the so-called financial-industrial groups.⁹ Those groups are often controlled by a few ultimate beneficial owners.

7. Data and estimation results

In this work we use annual data covering 1995-2003. We have bank balance sheet data for 323 Russian banks, provided by BankScope, representing almost 4 trillion Roubles at end 2003, or roughly two thirds of the total assets of the banking system.¹⁰ These data clearly have a non-normal distribution, as Table 5 below shows.

The Figure 1 below also shows that the Sberbank alone is responsible for 39% of all assets in 2003 and

⁶ This section is largely based on ECB (2005) and Vinhas de Souza, Gaspar (2004).

⁷ In addition, there are banks controlled by state-controlled corporations, the largest being Gazprombank, with 5% of the sector's assets, banks where the state holds a non-controlling minority stake and Vnesheconombank (which is state-owned but not registered as a bank), with about 2% of the assets. Banking sector analysts estimate that, on the whole, over 50% of banking sector assets are directly or indirectly controlled by the state.

⁸ The CBR is the major shareholder of Sberbank.

⁹ The concept of "financial-industrial groups" in Russia refers to groupings of banks and non-bank companies where a non-bank company owns or controls the bank. They can be seen as a rather Russian type of "banking network".

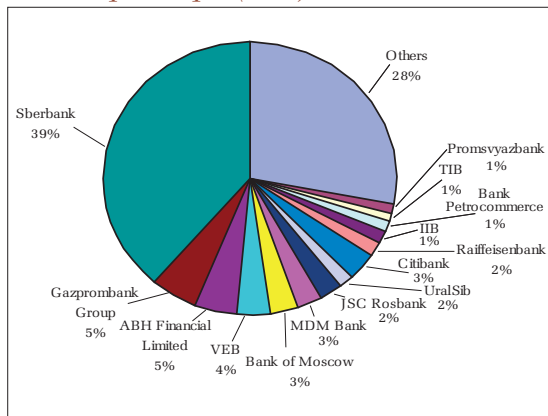
¹⁰ BankScope data has a known bias towards smaller banks. As small banks in Russia are very small and are, by far and large, not involved in lending, this bias is likely to be less serious here.

Table 5. Basic statistics, total assets (2003), BankScope sample

Mean	1,072,406.17	Skewness	10.14
Standard Error	420,842.71	Minimum	12,391.00
Median	285,973.00	Maximum	50,162,157.00
Mode	471,178.00	Sum	129,761,146.00
Standard Deviation	4,629,269.82	Largest	50,162,157.00
Sample Variance	12.73	Smallest	12,391.00
Kurtosis	107.74		

Source: own calculations.

Figure 1. Bank shares of total assets, BankScope sample (2003)



Source: BankScope.

that only 14 banks in our sample have 1% or more of the total assets.

Total assets are defined as the sum of all bank assets, while capital is bank equity. We initially estimated both OLS fixed and random effect versions of our model, and tested each against the other using a Hausman test. In all cases, the fixed effects' was the preferred one, so these are the results that will be presented here. The specification is as in (1) above. We added GDP, real exchange rate (REER) and inflation as macro controls. Additionally, the bank specific features listed in the vector BS_{it} have all been centred in the sample average, so as to help in the economic interpretation of the variables. The estimation results for the model are shown in Table 6 below.

Our aim is to test for the existence of the bank lending channel in Russia. In terms of our specification, this implies that all coefficients $\Delta i_{t,j}$ on should be negative (and significant) and the coefficients on BS_{it} and $\Delta i_{t,j}$ cross products should be positive (and significant). The coefficients on the contemporaneous and lagged monetary policy indicators are negative but non-significant (headings "Model 1" and "Model 2" -which includes the macro control set, Table 6). The term $\Delta i * A$ is positive significant, but $\Delta i * A (-1)$ is negative significant, and with a higher point estimate, while $\Delta i(-1)*A(-1)$ is positive but non-significant (the assets variable is

positive significant). All the CA cross terms are non-significant, and only the contemporaneous and double lagged ones are positive. All the LIQ cross terms are non-significant, while the contemporaneous and double lagged terms are negative.

The results are similar, if we estimate the model for consumer loans rather than total loans (headings "Model 3" and "Model 4", Table 6). Consumer loans, which are gaining in importance in Russia, should be more sensitive to changes in the short-term interest rate.¹¹ Nevertheless, the coefficients are generally consistent with those in the respective model for total loans. Robustness tests, namely the usage of an alternative indicator for monetary policy – the refinancing rate – produce essentially the same qualitative results. Also, all the variables in both the bank specific and macro control set are non-significant.

There are additional econometric and data reasons why we may be obtaining the results below. Firstly, in order to eliminate the individual effect in (1), one should use the Arellano and Bond (1991) generalized method of moments (GMM) estimator, which applies the entire set of lagged values of the endogenous variable as instruments.¹² Secondly, the large state-owned banks may be non-sensitive or less sensitive to interest rate changes than private banks, so we eliminate those from our sample. Thirdly, the time period covered in our sample is rather short but quite heterogeneous, including both the lead-up to the 1998 crisis and its aftermath, and the recovery from 1999 onwards, so we break the sample into two periods, 1995-1999 and 2000-03. The results with those three modifications for the 1995-1999 sample – the sub-sample when interest rates were increased by the CBR¹³ – are presented in Table 7 below, for the same models as above (total loans, "Model 1" and

¹¹ Albeit in Russia they are mostly indexed to the USD.

¹² For consistent Arellano-Bond estimates, the test of overidentification cannot be rejected and therefore autocorrelation of order two or higher should not exist. In all of the following results, the tests indicated that there is no autocorrelation of higher order.

¹³ Before two back to back increases in March and April 2006, the last time that the CBR refinancing rate had been increased was in May 1998 (as compared with 13 reductions since 1998, reflecting both the relatively high level of the rate post the 1998 increase and the structural excess liquidity in the Russian money markets).

Table 6. Estimation results

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
$\Delta LN_{it(-1)}$	-1.08	0.00	-1.10	0.00	-	-	-	-
$\Delta LCN_{it(-1)}$	-	-	-	-	-0.47	0.00	-0.44	0.00
Δi	-0.003	0.65	-0.006	0.43	-0.004	0.40	-0.002	0.70
$\Delta i(-1)$	-0.002	0.43	-0.004	0.24	-0.001	0.57	-0.002	0.49
ΔA	0.48	0.00	0.70	0.01	0.34	0.01	0.46	0.01
ΔCA	0.82	0.21	0.79	0.24	0.14	0.78	0.20	0.69
ΔLIQ	-1.33	0.05	-1.43	0.04	-1.57	0.00	-1.62	0.00
$\Delta i * A$	0.01	0.02	0.01	0.07	0.01	0.07	0.01	0.31
$\Delta i * A(-1)$	-0.02	0.01	-0.02	0.04	-0.01	0.10	0.00	0.43
$\Delta i(-1) * A(-1)$	0.00	0.27	0.00	0.25	0.00	0.19	0.00	0.17
$\Delta i * CA$	0.02	0.19	0.02	0.20	0.03	0.02	0.03	0.03
$\Delta i * CA(-1)$	-0.01	0.67	-0.01	0.73	-0.01	0.53	-0.01	0.53
$\Delta i(-1) * CA(-1)$	0.02	0.35	0.01	0.38	0.01	0.31	0.01	0.40
$\Delta i * LIQ$	-0.04	0.11	-0.04	0.13	-0.01	0.63	-0.01	0.67
$\Delta i * LIQ(-1)$	0.01	0.77	0.00	0.91	-0.01	0.39	-0.02	0.20
$\Delta i(-1) * LIQ(-1)$	-0.01	0.42	-0.01	0.38	0.00	0.52	-0.01	0.41
ΔTDE	0.00	0.56	0.00	0.66	0.00	0.43	0.00	0.38
ΔTBF	0.00	0.41	0.00	0.52	0.00	0.52	0.00	0.51
$\Delta TDE(-1)$	0.00	0.11	0.00	0.17	0.00	0.20	0.00	0.31
$\Delta TBF(-1)$	0.00	0.65	0.00	0.84	0.00	0.45	0.00	0.41
GDP	-	-	-0.05	0.31	-	-	0.00	0.96
INF	-	-	-0.01	0.31	-	-	0.00	0.87
$REER$	-	-	-0.02	0.17	-	-	-0.01	0.39
Constant	1.07	0.00	4.43	0.08	0.69	0.00	2.11	0.26

Significant variables in bold.

Source: own calculations.

“Model 3” – the latter with macro controls and consumer loans, “Model 2” and “Model 4” – the latter with macro controls).

The results in Table 7 seem to be somewhat stronger (in the sense of conforming to theoretical predictions) than in the previous estimations, especially for consumer loans and the cross products coefficients. The coefficients on the contemporaneous and lagged monetary policy indicators are negative for consumer loans, but they are non-significant. The terms $\Delta i * A$ and $\Delta i * A(-1)$ are indeed all positive, but only the lagged ones for total loans are significant. All the CA cross terms are also positive but only the contemporaneous ones are significant. On the other hand, all the LIQ cross terms are non-significant, some being positive and some being negative.

Further, given the possibility that domestic and foreign private banks may have different reactions within the privately owned sub-sample, we present below the results for domestic private banks: the statistical significance of the results is stronger and they conform rather well to the theoretical expectations, but here the stronger results are obtained using a full time sample (see Table 8).

We can only conclude that we currently have only weak signs of both an IRC¹⁴ and of the bank lending channel in Russia - but that those become somewhat strong using privately owned banks, and especially domestically owned private banks - and these are linked to the level of assets and capitalization.

These results may be explained by the limited use by the monetary authority itself of interests rates as an instrument of monetary policy, by the limited – but growing - importance of the Russian banking sector as provider of loans to domestic companies and households, by the persistent excess liquidity stemming from the very large current account surpluses after 1999, and by institutional features that limit the effectiveness of the banking channel (namely, a large state presence in the banking sector, the existence of a deposit insurance system in the largest, “systemic” bank in Russia, and the existence of a very particular type of “banking networks”).

Our results may indicate that the CBR, which aims to switch to a monetary policy framework based

¹⁴ Esanov, Merkl and Vinhas de Souza (2005) had already come to this conclusion, which was also supported by a separate VAR macro estimation of the IRC. Those results are not shown here, but they are available from the author upon request.

Table 7. Estimation results II

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Coef.	P> z	Coef.	P> z	Coef.	P> z	Coef.	P> z
$\Delta LN_{it(-1)}$	-0.428	0.00	-0.375	0.01	-0.053	0.79	-0.064	0.72
A	0.874	0.00	0.752	0.01	0.517	0.08	0.433	0.11
CA	-0.576	0.23	-0.681	0.14	-0.581	0.22	-0.676	0.12
LIQ	-0.511	0.28	-0.481	0.29	-0.222	0.64	-0.226	0.61
Δi	0.004	0.52	0.005	0.39	-0.005	0.40	-0.005	0.41
$\Delta i(-1)$	0.003	0.36	0.003	0.27	-0.004	0.25	-0.004	0.26
$\Delta i * A$	0.003	0.23	0.003	0.16	0.003	0.20	0.002	0.21
$\Delta i(-1) * A(-1)$	0.002	0.05	0.002	0.04	0.001	0.40	0.001	0.36
$\Delta i * CA$	0.032	0.03	0.030	0.03	0.028	0.05	0.029	0.03
$\Delta i(-1) * CA(-1)$	0.003	0.77	0.006	0.52	0.004	0.68	0.009	0.27
$\Delta i * LIQ$	0.000	0.98	0.001	0.96	-0.009	0.54	-0.005	0.71
$\Delta i(-1) * LIQ(-1)$	-0.001	0.84	0.000	0.95	0.003	0.72	0.004	0.57
ΔTDE	0.000	0.68	0.000	0.59	0.000	0.85	0.000	1.00
$\Delta TDE(-1)$	0.000	0.23	0.000	0.19	0.000	0.82	0.000	0.58
ΔTBF	0.000	0.70	0.000	0.60	0.000	0.88	0.000	0.80
$\Delta TBF(-1)$	0.000	0.43	0.000	0.62	0.000	0.90	0.000	0.64
INF	-	-	-	0.012	0.00	0.011	0.00	-
Constant	0.068	0.34	0.048	0.48	0.057	0.42	0.039	0.55

*GDP and REER dropped due to collinearity.
Significant variables in bold

Source: own calculations.

on inflation targeting *cum* floating exchange rate as early as 2007, has to be cautious concerning the effectiveness of any interest rate based monetary policy in Russia. Changes are necessary to strengthen the transmission mechanism of interest rates decision, if such a policy switch is to work.

Among the possible changes that are under the control of the Russian policy makers, one is the reforming of the state owned banks. Either expanding the market share of private banks, or increasing the interest-rate sensitivity of state-owned banks could lead to a greater role for the MTM.

Table 8. Estimation results III

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	Coef.	P> z	Coef.	P> z	Coef.	P> z	Coef.	P> z
$\Delta LN_{it(-1)}$	-0.047	0.51	0.012	0.87	0.061	0.40	0.106	0.14
A	0.247	0.04	0.245	0.03	0.336	0.02	0.289	0.04
CA	-0.261	0.45	-0.359	0.28	-0.546	0.10	-0.642	0.05
LIQ	-1.572	0.00	-1.488	0.00	-1.662	0.00	-1.538	0.00
Δi	-0.004	0.32	-0.003	0.51	-0.010	0.25	-0.006	0.49
$\Delta i(-1)$	0.000	0.86	0.000	0.79	-0.005	0.20	-0.003	0.47
$\Delta i * A$	0.003	0.04	0.003	0.03	0.003	0.03	0.004	0.02
$\Delta i(-1) * A(-1)$	0.001	0.09	0.001	0.07	0.001	0.12	0.001	0.08
$\Delta i * CA$	0.037	0.00	0.036	0.00	0.042	0.00	0.041	0.00
$\Delta i(-1) * CA(-1)$	0.004	0.65	0.008	0.30	0.010	0.18	0.016	0.04
$\Delta i(-1) * LIQ$	0.015	0.22	0.014	0.22	0.001	0.94	0.002	0.85
$\Delta i(-1) * LIQ(-1)$	0.004	0.57	0.005	0.41	0.006	0.30	0.007	0.20
ΔTDE	0.000	0.11	0.000	0.09	0.000	0.09	0.000	0.08
$\Delta TDE(-1)$	0.000	0.53	0.000	0.81	0.000	0.61	0.000	0.50
ΔTBF	0.000	0.24	0.000	0.16	0.000	0.12	0.000	0.09
$\Delta TBF(-1)$	0.000	0.75	0.000	0.57	0.000	0.76	0.000	0.51
GDP	-	-	-	-	-0.023	0.68	-0.001	0.99
INF	-	-	-	-	-0.008	0.47	-0.002	0.84
REER	-	-	-	-	0.012	0.00	0.011	0.01
Constant	-0.056	0.26	-0.063	0.18	0.003	0.98	-0.039	0.74

*GDP and REER dropped due to collinearity.
Significant variables in bold

Source: own calculations.

One may also note that these results are relevant not only for Russia, but to all countries who link or are considering linking their currency to the Russian rouble or whose financial systems have a significant participation of Russian banks (like, for instance, Belarus, which experienced side effects from the Russian mini banking crisis during the summer of 2004).

8. Conclusions

The existence of the bank lending channel has important implications for the conduct of monetary policy by a central bank. The literature predicts that if the bank lending channel is present, banks would cut back on lending in response to monetary contraction and undercapitalized banks would be more affected than larger, better capitalized banks. This happens because for the former it is more difficult to compensate the reduction in deposits with funds from other external sources.

Tests for the existence of the bank lending channel usually classify banks according to some measure of balance sheet strength, like capitalization

or asset size, and then estimating the lending responses to a monetary shock. This paper uses capitalization, bank assets and liquidity as “separating” variables.

This work, using annual data covering 1995-2003 and applying GLS (fixed and random) and GMM estimators, finds only limited signs that the bank lending channel is operational in Russia: the higher the assets and/or capital, the less sensitive a bank is to changes in monetary policy. These results seem to be stronger for a sample without the Russian state-owned banks and limited to the period 1995-1999 (for all private banks; for Russian private banks only, the results are stronger using the full sample), when excess liquidity was not a permanent feature of the Russian money market.

These results are consistent with theoretical predictions and with the specificities of the Russian situation, and they imply that bank lending channel has some, albeit limited, degree of effectiveness in Russia. This effectiveness is expected to increase in time, with the continued development of the Russian banking system, and future work using longer time series will show if this is the truly observed outcome.

References

- Anderson T., Hsiao C. (1982), *Formulation and Estimation of Dynamic Models Using Panel Data*, “Journal of Econometrics”, Vol.18, issue 2, pp. 47-82.
- Angeloni I., Kashyap A., Mojon B. (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Arellano M., Bond S. (1991), *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*, “Review of Economic Studies”, No. 58, pp. 277-297.
- Bernanke B., Blinder A. (1988), *Credit, Money and Aggregate Demand*, “The American Economic Review”, Paper and Proceedings, No. 78, pp. 439-39.
- Bernanke B., Blinder A. (1992), *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*, “The American Economic Review”, No. 82, pp. 901-921.
- Bernanke B. (1983), *Nonmonetary Aspects of the Financial Crisis in the Propagation of Great Depression*, “The American Economic Review”, No. 73, pp. 2567-76.
- De Bondt G. (1998), *Credit Channels in Europe: Bank Level Panel Data Analyses*, “Research Memorandum WO&E”, No. 567, June, De Nederlandsche Bank, Amsterdam.
- Engler P., Jokipii T., Merkl C., Rovira Kaltwasser P., Vinhas de Souza L. (2005), *The Effect of Capital Requirement Regulation on the Transmission of Monetary Policy: Evidence from Austria*, “Working Paper”, No. 99, Central Bank of Austria, Vienna.
- Esanov A., Merkl C., Vinhas de Souza L. (2005), *Monetary Policy Rules for Russia*, “Journal of Comparative Economics”, September 2005, Vol. 33, No. 3, pp. 484-499.
- European Central Bank (2005), *Challenges for Banking Sector Stability in Russia and the euro area*, mimeo, Frankfurt.
- Farinha L., Marques C. (2001), *The Bank Lending Channel of Monetary Policy: Identification and Estimation Using Portuguese Micro Bank Data*, “Working Paper”, No. 102, European Central Bank, Frankfurt.

- Golodniuk I. (2006), *Evidence on the Bank Lending Channel in Ukraine*, in: L. Vinhas de Souza, O. Havrylyshyn (eds), *Growth Resumption in the CIS*, Springer, Berlin.
- Hahn J., Kuersteiner G. (2002), *Asymptotically Unbiased Inference for a Dynamic Panel Model with Fixed Effects*, "Econometrica", Vol. 70, No. 4, pp. 1639-57.
- Kashyap A., Stein J. (2000), *What do a Million Observations on Banks Say about the Transmission of Monetary Policy?*, "American Economic Review", Vol. 90, No. 3, pp. 407-28.
- Kashyap A., Stein J. (1995), *The Role of Banks in the Transmission of Monetary Policy*, "NBER Reporter", Fall, NBER, Cambridge.
- Kashyap A., Stein J. (1993), *Monetary Policy and Bank Lending*, "Working Paper", No. 4317, NBER, Cambridge.
- Kishan R., Opiela T. (2000), *Bank Size Bank Capital and the Bank Lending Channel*, "Journal of Money Credit and Banking", Vol. 32, pp. 21-141.
- Merkl C., Stolz S. (2006), *Banks' Regulatory Buffers, Liquidity Networks, and Monetary Policy Transmission*, mimeo, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Mishkin F. (1997), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Little, Brown and Co, Boston, Toronto.
- Mishkin F. (1996), *The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy*, "Working Paper", No. 5464, NBER, Cambridge.
- Peek J., Rosengren E. (1995), *Bank Lending and the Transmission of Monetary Policy*, in: J. Peek E. Rosengren (eds), *Is Bank Lending Important for the Transmission of Monetary Policy?*, "Conference Series", No. 39, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- Vinhas de Souza L. (2005a), *DG-ECFIN Energy Study: The Russian Federation*, mimeo, European Commission, Brussels.
- Vinhas de Souza L. (2005b), *The Recycling of Petro & Gas Euros: Russia and the EU*, mimeo, European Commission, Brussels.
- Vinhas de Souza L., Gaspar P. (2004), *Financial Sector Development in the Future EU Member States and Russia*, mimeo, Kiel Institute for World Economics, Kiel.

Kryzys finansowy w Turcji w latach 2000–2001

Financial Crisis in Turkey in 2000-2001

*Adam Pawlikowski**

Streszczenie

Turcja w latach 2000–2001 stała się jednym z ostatnich krajów rozwijających się, który doświadczył druzgocącego kryzysu bliźniaczego – załamaniu się reżimu kursowego towarzyszył głęboki kryzys w sektorze bankowym. Jego koszty okazały się bardzo wysokie – sama restrukturyzacja banków kosztowała ponad 53 mld USD, czyli około 36% PKB. Celem artykułu jest zaprezentowanie specyfiki kryzysu tureckiego, w tym zwrócenie szczególnej uwagi na rolę słabości strukturalnych sektora bankowego w jego przebiegu. Słabości strukturalne systemu finansowego po raz kolejny w przypadku Turcji odegrały podstawową rolę nie tylko jako przyczyny kryzysu, ale również jako czynniki warunkujące jego przebieg i determinujące koszty ponoszone ostatecznie przez całe społeczeństwo. Przypadek Turcji podkreśla znaczenie właściwych rozwiązań składających się na siatkę bezpieczeństwa finansowego, wskazując na negatywne konsekwencje przyjęcia błędnych rozwiązań instytucjonalnych.

Słowa kluczowe: kryzys finansowy, kryzys bankowy, Turcja, *safety net*, zarządzanie kryzysowe.

Abstract

In 2000–01 Turkey became one of the latest emerging markets that were hit by the shattering twin crisis – the collapse of currency was accompanied by a severe crisis of the banking sector. Its costs appeared to be very high – the restructuring of the banking sector cost over USD 53 billion, i.e. approximately 36% of the GDP. The aim of this article is to present the specificity of the Turkish crisis stressing the role of structural weaknesses of the banking sector. Once again in the case of Turkey the structural weaknesses played a crucial role not only as causes of the crisis but also as factors influencing its course and determining the costs borne by the whole society. The case of Turkey underlines the need for adopting adequate institutional arrangements (*safety net*) protecting the financial system from destabilization.

Keywords: financial crisis, banking crisis, Turkey, *safety net*, crisis management.

JEL: E44, G14, G21, G28, G29, G33, G34

* Narodowy Bank Polski, Departament Systemu Finansowego; Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych (doktorant).

Wprowadzenie

W ostatnich latach w krajach określanych mianem *emerging markets*, ale również w państwach wysoko rozwiniętych, miały miejsce spektakularne kryzysy walutowe i bankowe¹. Przyciągały one uwagę teoretyków, polityków, bankowców, jak też opinii publicznej. Obecnie kryzysy finansowe nadal są przedmiotem wielu badań, w których z perspektywy czasu analizowane są zjawiska niestabilności gospodarczej. Mimo że każdy kryzys jest zjawiskiem szczególnym, rządzą nim pewne prawidłowości. Analiza doświadczeń kryzysowych pozwala na rozpoznanie potencjalnych zagrożeń, rodzajów szoków poprzedzających wystąpienie kryzysów oraz skutków dla całej gospodarki (Szczepańska, Sotomska-Krzysztofik, Pawliszyn 2004, s. 5).

Turcja w latach 2000–2001 stała się jednym z ostatnich krajów rozwijających się, który doświadczył druzgocącego kryzysu bliźniaczego – załamaniu się reżimu kursowego towarzyszył głęboki kryzys w sektorze bankowym. Jego koszty okazały się bardzo wysokie – sama restrukturyzacja banków kosztowała ponad 53 mld USD, czyli około 36% PKB. Celem artykułu jest zaprezentowanie specyfiki kryzysu tureckiego i jednocześnie zwrócenie szczególnej uwagi na rolę słabości strukturalnych sektora bankowego w jego przebiegu. Przypadek Turcji podkreśla znaczenie właściwych rozwiązań składających się na siatkę bezpieczeństwa finansowego, wskazując na negatywne konsekwencje przyjęcia błędnych rozwiązań instytucjonalnych. W artykule odniesiono się również do teorii kryzysów oraz porównań międzynarodowych.

W początkowej części artykułu scharakteryzowano turecką gospodarkę i sektor bankowy w okresie przedkryzysowym, podkreślając wieloletnie narastanie negatywnych zjawisk i tendencji. Następnie opisano próbę stabilizacji gospodarki przy wsparciu MFW, ostatecznie zakończoną klęską i wybuchem kryzysu finansowego. W dalszej części zaprezentowano przebieg kryzysu, jego konsekwencje makroekonomiczne oraz przeprowadzoną restrukturyzację sektora bankowego. Ostatnią część, przed wnioskami, poświęcono na analizę kryzysu tureckiego w świetle teorii kryzysów.

1. Gospodarka turecka do 1999 r.²

1.1. Ogólna charakterystyka gospodarki

Turcja to kraj o 72 mln mieszkańców, będący członkiem NATO i Rady Europy i od wielu lat aspirujący

do członkostwa w Unii Europejskiej (UE). W 1964 r. podpisała układ o stowarzyszeniu z UE, a w 1987 r. otrzymała status kraju ubiegającego się o członkostwo. W styczniu 1996 r. Turcja podpisała z UE porozumienie w sprawie wolnego handlu (unia celna), a następnie – w październiku 2005 r. – rozpoczęła negocjacje w sprawie przystąpienia do UE.

Wartość produktu krajowego brutto (PKB) w 1999 r. wynosiła 185 mld USD, co dawało PKB *per capita* na poziomie blisko 3 000 USD. Największy udział w tworzeniu PKB miały usługi (56,9% PKB), których głównym składnikiem była turystyka. Przemysł wytwarzał 22,6% PKB, więcej niż rolnictwo (15,0% PKB) zatrudniające aż 42% ogółu siły roboczej, będące sektorem silnie upaństwowionym i subsydiowanym. Pozostałe 5,5% PKB przypadało na budownictwo³.

Dynamicznie rozwijająca się gospodarka turecka jest swoistym połączeniem stosunkowo nowoczesnego przemysłu i handlu z tradycyjnym rolnictwem i rzemiosłem. Pomimo szybkiego rozwoju sektora prywatnego państwo w dalszym ciągu odgrywa dużą rolę w gospodarce, szczególnie w przemyśle oraz usługach finansowych i transportowych. Strukturę tureckiej gospodarki u schyłku XX w. można określić jako typową dla uprzemysłowionego kraju rozwijającego się (Sasin 2001, s. 80).

1.2. Tempo wzrostu gospodarczego

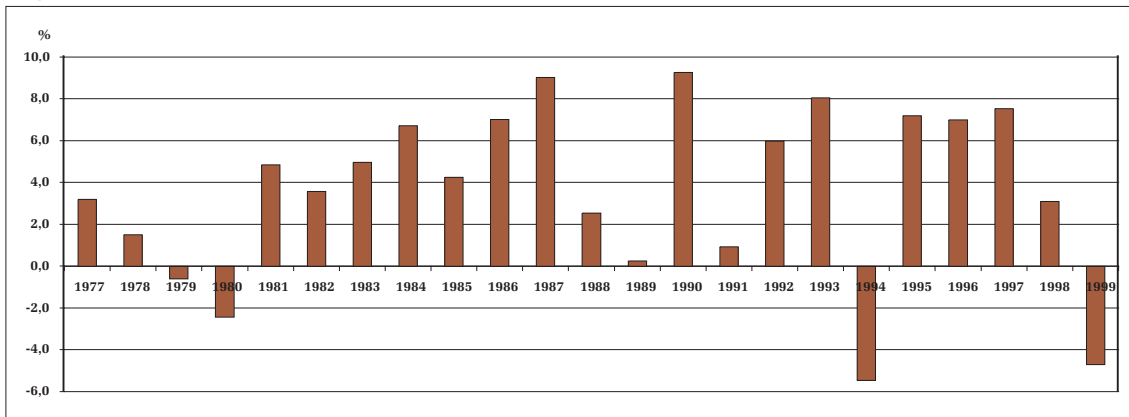
Dokonując ogólnej oceny koniunktury w latach 1980–1999, gospodarkę turecką można scharakteryzować jako niestabilną, zmienną oraz wrażliwą na różnego rodzaju szoki zewnętrzne. Tempo wzrostu gospodarczego w Turcji w ostatnim dwudziestolecu XX w. było stosunkowo wysokie (średnio 4,0%), ale bardzo niestabilne (odchylenie standardowe na poziomie 4,3%).

Zmienność koniunktury była szczególnie wysoka w latach 90. Okresy bardzo szybkiego wzrostu gospodarczego przedzielane były latami recesji z ujemnym lub bliskim zera tempem wzrostu PKB (wykres 1). Ostatnie dwudziestolecie XX w. można podzielić na trzy wyraźne podokresy. Pierwszy z nich: 1980–1986 to wychodzenie Turcji z kryzysu zadłużeniowego lat 70., skuteczne ograniczenie stopy inflacji oraz liberalizacja i urynkwienie gospodarki. Z kolei nieodpowiedzialna polityka gospodarcza prowadzona w latach 1987–1993 spowodowała początkowo stagnację na przełomie dziesięcioleci, przedzieloną prawie 10-procentowym wzrostem gospodarki w 1990 r. Następnie w latach 1992–1993 odnotowano wyraźne ożywienie koniunktury, które doprowadziło do przegrzania gospodarki i kryzysu w 1994 r. Już w 1993 r.

¹ Szerzej na temat kryzysów finansowych w: Malecki, Sławiński, Piasecki, Żuławska (2001), Gruszczyński (2002), natomiast na temat kryzysów bankowych w: Iwanicz-Drozdowska (red.) (2002).

² Dane w tej części odnoszą się zazwyczaj do lat 1980–1999, ale gdy nie były dostępne w bazach danych, zaprezentowano je jedynie dla lat 90.

³ Na podstawie danych Turkish Statistical Office (Turkstat).

Wykres 1. *Tempo wzrostu gospodarczego*

Źródło: *International Financial Statistics (IFS)*.

było jasne, że popełniono błędy w polityce makroekonomicznej, a wzrost gospodarczy nie opierał się na silnych fundamentach. Problemy fiskalne oraz wysoki deficyt na rachunku bieżącym doprowadziły do kryzysu bilansu płatniczego w 1994 r., masowego odpływu kapitału krótkoterminowego (wykres 5), wyraźnego wzrostu stóp procentowych oraz znacznej deprecjacji tureckiej waluty (tabela 2) (Öniş, Aysan 2000, s. 130).

Lata 1995–1997 to ponownie okres bardzo szybkiego wzrostu gospodarczego, zakończony spowolnieniem koniunktury w 1998 r. W pewnym stopniu było to wynikiem kryzysu rosyjskiego, który wpływał na turecką gospodarkę bezpośrednio – poprzez załamanie eksportu tureckiego do Rosji – oraz pośrednio – w wyniku odpływu kapitału z krajów rozwijających się i w rezultacie znacznego wzrostu stóp procentowych w Turcji. Rok 1999 przyniósł Turcji kolejną już głęboką recesję gospodarczą, częściowo spowodowaną trzęsieniem ziemi, które zniszczyło stosunkowo dobrze uprzemysłowiony region kraju (Akyurek 2006, s. 8–10).

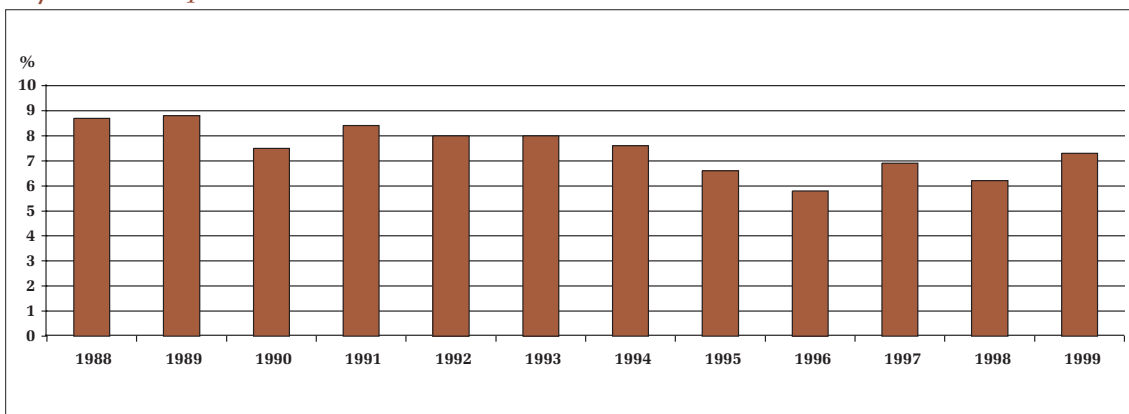
1.3. Bezrobocie

Pomimo dużej zmienności koniunktury gospodarczej stopa bezrobocia pozostawała w Turcji na stosunkowo stabilnym, ale wysokim poziomie. Odsetek bezrobotnych utrzymywał się w przedziale 6–9%, nieznacznie obniżając się w drugiej połowie lat 90. (wykres 2). Problem bezrobocia w Turcji o wiele bardziej dotyczył mieszkańców miast (10%) niż ludności zamieszkującej tereny wiejskie (3%). Przeciętna stopa aktywności zawodowej w latach 90. wynosiła zaledwie 55% i była skutkiem niskiego zatrudnienia kobiet (przeciętnie 30%)⁴.

1.4. Polityka fiskalna

Turecki sektor publiczny tworzą: rząd, fundusze pozabudżetowe, jednostki samorządu terytorialnego, 3 instytucje bezpieczeństwa socjalnego, 49 państwo-

⁴ Na podstawie danych Turkstat.

Wykres 2. *Stopa bezrobocia*

Źródło: *IFS*.

Tabela 1. Sytuacja budżetu państwa (w % PKB)

	1994	1995	1996	1997	1998
Saldo podstawowe	3,7	3,3	1,7	0,1	4,0
Obsługa zadłużenia	7,7	7,3	10,0	7,7	11,5
Saldo budżetu	-3,9	-4,1	-8,3	-7,7	-7,6

Źródło: IFS, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB).

wych przedsiębiorstw⁵ oraz bank centralny. Kolejne niestabilne i populistyczne koalicje rządowe utrzymywały od lat 70. wysoki deficyt budżetu państwowego. Jego finansowanie w drodze monetyzacji spowodowało, że inflacja stała się chroniczną cechą tureckiej gospodarki. W rezultacie wielkość senioratu w latach 1987–1998 kształtowała się przeciętnie na poziomie 2,7% PKB (Sasin 2001, s. 84).

Kolejną cechą finansów publicznych w Turcji była ich mała przejrzystość, co znacznie obniżało dyscyplinę fiskalną. Systematycznie rosło znaczenie funduszy pozabudżetowych, nad którymi rząd miał ograniczoną kontrolę, a nawet próbował ukrywać za ich pośrednictwem prawdziwą wielkość deficytu budżetowego (Akyurek 2006, s. 7). Ponadto znaczna część operacji quasi-fiskalnych była przeprowadzana za pośrednictwem dużych banków państwowych, takich jak Ziraat czy Halk (Keyder 2001, s. 27).

Kolejną słabością finansów publicznych w Turcji był niewydolny system opieki społecznej. Mimo że społeczeństwo tureckie było stosunkowo młode, nadzbyt hojny system emerytalny typu „pay as you go” generował w 1999 r. deficyt na poziomie 3% PKB. Do czasu przeprowadzenia jego reformy w 1999 r. nie obowiązywał nawet minimalny wiek uprawniający do świadczeń emerytalnych⁶. Znaczne obciążenie dla budżetu było również generowane przez nieefektyw-

ny i upaństwowiony sektor produkcji rolnej. Łączny koszt polityki subsydiowania tureckiego rolnictwa szacuje się na poziomie 4–7% PKB (Sasin 2001, s. 80, 85).

W rezultacie sytuacja budżetu centralnego Turcji ulegała w latach 90. pogorszeniu. Pomimo uzyskiwanego dodatniego salda podstawowego obsługa zadłużenia była na tyle kosztowna (11,5% PKB w 1999 r.), że budżet ostatecznie wykazywał wysoki deficyt (tabela 1). Taka sytuacja sprawiła, że Turcja stała się niemal modelowym przykładem obrazującym efekt wypychania, czyli presję na ograniczenie kredytu dla sektora niefinansowego ze względu na nadmierne potrzeby pożyczkowe budżetu centralnego.

Pod koniec lat 90. sytuacja fiskalna Turcji była już dramatyczna – banki państwowe wykazywały stratę w wysokości 25 mld USD, planowana wielkość obsługi zadłużenia osiągnęła poziom 65% zakładanych wpływów budżetowych w 2000 r., dług publiczny stanowił 61% PKB, a potrzeby pożyczkowe państwa w 2000 r. szacowano na 12% PKB (Sasin 2001, s. 85).

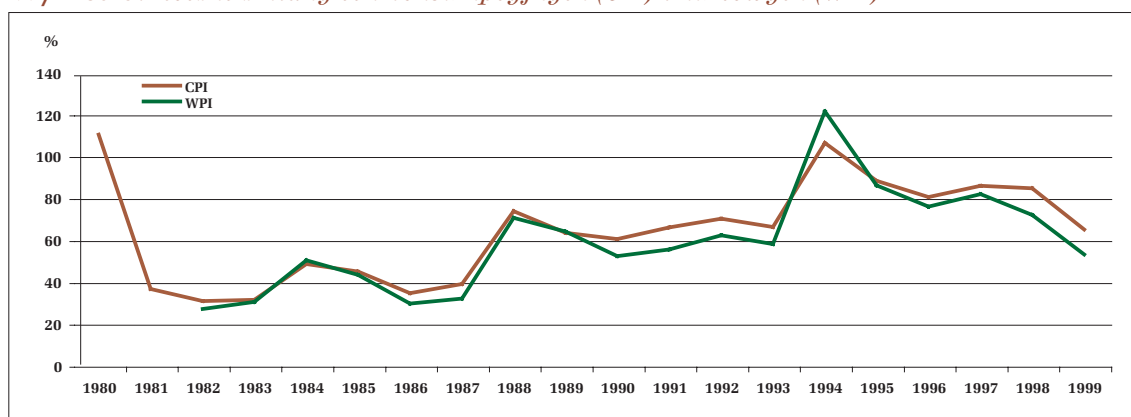
1.5. Inflacja, polityka pieniężna i polityka kursowa

Najbardziej charakterystyczną cechą tureckiej gospodarki w ostatnim dwudziestolecu XX w. był jednak permanentny wzrost cen. Inflacja (CPI) w latach 1980–1999 była bardzo wysoka, nieustannie co najmniej dwucyfrowa (wykres 3), a jej średni poziom wynosił ponad 64%. Stopa wzrostu cen cechowała się

⁵ W 1999 r. zatrudniały one łącznie 500 000 pracowników.

⁶ Osoby, które rozpoczęły pracę w wieku lat 18, mogły przechodzić na emeryturę w wieku lat 38 (kobiety) lub 43 (mężczyźni).

Wykres 3. Roczne zmiany cen konsumpcyjnych (CPI) i hurtowych (WPI)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS.

Tabela 2. Wybrane dane z zakresu statystyki monetarnej

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kurs TRY wobec USD	0,002	0,002	0,003	0,005	0,009	0,014	0,039	0,060	0,108	0,206	0,314	0,541
Baza monetarna M1 jako odsetek PKB	8,8	8,5	7,9	7,4	7,1	6,5	5,9	4,9	6,0	5,4	4,8	5,5
Stopa dyskontowa	54,0	54,0	45,0	48,0	48,0	48,0	55,0	50,0	50,0	67,0	67,0	60,0
Stopa procentowa na rynku między- bankowym	60,6	40,7	51,9	72,7	65,4	62,8	136,5	72,3	76,2	70,3	74,6	73,5
Oprocentowanie depozytów 3-miesięcznych	49,1	53,5	47,5	62,7	68,7	64,6	87,8	76,0	80,7	79,5	80,1	78,4

Źródło: IFS, TCMB, State Planning Organization (SPO).

dużą zmiennością (odchylenie standardowe na poziomie 24%), przejściowo przekraczając nawet 100%. Utrzymujący się przez wiele lat wysoki poziom inflacji na trwałe wpisał się w zachowania podmiotów gospodarczych, skutkując m.in. ustalaniem płac w sektorze publicznym według indeksacji adaptacyjnej.

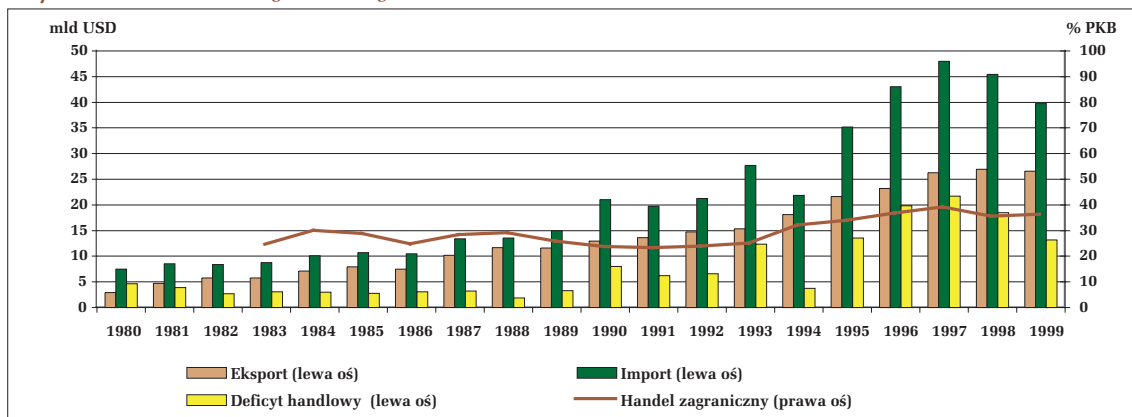
Źródeł tak wysokiej inflacji należy upatrywać w nadmiernych, chronicznych deficytach budżetu państwowego oraz ich monetyzacji. Polityka pieniężna prowadzona przez bank centralny Turcji (tur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası – TCMB) była zawsze silnie zdeterminowana sytuacją fiskalną sektora rządowego. Do 1997 r. bank centralny dokonywał monetyzacji deficytu budżetowego bezpośrednio – udzielając rządowi kredytów – a po 1997 r. pośrednio – poprzez sektor banków komercyjnych (Akyurek 2006, s. 7-8). Biorąc pod uwagę niedostateczne działania rządu w zakresie poprawy sytuacji fiskalnej, politykę pieniężną prowadzoną w następnych latach można określić jako pasywną czy dostosowawczą. TCMB właściwie nie dążył do obniżenia stopy inflacji, zapewniając podaż pieniądza na poziomie zasadniczo zgodnym z oczekiwanym poziomem wzro-

stu cen. Napływy i odpływy kapitału zagranicznego były sterylizowane (Sasin 2001, s. 82). Na uwagę zasługuje ponadto stałe obniżanie się stosunku bazy monetarnej do PKB – wielkość agregatu pieniężnego M1 zmniejszyła się z 8,8% w 1988 r. do 5,5% w 1999 r. (tabela 2).

Wysoki i zmienny poziom inflacji w warunkach zliberalizowanych przepływów kapitałowych oznacza wysoką premię za ryzyko, która w połączeniu z wysokim deficytem budżetowym była przyczyną bardzo wysokiego poziomu realnych stóp procentowych (Arican 2005, s. 238). W latach 90. stopy procentowe długu rządowego przekraczały stopę inflacji średnio o 30 pkt proc. (Akyüz, Boratav 2001, s. 5). Taka sytuacja wpływała negatywnie nie tylko na potencjał wzrostowy gospodarki, ale również na strukturę inwestycji. Z powodu wysokich stóp procentowych wszystkie inwestycje, z wyjątkiem lokowania środków w papiery skarbowe, stają się mniej atrakcyjne.

Podobnie jak w przypadku polityki pieniężnej, również prowadzona polityka kursowa miała pasywny charakter. Oficjalnie władze deklarowały reżim kursu płynnego, ale w praktyce poziom kursu waluto-

Wykres 4. Handel zagraniczny



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IFS, Turkstat i SPO.

Tabela 3. Bilans płatniczy (w mln USD)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Saldo na rachunku bieżącym	-2 625	250	-974	-6 433	2 631	-2 339	-2 437	-2 638	1 984	-1 344
Saldo na rachunku kapitałowym	4 037	-2 397	3 648	8 903	-4 257	4 565	5 483	6 969	-840	4 829
Rezerwy	-944	1 199	-1 484	-308	-206	-4 658	-4 545	-3 344	-447	-5 206

Źródło: SPO.

wego zależał od takich czynników, jak krótkookresowe oczekiwania inflacyjne, stan bilansu płatniczego oraz sytuacja fiskalna. Polityka kursowa miała na celu stabilizowanie realnego efektywnego kursu liry tureckiej (TRL)⁷ w stosunku do koszyka walutowego: 1 USD + 0,77 EUR. Ogólnie rzecz biorąc, polityka kursowa, utrzymując realny efektywny kurs TLR na poziomie 85–95% w stosunku do parytetu, zapewniała konkurencyjność tureckiego przemysłu. Ponadto łagodna i przewidywalna deprecjacja liry (tabela 2) miała chronić sektor bankowy, mający znaczne ekspozycje zewnętrzne, przed ryzykiem kursowym (Sasin 2001, s. 82).

1.6. Równowaga zewnętrzna

Cechą charakterystyczną gospodarki tureckiej jest chroniczne występowanie wysokiego deficytu handlowego, który w drugiej połowie lat 90. osiągał poziom 20 mld USD (wykres 4). Deficyt ten częściowo bilansowała nadwyżka na rachunku usług (głównie przychody z turystyki), jak również transfery od ludności tureckiej pracującej za granicą.

Pomimo liberalizacji handlu w 1980 r. oraz liberalizacji przepływów kapitałowych w 1989 r. Turcja pozostawała krajem relatywnie zamkniętym na wymianę międzynarodową. Udział handlu zagranicznego kształtował się w drugiej połowie lat 90. na poziomie

35–40% PKB. Turcja eksportowała przede wszystkim artykuły przemysłowe (88%), wśród których dominowały tekstylia (40%). Największymi odbiorcami tureckiego eksportu w 1998 r. były kraje UE (50%), państwa byłego ZSRR i Europy Środkowo-Wschodniej (18%), kraje Północnej Afryki i Bliskiego Wschodu (15%) oraz Stany Zjednoczone (8%). W latach 90. rosło znaczenie tureckiego eksportu na rynek rosyjski, ale załamał się on niemal zupełnie w następstwie kryzysu w Rosji w 1998 r. (Sasin 2001, s. 83).

Przyptywy i odpływy kapitału do Turcji cechowały się wysoką zmiennością (tabela 3 i wykres 5). Z powodu niestabilności makroekonomicznej bezpośrednio inwestycje zagraniczne pozostawały natomiast na niskim poziomie, nie przekraczając 1 mld USD w żadnym roku (wykres 5).

Całkowity poziom zadłużenia zagranicznego w 1999 r. wynosił 100 mld USD, ale nie notowano żadnych problemów z jego obsługą. Wysoki był udział długu krótkoterminowego, głównie za sprawą zadłużenia sektora prywatnego i banków. Obsługa długu zagranicznego w 1998 r. kosztowała Turcję 16,3 mld USD (Sasin 2001, s. 83).

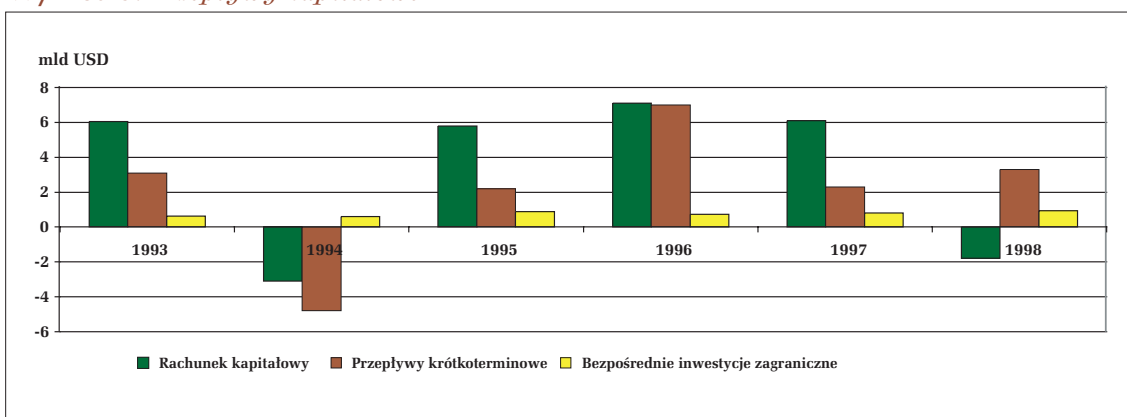
2. Charakterystyka sektora bankowego w Turcji

2.1. Sektor bankowy w latach 1980-1999

W tureckim systemie finansowym tradycyjnie dominował sektor bankowy, który jednak doświadczał wie-

⁷ Od 1 stycznia 2005 r. obowiązującą w Turcji walutą jest nowa lira turecka (YTL), powstała w wyniku denominacji liry tureckiej (TRL), polegającej na odrzuceniu sześciu zer.

Wykres 5. Przepływy kapitałowe



Źródło: IFS.

lu trudności począwszy od końca lat 70. Przed 1980 r. rozwój banków tłumili surowe regulacje w postaci barier wejścia, limitów oprocentowania depozytów i kredytów, a także wysokich stóp rezerw obowiązkowych. Maksymalny limit oprocentowania depozytów prowadził do rozbudowywania sieci oddziałów przez poszczególne banki w celu pozyskania jak największej wartości depozytów. Skutkowało to niską efektywnością tureckiego sektora bankowego, który charakteryzował się dużą liczbą oddziałów i przerostem zatrudnienia (Damar 2004, s. 2-3).

Na początku lat 80. podjęto w Turcji program liberalizacji finansowej, mający na celu urynkwienie systemu bankowego i wzrost jego wydajności. Realizacja tego programu spowodowała zaostrzenie się konkurencji w sektorze finansowym, które doprowadziło w 1982 r. do kryzysu – zlikwidowano wówczas 5 banków i wiele domów brokerskich (Kibritçioğlu 2005, s. 1). Liberalizacja przepływów kapitałowych w warunkach utrzymywania się wysokich stóp procentowych spowodowała zmianę strategii działania banków. Zaczęły one stopniowo odchodzić od świadczenia tradycyjnych usług bankowych na rzecz pozyskiwania środków na rynkach zagranicznych i inwestowania ich w wysoko oprocentowane papiery rządowe. Otwieranie się gospodarki tureckiej za zewnątrz zaowocowało ponadto wzrostem zainteresowania banków zagranicznych rynkiem tureckim – ich liczba w latach 1980–1993 wzrosła z 4 do 20 (Damar 2004, s. 5).

Kolejne problemy dla tureckiego sektora bankowego wywołał kryzys finansowy w 1994 r., w wyniku którego 3 banki zostały zlikwidowane, a pozostałe zmuszono do przeceny swoich portfeli. Kryzys ten spowodował obniżenie ratingu kredytowego Turcji, ogólny pesymizm gospodarczy, a w rezultacie trudności wielu małych banków z pozyskiwaniem funduszy

za granicą. Długofalowe skutki kryzysu polegały na zmianie strategii działania banków, które ponownie zaczęły rozbudowywać swoją sieć w celu pozyskania środków (Kibritçioğlu 2005, s. 2).

Lata 1995–1997 to ponownie okres podejmowania zbyt wysokiego ryzyka przez banki tureckie. Kolejny problem tureckiego sektora bankowego polegał na kredytowaniu podmiotów powiązanych kapitałowo (ang. *connected lending*). Dochodziło nawet do tego, że wielkie konglomeraty przemysłowe zakładały w tym celu własne banki. W końcówce lat 90. nasiliły się ponadto nielegalne działania podejmowane przez sektor bankowy. Niezgodne z prawem praktyki polegały na defraudacji, fałszowaniu wielkości bazy kapitałowej, a nawet posługiwaniu się upadłością w celu osiągnięcia nielegalnych zysków (ang. *looting*) (Soral, Işcan, Hebb 2003, s. 1).

2.2. Otoczenie instytucjonalne

Ogólnie rzecz biorąc, tworzenie rozwiązań instytucjonalnych w sektorze bankowym następowało w Turcji z pewnym opóźnieniem w stosunku do prywatyzacji i deregulacji banków. Przykładem może być utworzenie w 1983 r. systemu gwarantowania depozytów (ang. *Savings Deposit Insurance Fund – SDIF*) w następstwie masowych upadłości instytucji oszczędnościowo-kredytowych (ang. *savings and loans institutions*). Prywatyzacja i deregulacja tureckiego sektora bankowego następowały w warunkach braku właściwych ram prawno-instytucjonalnych, doprowadzając do licznych kryzysów bankowych w latach 80. i 90. (Soral, Işcan, Hebb 2003, s. 5).

Pierwszą znaczącą próbą wprowadzenia kompleksowych regulacji sektora było uchwalenie w 1985 r. prawa bankowego, na mocy którego Skarbowi Państwa powierzono odpowiedzialność w zakresie regu-

Tabela 4. *Zmiany w tureckim systemie gwarantowania depozytów bankowych*

Rok	
1933	Pierwsze tureckie regulacje w zakresie gwarantowania depozytów
1983	Utworzenie SDIF i powierzenie bankowi centralnemu administrowania systemem
1985	Formalizacja systemu, określenie limitu gwarancji na poziomie: 100% wartości depozytu do wysokości 3 mln TRL, powyżej – 60%
1992	Objęcie gwarancjami również depozytów w walutach obcych
1994	Wprowadzenie pełnych gwarancji oraz poszerzenie uprawnień SDIF o możliwość udzielania pomocy i restrukturyzacji zagrożonych banków
2000	Powierzenie BRSA administracji nad systemem
07.2000	Ustalenie limitu gwarancyjnego na poziomie 100 mld TRL
12.2000	Ponowne ustanowienie pełnych gwarancji
01.2003	Wprowadzenie składek uwzględniających poziom ponoszonego ryzyka przez poszczególne banki
07.2004	Ostateczne odejście od pełnych gwarancji i ustalenie limitu gwarancyjnego na poziomie 50 mld TRL (obecnie około 25 600 EUR)

Źródło: opracowanie własne.

lacji i nadzoru nad systemem bankowym. Jednak umożliwienie ministrowi gospodarki zwalniania banków mających problemy z obciążeniami podatkowymi spowodowało wzrost pokusy nadużycia. Podobny skutek miało stałe zwiększanie poziomu i zakresu ochrony deponentów, zwięźczone wprowadzeniem pełnych gwarancji (ang. *blanket guarantees*) w odpowiedzi na kryzys finansowy i run na banki w 1994 r. (tabela 4). Rozwiązanie to z jednej strony pomogło ustabilizować sytuację w sektorze bankowym, ale z drugiej stwarzało bodźce do podejmowania większego ryzyka przez tureckie banki (Kibritçioğlu 2005, s. 2).

Rząd turecki przejawiał ponadto niechęć do zamknięcia niewypłacalnych banków – w latach 1985–1999 na liście banków mających problemy umieszczono łącznie 15 podmiotów, ale żaden z nich nie został zlikwidowany. Rosnąca pokusa nadużycia skutkowała prowadzeniem przez banki nieodpowiedzialnej polityki, co powodowało pogarszanie się ich kondycji ekonomiczno-finansowej po 1997 r. (Damar 2004, s. 8).

Pogarszanie się kondycji banków następowało w warunkach słabych rozwiązań instytucjonalnych – zależnego od rządu banku centralnego i nadzoru bankowego oraz systemu gwarantowania depozytów przewidującego pełne gwarancje (Akyüz, Boratav 2001, s. 13).

2.3. Sytuacja w sektorze bankowym na przełomie 1999 i 2000 r.

Turecki sektor bankowy pod koniec lat 90. był relatywnie mały – relacja depozytów do PKB kształtowała się na poziomie 28%, znacznie poniżej średniej dla krajów rozwijających się (65%) (Sasin 2001, s. 88). Uwagę zwracał stosunkowo wysoki stopień jego koncentracji – na 3 wielkie banki państwowe przypadało 27%, a na 5 największych prywatnych ban-

ków 40% aktywów całego sektora. Pozostała 1/3 aktywów skupiona była w pozostałych bankach prywatnych (14%), bankach znajdujących się pod kontrolą SDIF (12%), oddziałach banków zagranicznych (3%) i bankach inwestycyjnych (5%) (Moghadam 2005, s. 54).

Cechą charakterystyczną sektora bankowego w Turcji była swoista dychotomia, w której linię podziału wyznaczało kryterium własnościowe. Banki państwowe często pełniły rolę quasi-fiskalną – funkcjonowały jako agencje rządowe, zapewniając finansowanie wybranym sektorom gospodarki. Działalność banków prywatnych, w uproszczeniu, polegała natomiast na pozyskiwaniu środków od deponentów oraz z rynków zagranicznych i inwestowaniu ich w bezpieczne, wysoko dochodowe papiery skarbowe. Sektor banków prywatnych również nie był homogeniczny – szczególną uwagę zwracała sytuacja kilku banków o średniej wielkości (np. Demirbanku), które antycypując spadek stóp procentowych, przyjmowały silnie lewarowaną pozycję (Özatay, Sak 2003, s. 19). Większość banków prywatnych była własnością dużych konglomeratów przemysłowych, co oznaczało, że zarówno banki państwowe, jak i prywatne nie były niezależne w swoich decyzjach kredytowych (Sasin 2001, s. 87).

W końcu lat 90. kondycja finansowo-ekonomiczna tureckich banków uległa znacznemu pogorszeniu. Dane zaprezentowane w tabeli 5 wskazują na wzrost ryzyka banków komercyjnych na następujących obszarach:

- Ryzyko kredytowe. Odsetek złych długów zaczął wzrastać od 1998 r. i w grudniu 1999 r. osiągnął poziom 10,7%. Wykazywanie przez banki dużo wyższego poziomu złych długów po przejęciu przez SDIF nasuwało ponadto wątpliwości co do rzetelności informacji sprawozdawczej banków oraz ich stosowania się do obowiązujących regulacji.

Tabela 5. Sytuacja w sektorze banków komercyjnych

Wskaźnik	1995	1996	1997	1998	1999	marzec 2000	czerwiec 2000	wrzesień 2000	grudzień 2000	wrzesień 2001
Udział złych długów (w %)	2,8	2,2	2,4	7,2	10,7	9,8	9,7	9,3	11,6	18,6
Aktywa walutowe/ zobowiązania walutowe	90,6	93,6	89,6	84,9	79,4	74,3	73,0	71,6	75,9	81,0
Zobowiązania walutowe minus aktywa walutowe (w mld USD)										
– wyłącznie bilansowe	3,0	2,5	5,0	8,4	13,2	17,2	19,2	20,9	17,4	12,4
– bilansowe i pozabilansowe	0,6	1,2	1,9	2,9	2,9	5,7	5,6	5,8	5,5	0,7
Aktywa/zobowiązania (do 3 miesięcy)	b.d.	b.d.	45,8	45,7	46,3	40,8	41,8	43,9	39,9	43,9
Udział depozytów powyżej 6 miesięcy w depozytach ogółem	26,1	26,6	24,7	22,9	28,2	19,8	18,7	19,3	15,1	11,6

Źródło: TCMB, Banks Association of Turkey (BAT).

- Ryzyko walutowe. W okresie poprzedzającym kryzys finansowy cechą strukturalną sektora bankowego było utrzymywanie wysokich otwartych pozycji walutowych. Zjawisko to wiąże się z długą historią utrzymywania się w Turcji wysokiej inflacji i wynikającymi z tego faktu trudnościami banków z uzyskaniem długoterminowego finansowania w walucie krajowej.

- Ryzyko stopy procentowej. Kolejną cechą strukturalną tureckiego sektora bankowego było niedopasowanie aktywów i pasywów pod względem terminów przeszacowania (zmian) ich oprocentowania. Zobowiązania miały głównie charakter krótkoterminowy, natomiast terminy zapadalności aktywów były dłuższe. Niedopasowanie to wynikało przede wszystkim z trudności banków z uzyskaniem długoterminowego finansowania w krajowej walucie. Na szczególną uwagę zasługuje spadkowa tendencja przeciętnego okresu zapadalności depozytów w trakcie 2000 r. (Özatay, Sak 2003, s. 14–16).

Błędna polityka makroekonomiczna i podejmowanie przez banki nadmiernego ryzyka doprowadziły w latach 90. do zniwelowania pozytywnych efektów programu liberalizacji sektora podjętego w poprzedniej dekadzie. Turecki sektor bankowy, zataczając błędne koło, ponownie charakteryzował się niską wydajnością wynikającą z przerostu sieci sprzedaży i zatrudnienia (Kibritçioğlu 2005, s. 2).

Na dodatek stale utrzymujący się wysoki poziom inflacji zniszczył zaufanie do waluty krajowej jako środka tezauryzacji. Turecka gospodarka i sektor bankowy były silnie zdolaryzowane – twarda waluta funkcjonowała jako miernik wartości, a także jako jednostka księgową. Niskie zaufanie do liry powodowało, że depozyty w walucie krajowej stanowiły w końcu lat 90. zaledwie połowę ogółu wkładów.

Jednym z największych problemów nie tylko sektora bankowego, ale w ogóle tureckiego życia gospodarczego, politycznego i społecznego była szerząca się korupcja. Zjawisko to było na tyle silnie wpisane w turecką rzeczywistość, że żaden rząd nie potrafił zmienić niekorzystnej sytuacji. Silne zależności pomiędzy instytucjami finansowymi, wielkimi konglomeratami przemysłowymi, politykami, urzędnikami i mediami doprowadziły do powstania trudnego do przełamania układu wspólnych interesów. Szerząca się w Turcji korupcja sprawiała, że rząd i sektor bankowy stawały się wzajemnie zależne, co miało negatywne konsekwencje dla całej gospodarki. W wielu wypadkach licencje na działalność bankową wydawali politycy osobom powiązanim z nimi w zamian za różnego rodzaju przysługi, a w powstałych w ten sposób bankach dochodziło do licznych nadużyć. Z kolei duże banki prywatne stawały się częścią konglomeratów przemysłowych i miały za zadanie zapewnić finansowanie wątpliwych bądź ryzykownych przedsięwzięć (Sasin 2001, s. 88).

W końcu lat 90. kondycja finansowo-ekonomiczna tureckich banków uległa znacznemu pogorszeniu, a rola banków sprowadzała się niemal wyłącznie do transferowania funduszy z krajowego i zagranicznego rynku finansowego do budżetu państwa. W wyniku połączenia niestabilności makroekonomicznej, słabych regulacji i nagannych praktyk stosowanych przez banki turecki sektor bankowy w 1999 r. był już bardzo zagrożony kryzysem systemowym (Moghadam 2005, s. 54).

2.4. Banki islamskie

Prezentując turecki sektor bankowy w okresie przedkryzysowym, należy również wspomnieć o bankach islamskich, funkcjonujących wówczas jako „specjalne izby finansowe” (ang. *Special Finance Houses*). Rozwój bankowości islamskiej⁸ w Turcji stał się możliwy dzięki wydaniu w 1983 r. regulacji zapewniającej specjalne przywileje dla tego typu instytucji w porównaniu z bankami komercyjnymi. Banki islamskie zaczęły powstawać w Turcji w 1985 r. Początkowo były finansowane przez kapitał zagraniczny, a w następnych latach bazowały na kapitale krajowym (Yuce 2003, s. 3-4).

Najważniejszą cechą charakterystyczną bankowości islamskiej stanowi zakaz stosowania procentu (*riba*)⁹, wynikający z przepisów Koranu. Aby zachęcić fundamentalnych muzułmanów do korzystania ze swoich usług, podmioty te zaproponowały tradycyjne arabskie instrumenty finansowe niebazujące na stopie procentowej. W rezultacie banki islamskie są instytucjami parabankowymi, w których koszt pozyskania i inwestowania kapitału nie opiera się bezpośrednio na stopie procentowej, ale wynika z mechanizmu współudziału w ryzyku.

W latach 90. w Turcji funkcjonowało łącznie 6 banków islamskich. Pomimo systematycznego rozwoju instytucje te miały jednak marginalne znaczenie w tureckim systemie finansowym – pod koniec lat 90. ich udział w łącznych aktywach systemu wynosił zaledwie 1,8%, natomiast udział w rynku depozytów nie przekraczał 3–4% (Jang 2003, s. 6–7). Zdecydowana większość (90–95%) środków tureckich banków islamskich inwestowana była jako *murabaha* – powierzenie środków przez deponentów, a następnie otrzymywanie przychodów wynikających ze stopy zwrotu z finansowanego przedsięwzięcia. Cechę charaktery-

⁸ Bankowość islamska jest zjawiskiem stosunkowo nowym – pierwszy bank tego typu powstał w 1963 r. w Egipcie. Cechą charakterystyczną tego sektora jest jego dynamiczny rozwój – przeciętnie 15–20% w skali rocznej. Według *Institute of Islamic Banking and Insurance* obecnie istnieje na świecie ponad 300 islamskich instytucji finansowych posiadających łączne aktywa w wysokości 265 mld USD. Podmioty te funkcjonują w ponad 75 krajach, nie tylko na Bliskim Wschodzie i w Południowo-Wschodniej Azji, ale również w USA, w Europie i na Dalekim Wschodzie.

⁹ Bez względu na okoliczności i jego wysokość.

styczną tego typu finansowania stanowi z góry określony okres zaangażowania środków i brak gwarancji ich odzyskania (Starr, Yilmaz 2006, s. 7).

Początkowo banki islamskie były nadzorowane przez Skarb Państwa oraz bank centralny i składały im sprawozdania. W 1999 r. oficjalnie włączono je do sektora bankowego, poddając je tym samym regulacjom i nadzorowi, co banki¹⁰. Zgromadzone w nich środki nie zostały jednak objęte żadnym systemem gwarancyjnym. Ich kondycja finansowa w okresie przedkryzysowym była nieco silniejsza niż banków tradycyjnych głównie ze względu na konserwatywny sposób zarządzania.

3. Próba stabilizacji gospodarki

3.1. Założenia programu stabilizacyjnego MFW

Narastająca w końcówce lat 90. nierównowaga makroekonomiczna oznaczała, że prowadzona przez Turcję polityka gospodarcza wymagała radykalnych zmian. Władze tureckie nie po raz pierwszy¹¹ doszły do wniosku, że wysoka inflacja jest zbyt dużym obciążeniem dla gospodarki, a jej krótkookresowe korzyści ustępują znacznie wyższym długookresowym kosztom. W rezultacie 9 grudnia 1999 r. ogłoszono trzyletni program ograniczania inflacji i poprawy sytuacji fiskalnej, który miał być realizowany w latach 2000–2002. Program ten opracowano we współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym (ang. International Monetary Fund – MFW), który zapewnił dodatkowe wsparcie finansowe w postaci rezerwowego kredytu w wysokości 3,8 mld USD.

Realizacja programu stabilizacyjnego miała przynieść następujące skutki (Sasin 2001, s. 89):

- radykalne obniżenie poziomu inflacji z 63% na koniec 1999 r. do 25% na koniec 2000 r., 12% na koniec 2001 r. i 7% na zakończenie realizacji programu w 2002 r.,
- redukcję stóp procentowych do rozsądnego poziomu (początkowo nie określono ich docelowej wysokości),
- ożywienie wzrostu gospodarczego,
- uzyskanie lepszej alokacji zasobów w gospodarce.

Kotwicą programu stabilizacyjnego wprowadzonego w Turcji był nominalny kurs walutowy, a nie agregaty pieniężne. Doświadczenia międzynarodowe wskazują, że programy tego typu okazują się skuteczniejsze w ograniczaniu poziomu inflacji i osiągnięciu dyscypliny fiskalnej¹². Jednak ich realizacja niesie

pewne ryzyko upadku reżimu kursowego, którego wielkość zależy od wewnętrznych uwarunkowań danego kraju. Najczęstszym powodem niepowodzenia podobnych programów są: niewłaściwa polityka fiskalna, słaby sektor bankowy, brak zdefiniowanej w programie strategii wyjścia oraz szoki egzogeniczne (Serdengęti 2002, s. 3).

W programie określono 18-miesięczną ścieżkę obniżania miesięcznej stopy nominalnej deprecjacji liry w stosunku do koszyka walutowego składającego się z dolara i euro. W rezultacie przez pierwsze 1,5 roku realizacji programu nominalny poziom koszyka zamierzano podwyższyć zgodnie z planowanym poziomem inflacji. W ciągu następujących 18 miesięcy polityka kursowa miała natomiast opierać się na rozszerzającym się paśmie wahań wynoszącym 7,5% do końca 2001 r., 15% do 1 lipca 2002 r. i 22,5% do końca 2002 r. W ten sposób określono strategię wyjścia z programu, zakładającą wzrost elastyczności kształtowania się kursu walutowego. Program określał ponadto dopuszczalne wartości rezerw walutowych i aktywów krajowych w posiadaniu banku centralnego. W trakcie danego kwartału aktywa krajowe netto mogły się wahać w obrębie 5-procentowego pasma wyznaczonego na podstawie bazy pieniężnej w poprzednim kwartale, ale ich wartość na koniec kwartału była z góry ustalona. Wszystkie te założenia, wraz z zakazem sterylizacji przepływów kapitałowych przez bank centralny¹³, sprawiały, że system miał funkcjonować jako swoista izba walutowa (Akyurek 2006, s. 13).

Obniżeniu poziomu inflacji miała ponadto służyć indeksacja płac i cen w sektorze publicznym przy uwzględnieniu nie oczekiwanych adaptacyjnych, ale na podstawie inflacji oczekiwanej. Bardzo istotne dla wiarygodności programu miało być przeprowadzenie reform fiskalnych. Program zakładał poprawę bilansu budżetowego zarówno dzięki cięciom wydatków, jak i wzrostowi wpływów z opodatkowania. Do poprawy sytuacji fiskalnej miała się przyczynić przyspieszona prywatyzacja, z której planowano uzyskać w 2000 r. dochody na poziomie 7 mld USD. Program zakładał ponadto przeprowadzenie reform strukturalnych (m.in. w systemie zabezpieczenia społecznego i w sektorze produkcji rolnej), a także doprowadzenie do większej przejrzystości budżetu poprzez reformę funduszy okołobudżetowych.

Sukces programu zależał nie tylko od determinacji rządu w jego wdrażaniu, ale również od pozyskania wiarygodności w opinii społeczeństwa i rynków finansowych. Panowało przekonanie, że program był wewnętrznie spójny, właściwie określono strategię wyjścia, a rząd będzie konsekwentny w realizacji jego

¹⁰ Od tamtego czasu określane są mianem (ang.) *participation banks*.

¹¹ W latach 1961–1999 Turcja podpisała łącznie 16 porozumień z MFW w sprawie ograniczenia inflacji i deficytu budżetowego, ale wszystkie je złażma (Schaffer 2001, s. 1).

¹² Realizacja programów stabilizacyjnych z kotwicą w postaci kursu walutowego zakończyła się sukcesem w Argentynie w 1991 r. oraz w Brazylii w 1994 r.

¹³ Emisja pieniądza miała następować łącznie z zakupem dewiz przez bank centralny.

założeń. Słabość programu polegała na negatywnych skutkach ewentualnego niepowodzenia w obniżaniu inflacji, polegających na wzmocnieniu oczekiwań silnej deprecjacji w momencie zapowiadanego wyjścia z programu i ryzyku ataku spekulacyjnego na turecką walutę (Akyüz, Boratav 2001, s. 14).

3.2. Działania podjęte wobec sektora bankowego

Program stabilizacyjny MFW realizowany w Turcji od początku 2000 r. przewidywał również przeprowadzenie reform w systemie finansowym. Wymagała tego stale pogarszająca się sytuacja sektora bankowego oraz nadmierna akumulacja ryzyka w bilansach banków. Mimo że najczęściej za początek kryzysu bankowego Turcji przyjmuje się grudzień 1999 r., to pierwsze symptomy kryzysu pojawiły się już pomiędzy styczniem 1998 r. a styczniem 1999 r. W tym okresie SDIF przejął dwa niewypłacalne banki – Interbank i Bank Express¹⁴. Problemy w tych bankach nie zmusiły jednak władz tureckich do podjęcia żadnych radykalnych działań o charakterze systemowym. Sytuacja zmieniła się dopiero w grudniu 1999 r., kiedy SDIF przejął 5 niewypłacalnych banków (wykres 6) (Damar 2004, s. 13).

Rząd turecki, mając świadomość słabości nadzoru bankowego, podjął w połowie 2000 r. działania zmierzające do stworzenia ram prawnych i regulacyjnych zgodnych z międzynarodowymi standardami. Znowelizowane prawo bankowe zastrzyło zasady klasyfikacji należności, tworzenia rezerw oraz wyceny zabezpieczeń. Wprowadzono limity koncentracji ekspozycji kredytowych, ustanowiono nowe regulacje w zakresie zarządzania ryzykiem, konsolidacji i rachunkowości bankowej, a także zastrzono przepisy odnoszące się do ekspozycji walutowych. Ponadto

¹⁴ Przyczyną problemów Interbanku było kredytowanie podmiotów powiązanych, natomiast Bank Express doświadczył runu na depozyty.

zdefiniowano sposób postępowania wobec banków tracących płynność i niewypłacalnych, ułatwiając ich likwidację. Normy ostrożnościowe, które wcześniej odnosiły się jedynie do działalności banków prywatnych, zaczęto również stosować wobec banków państwowych (Moghadam 2005, s. 54).

Poważny kryzys bankowy w 1999 r. zwrócił ponadto uwagę na konieczność utworzenia niezależnej instytucji, która przejęłaby od Skarbu Państwa kompetencje regulacyjne i nadzór nad bankami. Nowy regulator miał zostać powołany do końca marca 2000 r., jednak realizacja tego zadania odbyła się z 5-miesięcznym opóźnieniem. Ostatecznie w sierpniu 2000 r. powołano Urząd Regulacji i Nadzoru Bankowego (ang. *Banking Regulation and Supervision Agency* – BRSA), powierzając mu dodatkowo administrowanie systemem gwarantowania depozytów (Soral, Işcan, Hebb 2003, s. 5).

3.3. Realizacja programu stabilizacyjnego

Realizacja programu stabilizacyjnego w początkowej fazie następowała zgodnie z planem. Władze tureckie prowadziły politykę pieniężną i kursową ściśle według założeń – nie dokonywano sterylizacji, utrzymywano aktywa krajowe netto na założonym poziomie. Dzięki temu program stabilizacji gospodarki zaczął przynosić pozytywne skutki. Bardzo szybko spadały stopy procentowe, co pomogło uzyskać znaczną poprawę sytuacji fiskalnej – saldo podstawowe budżetu wyniosło 2,8% PKB w stosunku do zakładanych 2,2% (tabela 6).

Pomimo ogólnego sukcesu w realizacji programu niepokoił m.in. wciąż stosunkowo wysoki poziom inflacji, co ograniczało zaufanie do programu. Niezadowalające rezultaty polityki dezinflacyjnej miały trzy główne przyczyny (Akyüz, Boratav 2001, s. 16):

- Pojawił się swoisty trade-off pomiędzy ograniczeniem inflacji a poprawą sytuacji fiskalnej, ponie-

Tabela 6. Program stabilizacyjny - plan i wykonanie

Wskaźnik	1999	2000		2001 plan wtórny	wykonanie	
		plan	wykonanie			
Wzrost PKB	-6,1	(5-5,5)	6,1	(5-6)	-3,0	-9,4
Stopa inflacji (CPI)	68,8	25,0	39,0	(10-12)	52,5	68,5
Nominalna stopa procentowa ^a	106,2	-	38,0	-	81,1	100,4
Saldo podstawowe budżetu ^b	-2,0	2,2	2,8	5,0	5,5	5,5
Saldo budżetu ^b	-12,4	-7,4	-6,6	-	-3,2	-
Dług publiczny netto ^b	61,0	58,0	58,4	56,5	78,5	93,5
Dług krajowy netto ^b	40,9	-	38,8	-	44,3	53,9
Bilans na rachunku bieżącym ^b	-0,7	(-1,5; -2)	-4,8	(-1,5; -2)	-0,6	1,5
Dług zagraniczny netto ^b	34,0	34,0	37,0	-	44,3	51,8

^a oprocentowanie bonów skarbowych

^b w % PKB

Źródło: MFW, TCMB.

waż ograniczenie strat przedsiębiorstw państwowych wymagało podniesienia cen wytwarzanych przez nie produktów.

- Notowano znaczny wzrost płac – w sektorze publicznym był on skutkiem układów zbiorowych zawartych w poprzednich latach, natomiast w sektorze prywatnym wciąż stosowano indeksację opartą na oczekiwaniach adaptacyjnych.

- Znacznie szybciej niż cel inflacyjny rosły czynsze.

Znacznie bardziej niż stosunkowo powolny spadek inflacji niepokoił jednak fakt, że w połowie roku deficyt na rachunku bieżącym przekroczył zakładaną wartość. Częściowo wynikało to jednak z faktu, że wzrost gospodarczy, umocnienie waluty i spadek stóp procentowych pobudzają import. Na wzrost importu miały również wpływ czynniki egzogeniczne, takie jak wzrost cen ropy naftowej oraz pogarszające się warunki wymiany (ang. *terms of trade*) wskutek umocnienia się dolara w stosunku do euro (Serdengeçti 2002, s. 7). Deficyt na rachunku bieżącym niepokoił, ponieważ luka w oszczędnościach była finansowana głównie pożyczkami krótkoterminowymi, które w każdej chwili mogły zamienić się w odpływ kapitału. Pomimo dużego napływu kapitału do Turcji systematycznie pogarszała się relacja wielkości rezerw walutowych do poziomu zadłużenia krótkookresowego oraz deficytu na rachunku bieżącym. Ponadto rynki finansowe miały w pamięci kryzys walutowy z 1994 r., kiedy deficyt na rachunku bieżącym nie był aż tak wysoki, a także pogłębiający się kryzys argentyński. W rezultacie na początku drugiej połowy 2000 r. realizowany program stabilizacyjny zaczął wykazywać coraz większą wrażliwość na ewentualne szoki (Akyurek 2006, s. 20).

Główną bolączką podczas realizacji programu był zbyt skromny postęp w przeprowadzaniu reform strukturalnych. Rząd turecki nie podjął wystarczających działań, które – w odróżnieniu od środków doraźnych – trwale poprawiłyby sytuację fiskalną. Nie wielki postęp osiągnięto w zakresie poprawy przejrzystości budżetu – udało się zlikwidować jedynie 27 spośród 61 przeznaczonych do likwidacji funduszy budżetowych (Özatay, Sak 2003, s. 22). Rząd zaprzestał ponadto składania raportów o sytuacji w szeroko pojętej sferze finansów publicznych, co wzbudziło podejrzenia co do rozmiaru operacji quasi-fiskalnych. Również wyniki restrukturyzacji systemu zabezpieczeń społecznych i sektora produkcji rolnej były dość skromne. Pojawiły się też problemy i opóźnienia w prywatyzacji głównych branż i flagowych spółek, takich jak Turk Telecom i Turkish Airlines, co skutkowało czasowym wstrzymaniem płatności ze strony MFW. Wszystko to doprowadziło do niestabilności politycznej i niezadowolenia społecznego, objawiającego się masowymi strajkami, w których udział wzięło ponad milion pracowników (Tsagaris 2001, s. 1).

Ogólnie rzecz biorąc, gospodarka turecka zaczęła przeżywać trudności z dostosowywaniem się do nowych realiów gospodarczych i niskiej inflacji. W warunkach mniejszego zaufania wobec gospodarki i spadających stóp procentowych pojawiły się trudności banków z pożyczaniem funduszy za granicą. W październiku 2000 r. SDIF został zmuszony do przejęcia 2 kolejnych niewypłacalnych banków, których straty na poziomie 6 mld USD oznaczały dodatkowe koszty dla budżetu. Ponadto ujawniono nielegalne praktyki w wielu bankach i rozpoczęto aresztowania właścicieli i kadry zarządzającej. Wszystko to wskazywało na problemy o charakterze systemowym i wywołało spekulacje co do kondycji finansowej całego sektora bankowego. Sytuację dodatkowo pogarszał brak możliwości udzielenia wsparcia płynnościowego przez bank centralny, co zwiększało prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu bankowego (Serdengeçti 2002, s. 7).

W porównaniu z podobnymi programami realizowanymi w innych krajach boom w napływie kapitału trwał w Turcji znacznie krócej i zakończył się zanim odnotowano istotny postęp w ograniczaniu poziomu inflacji. Najczęściej wskazywaną przyczyną niepowodzenia programu jest brak pewnych warunków wstępnych w postaci silnego sektora bankowego, swobodnego dostępu do finansowania zagranicznego, a także pozytywnych perspektyw kształtowania się salda rachunku bieżącego (Sasin 2001, s. 92). Niektórzy autorzy zwracają uwagę na błędy konstrukcyjne programu stabilizacyjnego, polegające m.in. na zapewnieniu zbyt małej elastyczności polityce makroekonomicznej w przypadku wzrostu deficytu na rachunku bieżącym, a także niedostosowaniu programu do specyfiki sektora bankowego (Akyüz, Boratav 2001, s. 28-29).

4. Przebieg kryzysu

4.1. Pierwsze załamanie – listopad 2000 r.

Podobnie jak w większości kryzysów w krajach rozwijających się, trudno jest wskazać jedną przyczynę załamania się zaufania inwestorów i odpływu kapitału zagranicznego z Turcji. Z pewnością przyczynił się do tego narastający deficyt na rachunku bieżącym, a także zbyt wolne tempo przeprowadzania reform strukturalnych, co obniżyło wiarygodność realizowanego programu stabilizacyjnego. Znaczne opóźnienie w tworzeniu niezależnej instytucji nadzoru bankowego istotnie przyczyniło się do niepowodzenia wprowadzenia regulacji mających na celu ograniczenie ryzyka w sektorze bankowym. Turcji nie sprzyjała ponadto sytuacja międzynarodowa, a w szczególności kryzys w Argentynie, powodujący spadek zaufania

inwestorów zagranicznych wobec krajów rozwijających się (Serdengeği 2002, s. 7).

Rosnąca niepewność w sektorze bankowym, wywołana kolejnymi doniesieniami o nielegalnych praktykach, spowodowała, że największe banki tureckie obciążyły linie kredytowe dla mniejszych banków, zabezpieczając się tym samym przed ich ewentualną upadłością. Kilka banków wycofało 600 bln TRL z rynku międzybankowego i zdeponowało je w banku centralnym na nieoprocentowanym rachunku, co oznaczało wycofanie 21% pieniądza znajdującego się w obiegu (Keyder 2001, s. 40). Trudna sytuacja płynnościowa mniejszych banków i poszukiwanie przez nie płynności doprowadziły do znacznego wzrostu stóp procentowych. Był to negatywny sygnał dla zagranicznych inwestorów, którzy zaczęli sprzedawać tureckie aktywa, doprowadzając do dalszego wzrostu stóp procentowych. W rezultacie doszło do zmaterializowania się ryzyka stopy procentowej, co miało negatywne konsekwencje dla banków, które zaciągnęły zobowiązania krótkoterminowe, inwestując je w długoterminowe papiery rządowe.

Duże znaczenie dla wybuchu kryzysu miała utrata płynności przez Demirbank – dziewiąty co do wielkości bank w systemie, mający 5-procentowy udział w rynku depozytów. Postawiło to władze banku centralnego przed klasycznym dylematem pojawiającym się w sytuacji jednoczesnego zagrożenia sektora bankowego i presji na reżim kursu walutowego. W takiej sytuacji bank centralny może utrzymywać reguły polityki pieniężnej i reżim kursowy, narażając system finansowy na kryzys, albo działać jako pożyczkodawca ostatniej instancji (Akyüz, Boratav 2001, s. 21). Początkowo TCMB wybrał tę pierwszą opcję, ale w momencie gdy problemy płynnościowe zaczęły nabierać charakteru systemowego, dostarczył rynkowi płynności, łamiąc tym samym zasady programu.

To jednak nie powstrzymało odpływu kapitału i bank centralny stracił w ciągu tygodnia niemal 5,5 mld USD rezerw – co oznaczało ich 23-procentowy spadek: z 24,4 do 18,9 mld USD (Akyurek 2006, s. 24). Widząc, że takie działanie prowadzi wprost do katastrofy i całkowitego wyczerpania rezerw walutowych, TCMB po kilku dniach zmienił swoją politykę i ogłosił definitywny koniec wsparcia płynnościowego. Miało to dać sygnał, że władze trwają przy realizacji programu i zamierzają odbudować zaufanie rynków finansowych. Udało się powstrzymać odpływ kapitału, ale stopy procentowe osiągnęły poziom 700% (maksymalnie 1 950%), a kapitalizacja giełdy zmniejszyła się o 50% w ciągu miesiąca (Sasin 2001, s. 94). Doszło również do upadku Demirbanku i przejścia go przez SDIF.

4.2. Przejściowa stabilizacja

Odpowiedź rządu tureckiego na wydarzenia z listopada i grudnia 2000 r. polegała na wprowadzeniu szeroko zakrojonego programu restrukturyzacji i naprawy sektora bankowego. Jego główne założenia obejmowały dokapitalizowanie najsłabszych banków, eliminację otwartych pozycji walutowych, działania konsolidacyjne w sektorze oraz restrukturyzację banków państwowych. Należy jednak mieć na uwadze, że realizacja powyższych celów była znacznie utrudniona ze względu na trwający kryzys finansowy (Damar 2004, s. 14).

W grudniu 2000 r. zapowiedź nowego wsparcia MFW dla tureckiej waluty na poziomie 7,5 mld USD zaowocowała przejściową stabilizacją finansową i powstrzymała odpływ kapitału. Dodatkowa pomoc MFW ustabilizowała rynki finansowe. W połowie stycznia 2001 r. udało się odbudować wyjściowy poziom rezerw walutowych i obniżyć stopy procentowe do 60%. Stabilizacja okazała się jednak przejściowa, a prawdopodobieństwo wystąpienia kolejnych wstrząsów pozostawało wysokie. W połowie lutego 2001 r. stopy procentowe powróciły do poziomu 70%, a średni termin zapadalności długu uległ znacznemu skróceniu. Ponownie zdolność do utrzymania krajowego długu publicznego stała się zagrożona. Zaufanie do programu ograniczania inflacji było już na wyczerpaniu i pojawiała się niepewność co do dalszych tendencji gospodarczych (Akyurek 2006, s. 25).

4.3. Kulminacja kryzysu – luty 2001 r.

Ostatecznie brak porozumienia¹⁵ pomiędzy premierem a prezydentem doprowadził 19 lutego 2001 r. do masowego odpływu kapitału i kolejnego załamania płynnościowego. Bank centralny ogłosił dwudniowe wakacje bankowe, ale po otwarciu banków jednodniowe stopy procentowe przekroczyły poziom 5 000%. Wsparcie płynnościowe TCMB pomogło je obniżyć do 700%, ale jego wielkość doprowadziła do destabilizacji reżimu kursowego. Poziom rezerw banku centralnego ponownie obniżył się o 5 mld USD w ciągu tylko jednego tygodnia. Wszystkie te czynniki sprawiły, że tym razem rząd został zmuszony do porzucenia reżimu kursu petzającego i upłynnienia liry (tabela 7). W rezultacie waluta turecka straciła następnego dnia 40% swojej wartości (Akyurek 2006, s. 25).

Zawirowania na rynkach finansowych doprowadziły do upadku 2 kolejnych, po Demirbanku, banków. Przyczyn ich upadku należy upatrywać w zma-

¹⁵ Bez podania żadnych szczegółowych przyczyn.

Tabela 7. Zmiany reżimu kursowego

1990 – 31 grudnia 1999	1 stycznia 2000 – 22 lutego 2001	Od 22 lutego 2001
Kurs płynny kierowany (ang. managed floating)	Kurs pełzający (ang. crawling peg)	Kurs płynny (ang. free floating)

Uwaga: reżim kursu płynnego kierowanego oraz kursu pełzającego opierał się na koszyku walutowym: 1 USD + 0,77 EUR.

Źródło: opracowanie własne.

terializowaniu się ryzyka walutowego, bowiem banki te miały wysokie otwarte pozycje walutowe. O ile listopadowy kryzys w większym stopniu uderzył w państwowe banki, które podejmowały większe ryzyko stopy procentowej, o tyle załamanie się waluty w lutym 2001 r. dotknęło głównie banki prywatne, bardziej narażone na ryzyko walutowe (Özatay, Sak 2003, s. 16–17).

Pierwsza faza kryzysu nie przyniosła poważniejszych negatywnych konsekwencji dla sektora banków islamskich, ponieważ nie były one silnie narażone na ryzyko stopy procentowej. Wycofywanie depozytów złożonych przez banki komercyjne doprowadziło natomiast do pogorszenia ich sytuacji płynnościowej. Największy turecki bank islamski – İhlas Finans, mający 40% udziału w depozytach tego sektora, zaczął tracić płynność wskutek zaprzestania spłaty pożyczek udzielonych jego akcjonariuszom. Ostatecznie 10 lutego 2001 r. ogłoszono jego upadłość, co zrodziło wątpliwości co do kondycji finansowej pozostałych banków islamskich. Fakt, że depozyty zgromadzone w tym sektorze nie były objęte żadnym systemem gwarancyjnym wywołał run na banki, czyli wzmożone wycofywanie depozytów (Starr, Yilmaz 2006, s. 9). 21 lutego 2001 r. banki islamskie ogłosiły wprowadzenie prywatnego systemu gwarancyjnego¹⁶ mającego akceptację, ale nie wsparcie finansowe ze strony Skarbu Państwa. To jednak nie powstrzymało fali wycofywania depozytów i ostatecznie udział banków islamskich w rynku depozytów spadł w 2001 r. do 1,6% (Jang 2003, s. 7).

W następstwie upadku waluty rząd ponownie stanął przed dylematem pojawiającym się w sytuacji jednoczesnego kryzysu walutowego i bankowego. Załamanie się waluty nakazywałoby przeprowadzenie znacznego dopasowania poziomu kursu, połączonego z zacieśnieniem polityki pieniężnej i fiskalnej. Mogłoby to jednak doprowadzić do pogorszenia kondycji sektora bankowego z powodu wzrostu kredytów straconych wskutek negatywnego wpływu takiej polityki na dochodowość przedsiębiorstw. Dodatkowym problemem w Turcji, wynikającym z ewentualnego zacieśnienia polityki pieniężnej, był wysoki poziom krajowego długu publicznego.

5. Skutki kryzysu

5.1. Konsekwencje makroekonomiczne

Zarówno turecki sektor bankowy, jak i przedsiębiorstwa bardzo ucierpiały w wyniku kryzysu finansowego w latach 2000–2001. Niezwłoczne dokapitalizowanie banków państwowych i tych przejętych przez SDIF dodatkowo zwiększyło dług publiczny. Postępująca deprecjacja kursu walutowego groziła nasileniem się procesów inflacyjnych. Ponadto rządzący politycy utracili swoją wiarygodność. Aby przezwyciężyć te trudności, 15 maja 2001 r. ogłoszono nowy program gospodarczy na lata 2001–2003, a premierem został, powracający z Banku Światowego, Kemal Dervis. Główne założenia tego programu zakładały upłynnienie liry tureckiej, ustanowienie niezależnego banku centralnego, wzmocnienie dyscypliny fiskalnej, przeprowadzenie reform strukturalnych, szczególnie w odniesieniu do sektora bankowego. Planowano dokapitalizować banki państwowe oraz odpolitycznić je i urynkować (Akyurek 2006, s. 26). Zawarto nowe porozumienie z MFW, który udzielił kolejnego kredytu na stabilizację gospodarki w wysokości 10 mld USD. Był to już czwarty w ciągu dwóch lat pakiet pomocy Funduszu dla Turcji, który wyasygnował łącznie 30 mld USD (Akyüz, Boratav 2001, s. 27).

Mimo że pomoc finansowa MFW pomogła ustabilizować rynek walutowy, to jednak dostosowanie nastąpiło w znacznej mierze w wyniku procesu deflacyjnego. Z jednej strony załamanie się działalności gospodarczej pociągnęło za sobą znaczne zmiany w bilansie płatniczym, głównie ze względu na drastyczny spadek importu. Z drugiej strony pogłębiająca się recesja gospodarcza oznaczała niewypłacalność wielu dłużników, a zaprzestanie przez nich obsługi zadłużenia zagranicznego spowodowało mniejszy popyt na dewizy i tym samym mniejszą sprzedaż waluty krajowej. W rezultacie stabilizacja rynków nastąpiła nie tyle poprzez napływ kapitału zagranicznego, ale deflację, niedopłynność i liczne przypadki upadłości.

Ogólnie rzecz biorąc, turecki kryzys finansowy wywołał poważne konsekwencje makroekonomiczne i skutki dla sfery realnej. Recesja gospodarcza przyniosła spadek PKB w 2001 r. na poziomie -9,5% (tabela 8). Realizacja programu gospodarczego na lata 2001–2004 i stabilizacja polityki makroekonomicznej doprowadziły jednak do szybkiego wzrostu go-

¹⁶ Według International Association of Deposit Insurers był to pierwszy islamski system gwarancyjny na świecie.

Tabela 8. Podstawowe wskaźniki makroekonomiczne w latach 2000-2005

Wskaźnik	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Wzrost PKB	6,3	-9,5	7,9	5,9	9,9	7,4
Stopa bezrobocia	6,6	8,4	10,3	10,5	10,3	10,3
CPI	54,9	54,4	45,0	25,3	8,6	8,2
Stopa procentowa na rynku m-bankowym	56,7	92,0	49,5	36,2	21,4	14,7
Deficyt budżetowy (w % PKB)	10,2	16,2	14,2	11,2	7,1	2,0
Dług publiczny (w % PKB)	–	95	89	79	75	–
– dług krajowy	29	68	55	54	52	50
– dług zagraniczny	–	27	34	25	23	–
Deficyt handlowy (w % PKB)	13,3	6,3	8,7	9,2	11,5	–
Saldo rachunku bieżącego (w % PKB)	-4,9	2,4	-1,0	-2,8	-4,8	-3,0
Rezerwy walutowe (w mld USD)	22,5	18,9	26,7	33,6	36,0	50,5

Źródło: IFS, Turkstat, BAT.

spodarki w kolejnych latach i znacznego obniżenia poziomu inflacji. Poprawiająca się sytuacja fiskalna spowodowała spadek zadłużenia publicznego i poziomu stóp procentowych.

Niemniej jednak przeprowadzane reformy strukturalne przyczyniły się do trwałego wzrostu stopy bezrobocia do poziomu ponad 10%. Ponadto szybki wzrost gospodarki i aprecjacja realnego kursu walutowego powodowały przyrost deficytu na rachunku bieżącym. Był on z kolei zawiązką kompensowany napływem kapitału, co pozwoliło bankowi centralnemu na akumulację rezerw walutowych (Moghadam 2004, s. 6-11).

5.2. Restrukturyzacja sektora bankowego

Program naprawczy wprowadzony w maju 2001 r. przez BRSA we współpracy z MFW i Bankiem Światowym przewidywał 4 rodzaje działań wobec sektora bankowego:

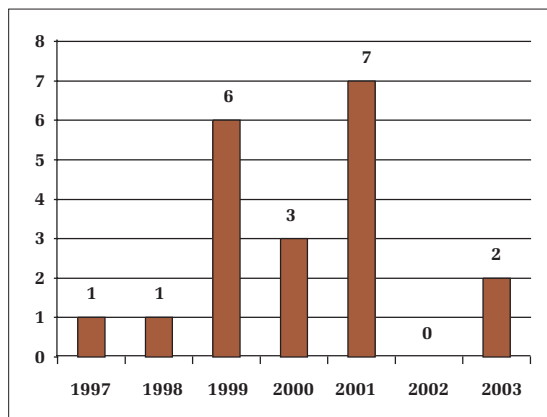
- restrukturyzację banków państwowych,
- rozwiązanie problemów banków przejętych przez SDIF,
- wzmocnienie finansowe banków prywatnych,
- dalszą poprawę w zakresie regulacji i nadzoru nad sektorem bankowym.

O ile restrukturyzacja banków państwowych i wprowadzanie nowych regulacji postępowały stosunkowo sprawnie, o tyle w dwóch pozostałych sferach notowano umiarkowany postęp. BRSA opowiadała się za restrukturyzacją, a następnie sprzedażą banków przejętych przez SDIF, a niekoniecznie ich likwidacją. To oczywiście wydłużało cały proces, ale pomogło uchronić turecki sektor bankowy przed ruinem na banki. Od 1997 r. SDIF przejął łącznie 20 prywatnych banków, w tym 16 w okresie kryzysu bankowego od stycznia 1999 r. do lipca 2001 r. (wykres 6). W większości były to małe banki, ale łącznie skupiały 20% aktywów całego sektora bankowego

(Moghadam 2005, s. 56). Do kwietnia 2004 r. udało się przeprowadzić restrukturyzację i sprzedaż wszystkich banków z wyjątkiem jednego. W 7 przypadkach połączono banki, w 7 kolejnych zlikwidowano, natomiast 6 sprywatyzowano.

Podejście BRSA do banków prywatnych w początkowej fazie realizacji programu naprawczego było raczej pasywne. Liczono, że polepszająca się koniunktura i dobrowolne fuzje banków poprawią sytuację w tym sektorze. Podejście to zmieniło się w 2002 r., kiedy BRSA stała się bardziej aktywna i podjęła oficjalny program dokapitalizowania banków prywatnych. W tym samym czasie BRSA wypracowała i wdrożyła regulacje prawne mające rozwiązać problem złych długów, obejmujące utworzenie agencji zarządzającej tymi aktywami – ang. *Asset Management Corporation* oraz wdrożenie rynkowego mechanizmu restrukturyzacji długów przedsiębiorstw (tzw. *Istanbul Approach*). Należności obsługiwane regularnie zostały natomiast przetransferowane

Wykres 6. Liczba upadłości banków w latach 1997-2003



Źródło: Damar (2004, s. 2), Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA), Savings Deposit Insurance Fund (SDIF).

Tabela 9. Koszty kryzysu bankowego

	Koszty kryzysu	
	w mld USD	jako % PKB
Koszty dla Skarbu Państwa	43,7	29,5
Restrukturyzacja banków państwowych	21,9	14,8
Rezerwy na stracone należności	19,0	12,8
Dokapitalizowanie	2,9	2,0
Restrukturyzacja banków prywatnych	21,8	14,7
Koszty dla sektora prywatnego	9,5	6,4
Koszty poniesione przez SDIF	6,7	4,5
Dokapitalizowanie przez akcjonariuszy	2,8	1,9
Łącznie	53,2	35,9

Źródło: BBSA.

do Bayindirbank, który funkcjonował jako bank postowoty (Moghadam 2005, s. 56–58).

Ogólnie rzecz biorąc, kondycja tureckiego sektora bankowego bardzo ucierpiała w wyniku kryzysu, który wymusił procesy konsolidacyjne banków i masową pomoc ze środków publicznych. Łączne koszty restrukturyzacji okazały się bardzo wysokie – przekroczyły 53 mld USD, co odpowiada około 36% PKB w 2001 r. Zdecydowaną większość tej kwoty stanowiły koszty Skarbu Państwa; stosunkowo niewielką część środków pochodziła od sektora prywatnego (tabela 9). Restrukturyzacja sektora bankowego pociągnęła za sobą zwolnienia 36 tys. pracowników, tj. 20% osób zatrudnionych w bankach (Damar 2004, s. 16).

Aby sfinansować restrukturyzację banków, SDIF musiała też zaciągnąć dług względem Skarbu Państwa; na koniec 2003 r. wynosił on 36,2 mld USD. Skarb Państwa będzie prawdopodobnie zmuszony do umorzenia tego długu, ponieważ kwota ta wydaje się trudna do sfinansowania ze środków odzyskanych z restrukturyzacji aktywów czy ze składek banków z tytułu systemu gwarantowania depozytów.

Powyższe dane świadczą o tym, że kryzys finansowy w Turcji był jednym z najbardziej kosztownych w ostatnich latach. Jednak bolesny proces załamania się sektora bankowego i wychodzenia z kryzysu przyniósł także pozytywne skutki w postaci większej efektywności działania banków oraz dostosowania regulacji bankowych do standardów międzynarodowych¹⁷. Na uwagę zasługuje ponadto gruntowana poprawa rozwiązań instytucjonalnych i regulacyjnych w zakresie sieci bezpieczeństwa finansowego. Od sierpnia 2000 r. funkcjonuje niezależna instytucja nadzoru bankowego, w maju 2001 r. znowelizowana ustawa zapewniła bankowi centralnemu niezależność operacyjną, natomiast w lipcu 2004 r. ostatecznie zrezygno-

wano z pełnych gwarancji dla deponentów, ustalając limit gwarancyjny na poziomie zbliżonym do standardów UE (tabela 4).

Dzięki pozytywnym tendencjom i znacznej poprawie sytuacji tureckich banków relacja aktywów sektora do PKB na poziomie 84% w 2005 r. (TCMB 2006, s. 39) jest podobna jak w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Jednak struktura systemu bankowego w Turcji w porównaniu z sektorami bankowymi w krajach naszego regionu znacznie się różni pod trzema względami. Po pierwsze, wciąż duży jest udział banków państwowych – Ziraat, Halk i Emlak mają 42-procentowy udział w rynku depozytów i 20-procentowy udział w rynku kredytowym. Po drugie, Turcja wciąż jest krajem relatywnie zamkniętym na kapitał zagraniczny; jego udział w sektorze bankowym wynosi zaledwie 5%. Ponadto, nadal wysoki jest udział depozytów denominowanych w walutach obcych, wynoszący w 2004 r. 45% (Steinherr, Tükel, Üçer 2004, s. 8–9).

6. Kryzys turecki w świetle teorii

Kryzysy walutowe wybuchające głównie w krajach rozwijających stały się przedmiotem wielu badań i analiz, co doprowadziło do stworzenia, a następnie ewolucji poglądów na temat ich przyczyn i przebiegu. Specyfika tureckiego kryzysu finansowego sprawia, że nie da się go jednoznacznie zakwalifikować do jednej z teorii kryzysów, natomiast można w nim odnaleźć elementy poszczególnych koncepcji.

6.1. Kryzysy I generacji

Teoretyczną koncepcję, która dała początek pierwszej generacji modeli kryzysów walutowych, zaproponował Paul Krugman (Krugman 1979). W jego teorii główną rolę wśród czynników przyczyniających się do załamania waluty odgrywa nierozważna polityka gospodarcza, skutkująca stopniowym po-

¹⁷ Odnoszących się m.in. do norm adekwatności kapitałowej, ekspozycji w zakresie ryzyka walutowego, praktyk kredytowania powiązanego, norm zaangażowania banków w działalność niebankową, tworzenia rezerw na nieobsługiwane należności, zarządzania ryzykiem oraz zasad rachunkowości i kontroli wewnętrznej.

garszaniem się sytuacji. W modelowej sytuacji nadmierne wydatki rządu powodują powstanie dużego deficytu budżetowego i długu publicznego, który finansowany jest emisją pieniądza przez bank centralny. Wzrastająca inflacja sprawia, że relatywnie tanieje import i pogarsza się konkurencyjność eksportu, co dodatkowo powiększa deficyt bilansu handlowego. Według tej teorii kryzys pojawia się na skutek braku konsekwencji między wewnętrzną polityką gospodarczą – polegającą zazwyczaj na monetyzacji deficytu budżetowego – a próbą utrzymania reżimu stałego kursu walutowego. Skutkuje to systematycznym zmniejszaniem się rezerw walutowych banku centralnego, co wzmaga presję dewaluacyjną. Atak spekulacyjny w tej sytuacji jest w pełni antycypowany, a wybuch kryzysu walutowego nieunikniony. Modelowymi przykładami tej teorii są: kryzys meksykański z 1994 r. oraz kryzysy walutowe, które dotknęły kraje Ameryki Łacińskiej w latach 80.

W przypadku Turcji na podobieństwo do powyższej sytuacji wskazywałyby szybko wzrastający poziom długu publicznego w okresie przedkryzysowym. Jednak, inaczej niż zakładał Krugman, jego finansowanie nie odbywało się w drodze emisji pieniądza przez bank centralny, ale poprzez emisję długu. W Turcji nie odnotowano również systematycznego pogarszania się warunków gospodarczych, na co wskazywało wydłużanie się terminów zapadalności długu w latach 1999–2000. Ponadto, w wyniku realizacji programu stabilizacyjnego prawie wszystkie wskaźniki makroekonomiczne w 2000 r. kształtowały się lepiej niż rok wcześniej. Poza tym wzrost stóp procentowych i spadek poziomu rezerw walutowych nie następował stopniowo, lecz nagle, zatem wybuch kryzysu był nieoczekiwany (Özatay, Sak 2003, s. 6–8). Mimo słabych podstaw makroekonomicznych gospodarki tureckiej w 2000 r. nie istniały więc przesłanki kryzysu finansowego pierwszej generacji. Tak naprawdę tylko niektóre elementy teorii kryzysów pierwszej generacji można odnieść do przypadku tureckiego, w szczególności pogarszającą się sytuację finansów publicznych na skutek braku dostatecznych reform fiskalnych. Teoria proponowana przez Krugmana nie wyjaśnia jednak w pełni przyczyn wybuchu kryzysu finansowego w Turcji.

6.2. Kryzysy II generacji

Twórcą koncepcji, na której opierają się modele drugiej generacji kryzysów walutowych, był Maurice Obstfeld (Obstfeld 1986). W tym nurcie rozważań wskazuje się na zupełnie inny rodzaj ataków spekulacyjnych – taki, którego wynik nie jest przesądzony. Rozważa się ponadto przypadek kraju prowadzącego rozsądną politykę makroekonomiczną i dysponującego

dużą ilością rezerw walutowych. W takich warunkach spekulanci muszą bardzo starannie wybrać moment ataku, aby mieć szansę na jego powodzenie (Małecki, Sławiński, Piasecki, Żuławska 2001, s. 17). Teoria kryzysów drugiej generacji wskazuje na upadek reżimu kursowego wskutek ataku spekulacyjnego inwestorów w momencie, gdy istnieje domniemanie, że władze monetarne zaniechają jego obrony. Może to wynikać nie tyle z faktu, że nie byłyby one w stanie dalej go bronić, ile z wysokich kosztów tej obrony. Koncepcja ta zapewnia najlepsze wyjaśnienie kryzysów walutowych, które dotknęły kraje Europejskiego Systemu Walutowego w latach 1992–1993, a także Hongkong w 1998 r.

Brak wstępnych warunków kryzysu finansowego pierwszej generacji wraz z rosnącą wrażliwością gospodarki tureckiej na szoki może sugerować atak spekulacyjny jako samospełniającą się przepowiednię. W przypadku Turcji czynnikami potwierdzającymi takie domniemanie mogły być rosnący poziom długu publicznego oraz wysokie bezrobocie. Koncepcja kryzysów drugiej generacji wskazuje, że atak spekulacyjny nie musi mieć przyczyn fundamentalnych, lecz może być rezultatem nagłej zmiany oczekiwań inwestorów. Przyczyną takiego ataku spekulacyjnego w Turcji mogło być nagle pogorszenie się oczekiwań co do sytuacji finansów publicznych, wynikające z braku fundamentalnych reform fiskalnych i narastania złych długów w bankach państwowych, które *de facto* powiększały dług publiczny. Jednak teoria kryzysów drugiej generacji wskazuje, że odejście od reżimu stałego kursu walutowego powinno przynieść pozytywne skutki dla gospodarki w krótkim okresie. Ten warunek nie został spełniony w przypadku Turcji, gdzie kryzys walutowy spowodował głęboką recesję gospodarczą w 2001 r.

6.3. Kryzysy III generacji

Kryzysy, które wybuchły w krajach Azji Południowo-Wschodniej w 1997 r., nie przystawały do teorii kryzysów ani pierwszej, ani drugiej generacji. Powstała więc koncepcja kryzysów trzeciej generacji, w której decydujące znaczenie wśród czynników doprowadzających do kryzysu mają słabości strukturalne gospodarki. W przypadku kryzysów trzeciej generacji zakłada się, w przeciwieństwie do poprzedniego modelu, że wybuch kryzysu nie jest wyłącznie skutkiem zbiegu niekorzystnych okoliczności. Teoria ta kładzie duży nacisk na słabości występujące po stronie instytucji i rynków finansowych, a w szczególności odnoszące się do sektora bankowego (Çepni, Köse 2006, s. 46). Zgodnie z tą koncepcją, wrażliwość sektora finansowego powoduje obniżenie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw i przyczynia się do kryzysu.

Koncepcja kryzysów trzeciej generacji podkreśla również znaczenie pokusy nadużycia, która w Turcji skutkowałą nieodpowiedzialną polityką prowadzoną przez banki. W okresie przedkryzysowym doszło do nadmiernej akumulacji ryzyka w bilansach banków, których sytuacja finansowa systematycznie się pogarszała. Wrażliwość tureckiego sektora bankowego na szoki gospodarcze była niezwykle wysoka, co potwierdza przebieg kryzysu – zmaterializowanie się ryzyka stopy procentowej w listopadzie 2000 r., a następnie ryzyka walutowego w lutym 2001 r. Ponadto, podobnie jak w przypadku kryzysu azjatyckiego w 1997 r., występowały silne zależności między sektorem finansowym, konglomeratami przemysłowymi a światem polityki. W Turcji dochodziło nawet do tego, że wielkie konglomeraty przemysłowe zakładały własne banki w celu uzyskania finansowania.

7. Wnioski

Analizując przyczyny, przebieg oraz skutki kryzysu tureckiego, można dostrzec liczne prawidłowości rządzące kryzysami dotykającymi kraje rozwijające się. Jednak, podobnie jak każdy kryzys finansowy, również ten ma swoją specyfikę. Do załamania się reżimu kursowego oraz głębokiego kryzysu bankowego doszło w Turcji w warunkach realizacji 3-letniego programu stabilizacyjnego, opracowanego przy współudziale MFW oraz mającego jego wsparcie finansowe. Z dzisiejszego punktu widzenia błędem wydaje się rozpoczęcie realizacji radykalnego programu stabilizacji go-

spodarki bez osiągnięcia koniecznych warunków wstępnych w postaci dostatecznie silnego sektora bankowego. Tylko przy takich podstawach restrykcyjna polityka fiskalna i monetarna może doprowadzić do rozwiązania chronicznych problemów gospodarczych w postaci deficytu budżetowego, a także wysokiego poziomu inflacji i realnych stóp procentowych.

Ostatnie przypadki kryzysów finansowych w krajach rozwijających się – przede wszystkim kryzys turecki – uwydatniły znaczenie zdrowego sektora bankowego dla utrzymania stabilności makroekonomicznej i niezakłóconego wzrostu gospodarczego. Słabości strukturalne systemu finansowego w przypadku Turcji po raz kolejny odegrały podstawową rolę nie tylko jako przyczyny kryzysu, ale również jako czynniki warunkujące jego przebieg i determinujące koszty ponoszone ostatecznie przez całe społeczeństwo. Szczególną uwagę zwracają niewłaściwe rozwiązania instytucjonalne, mające na celu ochronę systemu finansowego przed destabilizacją. Bank centralny, ze względu na reguły prowadzenia polityki pieniężnej i kursowej, nie mógł działać jako pożyczkodawca ostatecznej instancji, natomiast instytucja nadzoru bankowego nie była niezależna od rządu. Przykład Turcji ponadto doskonale obrazuje, jakich błędów należy unikać przy konstruowaniu systemu gwarantowania depozytów. Długotrwałe utrzymywanie pełnych gwarancji w systemie bankowym spowodowało wzrost pokusy nadużycia, natomiast brak jakiegokolwiek systemu ochrony deponentów banków islamskich przyczynił się do ruin na te banki.

Bibliografia

- Akyurek C. (2006), *The Turkish Crisis of 2001. A Classic?*, "Emerging Markets Finance and Trade", Vol. 42, No. 1, s. 5-32
- Akyüz Y., Boratav K. (2001), *The Making of the Turkish Financial Crisis, Paper prepared for Conference on Financialization of the Global Economy*, University of Massachusetts, December 7-9, Massachusetts.
- Arican E. (2005), *Relation Between Financial Liberalization and Foreign Currency Crisis in Turkey: An Application in Terms of Foreign Currency Crises (1990-2004)*, "The Journal of American Academy of Business", Vol. 7, No. 2, s. 236-246.
- Banks Association of Turkey (2005), *Turkish Economy and Turkish Banking System in 2004*, Banks Association of Turkey, Istanbul.
- Çepni E., Köse N. (2006), *Assessing the Currency Crises in Turkey*, "Central Bank Review", Vol. 6, Issue 1, s. 37-64.
- Damar H. (2004), *The Turkish Banking Sector in the 1980s, 1990s and Beyond*, www.plu.edu/~damaree/turkey.pdf
- Gruszczyński M. (2002), *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- IMF (2004), *Turkey*, "Country Report", No. 04/227, IMF, Washington, D.C.
- Iwanicz-Drozdowska M. (red.) (2002), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, PWE, Warszawa.
- Jang J.H. (2003), *The Politics of Islamic Banks in Turkey: Taming Political Islam by Islamic Capital*, The University of Texas, Austin.
- Keyder N. (2001), *The Aftermath of the Exchange Rate-Based Program and the November 2000 Financial Crisis in Turkey*, "Russian and East European Finance and Trade", Vol. 37, No. 5, s. 22-44.
- Kibritçioğlu A. (2005), *Banking Sector Crises And Related New Regulations in Turkey*. Ankara University, Ankara.
- Krugman P. (1979), *A Model of Balance of Payment Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11, No. 3, s. 311-325.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa.
- Moghadam R. (red.) (2005), *Turkey at the Crossroads. From Crisis Resolution to EU Accession*, „Occasional Paper”, No. 242, IMF, Washington, D.C.
- Obstfeld M. (1986), *Rational and Self-Fulfilling Balance of Payment Crisis*, "American Economic Review", Vol. 76, s. 72-81.
- OECD (2002), *Economic survey of Turkey, 2002*, "OECD Observer", October, OECD, Paris.
- Öniş Z., Aysan A. (2000), *Neoliberal globalization, the nation-state and financial crises in the semi-periphery: a comparative analysis*, "Third World Quarterly", Vol. 21, No. 1, s.119-139.
- Özatay F., Sak G. (2003), *Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-01 Financial Crisis*, "Discussion Paper", No. 0308, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.
- Özdemir N. (2003), *Deposit Insurance and Differential Premium System in Turkey*, International Association of Deposit Insurance Annual Conference, October 22, Seoul.
- Sasin M. (2001), *The Turkish 2000 Financial Market Crisis of Confidence* w: M. Dąbrowski (red.), *The Episodes of Currency Crises in the European Transition Economies*, "CASE Report", No. 40, CASE, Warszawa.
- Schaffer B. (2001), *Turkish Crisis Creates Opportunity For Needed Economic Reform*, "The Heritage Foundation Executive Memorandum", No. 723, Washington, D.C.
- Serdengeçti S. (2002), *Reflections on the February 2001 Turkish Crisis: Lessons from a Central Banker's Perspective*, Opening Lecture in ERC/METU International Conference in Economics VI, 11 September, Ankara.
- Soral B., Işcan T., Hebb G. (2003), *Fraud and Banking Crises: Evidence from Micro-level Transactions Data*, Dalhousie University, Halifax.
- Starr M., Yilmaz R. (2006), *Bank Runs in Emerging-Market Economies: Evidence from Turkey's Special Finance Houses*, "Working Paper", No. 2006-08, American University, Washington, D.C.
- Steinherr A., Tükel A., Üçer M. (2004), *The Turkish Banking Sector. Challenges and Outlook in Transition to EU Membership*, "Bruges European Economic Policy Briefings", No. 9, Brugge, Natolin.
- Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M. (2004), *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia”, Nr 179, NBP, Warszawa.
- TCMB (2006), *Financial Stability Report*, June, Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara.
- Tsagaris P. (2001), *Tukey's Crisis*, "International Socialist Review", June/July, http://www.thirdworldtraveler.com/Europe/Turkey_Crisis.html
- Yuce A. (2003), *Islamic financial houses in Turkey*, "Journal of the Academy of Business and Economics", January, http://findarticles.com/p/articles/mi_m0OGT/is_1_1/ai_113563592

Efektywność nieoficjalnego rynku walutowego w Polsce w latach 1982–1989

Effectiveness of Unofficial Currency Market in Poland in 1982–1989

Marcin Gruszczyński, Maciej Stokłosa***

Streszczenie

Koniec XX wieku w światowych finansach stał pod znakiem liberalizacji obrotów kapitałowych, globalizacji, integracji rynków walutowych oraz intensyfikacji przepływów międzynarodowych. Niemniej w dalszym ciągu niektóre kraje, których przykłady przedstawiono w artykule, utrzymują ograniczenia lub wprowadzają nowe, kontrolując życie gospodarcze, w tym wymianę walut. Zazwyczaj odpowiedzią uczestników rynku jest utworzenie szarego lub czarnego rynku walutowego. Rynek ten może być mniej lub bardziej efektywną protezą wolnego rynku. Mniej lub bardziej uciążliwy system represji istniał także w okresie Polskiej Rzeczypospolitej Ludowej. Celem artykułu było zbadanie, czy polski czarny rynek walutowy funkcjonujący w latach 1982–1989 można uznać za efektywny przynajmniej w słabym rozumieniu tego pojęcia. Do analizy (dane tygodniowe) wykorzystano test współczynników korelacji, test Ljunga-Boxa (Q) oraz modelowanie ARMA (3,3).

Słowa kluczowe: efektywność rynku, czarny rynek, rynek walutowy, kurs walutowy.

Abstract

In the last years of the 20th century world finances experienced a large-scale change – liberalisation of capital accounts, globalisation, integration of currency markets and intensification of international flows. However there are still some countries (examples presented) that use controls or introduce new restrictions on economic life including foreign exchange transactions. The usual response of market participants is the creation of a gray or a black currency market. This market can be a more or less effective substitute of normal economic life. A more or less repressive system of regulations could also be observed in the history of communist Poland. The aim of this article is to verify if the Polish black currency (USD) market operating in 1982-1989 was effective at least in the weak form. Weekly quotations were analysed with a test of correlation coefficients, the Ljung-Box (Q) test as well as ARMA (3,3) modelling.

Keywords: market efficiency, black market, currency market, foreign exchange.

JEL: G14, O16, F31

* Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Makroekonomii i Teorii Handlu Zagranicznego.

** Uniwersytet Warszawski, Wydział Nauk Ekonomicznych.

Wstęp

W ostatnich kilkunastu latach w regulacjach polskich przepływów finansowych zaszły fundamentalne zmiany – od całkowitej kontroli do pełnej liberalizacji transakcji z najbardziej rozwiniętymi krajami świata. Podobne przemiany następowały w ostatniej dekadzie XX wieku w wielu krajach świata. Za początek tej tendencji można uznać przełom lat 80. i 90. Przemiany wiązały się z rozpadem systemu komunistycznego, intensyfikacją procesów związanych z integracją europejską, globalizacją oraz integracją międzynarodowych rynków finansowych.

Do 1989 r. w Polsce obowiązywały ściśle ograniczenia nałożone na międzynarodowe przepływy kapitałowe i wymianę walut. Zazwyczaj kontrolę przepływów kapitałowych uzasadnia się koniecznością zmniejszenia presji na kurs walutowy i rezerwy, ochroną stabilności (oraz autonomii) monetarnej i fiskalnej, redukcją wpływu wahań występujących w światowym otoczeniu finansowym na rynek wewnętrzny. Innym motywem może być chęć zmniejszenia kosztów obsługi zadłużenia wewnętrznego, obniżenia kosztów kredytowania sektorów gospodarki uznanych za priorytetowe czy ochrony rozwijającego się sektora finansowego (Dooley 1996).

Obecnie liczba krajów utrzymujących restrykcje na wymianę walut wyraźnie się zmniejszyła (kursy dualne utrzymuje siedmiu członków MFW, kursy różniczkowe cztery) i większy nacisk kładzie się na kontrolę (monitorowanie) przepływów krótkoterminowych oraz dostęp do wybranych instrumentów (np. pochodnych) lub udziałów w istotnych, strategicznych z punktu widzenia państwa, branżach bądź przedsiębiorstwach. Coraz więcej państw akceptuje VIII Art. Statutu MFW, zezwalając na przepływy finansowe związane z handlem, inwestycjami, turystyką itp. O ile w 1979 r. stosowało się do niego nieco powyżej jednej trzeciej członków, o tyle obecnie jest to już prawie dziewięćdziesiąt procent.

Częstą reakcją uczestników rynku na wprowadzenie ograniczeń są próby ominięcia restrykcji. Może także pojawić się równoległy lub czarny rynek walut obcych. Nieoficjalny rynek walutowy nie był polską specyfiką. W latach 80. istniał prawie we wszystkich krajach bloku wschodniego, jednak polski rynek był uznawany za najbardziej prężny i dynamiczny¹ (Cowitt et al. 1984, s. 628).

W pierwszej części pracy zaprezentowano przegląd wybranych rynków równoległych oraz nieoficjalnych funkcjonujących w gospodarce światowej, a także przyczyny ich powstania.

W drugiej części spróbowano udzielić odpowiedzi na pytanie, czy nieoficjalny rynek walutowy w Polsce w latach 1982–1989 można było uznać za efektywny oraz w jakim stopniu. W tym celu przeprowadzono analizę zachowania się kursu czarnorynkowego, różnicy pomiędzy kursem kupna i sprzedaży (tzw. spreadu) oraz premii czarnorynkowej – różnicy pomiędzy kursem oficjalnym a czarnorynkowym (*black market premium* – BMP).

1. Wybrane równoległe oraz czarne rynki walutowe w gospodarce światowej

Czarne oraz równoległe rynki walutowe pojawiają się w odpowiedzi na ograniczenia nakładane przez państwo bezpośrednio na kształtowanie się kursu walutowego (kurs sztywny, zarządzany, kursy dualne lub różniczkowe) albo pośrednio – na swobodę przepływów kapitałowych (limity przepływów, limity wymiany walut, podatki).

Działalność państwa prowadzi zwykle do przewartościowania oficjalnego kursu waluty krajowej

¹ O ile obroty tygodniowe szacowano w 1982 r. na 1 mln USD, o tyle już w 1989 r. na 2,5–3,5 mln USD. Zasoby walutowe obywateli poza systemem bankowym wzrosły z 1 mld USD do 2,8 mld USD (Cowitt et al. 1984; 1996). To samo źródło dodaje, że: "well organized syndicates have in efficient operation by means of well bribed police and custom officers" (Cowitt et al. 1984, s. 628).

Tabela 1. Kraje MFW a kontrola przepływów kapitałowych

	1979	1985	1995	1996	1999	2004
Członkowie MFW	140	149	180	185	185	184
Wymienialność zgodnie z Art. VIII	51	61	131	143	152	164
Liczba państw członkowskich MFW stosujących ograniczenia w wybranych transakcjach*						
Instrumenty rynku pieniężnego	–	–	–	112	110	103
Instrumenty rynku kapitałowego	–	–	–	128	125	126
Instrumenty pochodne i pozostałe	–	–	–	78	83	83
Kredyt handlowy	105	118	126	103	108	98
Kredyt finansowy	–	–	–	76	113	109
Inwestycje bezpośrednie	–	–	–	144	147	143
Obrót nieruchomościami	–	–	–	119	136	135

* Do 1995 r. nie rozróżniano szczegółowo ograniczeń przepływów finansowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Exchange arrangements and exchange restrictions, MFW* (różne wydania).

w stosunku do zagranicznej. Może to mieć na celu zapobieżenie wzrostowi inflacji, który byłby spowodowany rynkową deprecjacją lokalnej waluty. W normalnych warunkach skutek taki można osiągnąć za pomocą sprzedaży rezerw walut zagranicznych przez instytucję zajmującą się polityką monetarną. Jednak często państwo rozwijające się nie posiada takich rezerw w wystarczającej ilości bądź nie chce wykorzystywać rezerw w tym celu. Wymiana walut po kursie zakładającym przewartościowanie waluty krajowej jest korzystna dla importerów, a niekorzystna dla eksporterów. Zazwyczaj obserwuje się także zmniejszenie obrotów handlu zagranicznego. W przypadku kursów ustalanych przez państwo można się spotkać także z systemami wielu kursów walutowych, które faworyzują pewnych importerów (ze względu na rodzaj importowanych dóbr) kosztem innych. Władze mogą także realizować własną politykę, polegającą na dyskryminowaniu przepływów kapitałowych (np. krótkoterminowych, spekulacyjnych), wyznaczając korzystniejszy kurs dla transakcji handlowych czy inwestycji bezpośrednich.

Ograniczenia obrotów kapitałowych można podzielić na dwa rodzaje: administracyjne i rynkowe. Do **ograniczeń administracyjnych** (tzw. kontrola bezpośrednia) należą zakazy lub wymóg posiadania zezwolenia, ograniczające swobodę transakcji kapitałowych, transfer funduszy, dostęp do rynków oraz limity ilościowe (jaką kwotę lub jaką część zainwestowanego kapitału można przekazać za granicę bez zezwolenia). Kontrola administracyjna może się wiązać ze zobowiązaniem sektora bankowego do kontrolowania i monitorowania przepływu i informowania o jego skali (lub uczestnikach) instytucji nadzorujących system finansowy².

Ograniczenia rynkowe (tzw. kontrola pośrednia) mają na celu zniechęcenie podmiotów finansowych do pewnych transakcji (powiązanych np. z nadmiernym ryzykiem) poprzez zwiększenie kosztów ich zawarcia. Mogą to być podatki przed- lub potransakcyjne³, podwójne lub wielorakie systemy kursów walutowych, ograniczenia otwartych pozycji zewnętrznych⁴ i ich procentowego udziału w bazie kapitałowej banku, zróżnicowanie wymaganych rezerw⁵, depozytów gwarancyjnych⁶ itp. Zazwyczaj transakcje

powiązane z handlem, inwestycjami bezpośrednimi i nabywaniem udziałów są wyłączone z restrykcji.

Wprowadzanie **zróżnicowanych kursów walutowych** dla specyficznych typów transakcji, poza dyskryminacją pewnych rodzajów podmiotów gospodarczych ma na celu zwiększenie kosztów spekulantów chcących stworzyć krótką pozycję netto na walutę krajową, przy równoczesnym zaspokajaniu niespekulacyjnego popytu na waluty po kursach rynkowych. System wielu kursów może także amortyzować nadmierne napływy kapitału i zapobiegać nadmiernej nominalnej aprecjacji kursu walutowego, pogarszającej konkurencyjność eksportu dóbr i usług. Doświadczenia z systemami wielu kursów walutowych są dobrze znane i opisane – z krajów wysoko rozwiniętych dualny system kursowy najdłużej utrzymywała Belgia, do 1990 r. (patrz: roczniki *Exchange arrangements and exchange restrictions*, MFW).

Obywatele danego kraju mogą być zainteresowani posiadaniem waluty obcego kraju jako środka zabezpieczenia. Przeważnie motywami tego są obawy przed inflacją, często połączone z nieadekwatnie niskimi lokalnymi stopami procentowymi. Ogólna niestabilność polityczna również może być przyczyną zwiększonego popytu na waluty obce. Alternatywą dla walut mogą być w takiej sytuacji także dobra trwałe, np. biżuteria, złoto, nieruchomości.

Poszukiwanie możliwości wymiany walut po kursie korzystniejszym niż oficjalny lub dążenie do ominięcia limitów wymiany walut może prowadzić do powstania równoległych rynków walutowych. Rynki te mogą mieć charakter oficjalny, wyznaczony przez władze – tzw. rynki dualne (*dual markets*) mogą być przez nie tolerowane, tzw. rynki szare (*grey markets*), oraz nielegalne – tzw. rynki czarne (*black markets*)⁷. Szeroki przegląd rynków nieoficjalnych zaprezentowano w rocznikach *World Currency Yearbook* (do końca lat 70. – *Pick's Currency Yearbook*).

Rynek równoległy rozwija się wtedy, gdy kurs oficjalny jest poniżej hipotetycznego kursu (Jianping 1998, s. 31). Odbiorcami walut pochodzących z obiegu czarnorynkowego bywają nie tylko przedsiębiorstwa, w tym zajmujące się handlem międzynarodowym, czy indywidualni odbiorcy. Czarnorynkowymi walutami obcymi zainteresowane są także podmioty prowadzące nielegalną działalność gospodarczą. Na przykład w **Chinach** głównym czarnorynkowym odbiorcą nielegalnych walut obcych są podmioty, których działalność polega na:

- Nielegalnym handlu złotem. Powstanie rynku wiązało się z różnicami między cenami złota naewnątrz Chin i w Chinach. Pod koniec lat 80. ten czarny rynek był wyceniany na 500 mln dolarów.

² Ograniczenia administracyjne mogą mieć także charakter nieoficjalny – krajowe władze monetarne mogą nieoficjalnie instruuować krajowe instytucje finansowe, aby nie udzielały kredytu np. uczestnikom rynku (np. nierezydentom) zaangażowanym w działania uznane za spekulacyjne.

³ Stopy podatkowe mogą być zróżnicowane w zależności od zapadalności aktywów, rodzaju transakcji lub miejsca lokalizacji inwestora (rezydent, nierezydent).

⁴ Np. różnicę pomiędzy zagranicznymi, niezabezpieczonymi aktywami a pasywami.

⁵ Różne stopy rezerw na różne rodzaje depozytów, np. ze względu na walutę i pochodzenie inwestora – rezydent/nierezydent; mogą być nieoprocentowane lub nisko oprocentowane.

⁶ Depozyty te mogą być nieoprocentowane lub oprocentowane znacznie poniżej rynkowej stopy procentowej.

⁷ W literaturze przedmiotu rynki szare oraz czarne często są traktowane jako tożsame.

- Nielegalnym handlu przemycanymi samochodami. Powstanie rynku związane było z cłem nałożonym w 1993 r. na importowane samochody, w wysokości od 180% do 220%. Ocenia się, że w 1996 r. przemycono 30 000 aut pochodzących z Japonii.

- Nielegalnym handlu papierosami i narkotykami.
- Nielegalnej emigracji. Cena, jaką musi zapłacić obywatel chcący przedostać się za granicę, wynosi 26 000 dolarów (Jianping 1998, s. 30).

Waluty obce dla czarnego rynku mogą być dostarczone przez: cudzoziemców, przemytników, podmioty prowadzące działalność związaną z importem bądź eksportem. W niektórych krajach zdarzało się także, że skorumpowane otoczenie ekipy rządzącej wykorzystywało istnienie czarnych rynków do uzyskiwania wielkich fortun (zakup obcych walut po заниżonym kursie oficjalnym i ich sprzedaż po kursie czarnorynkowym). Dużą pokusą do nadużyć jest istnienie systemu wielu kursów walutowych (*multiple exchange rates system*).

Głównym pojęciem teorii analizy rynków równoległych jest tzw. premia wymiany walut (*market exchange premium*). Jest to procentowa różnica między kursem na rynku równoległym a oficjalnym kursem walutowym. Premia ta musi być większa dla czarnych rynków wymiany walut niż dla rynków dualnych bądź szarych, gdyż w tym przypadku handlarz walutą ponosi dodatkowe ryzyko. Premia czarnorynkowa może być bardzo mała; może także osiągać bardzo wysokie wartości. Jayaratnam (2003), opisując cechy statystyczne premii czarnorynkowej w krajach rozwijających się Azji, Ameryki Południowej, Środkowej, Afryki, Bliskiego Wschodu w latach 1982–1993, otrzymał wartość średnią 82% (minimalnie 17%, maksymalnie aż 4 264%). Levine i Zervos (1996) tak-

że przedstawili w swojej pracy szacunki premii czarnorynkowej (por. tabela 2).

Dornbusch et al. (1983) pokazują, że na spadek czarnorynkowej premii wpływają m.in. wzrost atrakcyjności aktywów krajowych (wzrost stopy procentowej), dewaluacja waluty krajowej (zbliża kurs oficjalny do czarnorynkowego), wzrost liczby turystów przyjeżdżających do kraju (wzrost podaży walut obcych na czarnym rynku). Podobny skutek ma również spadek oczekiwań inflacyjnych. Wpływ mają też oczekiwania co do polityki rządu. Saca (1997) pokazuje także, że jednocentowa dewaluacja oficjalnego kursu walut prowadzi do proporcjonalnego zmniejszenia premii.

W przypadku **Chin** największe odchylenia pomiędzy kursem oficjalnym a czarnorynkowym wystąpiły w latach 1988–1989 oraz w 1993 r. W grudniu 1988 r. przy kursie oficjalnym 3,72 RNB/USD kurs czarnorynkowy sięgnął 10 RNB/USD, a w maju i czerwcu przekroczył 11 RNB/USD. Skoki te wiązały się początkowo z masową emigracją młodzieży, a następnie z paniką po masakrze na Placu Tian-an-men. Skok kursu czarnorynkowego zanotowano także w 1993 r.

Niezwykłe wydarzenia miały miejsce w **Rosji** na początku lat 90. W lutym 1992 r. doszło do paniki, której przyczyną były niedostatek podaży rubla kasyowego oraz ogłoszenie programu stabilizacji zapowiadającego rewaluację rubla względem dolara. Odpowiedzią rynku była aprecjacja z poziomu 135 rubli za dolara do 60–65. Równocześnie, wiele osób lokowało swe oszczędności w dobrach konsumpcyjnych trwałego użytku. Powrót kursu czarnorynkowego do poziomu z początku lutego nastąpił już w marcu tego samego roku, gdy zauważono, że ceny dóbr ku-

Tabela 2. Premia czarnorynkowa (BMP) w wybranych krajach (w 1976 r. oraz przeciętnie w latach 1976–1993)

Kraj	BMP (1976)	BMP (średnia)	Kraj	BMP (1976)	BMP (średnia)
Argentyna	2	29,107	Kolumbia	3,37	7,793
Bangladesz	39,8	132,562	Korea Płd.	6,25	6,553
Brazylia	25,96	45,92	Malezja	-1,97	0,471
Chile	9,07	14,199	Maroko	6,03	6,75
Egipt	1,37	-0,378	Meksyk	5,26	10,593
Filipiny	8,87	8,122	Nigeria	41,27	127,69
Grecja	5,32	10,4	Pakistan	13,13	18,709
Hiszpania	3,24	3,718	Peru	30,46	62,117
Hongkong	-4,55	-1,071	Portugalia	7,61	7,379
Indie	13,74	14,017	Singapur	0	0,694
Indonezja	1,93	4,487	Tajlandia	0,75	-0,722
Izrael	37,08	7,607	Turcja	8,58	15,999
Jamajka	46,15	32,082	Wenezuela	0	69,517
Japonia	-0,27	0,347	Wybrzeże Kości Słoniowej	-0,6	2,914
Jordania	2,38	3,539	Zimbabwe	304,5	88,309

Źródło: Levine, Zervos (1996).

powanych w sklepach dolarowych były niższe niż w sklepach, w których płacono rublami. W ten sposób popyt na dolary ponownie wzrósł (Goldberg, Karimov 1992).

Ciekawym przykładem jest **Białoruś**, której kurs walutowy oficjalnie jest powiązany z rublem rosyjskim. Badania Międzynarodowego Funduszu Walutowego (Bacalu et. al 2004) jednak pokazują, że istnieje znacznie większa korelacja między inflacją a kursem rubla białoruskiego do dolara niż między inflacją a kursem rubla białoruskiego do rubla rosyjskiego. Prawdopodobnie wiąże się to ze znaczną dolaryzacją gospodarki białoruskiej.

Od początku lat 80. do 2001 r. w **Iranie** funkcjonował system wielu kursów wymiany walut. Rodzaj kursu stosowanego podczas importu zależał od rodzaju wymienianych dóbr i usług. Kurs stosowany przy imporcie dóbr podstawowych równy był USD/IRR 1.750, przy imporcie innych dóbr – USD/IRR 3.000, a w rozrachunkach – USD/IRR 8.000. Jak widać, system ten faworyzował importerów dóbr podstawowych. W lutym 1998 r. czarnorynkowy kurs wynosił 4.800 riali za dolara, a w maju następnego roku sięgnął USD/IRR 8.700. W 2001 r. system ten zmieniono. Ustalony został jeden kurs dla wszystkich transakcji, w wysokości 7.900 riali za dolara. Celem tego posunięcia rządu było m.in. położenie kresu czarnorynkowym spekulacjom związanym z istnieniem systemu wielu kursów walutowych.

W **Liberii** system sztywnych kursów walutowych istnieje od 1940 r., kiedy kurs liberyjskiego dolara został ustalony w relacji 1:1 względem dolara amerykańskiego. Kurs czarnorynkowy w styczniu 1992 r. wynosił USD/LRD 7, a w październiku 1995 r. osiągnął USD/LRD 50. Od stycznia 1998 r. kurs dolara liberyjskiego został uwolniony (pierwszy kurs rynkowy wyniósł USD/LRD 40,25)⁸.

W **Gujanie** pierwszym krokiem rządu w celu ograniczenia negatywnego oddziaływania czarnego rynku na wpływy podatkowe oraz inflację była legalizacja rynku równoległego, do której doszło w 1989 r. Ponadto zdewaluowano walutę krajową – dolara gujańskiego (GYD). W kwietniu 1989 r. rząd zmienił oficjalny kurs z USD/GYD 10 do USD/GYD 33⁹. Ciągle jednak kurs czarnorynkowy wynosił około 60 dolarów gwinejskich za dolara amerykańskiego. W końcu, w 1991 r. doszło do upłynnienia kursu walutowego.

Rekordzistą pod względem premii na rynkach równoległych jest **Birma (Myanmar)**. Wysoka, przekraczająca 100% premia utrzymywała się 1970 do 1998 r. (Rogoff, Reinhart 2003). Dlatego chcielibyśmy omówić przykład Birmy nieco dokładniej. Od czasu zakończenia międzynarodowej pomocy

w 1988 r. Birma walczyła o utrzymanie rezerw w walutach obcych. Poza spłatą długu zagranicznego waluty obce były również przeznaczane na zakup sprzętu wojskowego. W tym celu wprowadzono rygorystyczne ograniczenia rządowe. Poniżej omówiono najważniejsze z nich:

- Zakazano importu i eksportu waluty lokalnej (kyat).
- Kurs kyata został ściśle powiązany z kursem SDR (Special Drawing Rights), aktywów rezerwowych utworzonych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 1969 r., na które składa się obecnie koszyk walut, takich jak euro, jen, funt brytyjski oraz dolar.
- Obca waluta z chwilą pojawienia się w Birmy była obowiązkowo zamieniana na kyaty albo umieszczana na koncie walut obcych (przy czym obłożone to było 10-procentową opłatą). Istniały jednak wyjątki ze względu na zakładanie przedsiębiorstw.
- Każdy transfer pieniężny z Birmy wymagał pozwolenia. Uniemożliwiono także eksport dóbr, bez zagwarantowania płatności za nie w określonym czasie, oraz transfer papierów wartościowych przynoszących zyski z oprocentowania. Zapłata dla podmiotów zagranicznych została ograniczona do wysokości 50.000 dolarów na miesiąc.

Ograniczenia te spowodowały powstanie czarnego rynku, nie tylko zajmującego się wymianą walut, lecz także ich transferem międzynarodowym. Z czasem sytuacja zmieniała się jednak w kierunku większej liberalizacji. W 1993 r. zostały wprowadzone Certyfikaty Wymiany Walut (*Foreign Exchange Certificates*), ważne jedynie na terenie kraju. Początkowo miały one ułatwić życie turystom i przedsiębiorcom przyjeżdżającym do Birmy. Później zezwolono na zakup tych certyfikatów także mieszkańcom Birmy. Ich wykorzystanie jest jednak ograniczone, np. nie można opłacać nimi czynszów.

Wprowadzenie certyfikatów stworzyło w praktyce dualny system walut, który można rozpatrywać w kryteriach nieoficjalnej dewaluacji kyata. Początkowo kurs certyfikatów został ustalony w proporcji 1:1 do dolara, a kurs czarnorynkowy był zbliżony do czarnorynkowego kursu dolara. W 1995 r. poszerzono nieco zakres swobody, 10 centrów wymiany walut dostało pozwolenie na wymianę dolara oraz certyfikatów na kyaty po kursie zbliżonym do czarnorynkowego oraz wymianę kyatów na certyfikaty po kursie zbliżonym do czarnorynkowego. Nie oznaczało to oczywiście całkowitej liberalizacji.

Częściowa liberalizacja miała także miejsce w **Syrii**. W 2003 r. zezwolono sektorowi prywatnemu na posługiwanie się obcymi walutami. W 2004 r. Syria pozwoliła funkcjonować prywatnym bankom oraz giełdzie papierów wartościowych. W 2005 r. zezwolono bankom prywatnym na sprzedawanie obcych walut mieszkańcom Syrii oraz sektorowi prywatnemu na finansowanie importu. W Syrii ciągle jednak funk-

⁸ <http://www.photius.com/wfb/wfb1999/liberia/liberia-economy.html>

⁹ <http://www.country-data.com/cgi-bin/query/r-5426.html>

cjonuje system dualny. Jeden kurs stosuje się do celów budżetowych, wyliczania cel oraz oficjalnych transakcji, inny do pozostałych transakcji finansowych. Wciąż istnieją czarne rynki walutowe¹⁰.

W 1976 r. rząd **Laosu** wprowadził tzw. kip wolności w miejsce „starego kipa”. Trzy lata później, w związku z drastyczną utratą wartości przez kip wolności, wprowadzony został nowy kip. W celu kontroli inflacji zaczęto stosować system wielu kursów walutowych, rozróżniając kurs w zależności od rodzaju podmiotów dokonujących wymiany (biznesmeni, turyści, agencje pomocy międzynarodowej itp.). We wrześniu 1987 r. zmieniono system, po dewaluacji w wysokości 900% w stosunku do dolara amerykańskiego. Wprowadzono system sztywnego kursu walutowego. Do dziś w Laosie istnieje czarny rynek walutowy, o czym można dowiedzieć się na przykład w przewodnikach dla turystów¹¹.

W **Nikaragui** do 1979 r. istniał system sztywnych kursów walutowych. W 1985 r., w związku z pojawianiem się problemów ekonomicznych, głównie w wyniku embarga nałożonego przez Stany Zjednoczone, rząd Ortegi wprowadził system wielu kursów walutowych. Fakt ten oraz inflacja, z którą borykała się Nikaragua głównie w latach 1985–1988, spowodowały wzrost aktywności czarnego rynku. W połowie 1988 r. za 1 dolara można było kupić 20.000 kordob po oficjalnym kursie i aż 60.000 po kursie czarnorynkowym¹². W 1988 r. przeprowadzono reformę stabilizacyjną, wprowadzając nowy pieniądź – nową kordobę. Dewaluacja nasilała się jednak w 1989 i 1990 r. Tuż po wyborach w 1990 r. nowa kordoba straciła 4/5 wartości. W połowie roku ponownie została wprowadzona nowa waluta, tym razem złota kordoba. W latach 90. dokonano liberalizacji, która zaowocowała ustanowieniem pełzającego systemu dewaluacji kordoby oraz legalizacją rynku równoległego.

Kuba stale utrzymuje sztywny kurs walutowy. W obiegu znajdują się peso, zamienne peso (wprowadzone w 2004 r. w miejsce dolarów) oraz dolary (wycofywane z obiegu). Dzięki zamianie dolarów w obiegu na zamienne peso rządowi Kuby udało się pozyskać dużą ilość „twardej waluty”¹³. Zamienne peso wykorzystuje się do płatności zagranicznych, przy zakupie dóbr luksusowych (np. kosmetyki¹⁴) oraz w celach turystycznych. Peso służy zaś do zakupu dóbr powszechnego użytku. Kurs dolara do wymiennego peso wynosi 1:1. Waluty zagraniczne można zamieniać na wymienne peso bez dodatkowych potrąceń, zgodnie z kursem międzynarodowym dolara. Przy wymianie dolarów na zamienne peso potrąca się

10% wartości dolarów. Kurs dolara względem peso jest ustalony na poziomie 1:26¹⁵.

Podsumowując, zjawisko równoległych (w tym czarnych) rynków walutowych jest częste w krajach rozwijających się. Czarne, szare i dualne rynki walut istniały w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (w tym w Polsce), w Związku Radzieckim oraz obecnie w krajach Ameryki Łacińskiej, Azji, Afryki.

Kraje te w różny sposób próbowały ograniczać swobodę przepływów pieniężnych, jednak prowadziło to do powstania równoległych rynków walutowych. Władze niektórych państw z czasem zgadzały się na istnienie dualnego systemu wymiany walut, bądź przestawały zwalczać rynki równoległe (rynki szare). W ostatnim dziesięcioleciu XX w. widać odwrót od drastycznej polityki regulowania przepływów finansowych. Nie we wszystkich krajach dochodzi jednak do liberalizacji. Zmiany nie następują w zamkniętych krajach, takich jak Białoruś, Kuba czy Iran. Poza tym sporo krajów utrzymuje pewne metody kontroli kursów walutowych. Dlatego można przypuszczać, że równoległe rynki walutowe ciągle mogą mieć podstawę do istnienia w tych krajach.

2. Efektywność nieoficjalnego rynku dolara w Polsce w latach 1982-1989

Rynek efektywny pod względem informacyjnym charakteryzuje się tym, że cena występującego na nim instrumentu finansowego w pełni i szybko odzwierciedla wszystkie dotyczące go informacje. Oznacza to, że nie istnieją możliwości uzyskania ponadprzeciętnych dochodów dzięki wykorzystaniu tych informacji. Pojęcie to (stanowiące podstawę teorii efektywnych rynków kapitałowych, EMH, *efficient market hypothesis*) sformułował w 1970 r., a następnie rozwinął w 1991 r. Fama (Fama 1991). Zdefiniował on efektywność na trzech poziomach:

1. Hipoteza słaba – zgodnie z którą cena aktywów odzwierciedla ogólnodostępne informacje z przeszłości (ceny historyczne, sekwencje spadków i wzrostów, wielkości obrotów) oraz informacje fundamentalne.

2. Hipoteza półsilna – cena aktywów reaguje odpowiednio szybko i sprawnie na ogłoszenie publicznie jawnych informacji. Bieżące ceny odzwierciedlają całą powszechnie znaną i dostępną w danym momencie wiedzę.

3. Hipoteza silna – zgodnie z nią cena aktywów odzwierciedla wszystkie informacje, które istnieją na ich temat (zarówno jawne, jak i niepubliczne, z każdego źródła).

¹⁰ <http://www.uam.es/otroscentros/medina/syria/syrinpol.htm>

¹¹ <http://www.elephantguide.com/laos/laos-intelligence.htm>

¹² <http://www.country-studies.com/nicaragua/finance.html>

¹³ <http://www.answers.com/topic/cuban-convertible-peso>

¹⁴ <http://www.reference.com/browse/wiki/Cuban-peso>

¹⁵ <http://www.cuba-junky.com/cuba/currency.htm>

Na rynku efektywnym w silnym rozumieniu żaden uczestnik nie ma dostępu do informacji, która mogłaby wpłynąć na poziom ceny, zatem także żadna grupa inwestorów nie osiągnęłaby większych zysków niż średnie dla całego rynku. Głównym założeniem efektywności rynku jest przekonanie, że pomimo istnienia rozmaitych uczestników rynku (niedoświadczonych i ekspertów, spekulantów i arbitrażystów itp.) rynek może ustanawiać ceny, które właściwie odzwierciedlają wszelkie publicznie dostępne informacje dotyczące danych aktywów (Keane 1983). Wymaga to, aby na rynku znajdowało się dostatecznie wielu uczestników maksymalizujących zysk, niezależnie od siebie wyceniających instrument, a także by koszty transakcyjne były niewielkie.

Przyjmuje się ponadto następujące założenia (Brzeszczyński, Kelm 2002):

- napływ informacji na rynek odbywa się nieregularnie (nie są one od siebie zależne),
- uczestnicy rynku natychmiast reagują na nową informację,
- wszelkie informacje są całkowicie dostępne dla każdego uczestnika, a koszt ich pozyskania jest zerowy,
- wszyscy uczestnicy rynku są zgodni co do kierunku wpływu nowych informacji na zmiany cen,
- uczestnicy rynku nie popełniają systematycznych błędów w prognozowaniu przyszłych zdarzeń.

Spełnienie wyżej wymienionych założeń oznaczałoby, że teoria rynku efektywnego jest częścią teorii racjonalnych oczekiwań.

W kontekście rynku walutowego efektywność oznacza, że kurs *spot* powinien odzwierciedlać wszystkie informacje, które mogłyby być przydatne do osiągnięcia dodatkowych zysków. Wydaje się, że w rzeczywistości żaden rynek walutowy, oficjalny czy czarny, nie jest w pełni efektywny. Wyniki badań empirycznych nie są jednoznaczne. Giddy i Dufey (1975) zbadali zachowanie walut USD, CAD, GBP oraz FRF w dwóch okresach kursów płynnych: 1919–1926 i 1971–1974. Zauważyli, że wszystkie testowane metody prognoz kursu zawodzą, a najlepszą metodą przewidywania jest skorygowanie kursu *spot* o różnicę pomiędzy stopami procentowymi (praktycznie otrzymuje się kurs *forward*). Świadczyłyby to o efektywności badanych rynków. Smoluk et al. (1998) pokazuje, że rynek GBP/USD w latach 1973–1995 był na tyle efektywny, że nie pozwalał na systematyczne osiąganie zysków z systemów transakcyjnych. Podobne wnioski można znaleźć w pracach Cornella i Dietricha (1978), Rogalskiego i Vinso (1977) i innych.

Cornell i Dietrich (1978) testowali słabszą wersję hipotezy efektywności rynku dla dolara kanadyjskiego, szwajcarskiego franka, holenderskiego guldena, marki niemieckiej, funta brytyjskiego oraz japońskiego jena, przeprowadzając test autokorelacji (8 opóź-

nień). Z 48 współczynników przy opóźnieniach jedynie 4 były istotne. Autorzy wysunuli więc wniosek o efektywności rynku walutowego w tych krajach¹⁶.

Sygnałem nieefektywności rynku mogą być interwencje banku centralnego (Pippinger 1973), co oznaczałoby, że rynek oficjalny w Polsce w latach 1982–1989 już z definicji nie mógł być efektywny. Bank centralny nie jest uczestnikiem maksymalizującym zysk, zatem w okresie natężonych interwencji może zakłócać mechanizm rynkowy, usuwając jedno z założeń efektywności. W okresach pozbawionych interwencji rynki w Kanadzie, Norwegii, Wielkiej Brytanii, Francji i Hiszpanii notowały jednak zmiany kursów niezależnie od poprzednich notowań. W literaturze przedmiotu można także napotkać prace omawiające efektywność rynków walutowych z punktu widzenia analizy technicznej (np. Allen i Taylor 1989, Goodman 1979).

Istnieje również bogata literatura pokazująca, że rynki walutowe wcale nie muszą być efektywne, nawet w krajach wolnorynkowych, takich jak Stany Zjednoczone (Flood 1994; Baldwin 1990) czy rynki tak płynne i wolnokonkurencyjne, jak rynek USD/JPY (Elliott, Ito 1995) czy USD/CAD (Rose, Selody 1984)¹⁷.

W niniejszym badaniu autorzy postanowili przyjrzeć się efektywności nieoficjalnego rynku walutowego w PRL w latach 1982–1989. Pewną trudnością było pozyskanie czarnorynkowych notowań kursu dolara. Wprawdzie miesięczne dane można znaleźć np. w poszczególnych wydaniach World Currency Yearbook, niemniej do analiz rynków finansowych (w tym walutowych) zaleca się korzystanie z danych tygodniowych, a nawet dziennych (Canjels et al. 2004). W przypadku weryfikacji hipotezy o szybkim wpływie nowej informacji na cenę kurs miesięczny rzeczywiście mogłby być niewystarczający.

Notowania urzędowe (dane miesięczne) uzyskano z NBP oraz bazy danych MFW (IMF 2005). Bazę tygodniowych kursów kupna i sprzedaży dolara amerykańskiego na czarnym rynku stworzono na podstawie ówczesnej prasy codziennej i tygodników. Z rezultatów pierwszej części badania wynika, że taka częstotliwość jest wystarczająca. Można także zauważyć, że prawie każde czasopismo (poza prasą codzienną polityczną) miało działy ekonomiczne z informacjami z giełd komputerowych, samochodowych itp. przeliczając ceny złotychkowe na dolarowe, i odwrotnie, po kursie czarnorynkowym.

¹⁶ Zastosowano także filtr Alexandra oraz średnie kroczące w celu znalezienia okresów w roku kalendarzowym, w których występują silne zależności. Okresów tych nie udało się wykryć, jednak dla marki, guldena i franka znaleziono zależności, dzięki którym można było osiągnąć roczny zysk w wysokości 10–16%.

¹⁷ Przegląd dyskusji na temat efektywności rynku walutowego: Pilbeam (1998), Buckley (2000), MacDonald (1988).

Do weryfikacji prawdziwości poszczególnych hipotez teorii rynku efektywnego stosuje się następujące metody badawcze.

Prawdziwość słabej hipotezy efektywności rynku weryfikują dwie grupy testów: testy statystyczne losowości zmian cen oraz tzw. testy strategii inwestycyjnej (*trading rule*). Do pierwszej grupy należą testy pozwalające stwierdzić, czy zmiany kursów są losowe. W szczególności są to: tzw. testy autokorelacji zmian kursów¹⁸ oraz testy serii – czy sekwencje kolejnych spadków i wzrostów następują po sobie w sposób przypadkowy. Do drugiej należą testy strategii inwestycyjnych, które badają efektywność z góry przyjętych strategii (systemów transakcyjnych). Na rynku efektywnym żadna taka strategia nie powinna przynosić ponadnormalnych zysków.

Weryfikacja prawdziwości hipotezy półsilnej polega na sprawdzeniu, czy cena dostosowała się do nowej informacji przed jej upublicznieniem, podczas niego czy po. Na rynku efektywnym reakcja powinna nastąpić w czasie upublicznienia informacji. Drugim rodzajem testu jest sprawdzenie, czy uczestnicy podejmujący decyzje po upublicznieniu informacji osiągają ponadprzeciętne zyski.

Test hipotezy silnej polega na analizie stóp zwrotu z inwestycji uczestników rynku, gdy istnieje bezpośredni dostęp do informacji poufnych. Osiągnięcie wówczas ponadprzeciętnych zysków świadczyłoby o braku efektywności rynku na tym poziomie. Należy zaznaczyć, że w zasadzie test trzeciego rodzaju nie ma dla nas znaczenia, jako że nie analizowano rynku oficjalnego, który ewidencjonowałby transakcje¹⁹.

Najczęściej w literaturze spotyka się testy przewidywalności. Testują one słabą wersję hipotezy o efektywności rynku. Testy przewidywalności obejmują głównie testy autokorelacji cen danego instrumentu, testy autokorelacji wariancji oraz testy modeli prognostycznych.

W przypadku rynków FOREX testy autokorelacji przeprowadzali na przykład Burt, Kaen, Booth (1977). Stwierdzili, że rynki funta brytyjskiego oraz marki niemieckiej są efektywne, podczas gdy rynek dolara kanadyjskiego już nie.

Tego typu testy dla czarnych rynków Indii, Tajwanu i Południowej Korei przeprowadził Gupta (1981). Można się spodziewać, że o ile dla rynków wolnych stosunkowo łatwo jest podtrzymać słabszą wersję hipotezy o efektywności rynku, o tyle dla czarnych rynków nie będzie to takie proste. Gupta (1981) wyliczył funkcje autokorelacji dla 24 opóźnień dla

wszystkich 3 walut – tylko w trzech przypadkach współczynniki były istotne na poziomie 5%. Rezultaty nie pozwalają odrzucić hipotezy o słabej efektywności rynków. Analiza trendów (wzrost poprzedza wzrost i na odwrót) wykazała brak istotnych efektów dla danych tygodniowych (poziom istotności 5%). Istotność uzyskano jedynie dla danych miesięcznych dla koreańskiego wona. Gupta (1981) zauważa jednak niestacjonarność, co powoduje, że na podstawie wyników nie da się odrzucić hipotezy zerowej²⁰. Na koniec Gupta (1981) zbadał krzyżową korelację (sięgającą 16 opóźnień) między kursem czarnorynkowym a kursem oficjalnym. W praktyce badanie odpowiada na pytanie, jak wcześniej przed faktyczną zmianą kursu oficjalnego występuje zmiana kursu czarnorynkowego. Jedynie w trzech przypadkach uzyskano wielkości istotne (poziom istotności 5%) – dla Korei Południowej dla opóźnienia zerowego i poprzedniego oraz dla Tajwanu dla dziewiątego opóźnienia. Oznacza to, że w Korei Południowej na tydzień przed zmianą kursu oficjalnego dochodziło do zmian kursu czarnorynkowego. Korzystając z danych miesięcznych, autor ustalił także, że kurs oficjalny można również prognozować na podstawie czarnorynkowego kursu w Korei Południowej i Tajwanie. W Indiach żadne z testów nie dały pozytywnych rezultatów. Autor podsumowuje swe wyniki badań wnioskiem, że nie wszystkie warunki efektywności rynków są spełnione.

Dornbusch i Pechman (1985) zaproponowali model prognostyczny. Zastosowali analizę szeregów czasowych w celu weryfikacji hipotezy o znacznie mniejszej instytucjonalizacji spreadów na czarnym rynku walutowym w Brazylii niż na rynkach Stanów Zjednoczonych. Badali zależność spreadu od stóp procentowych oraz wariancji (duża wariancja odpowiada dużej intensywności wiadomości na rynku). Stwierdzili, że regresja ta w znacznym stopniu wyjaśnia zmienność spreadów na czarnym rynku walutowym Brazylii. Zauważyli także pewną dwuznaczność – z jednej strony duży spread broni przed klientami, chcącymi wykorzystać niepowszechnie informacje do spekulacji, z drugiej zaś strony zmniejsza popyt na transakcje.

Badacze zajmują się także problematyką kursów czarnorynkowych. Grosse (1991), cytując Michalego (1954), pisze, że kurs czarnorynkowy stanowi górną granicę dla kursu wolnorynkowego. Tworzy także model estymujący kurs czarnorynkowy. Zmiennymi niezależnymi są w nim: iloraz cen w Peru oraz USA, bilans handlowy Peru oraz napływ „narkodolarów”. W rezultacie udało się uzyskać model istotny statystycznie. Grosse (1991) podaje, że zmienna będą-

¹⁸ W przypadku rynku efektywnego współczynniki korelacji pomiędzy zmianami cen w poszczególnych okresach powinny być bliskie zera. Dla rozwiniętych rynków akcji wynoszą one od -0,1 do 0,1, co potwierdzałoby hipotezę słabą (Brzeszczyński, Kelm 2002).

¹⁹ Fama (1991) przytacza test trzeciego typu – testujący, czy zarządzający funduszami inwestycyjnymi mogli mieć niedostępne powszechnie informacje.

²⁰ Następnie próbowano sprawdzić, czy stosując filtry Alexandra uda się osiągnąć zyski z transakcji. Dzięki zastosowaniu odpowiednich filtrów udało się je uzyskać, należy jednak wziąć pod uwagę, że nie uwzględniono kosztów transakcyjnych.

ca ilarozem cen w Peru i USA odpowiada za 96% wariacji kursów. Istotna też okazała się zmienna odpowiedzialna za dopływ narkodolarów, nieistotna zaś zmienna odpowiadająca za bilans handlowy Peru.

Test drugiego typu, który jest testem hipotezy półsilnej, prezentuje Aggarwal (1990). Zbadał on efektywność czarnych rynków walutowych w 20 rozwijających się krajach Azji, Afryki, Ameryki Południowej, Bliskiego Wschodu.

Test drugiego typu opiera się na badaniu odchylenia kursu czarnorynkowego od parytetu siły nabywczej. Jeśli rynki spełniają półsilną hipotezę (*semi-strong*), to każda informacja dotycząca inflacji niezwłocznie znajduje odbicie w kursach walutowych. Odchylenia od parytetu siły nabywczej powinny być ponadto nieskorelowane. W wyniku estymacji Aggarwal (1990) stwierdził, że z 20 rynków 13 spełnia półsilną hipotezę o efektywności.

W pierwszej kolejności autorzy przeanalizowali zachowanie się kursu czarnorynkowego, uwzględniając jego korelację z ówczesnymi zjawiskami politycznymi, ekonomicznymi i społecznymi. Przy efektywnie działającym rynku zjawiska te powinny szybko znajdować swe odzwierciedlenie w kursie czarnorynkowym. Efektywny rynek powinien się także cechować stabilnością różnicy pomiędzy kursem kupna i sprzedaży (tzw. spread). W przypadku problemów z płynnością (np. niemożność zawarcia większych transakcji natychmiastowych), która cechuje rynki czarnorynkowe, zewnętrzne wstrząsy (polityczne, ekonomiczne czy społeczne) mogłyby spowodować reakcję rynku polegającą na zwiększaniu się tej różnicy i spadku obrotów.

W 1982 r. nieoficjalna cena dolara była stabilna i oscylowała wokół 350 zł, jednak już w 1983 r. nastąpił szybki wzrost do 700 zł. Warto zauważyć, że największe skoki miały miejsce pod koniec roku, w listo-

padzie i grudniu, co było cechą charakterystyczną rynku do końca PRL.

Pewną niespodziankę przyniosły lata 1984–1985, kiedy kurs ustabilizował się w przedziale 550–700 zł. Na rynku po raz pierwszy zaobserwowano spadki wartości dolara, ale także jego gwałtowniejsze wzrosty. Niemniej był to okres stabilizacji na czarnym rynku walutowym.

Zarówno 1986 r., jak i pierwsze kwartały następnego roku nie zwiastowały poważniejszych perturbacji (pomijając nerwowy grudzień 1986 r., kiedy dolar na czarnym rynku osiągnął 900 zł). Jednak w październiku 1987 r. począł gwałtownie pięć się w górę, przekraczając 1.000 zł, a 8 grudnia osiągnął nieprawdopodobny poziom 1.500 zł²¹.

W 1988 r. scenariusz się powtórzył. O ile w ciągu pierwszych dwóch kwartałów²² kurs ustabilizował się na poziomie około 1.500 zł, o tyle we wrześniu (2 oraz 30)²³ i październiku²⁴ wyczuwano pewne zaniepokojenie, kiedy dolar osiągnął ceny 2.100 oraz 2.250 zł natomiast w grudniu nastąpiło całkowite załamanie kursu złotego na czarnym rynku, a dolar kosztował 3.400 zł²⁵.

²¹ Na jesieni 1987 r. wydawało się, że system totalitarny w Polsce jest w stanie rozkładu, ale że jednocześnie społeczeństwo ma poczucie klęski i nie wierzy, by można było wiele zrobić (Roszkowski 2003, s. 90)

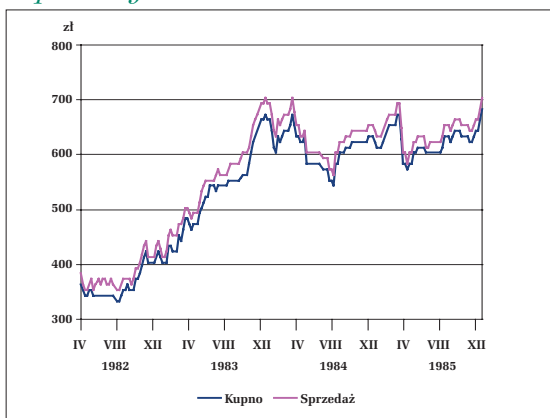
²² Operacja cenowo-dochodowa z lutego 1988 r. oraz dewaluacja oficjalnego kursu o 17% spowodowały wzrost czarnorynkowej ceny dolara o około 10%.

²³ Wrześniowe załamanie zapewne można wiązać częściowo z napiętą sytuacją polityczną po sierpniowej fali strajków, a częściowo ze zmianą rządu PRL, którego premierem został M.F. Rakowski. Z. Messner podał się do dymisji, gdyż rząd w znacznej mierze utracił zaufanie społeczeństwa”.

²⁴ W październiku wyczuwano pewną chęć konfrontacji ze strony władz, 29 października rząd Rakowskiego podjął decyzję o likwidacji Stoczni Gdańskiej. Z drugiej strony rząd zaproponował pakiet reform rynkowych, które początkowo były przyjęte bardzo niepewnie.

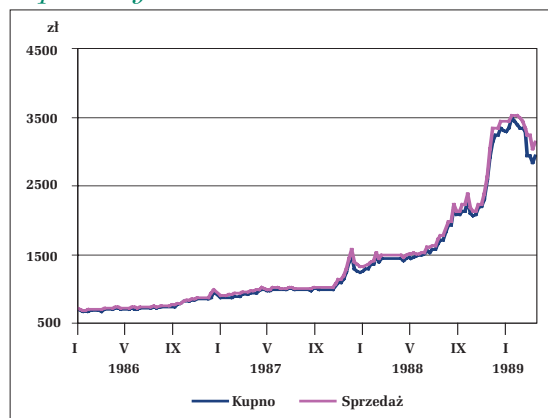
²⁵ Efekt końca roku we wszystkich latach można zapewne tłumaczyć dostrzegalnymi pod koniec każdego roku symptomami niepowodzenia oficjalnej gospodarki, a także oczekiwaniami podwyżek cen od nowego roku czy zakupami walut na prezenty świąteczne z Peweksu.

Wykres 1. Czarnorynkowy kurs kupna i sprzedaży dolara w latach 1982–1985



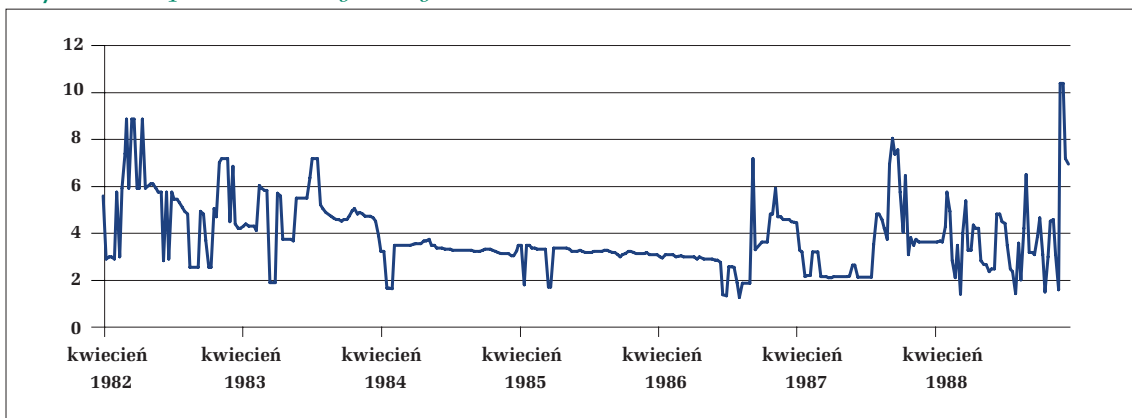
Źródło: badania własne.

Wykres 2. Czarnorynkowy kurs kupna i sprzedaży dolara w latach 1986–1989



Źródło: badania własne.

Wykres 3. Spread czarnorynkowy w latach 1982–1989



Źródło: badania własne.

W 1989 r. czarny rynek istniał już tylko przez trzy miesiące, a kurs na nim ustabilizował się na poziomie około 3.000 zł²⁶. Największe emocje miały nadejść pod koniec roku, ale wtedy nie było już czarnego rynku.

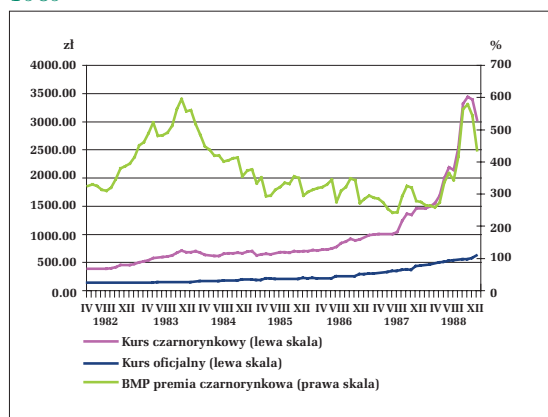
W latach 1982–1983 marże stopniowo spadały przy względnie dużych wahaniami. O ile w czerwcu sięgnęły 8%, o tyle pod koniec 1983 r. obniżyły się do 4%. Następnie, w latach 1984–1986, ustabilizowały się na poziomie 2,7–3,5%. Na początku 1987 r. wzrosły do 7%, a następnie powróciły do poziomu 2%. Ostatni kwartał 1987 r. przyniósł ponowny skok marż – do 7% w listopadzie. Rok 1988 odznaczał się dużo większym niepokojem na rynku, marże oscylowały wokół 4% w przedziale 2–6%. Najwyższy poziom marż osiągnęły w marcu 1989 r., kiedy podskoczyły aż do 7–10%.

Interesującej ewolucji podlegała premia czarnorynkowa – różnica pomiędzy kursem nieoficjalnym a urzędowym. W latach 1982–1983, wraz z szybkim wzrostem kursu czarnorynkowego (który zwiększył się prawie dwukrotnie, z 350 do 675 zł), a także faktycznym usztywnieniu kursu oficjalnego (który w tym okresie wzrósł zaledwie z 84 do 98 zł), premia zwiększyła się z 300% do 600%. Do początku trzeciego kwartału wzrost kursu oficjalnego był już nieco szybszy, przez co premia ulegała powolnej redukcji do 240% we wrześniu 1987 r. (kurs czarnorynkowy wynosił wtedy około 1.000 zł przy kursie oficjalnym około 300 zł). Pod koniec roku nastąpiło jednak krótkotrwałe załamanie, a w grudniu premia osiągnęła 320%. Kolejna wiosna przyniosła pewien spadek różnicy pomiędzy kursami (do 250%), jednak już od lipca widać było załamanie kursu czarnorynkowego, czemu towarzyszyła wprawdzie szybka, lecz niewystarczająca, dewaluacja kursu urzędowego. W styczniu 1989 r. premia osiągnęła 570%, wracając do stanu z grudnia 1983 r. Ustabilizowanie sytuacji przyniosły dopiero przemiany w pierwszym kwartale 1989 r.

Wydaje się, że wstępnie nie można stwierdzić pól silnej efektywności nieoficjalnego rynku walutowego. Zaobserwowano znaczne, jednorazowe skoki kursu, których nie udało się wytłumaczyć wydarzeniem historycznym (np. 30 grudnia 1983 r., 9 marca 1984 r., 28 sierpnia 1983 r., 10 grudnia 1985 r. czy 8 grudnia 1987 r), zatem mogło to być zachowanie stadne (*herding*) spowodowane plotką lub paniką. Zaobserwowana sezonowość (wzrost kursu pod koniec roku) także dawałaby pewne podstawy do odrzucenia hipotezy o efektywności w jej pól silnym rozumieniu.

Zgodnie z teorią rynków efektywnych rynek nie jest efektywny, jeśli istnieją zależności pomiędzy zmianami cen aktywów (kursu walutowego) w dowolnie oddalonych od siebie okresach. Gdyby zależność ta istniała, możliwe byłoby zastosowanie systemu transakcyjnego w celu odniesienia ponadprzeciętnych zysków. Najprostszym, wstępnym testem hipotezy słabej efektywności rynku jest badanie autokorelacji zmian kursu walutowego w okresach t i $t-s$, polegające na sprawdzeniu współczynników korelacji:

Wykres 4. Kurs oficjalny i czarnorynkowy oraz premia czarnorynkowa w latach 1982–1989



Źródło: badania własne.

²⁶ Stabilizację kursu można zapewne wiązać z rozpoczęciem się 6 lutego obrad Okrągłego Stołu.

Tabela 3. Wartość współczynnika korelacji $cor(\Delta e_t, \Delta e_{t-s})$ dla kursu USD (próba 4.04.1982 r. - 23.03.1989 r.)

s	$cor(\Delta e_t, \Delta e_{t-s})$
1	0,1428
2	0,0671
3	-0,0180
4	-0,0103
5	0,0870
6	-0,0915
7	-0,0430
8	-0,0100
9	0,0372
10	-0,0005

Uwaga: Δe_t oznacza zmianę kursu walutowego w ciągu tygodnia od $k-1$ do k .
Źródło: opracowanie własne.

$$\rho(e_t, e_{t-s}) = \frac{Cov(e_t, e_{t-s})}{\sqrt{D^2 e_t * D^2 e_{t-s}}} = \frac{E[(e_t - Ee_t) * (e_{t-s} - Ee_{t-s})]}{\sqrt{D^2 e_t * D^2 e_{t-s}}} \quad (1.1)$$

Gdyby rynek był efektywny, to wartości te powinny być bliskie zera (lub błędowi statystycznego lub +/-10%, jak sugerują Brzeszczyński i Kelm 2002). Wartości współczynników korelacji dla kursu czarnorynkowego dolara przedstawiono w tabeli 3. Można zauważyć, że wartość współczynnika dla $s = 1$ jest dwukrotnie wyższa od współczynników przy pozostałych opóźnieniach. Ten prosty test może sugerować, że rynek nie jest w pełni efektywny w słabym sensie, a zmiana kursu bieżącego jest skorelowana ze zmianą sprzed tygodnia.

Efektywność rynku walutowego można także badać poprzez próby prognozowania kursu walutowego na podstawie jego przeszłych wartości. Prognoza taka oznaczałaby, że nie wszystkie informacje służące do określenia kursu walutowego są zawarte w cenie. Być może udałoby się także osiągać zyski transakcyjne na

Tabela 4. Wartości statystyk testu Ljunga-Boxa (Q) na występowanie autokorelacji

Liczba opóźnień	Zmienna	
	kurs czarnorynkowy	spread
2	10,1953**	27,4099**
4	10,2716**	31,2576**
6	16,3088**	32,4752**
8	17,0196**	36,4712**
10	17,5882*	36,7266**
12	17,8486	37,6507**

* stwierdzenie autokorelacji przy zastosowaniu poziomu istotności 10%;
** stwierdzenie autokorelacji przy zastosowaniu poziomu istotności 5%;
Źródło: opracowanie własne.

podstawie otrzymanych prognoz. Sprawdzenie, czy przeszłe wartości kursu walutowego są istotne dla przewidywania wartości przyszłych sprowadza się do badania tzw. autokorelacji. Zdecydowano się sprawdzić, czy istnieje możliwość prognozowania kursu oficjalnego, kursu czarnorynkowego, a także spreadu i premii czarnorynkowej.

W celu wykrycia autokorelacji zastosowano test Ljunga-Boxa. Zmienna kurs czarnorynkowy oraz spread są liczone w skali tygodniowej. Wszystkie zmienne zostały przedstawione w postaci logarytmicznych stóp zwrotu.

Na podstawie powyższego rezultatu badania można zaobserwować autokorelację występującą w zmiennych odpowiedzialnych za kurs czarnorynkowy oraz spread. Oznacza to, że przeszłe wartości kursu czarnorynkowego, a także premii czarnorynkowej były istotne statystycznie dla prognozowania ich przyszłych wartości. Czarny rynek walutowy nie był więc efektywny w słabym sensie.

Dokonano także modelowania kursu czarnorynkowego w skali tygodniowej za pomocą modelu ARMA(p, q). Za wartości p i q arbitralnie przyjęto liczbę

Tabela 5. Modelowanie kursu czarnorynkowego [ARMA(3,3)]

Liczba obserwacji	Logarytm funkcji wiarygodności	Chi2 statystyki Walda (6)	P-value
351	766,4983	504,01	0,0000
Estymacja (zmienna kurs _t)			
zmienna	współczynnik α, θ	błąd standardowy	
α_0	0,0075166	0,0071351	
α_{t-1}	0,9200302	0,1578682***	
α_{t-2}	-0,7099504	0,2154074***	
α_{t-3}	0,7700159	0,1321818***	
θ_{t-1}	-0,7965005	0,1440057***	
θ_{t-2}	0,6595083	0,1786254***	
θ_{t-3}	-0,8022732	0,1069109***	

*** oznacza istotność na poziomie 1%.

Źródło: opracowanie własne.

bę 3, gdyż dość odpowiada ona liczbie tygodni w miesiącu pomniejszonej o jeden (tydzień prognozowany). Model ten prognozuje więc kurs czarnorynkowy w skali miesięcznej. Wyniki estymacji modelu zawiera tabela 5. Poniżej przedstawiono estymowane równanie:

$$\begin{aligned} kurs_t = & \alpha_0 + \alpha_{t-1} * kurs_{t-1} + \alpha_{t-2} * kurs_{t-2} + \alpha_{t-3} * kurs_{t-3} \\ & + \varepsilon_t + \theta_{t-1} \varepsilon_{t-1} + \theta_{t-2} \varepsilon_{t-2} + \theta_{t-3} \varepsilon_{t-3} \end{aligned} \quad (1.2)$$

W wyniku estymacji otrzymujemy model istotny dla prognozowania kursu czarnorynkowego, co ponownie przemawia za nieefektywnością czarnego rynku walutowego w PRL.

Jakie mogły być przyczyny braku efektywności nieoficjalnego rynku walutowego na poziomie słabym (a przez to półsilnym oraz silnym)? Zapewne zbyt mała była liczba uczestników. Rynek podlegający karze generował także wysokie marże, do których należy doliczyć prawdopodobieństwo zwykłego oszustwa i rabunku. Napływ informacji na rynek odbywał się w zasadzie regularnie – dostarczano zwykle złe wiadomości (szczególnie w drugiej połowie dekady). Wydaje się także, że informacje (np. o planowanych operacjach cenowo-dochodowych) nie były dostępne dla każdego uczestnika rynku i były kosztowne.

Można przypuszczać, że ówczesni kreatorzy rynku²⁷ lub osoby mające dostęp do informacji poufnych (np. planowanej operacji cenowo-dochodowej) mogli osiągać ponadprzeciętne przychody – co oczywiście oznaczałoby brak efektywności rynku na poziomie silnym.

Zakończenie

W ostatnich latach głównymi tendencjami w finansach międzynarodowych są liberalizacja i integracja rynków. Nadal jednak istnieją kraje próbujące nie tylko monitorować czy dostrajać (*fine tuning*) przepływy do pożądanej formy, ale i po prostu je całościowo kontrolować. Odpowiedzią uczestników życia gospodarczego jest zazwyczaj powstanie rynku nieoficjalnego, podobnie było i w latach systemu gospodarki centralnie sterowanej w Polsce. Mimo że przez większość badanego okresu obowiązywało prawo dewizowe uznawane początkowo za „postępowy akt prawny dostosowany do sytuacji społeczno politycznej i gospodarczej kraju” (Skoczyła 1994, s. 41), to okazało się, że praktyka gospodarcza wkrótce wykroczyła poza nakreślone ramy, które poszerzono dopiero zmianami wprowadzonymi ustawami z 15 lutego 1989 r. oraz 28 grudnia 1989 r.

²⁷ Cowitt et al. (1996) szacuje, że w samej Warszawie działało 6 grup (*rings*) składających się z 10 pośredników, z których każdy miał 10–20 handlowców. Przy takiej liczbie uczestników utrzymanie jednej ceny (zmowa) nie było zapewne trudne.

Autorów niniejszego opracowania zainteresował problem efektywności rynku wprawdzie nieoficjalnego, ale znaczącego w życiu gospodarczym, oraz to, w jakim stopniu był efektywny (czy dobrze zastępował normalny obieg walutowy). Mimo że nie można było przetestować hipotezy mocnej, to można było na podstawie przedstawionych badań stwierdzić, że już na poziomie słabym obserwowana była nieefektywność tego rynku. Wydaje się także, że rynek ten nie zweryfikowałby pozytywnie także hipotezy półsilnej²⁸, gdyż można było zaobserwować niewytłumaczalne skoki kursu (być może będące znakiem paniki, zachowań stadnych czy spekulacji większych uczestników rynku). Zamieszczone badania przeprowadzono na podstawie danych tygodniowych.

Wyniki przedstawionych badań sugerują, że rynek nieoficjalny w PRL, podobnie jak czarne rynki w innych krajach (oraz niektóre oficjalne), nie funkcjonował poprawnie i efektywnie (co najmniej w znaczeniu słabym). W pewien sposób odzwierciedlał jednak zjawiska zachodzące w gospodarce i pokazywał nastroje oraz oczekiwania uczestników rynku (np. co do możliwości podwyżek cen w nowym roku). Był jednak podatny na plotki (lub panikę), przez co gwałtownie podnosił kurs czarnorynkowy. Warto jednak zauważyć, że zmiany kursu walutowego na rynku nieoficjalnym wykazywały pewną korelację ze zmianami sprzed tygodnia. Brzeszczyński i Kelm (2002) w analizie Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych w początkowym okresie działalności (kiedy sesje odbywały się co tydzień) sugerują korelację obecnej zmiany także ze zmianą zeszlotygodniową (z poprzedniej sesji). Może to sugerować, że efektywność polskiego, nieoficjalnego rynku walutowego była podobna, jak efektywność warszawskiej giełdy w początkowym okresie jej działalności.

Czarny rynek walutowy w PRL, podobnie jak inne rynki równoległe w gospodarce światowej, jest interesującym polem badań, pokazującym rzeczywiste życie gospodarcze w krajach o kontrolowanych rynkach oficjalnych czy niezliberalizowanych obrotach kapitałowych. Wydaje się jednak, że są one zjawiskiem niepożądanym i nieefektywnym. Jak pokazuje ostatnich kilkanaście lat historii Polski, likwidacja czarnego rynku oraz związanych z nim patologii jest możliwa jedynie dzięki liberalizacji gospodarki, usunięciu ograniczeń obrotów kapitałowych oraz upłynieniu kursu walutowego. W ten sposób unitarny, powszechny kurs walutowy staje się barometrem gospodarki, informując o jej kondycji i występującej w niej nierównowadze oraz umożliwiając uczestnikom rynku podejmowanie racjonalnych działań.

²⁸ Negatywna weryfikacja hipotezy słabej powoduje także odrzucenie hipotezy o efektywności półsilnej i silnej.

Bibliografia

- Aggarwal J. (1990), *The Nature of Currency Black Markets: Empirical Test of Weak and Semistrong Form Efficiency*, "International Trade Journal", vol.1, s.1-24.
- Allen H., Taylor M. (1989), *Charts and fundamentals in the foreign exchange market*, "Discussion Papers", No. 40, Bank of England, London.
- Bacalu V., Brixiova Z., Jafarov E., Vacher J. (2004), *Republic of Belarus: Selected Issues*, "Country Report", No. 04/139, IMF, Washington D.C.
- Baldwin R. (1990), *Re-Interpreting the Failure of Foreign Exchange Market Efficiency Tests: Small Transaction Costs, Big Hysteresis Bands*, "Working Paper", No. 3319, NBER, Cambridge.
- Bzrzeszczyński J., Kelm R. (2002), *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, WIG Press, Warszawa.
- Buckley A. (2000), *Multinational Finance*, Prentice Hall, New York.
- Burt J., Kaen F., Booth G. (1977), *Foreign Exchange Market Efficiency Under Flexible Exchange Rates*, "Journal of Finance", Vol 32, No. 4.
- Canjels E., Gauri Prakash-Canjels, G.Taylor A.(2004), *Measuring Market Integration: Foreign Exchange Arbitrage And The Gold Standard, 1879-1913*, "Working Paper", No. 10583, NBER, Cambridge.
- Cornell W., Dietrich J. (1978), *The efficiency of the market for foreign exchange under floating exchange rates*, "Review of Economics and Statistics", Vol.60, s.111-120.
- Cowitt et al. (red.) (1984), *World currency yearbook 1984*, Currency Data & Intelligence, Inc., New York.
- Cowitt et al. (red.) (1996), *World currency yearbook 1990-1993*, Currency Data & Intelligence, Inc., New York.
- Dooley M. (1996), *A survey of literature on controls over international capital transactions*, "Staff Papers", grudzień, IMF, Washington D.C.
- Diddy I., Dufey G. (1975), *The Random Behavior of the Flexible Exchange Rates: Implications for Forecasting*. "Journal of International Business Studies", Vol. 6, No 1, s. 1-32
- Dornbusch R., Pechman C. (1985), *The Bid-Ask Spread in the Black Market for Dollars in Brazil: Note*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol.17, No.4, s.517-520.
- Dornbusch R., Dantas D.V., Pechman C., de Rezende Rocha R., Simoes D. (1983), *The Black Market for Dollars in Brazil*, "Quarterly Journal of Economics", Vol.98, Issue 1, s. 25-40 (NBER Reprint 364).
- Elliott G., Ito T. (1995), *Heterogeneous Expectations and Tests of Efficiency in the Yen/Dollar Forward Foreign Exchange Rate Market (IFM)*, "Working Paper", No. 5376, NBER, Cambridge.
- Fama E. (1991), *Efficient Markets II*, "The Journal of Finance", Vol. 46, No.5, s. 1575-1617.
- Flood M. (1994), *Market Structure and Inefficiency in the Foreign Exchange Market*, "Journal of International Money and Finance", Vol. 13, No. 2, s. 131-158.
- Goldberg L., Karimov I. (1992), *Black markets for currency, hoarding activity and policy reform*, "Working Paper", No. 4153, NBER, Cambridge.
- Goodman S. (1979), *Foreign exchange rate forecasting techniques: Implications for business and policy*, "The Journal of Finance", Vol. 34, No. 2, s. 415-427.
- Grosse R. (1991), *Peru's Black Market in Foreign Exchange*, "Journal of Interamerican Studies and World Affairs", Vol.33, No.3, s.135-167.
- Gupta (1981), *A Note on the Efficiency of Black Markets in Foreign Currencies*, "The Journal of Finance", Vol. 36, No.3, s.705-710.
- IMF (2005), *International Finance Statistics*, IMF, Washington D.C.
- Jayaratham A. (2003), *How Does The Black Market Exchange Premium Affect Foreign Direct Investment (FDI)?*, mimeo, Department of Economics, Stanford University, Stanford.
- Jianping D. (1998), *China's foreign exchange black market and exchange flight: Analysis of exchange rate policy*, "The Developing Economies", XXXVI-1, s. 24-44.
- Levine R., Zervos S. (1996), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth, Policy*, "Policy Research Working Paper", No. 1690, The World Bank, Washington D.C.
- MacDonald R. (1988), *Floating Exchange Rates: Theories And Evidence*, Routledge, London.
- Pilbeam K. (1998), *International Finance*, Macmillan Business, New York.
- Pippinger J. (1973), *The case for freely fluctuating exchange rates: Some evidence*, Western Economic Journal, wrzesień, s. 314-326
- Rogalski R., Vinso J. (1977), *Price variations as predictors of exchange rates*, Journal of International Business Studies, Vol. 8, No. 1, s. 71-83.

- Rogoff K., Reinhart C. (2003), *FDI to Africa: The Role of Price Stability and Currency Instability*, "Working Paper", No. 0310, IMF, Washington D.C.
- Rose A., Selody J. (1984), *Exchange market efficiency: a semi strong test using multiple markets and daily data*, "The Review of Economics", Vol. 66, No. 4, s. 669-672.
- Roszkowski W. (2003), *Najnowsza historia Polski, 1980-2002*, Świat Książki, Warszawa.
- Saca N. (1997), *Black Market Exchange Rate, Unification of the Foreign Exchange markets and Monetary Policy: The Case of El Salvador*, Peter Lang Publishing, Frankfurt am Main.
- Skoczylas J. J. (1984), *Polskie prawo dewizowe*, PWN, Warszawa.
- Smoluk H., Vasconcellos G., Kramer J. (1998), *Random walks in the UK Pound/US dollar exchange rates*, "International Review of Financial Analysis", Vol. 7, No. 1, s. 65-82

Kategoryzacja strat operacyjnych w bankowości

Categorization of Operational Losses in Banking

*Maciej Piotunowicz**

Streszczenie

W ciągu ostatnich lat znacznie wzrosło znaczenie właściwej identyfikacji, pomiaru i zarządzania ryzykiem operacyjnym w działalności banków. Ta tendencja utrzyma się m.in. w wyniku wprowadzania nowych wymogów nadzorczych, zawartych w Nowej Umowie Kapitałowej oraz w unijnej dyrektywie Capital Requirements Directive (CRD). Wzrost tych wymogów wiąże się również ze zwiększeniem świadomości zagrożeń wynikających z ryzyka operacyjnego.

Jednym z podstawowych wymogów dotyczących ryzyka operacyjnego jest konieczność właściwej klasyfikacji strat operacyjnych. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie kategorii tych strat w podziale stosowanym w NUK, CRD oraz Rekomendacji M Komisji Nadzoru Bankowego. Autor posłużył się przykładami, aby wskazać, jakie straty operacyjne powinny być kwalifikowane do poszczególnych kategorii. Dodatkowym celem artykułu jest podkreślenie istotności zagadnień związanych z ryzykiem operacyjnym w działalności instytucji finansowych.

Słowa kluczowe: ryzyko operacyjne, straty operacyjne, zarządzanie ryzykiem, Nowa Umowa Kapitałowa, Dyrektywa CRD.

Abstract

The importance of generating appropriate operational risk identification, measurement and management processes in banks has increased significantly within the last few years. This trend will continue as a result of – among other reasons – implementation of new supervisory regulations stated in the New Basel Capital Accord and the UE Capital Requirements Directive. The introduction of these requirements is also associated with the increase in awareness of threats related to operational risk.

According to supervisory regulations, one of the fundamental requirements concerning operational risk is the necessity to categorize operational losses properly. This article aspires to present the categorization of losses, stated in the Capital Accord, CRD, and Recommendation M of the KNB. Author uses examples of losses to demonstrate which losses should be attributed to a particular loss category. Another aim of the article is to emphasize the importance of issues associated with operational risk management in financial institutions.

Keywords: operational risk, operational losses, risk management, New Basel Capital Accord, Capital Requirements Directive.

JEL: G32, G34

* Narodowy Bank Polski, Departament Audytu Wewnętrznego.

Wstęp

Ryzyko operacyjne w bankowości staje się coraz istotniejsze. Dostrzegają to przede wszystkim banki i inne instytucje finansowe, które coraz więcej czasu i środków przeznaczają na zarządzanie tym rodzajem ryzyka. Kwestie związane z ryzykiem operacyjnym stały się także przedmiotem zainteresowania instytucji nadzorczych oraz tworzących najlepsze praktyki, jak Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (w Europie), U.S. Securities and Exchange Commission (w USA) czy Komisja Nadzoru Bankowego (w Polsce). Ryzykiem operacyjnym coraz szerzej interesują się również przedsiębiorstwa spoza branży finansowej, a także teoretycy i badacze naukowcy.

W najbliższej przyszłości waga tego zagadnienia z pewnością będzie rosła, m.in. w związku z wdrażaniem Nowej Umowy Kapitałowej i związanych z nią dyrektyw europejskich, które wprowadzają obowiązek uwzględnienia ryzyka operacyjnego w pomiarze adekwatności kapitałowej oraz zarządzania tym rodzajem ryzyka w podobny sposób, jak ryzykiem kredytowym i rynkowym. Temat ten dotyczy zarówno Polski, jak i pozostałych krajów Unii Europejskiej, częściowo ze względu na ogólny obowiązek wprowadzania zapisów wynikających z unijnych dyrektyw, a częściowo z powodu globalizacji systemu finansowego, wymuszającej na bankach działających w Polsce dostosowanie się do zasad stosowanych przez banki na całym świecie.

W ostatnich latach w Polsce zagadnienie ryzyka operacyjnego stało się bardzo istotne, przede wszystkim w sektorze bankowym. Wiele banków, szczególnie większych, wprowadziło mniej lub bardziej zaawansowane systemy identyfikacji ryzyka operacyjnego, mierzenia go i zarządzania nim. Warto zauważyć, że wiele banków przejęło system zarządzania ryzykiem od spółki matki. Takie rozwiązanie ma oczywiste zalety – w postaci otrzymania gotowego, zaawansowanego systemu zarządzania ryzykiem. Wiąże się jednak również z niebezpieczeństwem, że otrzymany system może nie funkcjonować właściwie w specyficznym, lokalnym otoczeniu. Tematem ryzyka operacyjnego zajął się również nadzór bankowy, czego najważniejszym rezultatem była wydana w 2004 r. Rekomendacja M Komisji Nadzoru Bankowego, dotycząca zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach. W tej chwili trwają prace nad wprowadzeniem do polskiego porządku prawnego zapisów europejskiej dyrektywy Capital Requirements Directive (Parlament Europejski 2006a i 2006b)¹, wymuszających alokację kapitału regulacyjnego na równoważenie ryzyka operacyjnego występującego w działal-

ności banków. Można podejrzewać, że spowoduje to przyśpieszenie prac nad systemami zarządzania ryzykiem operacyjnym.

Niniejszy artykuł przedstawia jeden z głównych aspektów ryzyka operacyjnego – kategoryzację strat operacyjnych według zdarzeń, które je powodują. Stosowania takiego podziału wymagają wszystkie najlepsze standardy w zakresie ryzyka operacyjnego. Przypisanie danej straty do konkretnej kategorii nie zawsze jest jednak oczywiste. Celem artykułu jest wskazanie, jakie straty powinny być zaliczane do poszczególnych kategorii, oraz opis przykładowych zjawisk z danej kategorii. Szczególną uwagę poświęcono przykładom strat znajdujących się na pograniczu kilku kategorii.

Pierwsza część artykułu zawiera ogólny opis problematyki ryzyka operacyjnego. W drugiej części zostały przedstawione kategorie strat operacyjnych, w podziale stosowanym przez większość instytucji nadzorczych, w tym Komisję Nadzoru Bankowego, wraz z opisem przykładów 2–3 strat z każdej kategorii. Większość z nich pochodzi z sektora bankowego. Ponieważ jednak ryzyko operacyjne dotyczy praktycznie wszystkich obszarów działalności biznesowej, w przypadku niektórych kategorii ryzyka zostały wskazane również przykłady strat operacyjnych w innych instytucjach. Trzecia i ostatnia część artykułu to ogólna analiza częstotliwości występowania różnych kategorii strat operacyjnych oraz wielkości pojedynczych strat wewnątrz danej kategorii, przede wszystkim na podstawie wyników ankiety wypełnianej przez banki dla Komitetu Bazylejskiego na potrzeby prac nad Nową Umową Kapitałową.

Historia ryzyka

Ryzyko towarzyszy bankom od początku ich działalności. Na jego istnieniu opiera się sama koncepcja funkcjonowania banku, którego podstawowa działalność – przyjmowanie depozytów i udzielanie kredytów – to w istocie transferowanie ryzyka. Oznacza to w praktyce, że banki z konieczności od bardzo dawna zarządzają podejmowanym ryzykiem. Ostatnie dekady przyniosły w tym zakresie bardzo duże zmiany, przede wszystkim formy, w której ten proces się odbywa. Kiedyś polegał on na nieformalnych działaniach, nakierowanych zwykle na badanie przyczyn już zaistniałych strat. Dzisiaj zarządzanie ryzykiem jest sformalizowane w postaci wielu procedur, modeli oraz wymogów i dotyczy praktycznie każdego pracownika banku, a jego celem jest raczej prewencja niż analiza strat *ex post*.

Niektórymi rodzajami ryzyka, takie jak ryzyko kredytowe czy płynności, banki zarządzają od początku swojego funkcjonowania. Banki zawsze przyzna-

¹ Pełna wersja dokumentów jest dostępna np. na oficjalnej stronie Komisji Europejskiej, <http://ec.europa.eu>

wały kredyty w zależności od spełnienia przez potencjalnego kredytobiorcę pewnych warunków. Ewentualne zabezpieczenia musiały spełniać określone wymogi, a spłaty kredytów były monitorowane. Jednocześnie banki starały się, by ich aktywa i pasywa były odpowiednio skorelowane, tak aby minimalizować potencjalne problemy z płynnością. Oczywiście, stopień skomplikowania systemów związanych z zarządzaniem tymi rodzajami ryzyka jest obecnie nieporównywalny z sytuacją sprzed lat. W szczególności bardzo zwiększyło się matematyczne i ekonometryczne zaawansowanie modeli wykorzystywanych do tych celów. Jednocześnie mimo tak dużego wzrostu wyrafinowania narzędzi i instrumentów fakt zarządzania tymi dwoma rodzajami ryzyka ma historię praktycznie tak długą, jak sama bankowość.

W latach 80. XX w. banki (przede wszystkim amerykańskie) stanęły przed problemem dużych zmian stóp procentowych i silnie zmieniających się kursów walutowych. Stało się jasne, że sam monitoring ryzyka kredytowego nie wystarczy, by zapewnić im bezpieczeństwo. W ten sposób pojawiła się tematyka ryzyka rynkowego. Początkowo monitorowanie ryzyka rynkowego odbywało się jedynie przez wyznaczanie limitów ekspozycji na dane rodzaje instrumentów. Później, na podstawie prostych modeli statystycznych, rozpoczęto wyliczanie różnych miar i wskaźników określających zagrożenie tym rodzajem ryzyka. Typowym przykładem takiej miary ryzyka jest wartość zagrożona – Value at Risk. Wreszcie pojawiły się pomysły powiązania ryzyka z potencjalnymi zyskami i tak powstała koncepcja Risk Adjusted Performance Measurement, umożliwiająca uwzględnienie ryzyka danej działalności w pomiarze czerpanych z niej zysków. Do tego celu służą takie wskaźniki efektywności inwestycji, jak RAROC (*Risk Adjusted Return On Capital*) czy RORAC (*Return On Risk Adjusted Capital*). Dzisiaj, gdy banki angażują się w transakcje skomplikowanymi instrumentami finansowymi z wielookresowymi, warunkowymi płatnościami, straty związane z ryzykiem rynkowym mogą być bardzo duże. Jednocześnie nowoczesne systemy ryzyka rynkowego są już bardzo zaawansowane, zarówno pod względem technicznym, jak i merytorycznym. Coraz częściej mają one postać złożonych modeli matematycznych, stworzonych przez najlepszych fachowców, rozumiejących zarówno matematyczną, jak i biznesową stronę problemu.

Ryzyko operacyjne – nowy rodzaj rozpoznawanego ryzyka

Mogłoby się wydawać, że zaawansowane systemy zarządzania ryzykiem kredytowym i rynkowym zapewnią pełne bezpieczeństwo bankom. Tak jednak się nie

stało. W dzisiejszym świecie coraz częściej i wyraźniej widoczna jest konieczność zwrócenia uwagi na ryzyko operacyjne i straty z nim związane. Warto zauważyć, że samo zjawisko ryzyka operacyjnego nie jest dla banków rzeczą nową. Nowa jest natomiast koncepcja, że ryzykiem operacyjnym można zarządzać w sposób zbliżony do tego, w jaki zarządzamy ryzykiem rynkowym czy kredytowym, czyli wykorzystując pewne narzędzia, procesy i odpowiednią strukturę. Wielu osobom niezaangażowanym bezpośrednio w zarządzanie ryzykiem operacyjnym możliwość sformalizowania tego procesu nadal może wydawać się obca. Warto jednak zauważyć, że jeszcze niedawno podobnie myślano o ryzyku rynkowym, podczas gdy dzisiaj instytucje finansowe prześcigają się w tworzeniu modeli mierzących poziom tego rodzaju ryzyka.

Sam termin „ryzyko operacyjne” po raz pierwszy pojawił się w szerszym użyciu po publikacji pierwszego raportu COSO² *Internal Control: Integrated Framework* w 1992 r. Faktycznie jednak został on rozpowszechniony dopiero w połowie lat 90., w dużej mierze z powodu kilku wielkich skandali związanych z ryzykiem operacyjnym, o których szerzej będzie mowa w dalszej części niniejszego artykułu. Od tego czasu można obserwować znaczny i stały wzrost popularności tego tematu, widoczny na przykład w postaci coraz większej liczby publikacji, książek i konferencji związanych z ryzykiem operacyjnym³. Ryzykiem operacyjnym zaczęły się również interesować różne instytucje nadzorcze bądź tworzące najlepsze praktyki. Istotnym momentem dla rozwoju zarządzania ryzykiem operacyjnym było zwrócenie na niego uwagi przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego. We wrześniu 1998 r. odniósł się on do tej problematyki w dokumencie *Operational Risk Management*⁴ (Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego 1998). Wielkiego wzrostu znaczenia tematyki ryzyka operacyjnego dowodzi przede wszystkim Nowa Umowa Kapitałowa przygotowana przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego 2006). Z punktu widzenia tematu niniejszego artykułu najważniejszą zmianą zawartą w NUK jest uwzględnienie w nim ryzyka operacyjnego jako od-

² COSO – The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – to wpływową organizację, założoną przez największe finansowe instytucje branżowe w USA, m.in. Institute of Internal Auditors. Jej celem jest poprawa jakości sprawozdawczości finansowej dzięki wzrostowi poziomu etyki biznesowej, zwiększaniu efektywności mechanizmów kontroli wewnętrznej oraz promowaniu zasad ładu korporacyjnego. Więcej informacji o COSO jest dostępnych na oficjalnej stronie internetowej COSO: www.coso.org

³ Jako przykład można wskazać grupę Risk Waters (obecnie część Incisive Media), która w 2000 r. rozpoczęła publikację ukazującego się do dzisiaj miesięcznika „Operational Risk”.

⁴ Dokument ten jest dostępny między innymi na stronach internetowych Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, pod adresem <http://www.bis.org/publ/bcb42.htm>

rębnej kategorii ryzyka, traktowanej podobnie jak ryzyko kredytowe oraz rynkowe. Warto podkreślić, że w Nowej Umowie Kapitałowej nie wskazano bezpośrednio, jak należy zarządzać ryzykiem operacyjnym. Po najlepsze praktyki w tym zakresie czytelnik jest odsyłany do wcześniejszego dokumentu Komitetu pt. *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*⁵ (Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego 2003b). Jest to obecnie najlepsze odzwierciedlenie dobrych praktyk w zarządzaniu ryzykiem operacyjnym. Na jego podstawie Komisja Nadzoru Bankowego wydała w 2004 r. Rekomendację M, dotyczącą zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach (Komisja Nadzoru Bankowego 2004)⁶.

Jak wskazano, Nowa Umowa Kapitałowa koncentruje się na kwestiach związanych z alokacją odpowiedniego kapitału na pokrycie ryzyka operacyjnego. NUK (a także dyrektywa CRD) przewidują trzy sposoby wyliczenia kapitału, różniące się poziomem wyrafinowania.

Według najprostszej metody, tzw. wskaźnika podstawowego, banki będą miały obowiązek utrzymywać kapitał w wysokości 15% średniego rocznego dochodu brutto z poprzednich trzech lat.

Druga pod względem skomplikowania jest metoda standardowa. Wymaga ona podziału działalności banku na 8 linii biznesowych i alokacji kapitału do każdej z nich. Dla każdej linii wysokość kapitału oblicza się (w przybliżeniu) jako średnią wielkość z pomnożenia dochodu brutto z danej linii biznesowej przez wskaźnik, wynoszący od 12% do 18%, w zależności od linii biznesowej. Średnia ta jest wyliczana dla ostatnich trzech lat.

Bankom najbardziej zaawansowanym w zarządzaniu ryzykiem operacyjnym Komitet Bazylejski sugeruje wykorzystanie zaawansowanych metod pomiaru wielkości kapitału na równoważenie ryzyka operacyjnego. To podejście opiera się na wykorzystywaniu przez banki wewnętrznych modeli kalkulacji ryzyka operacyjnego w celu wyznaczenia odpowiedniej wielkości kapitału. Wykorzystywanie tej metody jest możliwe dopiero po uzyskaniu akceptacji nadzoru i wymaga spełnienia wielu wymogów jakościowych i ilościowych, których dokładna analiza przekracza ramy niniejszego artykułu⁷.

⁵ Dokument ten jest dostępny między innymi na stronach internetowych Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei, pod adresem <http://www.bis.org/publ/bcbs96.htm>

⁶ Dokument jest dostępny między innymi na stronie internetowej Narodowego Banku Polskiego, pod adresem www.nbp.pl

⁷ Nowa Umowa Kapitałowa jest dostępna między innymi na stronie Banku Rozrachunków Międzynarodowych, w części dotyczącej Komitetu Bazylejskiego, pod adresem www.bis.org/bcbs. Dyrektywę CRD można znaleźć np. na oficjalnej stronie Komisji Europejskiej, <http://ec.europa.eu>. Szczegółowe rozwiązania dotyczące ryzyka operacyjnego przyjęte przez GINB są dostępne na stronie Narodowego Banku Polskiego, www.nbp.pl, w części Publikacje nadzoru bankowego, w dokumentach konsultacyjnych dotyczących walidacji zaawansowanych metod wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego i operacyjnego oraz metod prostych wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka operacyjnego.

Po wielu aferach związanych z tzw. kreatywną księgowością (np. Enronu, Worldcomu czy Tyco International) problematyką ryzyka operacyjnego zajęły się również amerykańskie władze, zarówno legislacyjne, jak i nadzorcze. Rezultatem tych działań była przede wszystkim ustawa Sarbanes – Oxley Act (SOX) (Kongres USA, 2002). Co prawda nie wymieniono w niej wprost ryzyka operacyjnego, jednak nie ulega wątpliwości, że SOX w dużej mierze odnosi się właśnie do niego.

Mimo istnienia wielu publikacji na temat ryzyka operacyjnego dopiero od niedawna istnieje powszechnie akceptowana definicja tego zjawiska. Przygotował ją Komitet Bazylejski. Według niej ryzyko operacyjne to „ryzyko straty wynikającej z niewłaściwych lub błędnych procesów, działania ludzi, działania systemów lub ze zdarzeń zewnętrznych”⁸. Z elementów budzących w branży kontrowersje obejmuje ona ryzyko prawne, natomiast pomija ryzyko strategiczne oraz ryzyko utraty reputacji. Tę definicję zaakceptowała większość instytucji finansowych na całym świecie⁹.

Warto zauważyć, że do niedawna definicja ta miała nieco inne brzmienie, zaczynała się bowiem od sformułowania „ryzyko pośredniej lub bezpośredniej straty”. Usunięcie tego fragmentu było spowodowane chęcią silniejszego rozgraniczenia ryzyka operacyjnego, które faktycznie może być fundamentalną przyczyną bardzo wielu różnego rodzaju strat, od ryzyka rynkowego i kredytowego. Podjęcie próby rozróżnienia tych rodzajów ryzyka było konieczne, chociaż związki między nimi są bardzo silne i w wielu przypadkach bardzo trudno jest precyzyjnie stwierdzić, do jakiej kategorii zakwalifikować daną stratę. Inne, dość popularne do niedawna definicje ryzyka operacyjnego to np. „ryzyko każdej straty, która nie jest zaliczana do strat kredytowych czy rynkowych” lub „ryzyko straty wynikającej z błędów ludzkich lub z niewłaściwego funkcjonowania technologii” (Davies et al. 1999; King 1998).

Przyczyny wzrostu istotności tematyki ryzyka operacyjnego

Widać więc, że ryzyko operacyjne szybko staje się coraz popularniejszym i istotniejszym tematem. Pozostaje pytanie, dlaczego tak się dzieje. Jak wskazano, jednym z czynników kierujących uwagę na to zagadnienie są wielkie skandale związane ze stratami ope-

⁸ Definicja ta została zastosowana między innymi w Nowej Umowie Kapitałowej.

⁹ Choć zdarzają się wyjątki. Przykładowo, International Association of Financial Engineers, choć nie prezentuje własnej definicji ryzyka operacyjnego, podkreśla, że prawidłowa definicja powinna również uwzględniać kwestie strategiczne, reputacyjne, a także pośrednie związki między ryzykiem operacyjnym a pozostałymi rodzajami ryzyka (tzn. ryzykiem rynkowym i kredytowym). Zob. www.iafe.org – oficjalna strona internetowa International Association of Financial Engineers.

racyjnymi. Jednak przyczyn faktycznego wzrostu zarówno rangi tematu, jak i zainteresowania nim jest dużo więcej. Można je podzielić z punktu widzenia banków na przyczyny wewnętrzne, to znaczy związane z ich rozwojem i zmianą sposobu funkcjonowania, oraz zewnętrzne, wywołane ogólnymi przemianami w światowym systemie finansowym. Przyczyny wewnętrzne to np.:

- Informatyzacja. Coraz szersze wykorzystanie systemów informatycznych powoduje zmniejszenie prawdopodobieństwa błędu ludzkiego, ale wzrost prawdopodobieństwa błędów systemowych, których potencjalne skutki są dużo większe. Nieprawidłowe działanie systemu może przynieść olbrzymie straty dla banku. Co więcej, pojawiło się ryzyko technologiczne, w postaci np. włamania do systemu, dokonywania nieautoryzowanych transakcji, kradzieży danych itp.

- Stopień skomplikowania produktów bankowych oraz instrumentów finansowych. Rozwój instrumentów finansowych, takich jak egzotyczne instrumenty pochodne¹⁰, ułatwia zarówno popełnienie błędów, jak i różnego rodzaju oszustw, natomiast utrudnia ich wykrycie. Jednocześnie większe stają się potencjalne straty.

- Banki stosują coraz bardziej skomplikowane techniki zmniejszania ryzyka kredytowego i rynkowego (np. pochodne kredytowe, sekurytyzacja aktywów, skomplikowane formy zastawu), które jednocześnie są źródłem zwiększonego ryzyka operacyjnego (np. prawnego).

- System wynagradzania pracowników, szczególnie dealerów, oparty w mniejszym stopniu na stałym wynagrodzeniu, a w większym na premii za wyniki. Taki system motywacyjny, który zasadniczo pozytywnie wpływa na pracę dealerów, często wywołuje silną pokusę fałszowania wyników.

- Rosnąca rola outsourcingu, jako sposobu na obniżanie kosztów. Powoduje to m.in. wzrost ryzyka prawnego, a także ryzyka bezpieczeństwa instytucji związanego z dostępem osób spoza niej do pewnych danych.

Do przyczyn, które można określić jako zewnętrzne, należą:

- Wzrost wolumenu obrotów. Banki dokonują na rynku wielkich transakcji, wielokrotnie przewyższających ich kapitał własny. Wiąże się to m.in. z lepszymi metodami zarządzania ryzykiem rynkowym. Jednocześnie olbrzymie mogą być straty wynikające z oszustw lub błędów i coraz większa staje się pokusa nieuczciwego wzbogacenia się. Wzrost obrotów widać przede wszystkim na rynkach papierów wartościowych w rozwiniętych krajach. Coraz bardziej do-

tyczy to polskiego systemu bankowego, również ze względu na zależność większości banków działających w Polsce od wielkich światowych instytucji finansowych.

- Integracja różnych funkcji w ramach banku. Z jednej strony w bankach maleje znaczenie podziału na bankowość detaliczną, korporacyjną i inwestycyjną. Z drugiej strony banki sprzedają za pomocą swoich kanałów dystrybucji już nie tylko produkty typowo bankowe, ale także ubezpieczeniowe czy tradycyjnie łączone z funduszami inwestycyjnymi. Proces ten oznacza, że pracownicy banków w coraz większym stopniu są zmuszeni do zajmowania się sprawami, w których nie mają dużego doświadczenia i które często wymagają innych systemów kontrolnych niż dotąd stosowane.

- Globalizacja spowodowała zacieśnienie więzi między różnymi elementami systemu finansowego i, co za tym idzie, ryzyko, że problemy w jednej instytucji mogą pociągnąć za sobą kłopoty wielu innych.

- Fuzje i przejęcia, często dotyczące instytucji działających w zupełnie innych kulturach zarządczych, wywołują gruntowne zmiany nie tylko systemów informatycznych, ale również np. systemów kontroli wewnętrznej.

Dualizm ryzyka operacyjnego

Ryzyko operacyjne ma pewną charakterystyczną cechę, widoczną na tle innych rodzajów ryzyka. Jest ono niejednorodne – ma dwa różne aspekty, które zgodnie z najlepszymi praktykami w tej dziedzinie powinny być odmiennie traktowane. Większość strat operacyjnych wynika ze zdarzeń o relatywnie dużym prawdopodobieństwie, ale niskich potencjalnych skutkach. Z drugiej strony dla instytucji bardzo niebezpieczne mogą być zdarzenia, których prawdopodobieństwo wystąpienia jest niewielkie, lecz które mogą generować bardzo wysokie straty.

Straty należące do pierwszej z powyższych kategorii mogą być wywoływane przez najróżniejsze wydarzenia. Wydaje się, że jedną z ich najczęstszych przyczyn są ludzkie błędy. Oczywiście, podejmowane są próby ograniczania tego rodzaju strat, jednak ich całkowite zlikwidowanie nie jest możliwe. Prawdopodobnie nie byłoby to nawet korzystne dla danej instytucji, ze względu na relację kosztów zapobiegania stratom do korzyści związanych ze zmniejszeniem ich liczby bądź wielkości. Dla małych strat stosunek ten jest często niekorzystny, a więc opłaca się zrezygnować z dodatkowych działań zapobiegawczych, akceptując pewien poziom strat. Jednocześnie mówiąc o stratach operacyjnych, należy zawsze brać pod uwagę także inne negatywne skutki, które mogą wynikać z danego problemu, jak np. utrata reputacji przez instytucję.

¹⁰ Np. opcje umożliwiające ich posiadaczowi wybór (do określonego momentu), czy będzie to opcja *call* czy *put*, lub typu *lookback*, którą można realizować po najkorzystniejszej cenie z danego okresu.

Ten typ ryzyka operacyjnego jest dość podobny do innych rodzajów ryzyka. Jeśli dysponujemy odpowiednio dużą bazą danych, która właściwie odzwierciedla faktyczne straty operacyjne ponoszone przez instytucję w dłuższym czasie, to możemy podejmować próby dopasowania ich do odpowiedniego rozkładu prawdopodobieństwa. Następnie, korzystając z metod statystycznych, można wyliczyć prawdopodobne straty na wybranym poziomie ufności. Jest to więc metoda podobna do tej, którą stosuje się przy wyliczaniu wartości Value at Risk. Oczywiście, problemem jest posiadanie odpowiedniej bazy danych. Jest to trudne ze względu na kłopoty z precyzyjnym wyznaczeniem wielkości faktycznie poniesionych strat operacyjnych, a także z powodu kosztowej efektywności procesu rejestrowania strat. Większość banków wpisuje do bazy jedynie straty powyżej pewnej granicy, uznając, że przy niższych stratach ich rejestrowanie jest po prostu nieopłacalne.

Z drugiej strony istnieją straty operacyjne występujące rzadko, ale za to wiążące się z dużymi konsekwencjami. Zarządzanie ryzykiem operacyjnym w tym zakresie znacznie różni się od zarządzania jakimkolwiek innym ryzykiem. Wynika to przede wszystkim z faktu, że tego typu straty są dla pojedynczej instytucji rzadkością. Na podstawie danych z jednej bądź nawet kilku instytucji nie sposób budować bazy danych o odpowiednich rozmiarach. Sprawy pogarszają jeszcze problemy z uzyskaniem wiarygodnych danych na ten temat. Wiele instytucji, które poniosły bardzo duże straty operacyjne, z powodów prestiżowych nie chce publicznie ujawniać wszystkich szczegółów z nimi związanych. Przyczynami tego typu strat mogą być przede wszystkim oszustwa, najczęściej popełniane przez pracowników samej instytucji, systemowe wady oprogramowania bądź klęski żywiołowe lub podobne przyczyny zewnętrzne. Warto również wspomnieć, że w niektórych przypadkach potencjalne skutki wystąpienia zdarzeń z zakresu ryzyka operacyjnego mogą zostać zmniejszone dzięki ubezpieczeniu. Jednocześnie trzeba podkreślić, iż nawet pełne ubezpieczenie danego elementu ryzyka operacyjnego (np. strat z tytułu klęsk żywiołowych) zwykle nie oznacza, że dane wydarzenie nie będzie przyczyną kosztów dla banku, ze względu na podwyżkę składki ubezpieczeniowej po jego wystąpieniu.

W praktyce dualizm ryzyka operacyjnego oznacza konieczność różnego sposobu zarządzania jego dwoma aspektami. Zarządzanie całością zagadnień związanych z ryzykiem operacyjnym w sposób zbliżony do zarządzania innymi rodzajami ryzyka rynkowego, a więc właściwy dla ryzyka operacyjnego o dużym prawdopodobieństwie i małych skutkach, z którą można się dość często spotkać, jest podejściem zdecydowanie niewystarczającym.

Kategorie ryzyka operacyjnego

Jak wskazano, problem z ryzykiem operacyjnym polega między innymi na trudnościach z jego precyzyjnym opisaniem. Definicja Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego, przytoczona na początku niniejszego artykułu, w praktyce nie wystarcza do zarządzania ryzykiem. Instytucje zarządzające ryzykiem muszą wypracować ściślejsze metody określania, gdzie występuje ryzyko operacyjne. Z tego względu Komitet Bazylejski, a za jego przykładem również inne instytucje nadzorcze, między innymi Komisja Nadzoru Bankowego, wyróżniły 7 ogólnych kategorii strat operacyjnych. Są one następujące:

- oszustwo wewnętrzne (*internal fraud*),
- oszustwo zewnętrzne (*external fraud*),
- praktyka kadrowa i bezpieczeństwo pracy (*employment practices and workplace safety*),
- klienci, produkty i praktyka biznesowa (*clients, products and business practices*),
- uszkodzenia aktywów (*damage to physical assets*),
- zakłócenia działalności i błędy systemów (*business disruptions and system failures*),
- dokonywanie transakcji, dostawa oraz zarządzanie procesami (*execution, delivery and process management*)¹¹.

Dla każdej kategorii ryzyka zostały wskazane jego podkategorie oraz przykłady możliwych strat w każdej z nich. Organy nadzorcze powszechnie przyjęły tę kategoryzację. W dalszej części artykułu postaram się przybliżyć każdą z powyższych kategorii i dla każdej z nich wskazać przykłady publicznie znanych strat operacyjnych.

Oszustwo wewnętrzne

Ta kategoria strat operacyjnych jest najczęściej kojarzona z terminem „ryzyko operacyjne”. To właśnie wielkie oszustwa, dokonywane przez pracowników danej instytucji, przyciągają uwagę świata finansowego, a niekiedy również mediów. Według definicji KNB, w skład tej kategorii strat wchodzi wszelkie zamierzone oszustwa, łamanie i obejście prawa, regulacji lub polityki spółki, niszczenie albo kradzież aktywów, fałszerstwa, celowe (niedozwolone) unikanie podatków, przekraczanie limitów, przekraczanie uprawnień itp. Wyłączono z niej jedynie zdarzenia związane z dyskryminacją i niedozwolonym różnicowaniem pracowników i stworzono dla nich odrębną kategorię strat. Warunkiem umieszczenia danego zdarzenia w kategorii „oszustwo wewnętrzne” jest udział w nim przynajmniej jednego pracownika danej instytucji.

¹¹ Polskie nazwy kategorii ryzyka zostały zaczerpnięte z *Rekomendacji M Komisji Nadzoru Bankowego*, natomiast nazwy angielskie – z terminologii Komitetu Bazylejskiego, wykorzystywanej m.in. w Nowej Umowie Kapitałowej.

Przykład. Jednym z najważniejszych przykładów, który zwrócił uwagę świata finansowego na istotność tematyki ryzyka operacyjnego, był upadek w 1995 r. Barings Bank, najstarszego brytyjskiego banku inwestycyjnego.

Kłopoty Barings Bank spowodowała działalność Nicholasa Leesona, dyrektora zarządzającego (General Manager) małej jednostki zależnej Barings Bank – Barings Futures Singapore. Leeson miał dokonywać transakcji arbitrażowych, których celem było wykorzystanie różnic między cenami kontraktów *futures* na indeks NIKKEI na giełdach japońskiej i singapurskiej. Teoretycznie miał bardzo ograniczone uprawnienia do przeprowadzania transakcji, jednak faktycznie dokonywał wielu ryzykownych transakcji na opcjach i kontraktach *futures*. Gdy zaczął ponosić na tych transakcjach duże straty, bardzo szybko powiększał ich wolumen, w nadziei na szybkie odrobienie strat. Jednocześnie ponoszone straty były księgowane na koncie „Błędy”, które pozostawało do jego dyspozycji, mimo że cały proces księgowania odbywał się w Londynie. Leeson korzystał z tego konta praktycznie od chwili jego utworzenia w 1992 r. Do ujawnienia jego faktycznej działalności przyczynił się gwałtowny spadek akcji na giełdzie tokijskiej po trzęsieniu ziemi w Japonii w 1995 r. Pozycja Leesona była dochodowa, gdy zmienność kursu akcji była mała, więc w wyniku powyższego spadku jego straty wzrosły wielokrotnie, a desperackie próby ich zmniejszenia, poprzez zakupy kontraktów *futures* na indeks NIKKEI, tylko powiększały straty. Do chwili ujawnienia całej sprawy Leeson był uznawany za „gwiazdę” banku, ponieważ co roku jego działalność przynosiła, według raportów, bardzo duże zyski. Pod koniec lutego 1995 r., kiedy skandal został wykryty, okazało się, że w wyniku zawieranych przez niego transakcji Barings Bank poniósł w sumie straty wynoszące prawie 1,5 mld USD. Ostatecznym skutkiem całej sprawy było wykupienie większości aktywów i pasywów Barings Bank – najstarszego i do niedawna cieszącego się dobrą opinią brytyjskiego banku inwestycyjnego – przez ING Bank za dokładnie 1 funta.

Podstawową, głęboką przyczyną upadku Barings Bank było faktyczne niefunkcjonowanie systemu kontroli wewnętrznej. Istnieje wiele zasad sprawowania kontroli nad dealerami – w Baringsie złamane zostały niemal wszystkie. Po pierwsze, w Singapurze faktycznie nie było rozdzielenia funkcji *front* i *back office*. Leeson zarówno dokonywał transakcji, jak i kierował ich rozliczaniem. Na ten problem zwrócił uwagę audyt wewnętrzny w raporcie z sierpnia 1994 r., wydając rekomendację, aby te dwie funkcje zostały rozdzielone. Nie została ona nigdy spełniona. Po drugie, zasady kontroli wewnętrznej wymagają, aby kierownictwo instytucji miało świadomość rodzaju prowadzonej działalności i akceptowało poziom związa-

nego z nią ryzyka. W przypadku Baringsa kierownictwo było zainteresowane jedynie zyskami uzyskiwanymi przez singapurską komórkę. Nikt nie zainteresował się, jak to możliwe, że działalność, która teoretycznie wiąże się z bardzo małym ryzykiem, może przynosić tak wysokie dochody. Jak wykazały późniejsze raporty badających całą sprawę, kierownictwo nie rozumiało natury instrumentów pochodnych i nie wnikało, dlaczego komórka Leesona domaga się coraz większych środków na swoje działania. Kierownictwo Baringsa nie reagowało nawet na pytania podmiotów zewnętrznych, dotyczące wielkich pozycji Leesona¹² i wykrywanych nieregularności, nawet gdy zadawały je takie instytucje, jak Bank Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei. Po trzecie, ponieważ działalność Leesona miała się wiązać z niewielkim ryzykiem, nie nałożono na niego żadnych limitów. Po czwarte, w matrycowej strukturze podległości, funkcjonującej w Barings Banku, Leeson miał teoretycznie wielu przełożonych, ale jak się okazało po ujawnieniu skandalu, każdy z nich twierdził, że nadzór nad działaniami Leesona jest faktycznie obowiązkiem kogoś innego (zobacz np. Bank of England 1995).

Drugim przykładem ryzyka operacyjnego związanego z oszustwem wewnętrznym, mającym podobne przyczyny, była sprawa Daiwa Bank, która również miała miejsce w 1995 r. W tym przypadku dealer nowojorskiego oddziału banku, Toshihide Iguchi, w ciągu 11 lat zdefraudował ponad 1,1 mld USD. Podobnie jak w przypadku Baringsa, Iguchi poza zawieraniem transakcji był również kierownikiem *back office* i dzięki temu mógł odpowiednio fałszować raporty, tak by ukrywać swoje straty. Interesujące jest, że to oszustwo trwało aż 11 lat, bez podejrzeń ze strony kierownictwa. Co więcej, cała sprawa wyszła na jaw tylko dzięki temu, że Iguchi napisał do kierownictwa banku list, w którym przyznał się do swoich działań.

Podobnie jak w przypadku Barings Bank, również Daiwa ignorowała wszystkie złe sygnały. Posunięte to było do tego stopnia, że w 1993 r., po uwagach ze strony nadzoru, zapewniono, że funkcje *front* i *back office* będą rozdzielone, choć nigdy tak się stało.

Symptomatyczne może być zachowanie kierownictwa banku po otrzymaniu listu Iguchiego. Cztery dni później Iguchi przysłał kolejny list, wyjaśniając, w jaki sposób należy działać, by całą sprawę ukryć. Kierownictwo banku zgodziło się i podjęło działania mające na celu ukrycie całej sprawy przed amerykańskim nadzorem. Proces ten trwał ponad 2 miesiące¹³. To właśnie ta próba ukrycia prawdy przed nadzorem

¹² W pewnym momencie posiadał on np. około połowy wszystkich wystawionych kontraktów na indeks NIKKEI.

¹³ Pierwszy list ujawniający sprawę został wysłany 13 lipca 1995 r., natomiast amerykański nadzór został powiadomiony 18 września tego roku.

spowodowała bardzo ostrą reakcję nadzorców amerykańskich. Ostatecznym rezultatem były: usunięcie Daiwa Bank z amerykańskiego rynku, ugoda z bankiem w sprawie kryminalnej, w wyniku czego bank zapłacił karę w wysokości 340 mln USD, oraz wielkie straty reputacji, zarówno przez Daiwa Bank, jak też japońskie banki jako całość.

Oszustwo zewnętrzne

Jest to kategoria zbliżona do oszustwa wewnętrznego, z tym że dotyczy oczywiście oszustw dokonywanych przez osoby trzecie, bez udziału pracowników danej instytucji. W jej skład wchodzi straty związane z kradzieżami, oszustwami i fałszerstwami oraz straty wynikające z kradzieży informacji i ataku hakerów.

Przykład. W 2001 r. Republic New York Corporation zgodziła się wypłacić 611 mln USD jako odszkodowanie za oszustwa dokonywane przez firmę Princeton Economics International. Republic pełniła funkcję powiernika dla Princeton i jej założyciela, Martina Armstronga. Princeton sprzedawał papiery (tzw. *princeton notes*) z funduszu popularnego wśród japońskich inwestorów instytucjonalnych. Uzyskane w ten sposób środki, które miały być księgowane na wydzielonym koncie i inwestowane w określone papiery o małym ryzyku, były faktycznie inwestowane w ryzykowne przedsięwzięcia, przynoszące poważne straty. Republic New York Corporation była oskarżana o to, że nie dochowała należytej ostrożności i nadzoru, w szczególności w związku z faktem, że Armstrong już wcześniej, jeszcze przed przyłączeniem się do firmy, miał niezbyt dobrą reputację. Według pozwu złożonego przez grupę japońskich inwestorów przeciwko Republic Bank powinien być wykryć jeden z bardzo wielu sygnałów ostrzegawczych, wskazujących na niewłaściwe zarządzanie kontami Princeton.

Innym, dość typowym przykładem tego typu ryzyka jest kradzież prawie 70 mln USD z oddziału banku centralnego Brazylii w mieście Fortaleza. Miało to miejsce w sierpniu 2005 r. Bandyci wykopali 80-metrowy podkop, aby dostać się do skarbcza. Praca nad nim trwała kilka miesięcy. Przystępcy wynajęli na ten okres dom w pobliżu banku i udawali firmę zajmującą się ogrodnictwem, aby uwiarygodnić wywożenie dużej ilości ziemi z posesji. Ze skarbcza ukradziono jedynie używane banknoty o nominale 50 realów¹⁴, których łączna waga przekroczyła 3,5 tony. Skradzione pieniądze nie były ubezpieczone, gdyż według rzecznik banku ryzyko ich kradzieży było tak małe, że nie opłacało się ponosić kosztów składki ubezpieczeniowej.

Oczywiście, tak duże kradzieże dokonywane przez fizyczne włamanie się do skarbcza banku są dziś rzadkością. Podstawowym zagrożeniem są raczej wla-

mania do systemu informatycznego. W tym kontekście warto także wspomnieć o tzw. phishingu, czyli wyłudzeniu od klientów danych potrzebnych do przejęcia kontroli nad ich kontem, poprzez przesyłanie przez oszustów podszywających się pod bank fałszywych maili z prośbą o podanie numeru konta i hasła do niego. Tego typu sytuacje są coraz częstsze. Przykładowo w okresie od marca 2005 r. do czerwca 2006 r. do klientów Citibanku zostały rozesłane 32 różne maile tego typu. Warto podkreślić, że choć większość kosztów takich ataków ponosi klient, który ujawnił swoje dane, coraz częściej i w coraz większym stopniu banki przejmują odpowiedzialność za takie straty, co oczywiście skutkuje wzrostem strat operacyjnych z tego tytułu.

Praktyka kadrowa i bezpieczeństwo pracy

Ta kategoria zawiera wszystkie kwestie związane z nieprzebraniem prawa pracy, przepisów BHP lub porozumień z pracownikami. Należą do niej także straty związane z dyskryminacją i różnicowaniem pracowników. Należy tu również uwzględnić wszelkie odszkodowania dla pracowników za wypadki na terenie instytucji i inne roszczenia. Na polskim rynku ta kategoria ryzyka nie jest jeszcze w praktyce zbyt istotna, jednak na świecie często przynosi poważne straty. Warto zauważyć, że akurat w tej kategorii straty operacyjne mogą dotyczyć zarówno instytucji finansowej, jak i każdej innej.

Przykład. W 2004 r. Morgan Stanley uzgodnił warunki ugody w sprawie zgłoszonej przez ponad 300 pracowników średniego i wyższego szczebla. Oskarżały one firmę o systematyczne niższe wynagradzanie kobiet i pomijanie przy ich awansie. W ramach ugody Morgan Stanley zapłacił im 54 mln USD.

Jako przykład spoza branży finansowej można wskazać Microsoft Corporation. W 1992 r. firma zatrudniła dużą grupę pracowników tymczasowych. Zostali oni wyłączeni z programu zakupu akcji firmy na preferencyjnych warunkach. W tej sytuacji 8.600 pracowników wniosło pozew sądowy w tej sprawie. W 2001 r. sprawa zakończyła się ugodą, według której Microsoft zapłacił im 97 mln USD.

Klienci, produkty i praktyka biznesowa

To jedna z najszerszych kategorii ryzyka operacyjnego. Najogólniej rzecz ujmując, w jej skład wchodzi wszelkie kwestie związane z niewłaściwą realizacją obowiązków wobec klientów, oraz z wadami produktów oferowanych przez bank. Kategoria ta obejmuje m.in.:

- Niewłaściwe działania wobec klientów, takie jak naruszenie zasad powiernictwa, wprowadzenie klienta w błąd, nieuczciwa reklama, zawarcie transakcji z klientem nieuprawnionym do danego rodzaju transakcji itp.

¹⁴ Około 25 USD.

- Niewłaściwe praktyki biznesowe, takie jak nieodzwolone manipulacje rynkiem finansowym, *insider trading* (na rachunek banku), działania bez zezwolenia czy pranie pieniędzy. W skład tej kategorii wchodzi również straty wynikające z niewłaściwej klasyfikacji klientów bądź z przekraczania limitów zaangażowania przypadających na poszczególnych klientach, a także straty wynikające z nieprzestrzegania zasad typu *Know Your Customer* (KYC). Warto podkreślić, że w ostatnich latach, kładzie się duży nacisk na zwalczanie prania brudnych pieniędzy oraz kwestie przeciwdziałania finansowaniu terroryzmu, co spowodowało wzrost znaczenia KYC.

- Straty wynikające ze sporów o jakość usług doradczych świadczonych przez bank.

- Straty wynikające z wad produktów, np. błędów w umowach bądź błędów w wewnętrznych modelach bankowych.

Przykład. Duże straty operacyjne z tej kategorii poniosła spółka ubezpieczeniowa Prudential Insurance Company. Została ona pozwana do sądu przez 10,7 mln swoich klientów, którzy zarzucili agentom spółki niedozwoloną, agresywną sprzedaż. Według pozwu, agenci namówili klientów do zakupu polis, których ci nie potrzebowali. W 1995 r. doszło do ugody, w ramach której Prudential Insurance Company wypłacił klientom około 2 mld USD, częściowo w formie refundacji kosztów, a częściowo w postaci poprawy warunków obecnie wykupionych polis ubezpieczeniowych.

Jako inny przypadek można wymienić Merrill Lynch, który w maju 2002 r. uzgodnił warunki ugody z prokuratorem generalnym Nowego Jorku, Earlem Spitzerem. Firmie zarzucano, że jej analitycy sporządzali korzystniejsze opinie dotyczące niektórych akcji, kierując się przede wszystkim dochodami, jakie z ich sprzedaży miała uzyskiwać część inwestycyjna firmy. Merrill Lynch nie przyznał się do winy, ale zgodził się zapłacić 100 mln USD, z czego 48 mln dla Nowego Jorku, a pozostałe 52 mln dla poszczególnych stanów, oraz wprowadzić nową politykę podziału obowiązków wśród pracowników.

Kolejny przykład jest interesujący ze względu na wyraźne przenikanie się ryzyka rynkowego i operacyjnego. Są to głośne kłopoty funduszu hedgingowego Long Term Capital Management (LTCM). Fundusz ten jest dobrym przykładem tego, że w praktyce różne rodzaje ryzyka często są ze sobą ściśle powiązane. Bez wątpienia w LTCM wystąpiły poważne problemy z ryzykiem rynkowym, które łącznie spowodowały utratę płynności finansowej przez LTCM. Wyraźnie też widać, że źródłem wielu problemów LTCM było ryzyko operacyjne. Było ono widoczne na przykład w postaci lekceważenia w funduszu wyników pewnych stress-testów przyjętego modelu, które były niezgodne z oczekiwaniami kierujących. Jednak podstawo-

wym problemem funduszu było wystąpienie ryzyka modelu, zaliczanego do ryzyka operacyjnego.

Fundusz LTCM zgromadził najlepszych na rynku specjalistów od rynku kapitałowego, w tym dwóch laureatów Nagrody Nobla, w celu stworzenia matematycznego modelu kształtowania się cen pewnych instrumentów. Uważali oni, że przygotowali model zapewniający funduszowi zyski przy praktycznie minimalnym ryzyku. Był on oparty na zajmowaniu przeciwstawnych pozycji w instrumentach, których ceny podlegały w dłuższym okresie bardzo silnej korelacji. Zajmowanie pozycji następowało w chwili, gdy jeden z instrumentów miał korzystną cenę. W długim okresie ceny obu tych instrumentów miały zmieniać się podobnie, a ponieważ jeden z nich został kupiony po korzystnej cenie, LTCM miał osiągać zyski przy bardzo małym ryzyku. Jednocześnie uzyskanie odpowiednio wysokich zysków wymagało zainwestowania bardzo dużych środków. LTCM uzyskał takie środki, lecz kosztem bardzo dużej dźwigni finansowej.

Przez kilka lat ta strategia przynosiła spodziewane efekty. Kryzys nadszedł w 1998 r. Rosja zawiesiła realizację swoich zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji. Spowodowało to poniesienie przez LTCM strat, które jednak nie były na tyle duże, by stanowiły zagrożenie dla istnienia funduszu. O wiele gorsza była reakcja rynków światowych, które zaczęły uciekać w stronę bezpieczniejszych instrumentów, w szczególności obligacji amerykańskich. Z tego powodu korelacja między cenami najważniejszych aktywów LTCM, która wynosiła normalnie około 95%, spadła do około 80%. Do tego inwestorzy zaczęli domagać się zwrotu pieniędzy ulokowanych w LTCM. Fundusz, który miał bardzo wysoką dźwignię finansową, zaczął tracić płynność i został zmuszony do likwidacji swoich pozycji po bardzo niekorzystnych cenach.

Skomplikowany model matematyczny działał dobrze w normalnych warunkach rynkowych, ale nie był odpowiednio przygotowany na dużą zmianę korelacji cen aktywów i na problemy z płynnością. Taka sytuacja ujawniła poważne wady w jego konstrukcji, których rezultatem było poniesienie przez fundusz strat w wysokości około 4,4 mld USD. Upadku LTCM udało się uniknąć tylko dzięki pierwszemu w historii pakietowi ratunkowemu dla funduszu inwestycyjnego, przygotowanemu przez Bank Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku, z udziałem największych banków i funduszy. Warto dodać, że LTCM jako fundusz hedgingowy nie był objęty nadzorem SEC.

Uszkodzenia aktywów

Kolejną kategorią ryzyka operacyjnego są uszkodzenia aktywów, wynikające przede wszystkim z klęsk żywiołowych, działalności terrorystycznej lub wandalizmu.

Przykład. Wszelkie klęski żywiołowe, takie jak huragany, powodzie czy trzęsienia ziemi wiążą się ze stratami należącymi do tej kategorii. Będą tu również uwzględnione straty poniesione przez instytucje w związku z atakami na World Trade Center 11 września 2001 r. Jako przykład można wskazać Bank of New York, który w wyniku tych ataków poniósł straty w wysokości około 140 mln USD.

Szczęśliwie w Polsce nie zdarzyło się nic, co można byłoby porównać z atakiem na WTC. Jednak rangę tej kategorii ryzyka operacyjnego obrazuje powódź z 1997 r. Zalanie między innymi Wrocławia i Opoła spowodowało duże straty i przestoje w funkcjonowaniu wielu przedsiębiorstw, m.in. z sektora finansowego.

Warto zauważyć, że jest to specyficzny rodzaj ryzyka operacyjnego, bowiem bardzo trudno jest przewidzieć jego wystąpienie. Działania podejmowane przez instytucje muszą być skoncentrowane na minimalizowaniu skutków tego rodzaju ryzyka. Dlatego istotne są plany ciągłości działania (Business Continuity Plan) i planów odzyskania sprawności (Disaster Recovery Plan), które w czasie normalnej pracy mogą być postrzegane jako niepotrzebny, biurokratyczny wymysł, ale w sytuacji awaryjnej mogą oznaczać obniżenie wysokości poniesionych strat o wiele milionów.

Zakłócenia działalności i błędy systemów

Kolejna kategoria ryzyka operacyjnego pokrywa przede wszystkim ryzyko technologiczne, związane z nieprawidłowym funkcjonowaniem lub awariami oprogramowania, sprzętu informatycznego i sieci komputerowych lub telekomunikacyjnych. Należy tu również wliczać straty związane z przerwami w dostawie energii elektrycznej.

Przykład. Zapewne każda instytucja ma większe lub mniejsze problemy z funkcjonowaniem szeroko pojętego sprzętu informatycznego. Jako przykład można wskazać problemy Sallie Mae, jednego z największych kredytodawców w zakresie kredytów studenckich na rynku amerykańskim. W kwietniu 2003 r. firma ujawniła, że w wyniku niewłaściwie działającego oprogramowania naliczyła zbyt niskie raty ponad 800 tysięcy udzielonych kredytów. W większości przypadków udało się odzyskać dodatkowe kwoty po ponownym naliczeniu rat, jednak w sumie, w ocenie samej firmy, wskutek tego błędu poniosła ona straty w wysokości około 8 mln USD.

Interesująca historia, która co prawda nie przyniosła żadnych strat, ale wyraźnie wykazała istotność ryzyka technologicznego, miała miejsce w 1996 r. i dotyczyła First National Bank of Chicago. W maju tego roku do kont 823 klientów banku, w wyniku błędu w działaniu oprogramowania, została dopisana

kwota 924.844.208,32 USD. W sumie dodatkowe kwoty na kontach klientów wyniosły ponad 760 mld USD, czyli ponad 6 razy więcej niż suma aktywów banku. W tym przypadku bank szybko zorientował się w sytuacji i w ciągu kilku godzin naprawił błąd. Według oficjalnych informacji nie poniósł on strat w wyniku tej sytuacji.

Jako przykład mieszczący się na pograniczu oszustwa wewnętrznego i wadliwego działania oprogramowania można wskazać problemy UBS Paine Webber, spółki córki UBS. W 2002 r. jeden z administratorów systemu, niezadowolony z warunków pracy w firmie, złożył wypowiedzenie. Jednocześnie przygotował wirusa komputerowego, w postaci tzw. logicznej bomby, która uaktywniła się po jego odejściu z pracy. Bomba zaatakowała około 1.000 pracujących w sieci komputerów firmy, kasując na ich dyskach wiele plików. W wyniku tej sytuacji UBS Paine Webber poniósł straty w wysokości około 3 mln USD. Relatywnie niski poziom strat wynikał z szybkiej reakcji i odpowiednich zasad przygotowywania zapasowych kopii danych.

Dokonywanie transakcji, dostawa oraz zarządzanie procesami

To kolejna bardzo szeroka kategoria ryzyka. W jej skład wchodzi takie wydarzenia, jak:

- przyjęcie, rejestrowanie, wykonywanie, rozliczanie i obsługa transakcji,
- sprawozdawczość (np. sporządzenie raportu sprawozdawczego z błędnymi danymi),
- relacje z kontrahentami, dostawcami i podmiotami świadczącymi usługi outsourcingu,
- utrzymywanie pełnej dokumentacji klienta,
- zarządzanie rachunkami klientów (np. wprowadzenie błędnych danych bądź umożliwienie dostępu do rachunku nieuprawnionej osobie).

Przykład. Dla każdego banku można wskazać bardzo wiele przykładów tego typu strat. Z reguły jednak pojedyncza strata nie będzie zbyt duża. Interesującym przykładem bardzo dużych strat operacyjnych, mieszczących się na pograniczu tej kategorii (w zakresie sprawozdawczości) i kategorii oszustwa wewnętrznego, jest sprawa banku JP Morgan Chase. W połowie 2005 r. bank ten uzgodnił warunki ugody w procesie sądowym dotyczącym jego udziału w aferze Enronu. Akcjonariusze Enronu oskarżali go o niewłaściwe raportowanie o rodzaju produktów sprzedawanych Enronowi (chodziło o bardzo skomplikowane transakcje pozabilansowe, które faktycznie oznaczały udzielanie kredytów Enronowi, natomiast na potrzeby sprawozdawcze były raportowane jako zwykłe transakcje dealerskie). Według ustalonych warunków ugody JP Morgan zapłacił akcjonariuszom odszkodowania w wysokości 2,2 mld USD.

W tej kategorii mieszczą się również straty związane z ujawnieniem poufnych danych, np. danych o klientach instytucji. Przykładowo, do poważnego ujawnienia danych doszło w firmie ChoicePoint w 2005 r. ChoicePoint zajmuje się zbieraniem danych, które są następnie wykorzystywane przez różnego rodzaju uprawnione instytucje. W ciągu ponad roku, do lutego 2005 r., ChoicePoint udostępnił wiele informacji o ponad 145 tys. klientów osobom legitymującym się fałszywymi danymi i niemającym prawa do tych informacji. Doprowadziło to do 750 przypadków podszycia się przez oszustów pod inne osoby. Według samej firmy, w związku z przekazaniem danych poniosła ona ponad 11 mln USD strat – częściowo w związku z koniecznością wzmoczonej komunikacji z klientami, których dane zostały przekazane, oraz z monitorowaniem tej sprawy, a częściowo w związku ze zwiększonymi kosztami prawnymi. Dodatkowo wewnętrzne zmiany, mające ustrzec firmę przed ponownym wystąpieniem takiej sytuacji, mają kosztować około 15–20 mln USD.

Liczba strat operacyjnych

Z powyższych przykładów widać więc, jak wielkie mogą być straty operacyjne. W niektórych przypadkach stają się wręcz przyczyną upadku danej instytucji. Pozostaje jednak pytanie, jak często występują tego typu straty. Tutaj dostępne dane są raczej skąpe. W latach 1993–2003 w instytucjach finansowych miało miejsce ponad 100 strat operacyjnych, przekraczających 100 mln USD (de Fontnouvelle et al. 2003). Liczba mniejszych strat rośnie wykładniczo. Na przykład jeden z producentów oprogramowania wspierającego proces zarządzania ryzykiem operacyjnym podaje, że w swojej bazie ma ponad 10 tysięcy publicznie znanych danych o stratach operacyjnych przekraczających milion dolarów¹⁵.

Najszerze informacje na temat wielkości strat operacyjnych można uzyskać z badań Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego, który w 2003 r. opublikował wyniki ankiety dotyczącej strat operacyjnych, przeprowadzonej na potrzeby przygotowywanej Nowej Umowy Kapitałowej (Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego 2003a). Zgodnie z danymi uzyskanymi przez Komitet od 89 banków w 2001 r. zarejestrowały one 47.269 strat operacyjnych przekraczających 10 tys. euro¹⁶. Oznacza to, że średnio na każ-

dy z nich przypada 528 strat operacyjnych w ciągu zaledwie jednego roku. Wśród tych strat około 2% to straty przekraczające 1 mln USD. Procentowo jest to niewielka liczba, jednak oznacza to, że średnio każdy z banków biorących udział w ankiecie poniósł w 2001 r. ponad 10 strat operacyjnych, przewyższających milion USD. Według danych banków uczestniczących w ankiecie poniosły one straty operacyjne na łączną sumę 7,8 mld euro, czyli na każdy bank przypada średnio 14 mln euro w ciągu tego jednego roku.

Warto również zauważyć, że prawdopodobnie wskazane tu liczby stanowią jedynie część strat operacyjnych, które faktycznie wystąpiły w instytucjach finansowych. Wynika to z dwóch czynników. Banki mogą ukrywać pewne zdarzenia, których upublicznienie naraziłoby je na ryzyko utraty reputacji. Kolejnym czynnikiem są problemy z gromadzeniem danych przez banki. W czasie badania prowadzonego przez Komitet Bazylejski odzwierciedleniem tych czynników był bardzo nierównomierny rozkład zdarzeń operacyjnych przypadających na poszczególne linie biznesowe oraz kategorie zdarzeń. Oczywiście można się spodziewać pewnej nierównomierności. Na przykład naturalne jest, że straty operacyjne związane z bankowością detaliczną będą niewielkie, jeśli chodzi o wielkość pojedynczej straty, natomiast będzie ich dużo. Równocześnie bardzo duże zróżnicowanie wielkości i liczby zdarzeń, zarówno w obrębie pojedynczego banku, jak i pomiędzy różnymi bankami, świadczy jednak o brakach w danych (zobacz również de Fontnouvelle et al. 2003).

Analiza Komitetu Bazylejskiego jest interesująca, jeśli chodzi o liczbę zidentyfikowanych strat operacyjnych w poszczególnych kategoriach.

Widać wyraźnie, że spośród ponad 47 tys. zidentyfikowanych strat prawie 80% dotyczy dwóch kategorii: oszustwo zewnętrzne i dokonywanie transakcji, dostawa oraz zarządzanie procesami. Z kolei w kate-

Wykres 1 Liczba strat operacyjnych w bankach wg danych Komitetu Bazylejskiego



Źródło: Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2003a).

¹⁵ Zobacz <http://www.sas.com/industry/fsi/oprisk/brochure.pdf>, oficjalna strona internetowa SAS Institute.

¹⁶ Komitet Bazylejski wskazał 10 tys. euro jako minimalną wielkość strat operacyjnych, które należy zgłaszać na potrzeby badania. Jednocześnie 12 banków, spośród 89, zgłosiło jedynie straty powyżej większej kwoty, a kolejne 2 – powyżej 10 tysięcy dla niektórych linii biznesowych i powyżej większej kwoty dla innych linii. Dodatkowo 5 banków zgłaszało niektóre straty niższe niż 10 tysięcy euro. W praktyce oznacza to, że przy rygorystycznym przestrzeganiu zasad badania zarówno wartość, jak i liczba strat byłyby większe, niż faktycznie zgłoszono.

gorii oszustwa zewnętrzne prawie 90% zidentyfikowanych zdarzeń wiąże się z bankowością detaliczną. Po analizie dokładniejszych danych widać, że są to straty związane z oszustwami oraz kradzieżami. Prawdopodobnie są to drobne oszustwa dokonywane przez klientów detalicznych banku. W zakresie kategorii „dokonywanie transakcji, dostawa oraz zarządzanie procesami” większość strat jest związanych z wprowadzaniem do systemu, wykonywaniem, rozliczaniem i obsługą transakcji. Można więc sądzić, że są to głównie błędy ludzkie bądź systemowe, które zostały zakwalifikowane do tej kategorii.

W ramach analizy przeprowadzonej dla Komitetu Bazylejskiego poproszono banki również o określenie wartości strat operacyjnych poniesionych w 2001 r. W sumie 89 badanych banków wskazało w tym okresie straty operacyjne w wielkości 7,8 mld euro. Rozkład strat przedstawiony przez banki zilustrowano na wykresie 2.

Można zaobserwować, że liczba strat operacyjnych z danej kategorii nie wiąże się bezpośrednio z ich wielkością. Wydarzenia z kategorii oszustwo zewnętrzne, które stanowią ilościowo ponad 42% wszystkich zidentyfikowanych przypadków strat operacyjnych, pod względem wartości przynoszą bankom średnio jedynie 15,5% wszystkich strat. Podobnie, choć w mniejszym stopniu, wygląda sytuacja ze stratami z kategorii „dokonywanie transakcji, dostawa oraz zarządzanie procesami”. W ujęciu ilościowym stanowiły one ponad 35% ogółu strat, natomiast były przyczyną jedynie 29% strat w ujęciu wartościowym. Z drugiej strony uszkodzenia aktywów, które zdarzają się rzadko (1,4% wszystkich strat), powodują jednocześnie bardzo duże straty, w ujęciu wartościowym stanowiące ponad 24% ogółu. Oczywiście powstaje pytanie, na ile rezultaty tego badania są reprezentatywne dla ogółu banków światowych w dłuższym okresie. Trzeba bowiem pamiętać, że badanie

było przeprowadzone na relatywnie niewielkiej próbie 89 banków, głównie dużych, i dotyczyło jedynie strat z 2001 r. W tej sytuacji straty poniesione przez niektóre instytucje w atakach na World Trade Center miały zapewne poważny wpływ na wielkość strat z tej kategorii.

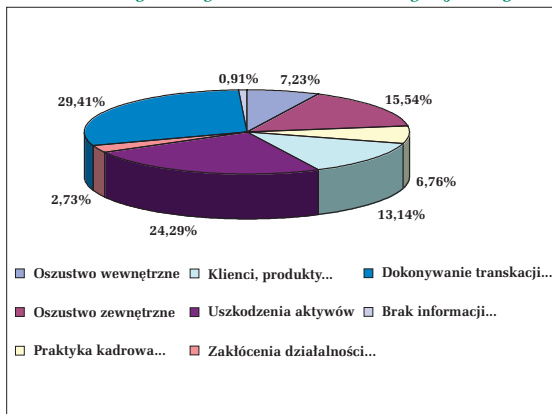
Nie jest jasne, jak kształtują się straty operacyjne w mniejszych, „lokalnych” instytucjach. Między dużymi a małymi bankami widać jednak zdecydowane różnice w sposobie podchodzenia do zarządzania ryzykiem operacyjnym. W dużych, międzynarodowych instytucjach ryzyko operacyjne jest formalnie identyfikowane, mierzone i zarządza się nim za pomocą zaawansowanych metod. W małych bankach w tym zakresie często pozostaje jeszcze dużo do zrobienia. Wydaje się, że największy wpływ na taką sytuację ma wciąż niewystarczająca świadomość istotności ryzyka operacyjnego w mniejszych instytucjach. Innym ważnym czynnikiem jest prawdopodobnie zbyt mała liczba ekspertów zajmujących się tą dziedziną. Ponadto wiele banków mylnie uważa, że system zarządzania ryzykiem operacyjnym wiąże się z tak dużymi kosztami, że przewyższają one korzyści płynące z jego wprowadzenia. Można jednak sądzić, że również w mniejszych instytucjach sytuacja w zakresie ryzyka operacyjnego będzie się poprawiała, głównie w wyniku rosnącej presji regulacyjnej.

Podsumowanie

W celu efektywnego zarządzania ryzykiem operacyjnym niezbędne są narzędzia, umożliwiające działania w dwóch dziedzinach. Po pierwsze, konieczna jest możliwość wyliczenia poziomu ryzyka w danym procesie, a po drugie – możliwość realnego oddziaływania na jego wielkość. W idealnej sytuacji powinniśmy mieć narzędzia, które umożliwią obniżenie ryzyka operacyjnego do konkretnego, akceptowalnego przez nas poziomu. Jeśli to nie jest możliwe, powinniśmy mieć chociaż przekonanie, że stosowane przez nas narzędzia są właściwe do obniżenia ryzyka operacyjnego w danej kategorii.

Przedstawiona powyżej klasyfikacja ryzyka wyraźnie wskazuje na bardzo dużą różnorodność zdarzeń generujących ryzyko operacyjne. Do redukcji ryzyka w różnych dziedzinach potrzebne będą różne narzędzia. W tej sytuacji umiejętność prawidłowego rozumienia, rozróżniania i klasyfikowania strat jest warunkiem koniecznym właściwego funkcjonowania procesu zarządzania ryzykiem. Właściwa klasyfikacja zdarzeń musi łączyć dwa elementy – mieścić się w ramach wskazanych przez nadzór, a jednocześnie być efektywnym narzędziem zarządzania ryzykiem operacyjnym. W przeciwnym razie

Wykres 2 Wielkość strat operacyjnych w bankach wg danych Komitetu Bazylejskiego



Źródło: Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2003a).

istnieje niebezpieczeństwo, że podejmowane próby redukcji ryzyka będą nieskuteczne, ze względu na niewłaściwość zastosowanych w tym celu środków. To z kolei będzie powodowało nadmierne koszty zarządzania ryzykiem operacyjnym, a jednocześnie faktyczny brak jego istotnej redukcji. Prawidłowa kategoryzacja poszczególnych zdarzeń operacyj-

nych nie jest prostym zadaniem. Wydaje się jednak, że powszechnie przyjęte w tym zakresie kategorie ryzyka, które zostały szeroko opisane powyżej, umożliwiają właściwe funkcjonowanie tego procesu i w konsekwencji stworzenie dobrych podstaw efektywnego zarządzania ryzykiem operacyjnym w instytucji.

Bibliografia

- Bank of England (1995), *Report of the Board of Banking Supervision Inquiry into the Circumstances of the Collapse of Barings*, Bank of England, Londyn.
- Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (1998), *Operational Risk Management*, Bank for International Settlements, Bazylea.
- Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2003a), *Operational Risk Loss Data Collection Exercise 2002: Summary of Data Collected*, Bank for International Settlements, Bazylea.
- Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2003b), *Sound Practices for the Management and Supervision of Operational Risk*, Bank for International Settlements, Bazylea.
- Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (2006), *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework Comprehensive Version*, Bank for International Settlements, Bazylea.
- Davies J., Ong M., Wilmot J., Mark B., Hoffman D., Belton A., Williams L. (1999), *Round Table: The struggle to define and measure goes on*, "Risk", No. 7/1999, Operational Risk Supplement, za <http://www.financewise.com/public/edit/riskm/oprisk/opr-rt.htm>
- de Fontnouvelle P., DeJesus – Rueff V., Jordan J., Rosengren E. (2003), *Capital and Risk: New Evidence on Implications of Large Operational Losses*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (2005), *Dokument Konsultacyjny DK/04/OPR, dotyczący metod prostych wyliczenia wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka operacyjnego*, GINB, Warszawa.
- Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (2006), *Dokument Konsultacyjny DK/9/Walidacja, dotyczący walidacji zaawansowanych metod wyliczenia wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego i operacyjnego*, GINB, Warszawa.
- King J. (1998), *Defining operational risk*, "ALGO Research Quarterly", Vol 1, No. 2, s. 37-42.
- Komisja Nadzoru Bankowego (2004), *Rekomendacja M dotycząca zarządzania ryzykiem operacyjnym w bankach*, KNB, Warszawa,
- Kongres USA (2002) *Sarbanes – Oxley Act of 2002*, H.R. 3763, Kongres USA, Waszyngton.
- Parlament Europejski (2006a), *Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions*, Urzędowy Dziennik Unii Europejskiej, Bruksela.
- Parlament Europejski (2006b), *Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions*, Urzędowy Dziennik Unii Europejskiej, Bruksela.

Operacje otwartego rynku w Australii*

Open Market Operations in Australia**

Gracjan Pietrzyk***

Streszczenie

W artykule przedstawiono politykę pieniężną australijskiego banku centralnego (RBA). Skupiono się na operacjach otwartego rynku na tle płynności banków komercyjnych. Zaprezentowano cele oraz strategię polityki pieniężnej. Opisano kontrolowaną przez RBA stopę procentową rynku międzybankowego. Omówiono czynniki determinujące popyt banków na płynne rezerwy oraz podaż tych rezerw na rynku międzybankowym. Zwrócono uwagę na rolę rezerwy obowiązkowej o współczynniku zero. Przedstawiono możliwości pozyskania przez banki płynnych rezerw oraz procedury przeprowadzania operacji otwartego rynku w danym dniu roboczym. Wskazano na rolę planowania płynności sektora bankowego w odniesieniu do wartości operacji otwartego rynku i terminów ich zapadalności. Zaprezentowano operacje walutowe RBA. Opisano także sposób ustalania przez RBA wartości referencyjnej oraz papiery wartościowe zabezpieczające transakcje.

Słowa kluczowe: polityka pieniężna w Australii, operacje otwartego rynku, O/N, płynność sektora bankowego, stopa referencyjna.

Abstract

This article is about the monetary policy conducted by the Reserve Bank of Australia (RBA). It concentrates on open market operations which are presented in the light of banking system liquidity. The goals and strategy of monetary policy are described as well as the O/N market rate controlled by the RBA. Then -factors determining the banks' demand on liquidity (cash) and factors determining the supply of liquidity are discussed. One specific role of the reserve requirement (non-negative obligation) is underscored. Sources of cash and open market operations procedures conducted every day are presented. The relations between the banks' liquidity forecasting and open market operations's values as well as open market operations's maturities are shown. The RBA's currency transactions are also discussed. The last part shows the way in which the minimum bid rate accepted by the RBA is calculated and describes securities used as collateral in open market operations.

Keywords: monetary policy in Australia, open market operations, liquidity of the banking system, O/N, reference rate, overnight.

JEL: E00

* Niniejszy artykuł opiera się na dokumentacji oraz na informacjach uzyskanych przez autora w trakcie jego pobytu w lipcu 2005 r. w Departamencie Rynku Krajowego (Domestic Markets Department) banku centralnego Australii. Koszty podróży i pobytu w Australii sfinansowane zostały ze środków Komitetu Badań Naukowych przyznanych w latach 2004–2005 jako grant promotorski na realizację pracy doktorskiej.

** Special thanks are mainly due:

Philip Lomas – Senior Liaison Officer - for organizing my visit at the RBA; **Chris Ryan** – Head of Domestic Markets Department – for his kind permission to visit his Department; **Lindsay Boulton** – Senior Manager in Market Operations Domestic Markets Department; **Peter Gallagher** – then Senior Manager in Domestic Portfolio and Liquidity Analysis Domestic Markets Department; for their invaluable help provided me in preparation of this article.

Thanks are also due:

Colleen Andersen – Senior Manager in Settlements Payments Settlements Department; **Jon Cheshire** – Manager, Australian Dollar Foreign Exchange Dealing; **Brent Hansen** – then Senior Dealer, Australian Dollar International Department; **Scott McNally** – Market Operations Domestic Markets Department; for their significant contributions in preparation of this article.

*** Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Wydział Finansów i Ubezpieczeń, Katedra Finansów.

Australia, choć izolowana geograficznie i znacznie oddalona od światowych centrów finansowych, jest krajem wysoko rozwiniętym, ze zdrową gospodarką rynkową. Nadwyżka budżetowa (średnia wartość nadwyżki w latach 1997–2004 wynosiła prawie 10,3 mld AUD), niska stopa bezrobocia (5%), niska inflacja (2,5%) oraz stabilny wzrost gospodarczy (wzrost PKB od czerwca 2004 do czerwca 2005 r. wyniósł 2,3%) świadczą o bardzo dobrej sytuacji ekonomicznej kraju (Australia jest członkiem OECD od 1971 r.). Sytuacja ta ułatwia australijskiemu bankowi centralnemu (Reserve Bank of Australia – RBA) prowadzenie polityki pieniężnej. Głównym instrumentem tej polityki, za pomocą którego RBA oddziałuje na australijski sektor bankowy, są operacje otwartego rynku.

RBA jest odpowiedzialny za formułowanie i realizację polityki pieniężnej w Australii. Decyzje dotyczące polityki pieniężnej podejmuje Rada Banku Centralnego (Reserve Bank Board). Rada składa się z dziewięciu członków, z których aż sześciu mianuje Minister Skarbu Australii. Są to osoby reprezentujące środowisko akademickie i środowisko biznesowe. Pozostała trójka to: prezes RBA, jego zastępca oraz sekretarz Departamentu Skarbu (*ex officio*). Rada zbiera się 11 razy w roku z wyjątkiem stycznia.

Ustawa o RBA nakłada na niego obowiązek sprawowania władzy monetarnej w sposób jak najbardziej przyczyniający się do stabilności australijskiej waluty, utrzymania pełnego zatrudnienia na terytorium Australii oraz utrzymania dobrej koniunktury gospodarczej¹. Tak sformułowany ustawowo cel polityki pieniężnej powodowałby konieczność prowadzenia tej polityki według strategii eklektycznej, tj. zakładającej realizację kilku celów jednocześnie.

Wyrazem realizacji celów polityki pieniężnej jest jednak dążenie RBA do utrzymania stopy inflacji na poziomie 2–3% w średnim okresie. Taką stopę inflacji RBA i strona rządowa uznały za wystarczająco niską, by osoby fizyczne i przedsiębiorstwa podejmowały racjonalne decyzje ekonomiczne, a więc umożliwiającą funkcjonowanie podmiotów sfery realnej i finansowej w stabilnych warunkach gospodarczych. Utrzymanie zakładanej stopy inflacji w średnim okresie, co prawda, nie wymusza na RBA konieczności uzyskania takiej samej stopy inflacji w ujęciu rocznym, jednak 2–3-procentowa inflacja roczna ułatwia realizację celu średniookresowego. W przypadku ukształtowania się stopy inflacji za dany rok na poziomie np. 4% RBA byłby w następnym roku zmuszony do zastrzeżenia polityki pieniężnej, w celu zredukowania stopy inflacji do poziomu np. 1,5%. Umożliwiłoby to uzyskanie średniej wartości wskaźnika na poziomie 2–3% w średnim okresie. Dopuszczenie przez RBA do wyższej inflacji, a następnie prowadzenie działań

zmierzających do jej ograniczenia (kosztem niezbędnego wówczas wzrostu stóp procentowych byłby prawdopodobnie – *ceteris paribus* – spadek PKB) mogłoby narazić RBA na utratę wiarygodności, tak istotnej dla każdego banku centralnego. Dążenie do osiągnięcia niskiego wskaźnika inflacji bez formułowania celów pośrednich oraz brak możliwości (charakterystyczny dla każdego banku centralnego) bezpośredniego oddziaływania na wzrost gospodarczy i zatrudnienie pozwalają jednak zakwalifikować RBA do grona banków centralnych realizujących strategię bezpośredniego celu inflacyjnego.

Dążąc do realizacji zakładanego celu inflacyjnego, RBA kontroluje wybraną stopę procentową rynku międzybankowego. Jest to stopa oprocentowania jednodniowych (ON), niezabezpieczonych pożyczek, których banki komercyjne udzielają sobie nawzajem, zwana *cash rate*. Istotnie oddziałuje ona na pozostałe stopy procentowe, tworząc fundament, na którym zbudowana jest struktura stóp procentowych całej australijskiej gospodarki. W celu kształtowania wartości *cash rate* na rynku międzybankowym Rada Banku Centralnego ustala *target for the cash rate*, czyli stopę procentową banku centralnego. Nie jest to jednak stopa określająca rentowność prowadzonych operacji otwartego rynku, jak w przypadku NBP czy EBC. *Target for the cash rate* wyraża pożądaną przez RBA wartość *cash rate*. Innymi słowy RBA chciałby, żeby wartość stawki O/N na australijskim rynku międzybankowym oscylowała wokół wartości *target*. Na zestaw stóp procentowych RBA składają się jeszcze, oprócz *target for the cash rate*, stopa oprocentowania środków utrzymywanych przez banki komercyjne na ich rachunkach bieżących w RBA oraz stopa będąca odpowiednikiem naszej stopy lombardowej. Środki na rachunkach bieżących (Exchange Settlement Accounts – ESA) oprocentowane są 0,25 pkt procentowych poniżej *target*, natomiast oprocentowanie kredytu lombardowego (*credit facility*) jest o 0,25 pkt procentowych wyższe od wartości *target*. W ten sposób utworzony jest korytarz o rozpiętości 50 pkt bazowych, wewnątrz którego *cash rate* rynku międzybankowego będzie się swobodnie kształtowała (RBA 2003). Wynika to oczywiście z prostych kalkulacji ekonomicznych. Żaden bank nie pożyczycy swoich środków innemu bankowi na niższy procent niż uzyskuje od RBA za utrzymywanie tych środków na rachunku bieżącym, ani nie zaciągnie pożyczki od innego banku o oprocentowaniu wyższym niż oprocentowanie kredytu O/N oferowanego przez RBA. *De facto* odchylenia stopy *cash rate* od *target* wynoszą jedynie kilka punktów bazowych lub wartości te się pokrywają. *Cash rate* kształtowana jest przez stan płynnych rezerw zgromadzonych na rachunkach bieżących (ESA) banków komercyjnych w RBA. Te płynne rezerwy określone są przez

¹ Art. 10 ust. 2 ustawy o australijskim banku centralnym (Reserve Bank Act).

RBA jako *cash*. Popyt banków na *cash* jest determinowany przez:

- potrzeby rozliczeniowe banków,
- gotówkę w obiegu,
- rezerwę obowiązkową.

Potrzeby rozliczeniowe banków wynikają z konieczności realizacji transakcji zleconych przez klientów banków i transakcji własnych. Realizacja takich transakcji wiąże się z obciążaniem rachunku bieżącego banku A w RBA i przekazywaniem kwot przelewu na rachunki bieżące banków B i C, również zlokalizowane w RBA. Bank A wykonuje tym samym zlecenie firmy X, która przelewa środki na rzecz firmy Y (w banku B) oraz Z (w banku C) lub realizuje transakcje własne (np. zwraca bankom B i C wcześniej pożyczony od nich *cash*).

Wielkość gotówki w obiegu zależy natomiast od preferencji podmiotów operujących tą gotówką, a więc osób fizycznych. Zapotrzebowanie na znaki pieniężne w sferze realnej wynika z motywu transakcyjnego (potrzeba zawierania bieżących transakcji), ostrożnościowego (utrzymywanie gotówki na nieprzewidziane wydarzenia) oraz spekulacyjnego (związanego ze skłonnością do zawierania spekulacyjnych transakcji nastawionych na szybki zysk). Zaspokojenie zapotrzebowania na gotówkę wiąże się z koniecznością zakupu przez banki komercyjne od RBA znaków pieniężnych. Zapłata za otrzymane znaki pieniężne polega na obciążeniu rachunku bieżącego (ESA) danego banku komercyjnego i uznaniu specjalnego rachunku RBA. Obciążenie to powoduje zatem zmniejszenie *cash* na takim rachunku bieżącym, a więc jest źródłem popytu na *cash*.

Szczególną rolę odgrywa jednak rezerwa obowiązkowa. Zapotrzebowanie banków na *cash* wynika w tym przypadku z faktu, że współczynnik rezerwy obowiązkowej wynosi 0% (podobnie jak np. w Kanadzie). Zerowy współczynnik rezerwy oznacza dla banków tzw. *non-negative obligation*. Znaczy to, że rachunek bieżący każdego banku komercyjnego w RBA na zakończenie dnia operacyjnego musi mieć saldo dodatnie. W przeciwnym razie bank jest narażony na dotkliwe sankcje ze strony RBA, z cofnięciem licencji na prowadzenie działalności wyłącznie (RBA 1999).

O ile potrzeby rozliczeniowe i gotówka w obiegu mają autonomiczny charakter wobec RBA (tj. taki, na który RBA nie ma wpływu), o tyle zakwalifikowanie rezerwy obowiązkowej ze współczynnikiem zero do czynników autonomicznych może budzić pewne kontrowersje. W rozwiązaniach stosowanych np. przez NBP czy EBC rezerwa obowiązkowa ma charakter autonomiczny, ponieważ oba banki centralne nie mają bezpośredniego wpływu na wielkość depozytów będących podstawą jej naliczania. Obniżenie wskaźnika rezerwy przez EBC spowoduje zatem, *ceteris paribus*, zwiększenie płynności sektora bankowego Unii Go-

spodarczej i Walutowej, ponieważ banki będą musiały „zamrazać” mniejszą część środków, by spełnić wymogi rezerwy obowiązkowej. Jeśli jednak obniżeniu tego wskaźnika towarzyszy wzrost depozytów będących podstawą naliczania rezerwy, wynikający np. z korzystniejszej oferty depozytowej banków, to mimo obniżenia wskaźnika rezerwy przez bank centralny płynność sektora bankowego może się zmniejszyć. Taki scenariusz nie jest jednak możliwy w Australii, ponieważ banki nie utrzymują rezerwy obowiązkowej w stosunku do przyjętych depozytów.

Podaż środków utrzymywanych przez banki na ich rachunkach bieżących w RBA, a więc podaż *cash*, zależy od:

- płatności podatkowych (*money out of the system*),
- płatności rządowych (*money into the system*),
- gotówki w obiegu,
- transakcji przeprowadzanych przez RBA

(transakcji wyrównawczych).

Płatności podatkowe wiążą się z przekazywaniem przez banki komercyjne części środków zgromadzonych na rachunkach przedsiębiorstw i osób fizycznych na rachunek organu skarbowego zlokalizowany w RBA. Następuje zatem odpływ *cash* z sektora bankowego do sektora rządowego. Alokacja tych środków przez stronę rządową powoduje jednak powrót *cash* do sektora bankowego (emerytury, wydatki wojskowe czy na ochronę zdrowia), ponieważ beneficjenci tych przekazów mają swoje rachunki bieżące w bankach komercyjnych. Gotówka w obiegu determinuje nie tylko popyt banków na *cash*, zależący od popytu na gotówkę zgłaszanego przez osoby fizyczne, lecz także podaż *cash*. Większy popyt na znaki pieniężne w sferze realnej powoduje zmniejszenie podaży *cash*, ponieważ część *cash* jest zamieniana właśnie na znaki pieniężne. Mimo że płatności podatkowe, rządowe oraz gotówka w obiegu mają charakter autonomiczny wobec RBA, to ostatni czynnik determinujący podaż *cash* zależy już wyłącznie od RBA. Są to bowiem operacje otwartego rynku przeprowadzane przez RBA w celu wyrównania podaży *cash* i popytu banków na *cash*.

Prowadzenie przez RBA transakcji wyrównujących podaż i popyt banków na *cash* wynika z konieczności utrzymywania *cash rate* jak najbliższej wyznaczonej przez Radę Banku wartości *target*. Brak działań RBA zmierzających do uzupełniania brakującej płynności lub absorbowania jej przejściowego nadmiaru powodowałby presję na wzrost *cash rate* w przypadku braku operacji zasilających lub jej spadek w razie braku operacji absorbujących. Warto zaznaczyć, że operacje otwartego rynku przeprowadzane przez RBA służą wyłącznie utrzymywaniu *cash rate* w pobliżu wyznaczonej wartości *target*. W przypadku zmiany wartości *target* przez Radę Banku, *cash rate* zmieni się w tym samym kierunku. Przekonanie

uczestników australijskiego rynku międzybankowego o niezawodności działań RBA nakierowanych na zmianę *cash rate* poprzez zmianę podaży *cash* wystarcza, by dostosowanie *cash rate* do nowej wartości *target* odbyło się niemal natychmiast i to bez żadnej interwencji RBA.

Australijski sektor bankowy charakteryzuje się strukturalnym niedoborem płynności. Jest on rezultatem wzrostowego trendu kształtowania się ilości gotówki w obiegu oraz wzrostu depozytów rządowych składanych w RBA, będącego jedną z konsekwencji narastania nadwyżki budżetowej. Wartość środków pieniężnych absorbowanych przez stronę rządową z tytułu podatków jest bowiem większa od wartości środków powracających na rynek w postaci wydatków rządowych. Do utrzymywania niedoboru płynności przyczynia się także RBA poprzez prowadzenie zasilających operacji warunkowych. Odwrócenie transakcji (*second leg*) redukuje bowiem poziom *cash* banków komercyjnych. Zaspokajając popyt banków na płynność, RBA przeprowadza operacje zasilające banki w *cash* na bazie dziennej. Wynika to z faktu stosowania przez RBA rezerwy obowiązkowej o wskaźniku 0%. *Non-negative obligation*, oznaczające dla banków konieczność posiadania dodatniego salda na ich rachunkach bieżących na koniec dnia, wymusza na RBA codzienne zasilanie sektora bankowego w *cash*, ponieważ prawie każdego dnia zapadają terminy operacji przeprowadzonych w przeszłości. Zapadalność tych operacji oznacza zmniejszenie rachunków bieżących banków, które oddają RBA pożyczony wcześniej *cash*. Brak interwencji ze strony RBA spowodowałby ukształtowanie rachunku bieżącego niektórych banków poniżej zera, co równałoby się z niedopełnieniem przez banki wymogów rezerwy obowiązkowej. Ze względu na *non-negative obligation* nie funkcjonuje termin „operacyjny niedobór płynności”, ponieważ nie występuje okres utrzymywania rezerwy obowiązkowej będący granicą terminu „operacyjny” zarówno dla transakcji zasilających, jak i absorbujących.

Należy wspomnieć, że banki komercyjne mogą pozyskiwać brakujące im płynne środki w różny sposób. Transakcje z RBA są jedną z czterech możliwości. Do pozostałych zalicza się:

- zaciąganie zabezpieczonych lub niezabezpieczonych pożyczek na rynku międzybankowym,
- przeprowadzanie transakcji *FX swap* na rynku międzybankowym,
- emitowanie własnych papierów wartościowych.

Teoretycznie zaciąganie przez banki pożyczek na rynku międzybankowym oraz przeprowadzanie transakcji typu *FX swap* mogą być alternatywnym rozwiązaniem dla banków, którym brakuje *cash*. Jednak brak interwencji RBA w postaci zasilających operacji otwartego rynku w danym dniu spowodowałby,

że banki mające nadmiar *cash* nie byłyby chętne do pożyczania bankom, które zgłaszają zapotrzebowanie, ponieważ naraziłyby się na niewywiązanie się z wymogów rezerwy obowiązkowej oraz problemy z rozliczeniami. Emisja własnych papierów wartościowych (*bank bills*) przez banki z niedoborem *cash* skierowana na rynek międzybankowy nie wzbudziłaby zainteresowania pozostałych banków z tych samych przyczyn, co w przypadku zaciągania pożyczek i transakcji *FX swap*. Emisja skierowana do osób fizycznych i przedsiębiorstw (np. obligacje, nowy pakiet akcji) jest natomiast czasochłonna i nie zapewniłaby dopływu *cash* w dniu operacyjnym, w którym RBA by nie interweniował.

Brak interwencji ze strony RBA mógłby gwałtownie zwiększyć wykorzystanie przez banki komercyjne *intra-day credit*. Jest to zabezpieczony papierami wartościowymi kredyt zaciągany przez banki i spłacany w tym samym dniu operacyjnym. Spłata kredytu w tym samym dniu nie skutkuje żadnymi obciążeniami odsetkowymi dla banków. Brak spłaty powoduje automatyczne przekwalifikowanie takiego kredytu na kredyt O/N, w stosunku do którego RBA stosuje oprocentowanie o 25 pkt bazowych wyższe od *target* (odpowiednikiem w Polsce jest stopa lombardowa NBP). Banki mają stały dostęp do tego kredytu pod warunkiem posiadania odpowiednich zabezpieczeń. Transakcje są zawierane przez banki z ich inicjatywy i bez konieczności informowania o tym RBA. Realizowane są w centralach banków komercyjnych przez ich dealerów. Masowe zaciąganie przez banki kredytu na bazie *intra-day* rozwiązałyby problemy z płynnością jedynie w ciągu danego dnia operacyjnego. Nieobecność RBA na rynku międzybankowym w danym dniu, skutkująca brakiem wystarczającej ilości *cash* na rynku, powodowałaby automatyczne przekwalifikowanie takich kredytów z *intra-day* na O/N. Nieobecność RBA na rynku w następnym dniu operacyjnym spowodowałaby brak możliwości spłaty przez niektóre banki kredytów zaciągniętych poprzedniego dnia. Ukształtowanie czynników autonomicznych (zwłaszcza płatności rządowych) mogłoby, co prawda, umożliwić taką spłatę, lecz pewne jest, że dwudniowa nieobecność RBA na rynku międzybankowym wywołałaby niepożądany przez RBA wzrost *cash rate* i miała by niekorzystne skutki dla stabilności australijskiego sektora bankowego.

Codzienna obecność RBA na rynku międzybankowym wymaga precyzyjnego określenia wielkości *cash*, którą ma on dostarczyć bankom w operacjach otwartego rynku (lub sporadycznie – wielkości, którą musi zaabsorbować). Wielkość tę określa się w danym dniu na podstawie stanu rachunku bieżącego banków na zamknięcie poprzedniego dnia oraz na podstawie prognoz płynności sektora bankowego sporządzonych przez sekcję planowania płynności. Prognozy

Tabela 1. Premia czarnorynkowa (BMP) w wybranych krajach (w 1976 r. oraz przeciętnie w latach 1976-1993)

Termin zapadalności	Kwota zapadalności mln AUD
12 dni	662
20 dni	600
48 dni	600
Razem	1.862

Źródło: Levine, Zervos (1996).

obejmują roczny horyzont czasowy. Projekcja ta opiera się na danych przekazywanych przez stronę rządową, odnoszących się do wpływów i wydatków budżetowych na najbliższy rok oraz na tendencjach i doświadczeniach zebranych przez pracowników sekcji planowania płynności w poprzednich latach. Szczegółowa analiza przewidywanych zmian odnosi się do najbliższego tygodnia. Prognozy są aktualizowane trzy razy dziennie. Aktualizacja ta dotyczy jednak dnia bieżącego oraz – ewentualnie – następnych kilku dni. Prognozy odzwierciedlają przewidywany wpływ czynników autonomicznych (okresy podatkowe czy wydatki rządowe, gotówkę w obiegu) oraz wpływ kwot zapadających z tytułu operacji zasilających przeprowadzonych w przeszłości na wielkość rachunku bieżącego banków na zakończenie najbliższych dni operacyjnych.

Pierwsze ustalenia dotyczące proponowanej wielkości operacji w danym dniu zapadają o godz. 9.00 na spotkaniu członków sekcji planowania płynności sektora bankowego. Na podstawie aktualnej prognozy płynności (np. z godz. 8.55) precyzyjnie ustalają kwotę *cash*, którą RBA powinien dostarczyć (rzadziej – zaabsorbować) bankom komercyjnym w celu utrzymania *cash rate* w pobliżu *target*. Precyzyjność ta wynika z faktu, że o godz. 9.00 danego dnia wiele transakcji autonomicznych, których wartość w poprzednim dniu miała charakter szacunkowy, jest już rozliczona, a więc znana. Znając zatem stan rachunku bieżącego banków na koniec poprzedniego dnia, kwotę, jaką RBA otrzyma od banków z tytułu ewentualnie zapadających w danym dniu poprzednich operacji zasilających, oraz znając wartość części transakcji autonomicznych, sekcja planowania płynności określa wielkość *cash*, która po dostarczeniu bankom ukształtuje ich rachunek bieżący na koniec dnia na poziomie około 750 mln AUD.

Kwota około 750 mln AUD powinna codziennie znajdować się na australijskim rynku międzybankowym. Umożliwia ona zaspokojenie wszystkich potrzeb rozliczeniowych banków oraz wywiązanie się z zerowej rezerwy obowiązkowej, nie powodując jednocześnie zmian poziomu *cash rate*. Zasilenie banków przez RBA większą ilością *cash*, tj. taką, która według RBA ukształtuje rachunek bieżący banków

na koniec dnia powyżej 750 mln AUD, też umożliwiłoby dokonanie wszystkich rozliczeń i wywiązanie się banków z rezerwy obowiązkowej, lecz spowodowałoby presję na spadek *cash rate*, a więc jej oddalenie się od *target*. Z kolei zasilenie banków przez RBA kwotą, która ukształtowałaby ich rachunek bieżący na poziomie niższym niż 750 mln AUD, mogłoby spowodować napięcie związane z brakiem środków do przeprowadzenia wszystkich rozliczeń, co skutkowałoby wzrostem *cash rate* i jej oddaleniem się od *target* w drugą stronę. Ze względu na wysoki stopień rozwoju rynku ukształtowanie się rachunku bieżącego banków przez krótki okres powyżej lub poniżej 750 mln AUD nie spowoduje jednak zmian *cash rate*, ponieważ uczestnicy rynku międzybankowego są przekonani o skuteczności działań podejmowanych przez RBA w celu ukształtowania ich rachunku bieżącego w okolicach 750 mln AUD. RBA ustalił wartość 750 mln AUD metodą „prób i błędów”. Zasilenie banków przez RBA kwotą, która kształtowała ich rachunek bieżący na poziomie np. 600 mln AUD, powodowało napięcie na rynku międzybankowym, wynikające z braku wystarczającej ilości środków potrzebnych bankom do przeprowadzenia wszystkich operacji. RBA otrzymywał wówczas drogą telefoniczną liczną prośbę banków o dodatkowe operacje zasilające. Zbyt wysoki stan rachunku bieżącego banków, ukształtowany przez dużą skalę zasilających operacji otwartego rynku, nie skutkowało co prawda interwencjami telefonicznymi, lecz w przypadku dłuższego utrzymywania się powodował spadek *cash rate*.

Jednocześnie z ustaleniem przez sekcję planowania płynności kwoty, która powinna ukształtować rachunek bieżący banków na poziomie około 750 mln AUD, sekcja ustala okres zapadalności operacji otwartego rynku dostarczających bankom tę kwotę. Zasilające operacje otwartego rynku RBA przeprowadzane są bowiem w formie warunkowej. Wybierając termin, w którym transakcja zostanie odwrócona (*second leg*) bierze się pod uwagę – podobnie jak w przypadku ustalania kwoty – prognozę płynności sektora bankowego. Bardzo często kwota, która ma być dostarczona bankom w danym dniu, np. 1.862 mln AUD, ma kilka terminów zapadalności².

Terminy zapadalności ustalone są na dni, w których przewidywana zmiana stanu rachunku bieżącego banków, spowodowana przez czynniki autonomiczne, będzie miała wartość jak najbliższą zera po negatywnej stronie, np. – 100 mln AUD (ujemny stan rachunku bieżącego banków wynika ze strukturalnego braku płynności sektora bankowego w Australii). Przyjmijmy, że za 12 dni od dnia, w którym RBA zamierza dostarczyć bankom 1.862 mln AUD, autonomiczne czynniki determinujące rachunek bieżący

² Autentyczny przypadek z dnia 22 lipca 2005 r.

banków zmieniają jego stan o 100 mln AUD. Kwota 662 mln AUD powiększona o odsetki, którą banki będą musiały oddać RBA, pogłębi wówczas – *ceteris paribus* – deficyt na rachunku bieżącym banków do ponad 762 mln AUD (-100 – 662 – odsetki). W dwunastym dniu od dnia zasilenia banków kwotą 1.862 mln AUD RBA musiałby zatem zasilić sektor bankowy kwotą około 1.512 mln AUD, żeby osiągnąć stan 750 mln AUD (-762 – odsetki + około 1.512 = 750 mln AUD) na zamknięcie dnia. Kalkulacja ta dokonywana jest przy założeniu, że od dnia zasilenia banków kwotą 1.862 mln AUD do terminu spłaty pierwszej transzy (662 mln AUD) RBA będzie codziennie interweniował na rynku międzybankowym, dokonując transakcji w oparciu o prognozy płynności sektora bankowego. Przyjęcie innego terminu dla kwoty 662 mln AUD, np. 8 dni zamiast 12, jest oczywiście możliwe. Jednak gdy przewidywana zmiana stanu rachunku bieżącego banków opiewa na kwotę np. -600 mln AUD – to uwzględniając zapadalność kwoty 662 mln AUD powiększonej o odsetki, całkowity deficyt wyniósłby ponad 1.262 mln AUD (-600 – 662 – odsetki). Wartość operacji zasilającej musiałaby wówczas wynieść ponad 2.000 mln AUD, które w przyszłości również będą musiały być zwrócone w oparciu o kilka terminów zapadalności. Im większa jest zatem wartość operacji zasilających, tym większe trudności ma RBA z doбором odpowiednich dni do odwrócenia transakcji. Większy jest również problem banków, ponieważ muszą mieć bardziej zasobny portfel papierów wartościowych, będących zabezpieczeniem transakcji, niż w przypadku, gdy kwota zasilenia przez RBA jest mniejsza.

Tak określone terminy zapadalności mogłyby sugerować wysoki stopień sprawdzalności prognoz formułowanych przez RBA w 20- i 48-dniowym horyzoncie czasowym. W rzeczywistości najwyższą sprawdzalność mają prognozy na następny dzień, choć termin 12-dniowy może być obciążony niewielkim błędem w przypadku posiadania przez RBA wielu informacji na temat transakcji mających wpływ na poziom *cash*. Prognoza zmian stanu rachunku bieżącego banków w dłuższym horyzoncie nie może być żadnym punktem odniesienia czy podstawą podejmowania decyzji. W powyższym przykładzie termin 20 i 48 dni został co prawda wybrany z uwzględnieniem zmian stanu rachunku bieżącego banków, ale też ze świadomością, że nie są to dane wiarygodne z punktu widzenia dnia podejmowania decyzji.

Ustalona kwota operacji zasilającej na dany dzień oraz proponowane terminy zapadalności wpisywane są do specjalnego formularza, który następnie przedkładany jest do dyskusji na spotkaniu o 9.15 z kierownictwem sekcji dealerów oraz kierownictwem Departamentu. Na tym sześciuosobowym spotkaniu zapada ostateczna decyzja o wielkości i terminie (lub

terminach) zapadalności operacji przeprowadzanych w danym dniu. O godz. 9.30 postanowienia te są przekazywane przez dealerów na rynek międzybankowy poprzez serwisy elektroniczne. Banki mają 15 minut na przesłanie do RBA swoich ofert.

Popyt na *cash* zgłaszany przez banki komercyjne przewyższa jednak kwotę, którą RBA chce dostarczyć bankom, by ich rachunek bieżący na koniec dnia wyniósł 750 mln AUD. Duży popyt banków wynika z faktu, że określają one swoje potrzeby płynnościowe według prognoz płynności, które same dla siebie opracowują. Bank A, zgłaszając RBA zapotrzebowanie na *cash*, uwzględnia zatem potrzeby dnia bieżącego, ale także wynikające z jego własnych prognoz potrzeby na następne dni. Nie wie bowiem, czy następnego dnia RBA będzie interweniował na rynku międzybankowym i na jaką skalę. Przeprowadzanie przez RBA operacji otwartego rynku na bazie dziennej nie wyklucza jednodniowego braku interwencji, będącego rezultatem przewidywanego przez RBA ukształtowania rachunku bieżącego banków na poziomie około 750 mln AUD (bez obecności RBA na rynku). Taka sytuacja może wystąpić w przypadku dużej wartości płatności rządowych (zwiększenie *cash*), którym towarzyszy względnie mała wartość zapadających transakcji warunkowych (zmniejszenie *cash*). Bank A chce zatem profilaktycznie zaopatrzyć się w *cash*, umożliwiając mu zrealizowanie transakcji w dniu bieżącym i w następnych dniach.

W ofertach nadsyłanych między 9.30 a 9.45 banki komercyjne podają kwoty, terminy i oprocentowanie, po jakim chcą zawrzeć transakcje z RBA. Jeden bank może nadesłać kilka ofert o różnych parametrach transakcji. Od godz. 9.45 do 10.00 następuje alokacja *cash* pomiędzy bankami, których oferty RBA zaakceptował. RBA kieruje się atrakcyjnością ofert nadesłanych przez banki. Oferty z oprocentowaniem wyższym od referencyjnego są zaspokajane w całości. Proporcjonalna redukcja ofert ma miejsce w przypadku, gdy stopa procentowa proponowana przez banki równa jest wartości referencyjnej, a wartość środków pozostałych do przydzielenia jest mniejsza niż popyt zgłaszany przez te banki. Może się zdarzyć sytuacja, w której popyt banków zgłaszających chęć zakupu *cash* po cenie niższej niż akceptowana przez RBA, również jest w jakiejś części zaspokajany. Dotyczy to jednak ofert, których oprocentowanie różni się od akceptowanego przez RBA nie więcej niż o 3 pkt bazowe. Oferty mniej atrakcyjne są w całości odrzucone. Ich akceptacja byłaby bowiem sygnałem, że RBA akceptuje oferty mniej korzystne dla siebie, co wywołałoby presję na spadek *cash rate* na rynku międzybankowym.

Około godz. 10.00 RBA wysyła drogą elektroniczną informację o wynikach przetargu. Rozliczenie dokonanych transakcji, tj. przekazanie przez banki za-

bezpieczenia w postaci akceptowanych przez RBA papierów wartościowych, musi nastąpić do końca danego dnia operacyjnego.

Odrzucenie przez RBA nadesłanych przez banki ofert może być spowodowane nie tylko nieatrakcyjnym oprocentowaniem, ale także brakiem akceptacji proponowanych przez banki terminów zapadalności. Banki mogą bowiem proponować własne terminy, wynikające z ich prognoz i kalkulacji. Może się zdarzyć sytuacja, że wszystkie oferty banków będą dotyczyły jednego z trzech terminów zapadalności proponowanych przez RBA, np. 12 dni (patrz przykład). W przypadku akceptacji RBA musiałby za 12 dni od dnia bieżącego przeprowadzić bardzo dużą operację zasilającą, ponieważ cała kwota 1.862 mln AUD powiększona o odsetki odpłynęłaby z rynku, a nie – jak planował – 662 mln AUD. Popyt banków na *cash* zostaje wówczas zaspokojony w formie warunkowych operacji zasilających jedynie do kwoty 662 mln AUD. Reszta ofert zostaje odrzucona. Wymusza to jednak na RBA przeprowadzenie operacji zasilających o wartości 1 200 mln AUD w innej formie niż warunkowy zakup papierów wartościowych. W tym celu wykorzystuje on transakcje *FX currency swap*. RBA stosuje ten instrument również wówczas, gdy banki nie mają odpowiednich papierów wartościowych, aby zabezpieczyć transakcję *repo*.

Swapy walutowe (RBA nie przeprowadza swapów procentowych, ponieważ nie następuje fizyczny przepływ środków) wykorzystywane są przez australijski bank centralny w celu dostarczenia bankom brakującego im *cash*. Sytuacja ta ma miejsce, gdy nie mogą być zastosowane warunkowe operacje *repo*. Swapy wspomagają więc zarządzanie przez RBA płynnością sektora bankowego. W przypadku bardzo rzadko występującej konieczności absorpcji przez RBA nadmiaru *cash* wykorzystuje on warunkową sprzedaż papierów wartościowych, zatem nie stosuje swapów walutowych do absorpcji *cash*. Operacje swap przeprowadzane są nieregularnie. Polegają one na zakupie przez RBA od banków dolarów amerykańskich w zamian za dolary australijskie. Transakcje te nie powodują zmian kursu walutowego AUD/USD, ponieważ w

uzgodnionym z bankami terminie zostaną one odwrócone, tzn. banki zwrócą RBA dolary australijskie, uzyskując dolary amerykańskie. Operacje te charakteryzują się bardzo dużą elastycznością. Przeprowadzane w danym dniu mogą zasilić banki walutą krajową (AUD) w tym samym dniu lub np. w następnym, a odwrócenie transakcji nastąpić może w dowolnym terminie w przyszłości. RBA może również umówić się z bankami np. na transakcję swap za 10 dni (tj. za 10 dni RBA kupi od banków dolary amerykańskie – USD) z jej odwróceniem np. za 20 dni.

RBA preferuje jednak zasilanie banków w zamian za papiery wartościowe niż walutę amerykańską. Przekazanie bowiem przez banki australijskie dolarów amerykańskich na rachunek RBA odbywa się na terenie USA i jest ewidencjonowane przez amerykański System Rezerwy Federalnej (FED). RBA inwestuje następnie dolary amerykańskie w skarbowe papiery wartościowe USA. Różnica czasu uniemożliwia jednak RBA przeprowadzenie natychmiastowej kalkulacji rentowności inwestycji, ponieważ amerykańskie rynki finansowe są jeszcze lub już zamknięte.

RBA przeprowadza również, choć bardzo rzadko, transakcje *FX spot*. Ich celem jest wyłącznie utrzymanie kursu walutowego AUD/USD na pożądanym przez RBA poziomie. Nie mają one nic wspólnego z zarządzaniem płynnością australijskiego sektora bankowego. Polegają na zakupie przez RBA dolarów amerykańskich od banków komercyjnych lub ich sprzedaży bez przeprowadzania transakcji odwrotnej. Zakup USD zwiększa, a sprzedaż zmniejsza ilość *cash*, co powoduje automatyczne dostosowanie kursu. Transakcje te, choć nie służą do zarządzania płynnością sektora bankowego, zmieniają poziom *cash* na rynku międzybankowym. Zmiany te wymagają zatem neutralizacji poprzez odpowiednie dostosowanie transakcji *repo* do przeprowadzonej interwencji walutowej.

Operacje otwartego rynku przeprowadzane przez RBA na bazie dziennej mają formę warunkową. Operacje bezwarunkowe wykorzystywane są rzadko (zazwyczaj raz w miesiącu). Ich celem jest odbudowa

Tabela 2. Warunkowe i bezwarunkowe operacje otwartego rynku RBA w latach 1999-2004 (w mld AUD)

	1997/1998	1998/1999	1999/2000	2000/2001	2001/2002	2002/2003	2003/2004
Warunkowe (<i>repo</i>)	283	313	258	393	439	321	283
Zakup	275	300	244	376	423	304	272
Sprzedaż	8	13	14	17	16	17	11
Bezwarunkowe (<i>outright</i>)	26	11	9	5	1	3	5
Zakup	26	11	9	5	1	3	5
Sprzedaż	0	0	0	0	0	0	0
Razem	309	334	267	398	440	324	287

Źródło: materiały RBA.

przez RBA własnego portfela obligacji rządowych. Zasilający efekt operacji bezwarunkowych jest neutralizowany przez odpowiednie dostosowanie operacji warunkowych (np. mniejszą wartość operacji warunkowych w danym dniu). RBA sporadycznie wykorzystuje obligacje rządowe do warunkowych operacji absorbujących. Tabela 2 prezentuje wartość warunkowych i bezwarunkowych operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez australijski bank centralny w latach 1999–2004³.

Prowadzenie przez RBA operacji warunkowych podyktowane jest koniecznością utrzymania niedoboru płynności w australijskim sektorze bankowym. Zwroćenie przez banki komercyjne w terminie zapadalności środków pożyczonych od RBA kreuje bowiem popyt na te środki, zaspokajany przez RBA w kolejnych operacjach. Mechanizm ten nie występuje jednak w operacjach bezwarunkowych. Zasilanie przez RBA banków w operacjach bezwarunkowych, które nie wymagają przeprowadzenia transakcji odwrotnych do pierwotnie zawartych, wiązałoby się ze zwiększaniem przez RBA płynności sektora bankowego. Zapotrzebowanie banków na płynne środki

³ Rok obrachunkowy trwa od początku lipca do końca czerwca roku następnego.

zwiększa ich zależność od banku centralnego, a zatem i wrażliwości na stosowane przez bank centralny instrumenty polityki pieniężnej.

W tym miejscu należy omówić zagadnienie poziomu akceptowanego przez RBA oprocentowania transakcji lub też inaczej – wartości referencyjnej. Wartość opiera się na stałej stopie procentowej kwotowanej w międzybankowych transakcjach *Overnight Indexed Swap* (OIS). OIS to dwustronne transakcje, polegające na dokonaniu przez stronę A płatności odsetkowej o stałej stopie procentowej na rzecz strony B, w zamian za płatność odsetkową na bazie zmiennej stopy procentowej, należną stronie A za cały okres trwania transakcji swap (RBA 2002). Zmienną stopą procentową jest *cash rate* (która – przypomnijmy – jest stopą O/N). Stałą stopą procentową, na którą zgadzają się strony w dniu zawierania transakcji, jest stopa odzwierciedlająca przewidywania uczestników rynku co do kształtowania się średniej wartości *cash rate* za cały okres trwania umowy swap. OIS są pozagiełdowym instrumentem pochodnym wykorzystywanym przez banki komercyjne do zarządzania ryzykiem, jakie ponoszą w odniesieniu do zmian *cash rate*. Bank A zatem, w przekonaniu którego *cash rate* wzrośnie, będzie poszukiwać partnera na rynku międzybankowym o przeciwnych przewidywaniach co

Przykład

Początek naliczania odsetek zaczyna się w następnym dniu po zawarciu transakcji ($t + 1$), a rozliczenie – dzień po terminie zapadalności ($m + 1$). W poniedziałek 12 czerwca 2006 r. *target for the cash rate* wynosiła 5,50%, a bieżąca *cash rate* np.: 5,49%. Bank A kwotuje na rynku OIS 3 dni na 5,60% ponieważ przewiduje, że RBA 2 dni później (zebranie Rady Banku) zaostrzy politykę pieniężną, podnosząc *target* o 50 pkt bazowych, tj. z 5,50% do 6,00%. Według banku A, średnia wartość *cash rate* przez 3 dni trwania transakcji OIS przewyższy zatem kwotowaną wartość (5,60%). Bank A poszukuje partnera na rynku (bank B), na rzecz którego dokonałby płatności opartej na stałej stopie procentowej (5,60%) w zamian za płatność opartą na zmiennej stopie procentowej, tj. opartej na rzeczywistej *cash rate*. Bank B oczywiście nie przewiduje zaostżenia polityki pieniężnej. Strony ustalają kapitał bazowy w wysokości 500 mln AUD.

Rzeczywiście RBA zaostrzył politykę pieniężną w środę, podnosząc *target* z 5,50% do 6,00%. Rzeczywista *cash rate* kształtowała się następująco:

- poniedziałek – 5,49% (dzień zawarcia kontraktu – t),
- wtorek – 5,51%,
- środa – 6,01%,
- czwartek – 5,99% (dzień zapadalności kontraktu – m).

W piątek ($m + 1$) dokonano rozliczenia.

Bank A miałby zapłacić bankowi B: $500.000.000 \times (5,60/100) \times (3/365) = 230.136,9$

Bank B byłby natomiast winien bankowi A:

$500.000.000 \times (5,51/100) \times (1/365) + 500.000.000 \times (6,01/100) \times (1/365) + 500.000.000 \times (5,99/100) \times (1/365) = 75.479,4 + 82.328,7 + 82.054,8 = 239.862,9$

Ponieważ rozliczenie jest na bazie netto, bank B przekaże bankowi A kwotę **9.726 AUD** (239.862,9 – 230.136,9).

Gdyby RBA nie zaostrzył polityki pieniężnej, a *cash rate* kształtowałyby się np. następująco: wtorek – 5,51%, środa – 5,52%, czwartek – 5,50%, to bank A miałby zapłacić bankowi B 230.136,9 AUD, a bank B bankowi A 226.438,5 AUD. Bank A przekazałby zatem bankowi B kwotę 3.698,4 AUD.

do kierunku zmian *cash rate* (bank B), któremu płaciłby odsetki w oparciu o stałą stopę procentową, otrzymując od niego w zamian odsetki oparte o rzeczywistą wartość *cash rate* za cały okres trwania umowy swap. Wartość odsetek oparta na zmieniającej się dziennie *cash rate* (w przypadku jej rosnącego trendu), którą na koniec okresu trwania umowy swap otrzyma bank A, przewyższy bowiem wartość odsetek opartych na stałej stopie procentowej, należną bankowi B (patrz ramka).

Termin zapadalności tych transakcji nie przekracza 1 roku. Jednak około 50% dziennego obrotu to transakcje zawierane na okres do 3 miesięcy. Niosą one ze sobą niewielkie ryzyko kredytowe, ponieważ w terminie zapadalności transakcji następuje między bankami jedynie rozliczenie na bazie netto wzajemnych zobowiązań odsetkowych (nie występuje fizyczny przepływ kapitału, lecz jedynie kapitał bazowy, na podstawie którego dokonuje się rozliczeń). Przewidując spadek *cash rate*, Bank A może zabezpieczyć swoje aktywa narażone na ryzyko zmian tej stopy, zakupując na rynku 3-miesięczne weksle bankowe (*bank bills*) o stałym oprocentowaniu lub przeprowadzić transakcję OIS 3M (z terminem zapadalności 3 miesiące), na koniec której otrzyma płatność opartą na stałej stopie procentowej. Jeżeli zakupi *bank bills*, to narazi się na straty kapitału wynikające np. z ogłoszenia upadłości banku emitenta. Jeżeli jednak przeprowadzi operację OIS 3M, to narazi się jedynie na straty odsetek do rozliczenia (gdyby *cash rate* jednak wzrosła). Bardzo niskie ryzyko kredytowe sprawia, że stała stopa procentowa w transakcji OIS 3M jest niższa niż rentowność *bank bills* o porównywalnym terminie zapadalności.

Krótki termin zapadalności OIS oraz praktycznie brak ryzyka kredytowego umożliwiają RBA bieżące monitorowanie oczekiwań rynku co do zmian *cash rate*. Kwotowanie przez uczestników rynku stałej stopy procentowej w transakcjach OIS powyżej aktualnej *cash rate* oznacza, że oczekują oni wzrostu *cash rate* w trakcie trwania transakcji swap. Jeżeli *target for the cash rate* wynosi 5,50%, bieżąca *cash rate* np. 5,51%, a stała stopa procentowa w OIS 1M jest kwotowana na poziomie 6,00% to znaczy, że uczestnicy rynku przewidują wzrost *cash rate* do poziomu 6,00%. Ponieważ – jak opisano wcześniej – *cash rate* kształtuje się m.in. pod wpływem ustalonego przez Radę Banku poziomu *target for the cash rate*, kwotowanie takie odzwierciedla przewidywania banków komercyjnych co do podniesienia, na najbliższym posiedzeniu Rady Banku, poziomu *target* o 0,50%, tj. do 6,00%.

Kształtowanie się stałych stóp procentowych w transakcjach OIS na rynku międzybankowym jest dla RBA punktem odniesienia w czasie selekcji ofert nadsyłanych przez banki komercyjne, będących odpo-

wiedzią na elektroniczną informację ze strony RBA o przeprowadzanych w danym dniu operacjach otwartego rynku. Zmiana stałych stóp w OIS, odzwierciedlająca oczekiwania rynku co do kształtowania się *cash rate*, spowoduje zatem automatycznie zmianę akceptowanego przez RBA poziomu rentowności ofert bankowych. RBA akceptuje rentowność zbliżoną do oczekiwań rynkowych, ponieważ w przeciwnym razie wysyłałby na rynek sygnał o prawdopodobnych zmianach (lub o ich braku) w polityce pieniężnej. Uczestnicy rynku byłiby wówczas przekonani, że RBA ma informacje, które nie są im jeszcze znane, co mogłoby mieć niekorzystny wpływ na stabilność tego rynku. Jeżeli więc stała stopa w OIS jest kwotowana na poziomie np. o 50 pkt bazowych wyższym niż *target for the cash rate*, to RBA powinien się spodziewać ofert banków z oprocentowaniem około 50 pkt bazowych wyższym od *cash rate* (ponieważ *cash rate* jest na poziomie *target* lub bardzo blisko niego).

Kwestią wymagającą wyjaśnienia jest sposób wyznaczania przez RBA stopy referencyjnej. Termin zapadalności transakcji OIS na rynku międzybankowym rzadko bowiem pokrywa się z terminem zapadalności zasilających operacji otwartego rynku. Wyznaczanie stopy referencyjnej odbywa się metodą liniowej interpolacji, również stosowana przez banki komercyjne.

Oferty banków nadsyłane w odpowiedzi na przetarg ogłoszony przez RBA oscylują wokół stopy referencyjnej. RBA przeprowadza głównie operacje zasilające, zatem im wyższe oprocentowanie oferują banki, tym korzystniej dla RBA. Zazwyczaj jednak propozycje banków kształtują się poniżej stopy referencyjnej lub są jej równe. RBA akceptuje oferty o oprocentowaniu maksymalnie o 3 pkt bazowe niższym, gdyż propozycje korzystniejsze dla banków (tj. zmierzające do jeszcze tańszego pozyskania środków z RBA) przestają być dla RBA akceptowalne.

Wyznaczanie stopy referencyjnej metodą interpolacji liniowej

Dane

OIS 1W (1 tydzień) = 5,50%

OIS 1M (1 miesiąc) = 5,56%

Termin zapadalności planowanej przez RBA operacji zasilającej = 15 dni

Sposób obliczenia

Okres pomiędzy 1W a 1M wynosi 23 dni (30 – 7).

Okres pomiędzy 1W a 15 dni wynosi 8 dni (15 – 7).

Różnica pomiędzy OIS 1 M a OIS 1 W wynosi 0,06% (6 pkt bazowych).

Zatem:

$x 6$ pkt bazowych = 0,26 pkt bazowych
a następnie:

$$8 \times 0,26 \text{ pkt bazowych} = 2,08 \text{ pkt bazowych}$$

Tak obliczone punkty bazowe dodawane są do OIS 1W. Stopa referencyjna wynosi zatem:

$$5,50 + 0,0208 = \mathbf{5,5208\%}$$

Ostatnim zagadnieniem wymagającym omówienia jest kwestia zabezpieczeń operacji otwartego rynku. Warunkowe zasilanie przez RBA banków komercyjnych w *cash* ma miejsce w zamian za papiery wartościowe akceptowane przez australijski bank centralny. Do 1997 r. RBA akceptował jedynie Commonwealth Government Securities (CGS). Są to dłużne papiery wartościowe emitowane przez australijski rząd federalny. W 1997 r. listę tę rozszerzono o papiery wartościowe emitowane przez władze poszczególnych stanów (Semi Government Securities – SEMIS). Konieczność poszerzenia listy akceptowanych przez RBA papierów wartościowych wynikała z poprawia-

jącej się sytuacji budżetowej Australii, co skutkowało zmniejszającą się emisją CGS przez rząd federalny. CGS i SEMIS przyjmowane są przez RBA w transakcjach warunkowych, jak i bezwarunkowych. Od początku 2000 r. RBA akceptuje papiery wartościowe denominowane w dolarach australijskich, emitowane przez wybrane organizacje międzynarodowe oraz rządy obcych państw. Kolejne rozszerzenie listy akceptowanych przez RBA papierów wartościowych nastąpiło w 2004 r. Dołączyły do niej dyskontowe walory emitowane przez krajowe banki komercyjne. Są to *Bank Bills* oraz *Negotiable Certificates of Deposit* (NCD). *Bank Bills* emitowane są na okres do 6 miesięcy, natomiast termin zapadalności NCD waha się od kilku dni do kilku lat. Ponadto listę poszerzono o kolejne papiery wartościowe rządów obcych państw i dodano papiery agencji rządowych mających gwarancję obcych władz centralnych. Papiery wartościowe dodane przez RBA do listy w 2004 r. wykorzystywane są jednak wyłącznie w transakcjach warunkowych.

Bibliografia

- RBA (2003), *The Reserve Bank's Open Market Operations*, "Reserve Bank of Australia Bulletin", June, Reserve Bank of Australia, Sydney.
- RBA (2002), *Overnight Indexed Swap Rates*, "Reserve Bank of Australia Bulletin", June, Reserve Bank of Australia, Sydney.
- RBA (1999), *The role of Exchange Settlements Accounts*, "Reserve Bank of Australia Bulletin", March, Reserve Bank of Australia, Sydney.

Katarzyna Gabryelczyk (red.), *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*

Review of the book by Katarzyna Gabryelczyk, *Investment Funds. Types, Rules of Functioning, Effectiveness*

Oficyna Ekonomiczna, Kraków, 2006

rec. Mirosław Dusza*

Mimo tych Pańskich wyjaśnień, to ciągle jest bardzo mętne – stwierdził kiedyś jeden z moich znajomych, niezbyt przekonany o klarowności wywodów referenta. Niestety, z tego rodzaju sytuacją spotykamy się ciągle zbyt często przy lekturze książek opisujących poszczególne sektory i zjawiska dotyczące rynku finansowego. Są one czasami bardzo wartościowe, mają jednak pewną drobną wadę – niezbyt nadają się do czytania przez czytelnika słabiej obeznanego z różnego rodzaju zawiłościami przedstawianego tematu. Książka opisująca segment funduszy inwestycyjnych, która niedawno pojawiła się na rynku, z pewnością nie ma tej wady.

We wstępie Autorka przedstawia główny cel książki, którym jest *przystępne wyjaśnienie idei wspólnego inwestowania oraz zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych na świecie i w Polsce w świetle czynników determinujących rozwój tych rynków*.

Rozdział I zawiera charakterystykę funduszy inwestycyjnych oraz – co istotne z punktu widzenia potencjalnych przyszłych uczestników tego rodzaju zbiorowej formy inwestowania – przedstawia pozytywne i negatywne aspekty inwestowania w fundusze inwestycyjne. Do pozytywów wg Autorki należą: (1) możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, (2) profesjonalne zarządzanie inwestycją finansową,

(3) relatywnie niskie koszty, (4) elastyczność wyboru strategii inwestycyjnej, (5) bezpieczeństwo inwestycji, (6) nieograniczony pośredni dostęp do instrumentów rynku finansowego, (7) przewaga konkurencyjna nad innymi formami inwestowania, (8) dodatkowe usługi dla uczestników funduszy. Ponieważ niektóre z powyższych cech funduszy (np. 3. i 5.) mogą być na pierwszy rzut oka dyskusyjne, Autorka przedstawia ich rozszerzoną analizę, której lektura pozwala nam na rozwianie lub ograniczenie wcześniejszych obaw.

Po stronie wad funduszy wymieniane są m.in.: (1) ryzyko poniesienia straty, (2) brak bezpośredniego wpływu uczestnika funduszu na jego politykę inwestycyjną, (3) limity inwestycyjne, (4) koszty inwestycji, (5) opodatkowanie inwestycji. Ponieważ i tutaj mogą pojawić się wątpliwości, na kolejnych stronach książki znajdujemy odpowiednie uzasadnienia tych twierdzeń.

Po przedstawieniu kosztów związanych z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne i rodzajów funduszy, zaprezentowano bardziej ogólny temat, którym jest rola funduszy inwestycyjnych na rynku finansowym i w gospodarce. Po przedstawieniu przekonujących argumentów następuje konkluzja, z powołaniem się na inną pracę, że:

– fundusze zbiorowego inwestowania są jednym z podstawowych czynników rozwoju rynku finansowego i całej gospodarki,

* Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania.

– gotowość ludzi do powierzania swoich oszczędności funduszom inwestycyjnym jest pochodną uznania, że w dłuższym czasie zarówno rynek, jak i gospodarka wykazują tendencję wzrostową.

Rozdział II przedstawia ciekawą panoramę funkcjonowania funduszy inwestycyjnych na rynkach rozwiniętych. Znajdziemy w nim mało znane informacje o początkach tych instytucji, które na szerszą skalę zaczęły funkcjonować w Europie (głównie w Wielkiej Brytanii) w drugiej połowie XIX w. Było to pochodną boomu gospodarczego, który nastąpił w tym czasie. Korzystna sytuacja gospodarcza jest na ogół istotnym czynnikiem stymulującym kreatywność rynków, a konkretnie jego uczestników. Oczywiście, jak to zwykle bywa, gwałtowność procesów gospodarczo-finansowych spowodowała w pewnym okresie krach, który dotknął znaczną liczbę inwestorów. Była to ważna lekcja wskazująca, że fundusze inwestycyjne nie są prostą drogą do zdobycia bogactwa. Znaczna część omawianego rozdziału poświęcona jest doświadczeniom amerykańskim. Warto je uważnie prześledzić, ponieważ właśnie rynek finansowy tego kraju jest czołowym rynkiem w skali globalnej.

Rozdział III to wielopłaszczyznowa analiza polskiej sytuacji w zakresie funduszy inwestycyjnych. Przedstawia on podstawy prawne działalności tych instytucji, sposób ich funkcjonowania na polskim rynku oraz – co jest szczególnie interesujące dla czytelnika – etapy rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2004. Autorka dzieli je na pięć okresów:

1. Lipiec 1992 – luty 1998 r., powstał wówczas pierwszy w Polsce fundusz powierniczy Pioneer Zrównoważony, działający na podstawie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Jednak dopiero zdecydowana poprawa koniunktury giełdowej w 1997 r. spowodowała przełom w ofercie tego segmentu rynku finansowego.

2. Marzec 1998 – październik 2001 r. W tym okresie doszło m.in. do przekształcenia funduszy powierniczych w otwarte fundusze inwestycyjne.

3. Listopad 2001 – lipiec 2003 r. W wyniku wprowadzenia zmian w podatku dochodowym od osób fizycznych nastąpił wówczas dynamiczny wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych.

4. Sierpień 2003 – czerwiec 2004 r. Wyróżnikiem tego okresu były: hossa na rynku papierów udziałowych, spadek poziomu rynkowych stóp procentowych, bessa na rynku papierów dłużnych. W rezultacie nastąpiła wewnętrzna realokacja środków finansowych do funduszy akcyjnych.

5. Lipiec 2004 r. i okres późniejszy, wyróżniony ze względu na wejście Polski do Unii Europejskiej, czego konsekwencją było wejście w życie nowych

rozwiązań prawnych, spójnych z obowiązującymi na tym obszarze ekonomicznym.

W rozdziale IV omówiono czynniki sprzyjające rozwojowi rynku funduszy inwestycyjnych, które zostały przedstawione na przejrzystym rysunku. Najczęściej bada się czynniki mikroekonomiczne, takie jak:

- wyniki inwestycyjne funduszy w określonym okresie (efekt przetrwania),
- przewidywalność wyników inwestycyjnych,
- wielkość i struktura kosztów funduszy,
- wyniki inwestycyjne funduszy.

Dla przyszłego rozwoju funduszy podstawowe znaczenie mają czynniki makroekonomiczne (stopień rozwoju gospodarczego, stopień rozwoju rynku finansowego, ceny instrumentów finansowych), ponieważ one właśnie poprzez wzrost poziomu dochodu i możliwości społeczeństwa decydują o napływie kapitału do funduszy inwestycyjnych, a co za tym idzie o rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych.

W zakończeniu, będącym konkluzją przeprowadzonych badań, Autorka książki wymienia czynniki mogące pobudzać rozwój funduszy w Polsce lub go ograniczać. Należą do nich m.in.:

- 1) poziom zamożności polskiego społeczeństwa,
- 2) działania państwa w sferze podatkowej,
- 3) działania zarządzających funduszami inwestycyjnymi (konstrukcja oferty inwestycyjnej),
- 4) edukacja inwestorów.

Z realizacji wytyczonego przez siebie celu Autorka książki wywiązała się doskonale. Wiele przejrzystych schematów, rysunków i tabel statystycznych wspiera wywody zawarte w pracy, czyniąc ją przyjazną dla każdego czytelnika.

Warto taką książkę postawić wśród pozycji, do których często z różnych względów (zawodowych lub osobistych) wracamy. W tym wypadku będziemy wracać również dlatego, że jedno z głównych źródeł siły rynku finansowego po stronie popytu na papiery wartościowe na świecie to właśnie segment opisywany w książce. Napływ środków finansowych do funduszy wspólnego inwestowania w Polsce świadczy o tym, że w naszym kraju powtarza się podobny proces.

Książka ta z pewnością będzie wznawiana po aktualizacji zawartego w niej materiału. Można wtedy zastanowić się nad uzupełnieniem jej opisami znanych afer związanych z funduszami inwestycyjnymi, takimi jak Long Term Capital Management (LTCM), fundusz kierowany przez laureatów nagrody Nobla, którego problemy wstrząsnęły amerykańskim systemem finansowym, czy oszukańczymi funduszami inwestycyjnymi skonstruowanymi zgodnie z zasadami piramidy Ponziego, jakimi były fundusze albańskie i rosyjskie (MMM).

Ale może to pomysł na kolejną równie udaną książkę?

Wacław Piaszczyński (red.), *Anatomia pieniądza*

Review of the book by Wacław Piaszczyński, *Anatomy of Money*

SCRIPT, Warszawa, 2004

rec. Zdzisław Fedorowicz*

Tematem tej niezbyt obszernej pracy (162 strony druku, z kartami tytułowymi, spisem treści, bibliografią, skorowidzem nazwisk i streszczeniem w języku angielskim włącznie) są „natura i własności pieniądza”, a celem uzyskanie „odpowiedzi na pytanie, co to jest pieniądz” (s. 9 omawianej pracy). Autor określa swoje dzieło jako „pracę z pogranicza dwóch dziedzin: teorii ekonomii i ontologii ekonomicznej” (jak wyżej). Tego rodzaju interdyscyplinarne podejście do analizy pieniądza nie jest często spotykane w literaturze przedmiotu i choćby z tego względu praca W. Piaszczyńskiego zasługuje na uwagę.

W. Piaszczyński podejmuje swoje rozważania, ponieważ nie jest usatysfakcjonowany znajduwanymi w literaturze definicjami pieniądza. Jak stwierdza, „zamiast odpowiedzi na pytanie, co to jest pieniądz, otrzymujemy często odpowiedź na inne pytanie, a mianowicie czym jest pieniądz. Ponadto jest wiele odpowiedzi wskazujących na przedmiot, a nie wyjaśniających jego natury” (s. 14). Rozróżnienie między przeciwstawianymi sobie pytaniami: „co to jest pieniądz” i „czym jest pieniądz”, nie jest *expressis verbis* podane. Można jednak przypuszczać, że zdaniem Autora odpowiedzią na pytanie „co to jest pieniądz” jest określenie jego natury, natomiast wyjaśnieniem kwestii „czym jest pieniądz” może być ustalenie jego własno-

ści (cech, funkcji). Do takiego przypuszczenia uprawnia – jak się wydaje – użyte przez Autora stwierdzenie, że „...różne określenia odnoszące się do funkcji pieniądza wskazują na pewne jego własności, ale nie wyjaśniają jego natury” (s. 14). Można stąd wnosić, że w ujęciu W. Piaszczyńskiego właściwości czy funkcje pieniądza wskazują na to, czym jest pieniądz, a jego natura określa, co to jest pieniądz.

Swoje rozważania – po wstępie, którym jest rozdział I – Autor rozpoczyna od krótkiej historii pieniądza (rozdział II). Przedmiotem prezentacji w tym rozdziale jest „rozwój najważniejszych rodzajów pieniądza w czasie historycznym” (s. 19). Jako najważniejsze rodzaje pieniądza rozróżniono: a) pieniądz prymitywny, b) pieniądz metalowy w postaci monet (kruszcowy), c) pieniądz papierowy, d) pieniądz bankowy (wkładowy, zapisowy), e) pieniądz elektroniczny, czyli współczesny (s. 19). Takie rozróżnienie rodzajów pieniądza można oczywiście przyjąć, ale trzeba tu wnieść zastrzeżenie, że opiera się ono na kryterium rzeczowego nośnika istoty pieniądza, a nie na kryterium umocowania tej istoty, związanego ze sposobem emisji (kreacji) pieniądza. Z punktu widzenia rzeczowej powłoki pieniądza wymienialny na złoto banknot i niewymienialny znak pieniężny banku centralnego, będący prawnym środkiem płatniczym, są tym samym (pieniądz papierowy). Umocowanie istoty pieniądza (niech nią będzie nośnik wartości, akceptowa-

* Wyższa Szkoła Handlu i Prawa w Warszawie.

ny podczas wymiany i regulowania wszelkich zobowiązań, a także służący do jej przechowywania) jest natomiast odmienne w obu wymienionych rodzajach pieniądza papierowego. W przypadku wymiennego banknotu umocowaniem tym jest wartość kruszcu, utrzymywanego przez bank emisyjny w określonej minimalnej relacji do cyrkulujących banknotów. W wypadku niewymiennego znaku pieniężnego umocowaniem istoty pieniądza jest praktyka społeczna poparta nakazem prawa i podtrzymywana przestrzeganiem reguł polityki bezpiecznej kreacji pieniądza. Sprawy odróżniania banknotu od niewymiennego na kruszec znaku pieniężnego nie są łatwiejsze stwierdzenie, „...że banknot jest pieniądzem, a pieniądz papierowy nie może być uważany za surogat pieniądza metalowego” (s. 37), bo w ten sposób banknot znalazł się w ogóle poza wyliczonymi na wstępie pięciu rodzajami pieniądza.

Gdyby kryteriami odróżniania rodzajów pieniądza były umocowanie istoty pieniądza i mechanizm jego kreacji, być może inaczej określono by pieniądz elektroniczny. O jego odmienności od pieniądza depozytowego nie przesądza sposób zapisu księgowego (papierowy czy magnetyczny nośnik zapisu), ale podmiot kreujący pieniądz. W przypadku pieniądza depozytowego kreatorem pieniądza jest bank, związany regułami emisji (minimalna rezerwa płynności w pieniądzu banku centralnego). W przypadku pieniądza elektronicznego kreatorem pieniądza może być nie-bankowa instytucja, niezwiązana żadnymi regułami i niepoddana nadzorowi, np. przedsiębiorstwo handlowe czy usługowe wydające karty uprawniające do zakupu towarów lub usług, o ile karty te nie muszą być z góry opłacone (*pre-paid*). Przedstawione w tym rozdziale omówienie rodzajów pieniądza, jeżeli pominąć podane wyżej zastrzeżenia co do kryteriów ich odróżniania, nie budzi uwag, jako że nie wnosi nic nowego do ujęć znanych z popularnych opracowań na temat historii pieniądza. Można jedynie żałować, że w rozdziale tym omówiono regulatorów emisji tylko pieniądza depozytowego (s. 40–41), natomiast pominięto prezentację regulatorów kreacji pieniądza kruszcowego, wymiennych banknotów i pieniądza elektronicznego.

Rozdział III obejmuje „wstępną charakterystykę pieniądza”. Dotyczy ona – w ujęciu Autora – właściwości czy cech pieniądza, a nie jego istoty. Historyczne postaci pieniądza mają te cechy wspólne, że pełnią funkcję pośrednika w wymianie, są określone ilościowo i są ustalone przez prawo, pozytywne i zwyczajowe (s. 47).

Nie są to stwierdzenia oryginalne, powiększające wiedzę na temat pieniądza. Rozdział III zamyka część I książki, zatytułowaną „Wprowadzenie”.

Część II ma tytuł „Pieniądz – przedmiot ekonomiczny”. Otwiera ją rozdział IV „Wymiana”. Zawiera

on dość pospolite stwierdzenia, że stosunek wymiany zawiera 4 człony: kupującego, sprzedającego, towar i pieniądz (s. 51–52), że oprócz podstawowego stosunku wymiany pieniądz może być zaangażowany w inne stosunki, z których wypływają inne jego funkcje (np. przy płaceniu podatków, s. 53), i że mogą występować różnego rodzaju ograniczenia innych członów stosunku wymiany (s. 53). Ograniczenia takie zmieniają rolę pieniądza jako środka wymiany. Przykładem tego może być pieniądz socjalistyczny, różny od pieniądza kapitalistycznego, którego obieg nie jest hamowany przez ograniczenia, występujące w gospodarce socjalistycznej (s. 57).

W rozdziale V „Jednostka pieniądza” W. Piaszczyński przedstawia historię kształtowania się różnych jednostek pieniądza od starożytności po czasy współczesne i zajmuje się niektórymi teoriami jednostki pieniężnej, w szczególności teoriami, w których odróżnia się jednostkę pieniądza obliczeniowego od jednostki pieniądza „właściwego” czy obiegowego. Autor stoi na gruncie jedności jednostki pieniądza we wszystkich jej zastosowaniach (s. 78), co też nie jest oryginalnym poglądem.

Rozdział VI: „Ilościowa teoria pieniądza” jest poświęcony skrótownemu (na 18 stronach tekstu) omówieniu poglądów licznych ekonomistów na temat ilości i szybkości obiegu pieniądza, od Kopernika po współczesnych reprezentantów różnych nurtów teorii ekonomii. Mieszczą się tu prezentacje poglądów zarówno klasycznych „ilościowców”, np. Fischera, jak i Keynesa i jego akolitów. W zakończeniu rozdziału W. Piaszczyński pisze, że „ilościowa teoria pieniądza wskazuje na ścisłą zależność pieniądza, jego ilości i wartości od innych zmiennych ekonomicznych i od całej sieci stosunków. Wskazuje też na zależność odwrotną, na zależność gospodarki od pieniądza” (s. 97). I omówienie ilościowych teorii w tym rozdziale, i jego podsumowanie również nie zawierają nowych ujęć poruszanej problematyki.

Rozdział VII „Wartość”, podobnie jak poprzednie, zawiera stwierdzenia, które można uznać za trywialne. „Wartość pieniądza to przede wszystkim wartość wymienna. (...) Ze względu na to, że tylko pieniądz jest powszechnym środkiem wymiany, jest on miernikiem wartości. (...) ...zagadnienie pieniądza jako miernika wartości dóbr i usług, to jest problem cen. Z drugiej strony możemy rozważyć zagadnienie wartości samego pieniądza. Wchodzi tu w grę „siła kupna pieniądza”, stopa procentowa, kursy walut jako różne ceny pieniądza. Są to dwie strony tego samego problemu” (s. 101). Są to stwierdzenia bezdyskusyjne. To samo można powiedzieć o sformułowanych w końcowej części rozdziału stwierdzeniach, że „jeżeli ceny gwałtownie rosną, to wartość pieniądza spada. Odwrotnie, przy spadku wartości cen, wartość pieniądza rośnie. Zarówno inflacja, jak i deflacja, są szkodli-

we dla gospodarki” (s. 104). Tutaj można jedynie polemizować z trafnością użytego określenia „wartość cen” w miejsce zazwyczaj spotykanego terminu „poziom cen”.

W rozdziale VIII „Ogólna charakterystyka pieniądza” Autor skrótowo podsumowuje wcześniejsze rozważania o właściwościach pieniądza („czym jest pieniądz”), powtarzając, że stosunek wymiany uważa za podstawowy i że wynikają z niego wszystkie inne właściwości pieniądza (wymienialność, wartość i inne), a następnie przechodzi do omawiania natury pieniądza („co to jest pieniądz”). Nawiązuje do niektórych prezentowanych w literaturze przedmiotu określeń pieniądza (np. Cassela, Schumpetera, Wicksella, Friedmana – s. 108–109), głównie po to, żeby je odrzucić. Akceptuje natomiast poglądy o uznaniowym i prawnym charakterze pieniądza (s. 108) i o tym, że jest on niematerialnym przedmiotem i dobrem ekonomicznym (s. 109). Są to jednak tylko wstępne stwierdzenia na temat istoty pieniądza. Pełniejszej analizie tej kwestii jest poświęcona część III książki: „Pieniądz – intencjonalny przedmiot społeczny”, obejmująca rozdziały od IX do XV.

Rozdział IX: „Niesamoistość pieniądza” zawiera podstawowe stwierdzenie, że „pieniądz, będąc członem stosunków wymiennych, czerpie swe istnienie i uposażenie z aktów świadomych określonej zbiorowości (społeczeństwa) i bez tych aktów nie może istnieć.” (s. 113). Jest to tylko nieco odmienne sformułowanie popularnej tezy, że pieniądz nie jest rzeczą, ale stosunkiem społecznym. W. Piaszczyński za sługę ujawnienia niesamoistnego czy uznaniowego charakteru pieniądza przypisuje F. Knappowi (s. 114–115).

Rozdział X: „Pieniądz jako przedmiot intencjonalny” zawiera dalsze rozwinięcie tezy o istocie pieniądza. Kategorię przedmiotów intencjonalnych zaczerpnął W. Piaszczyński od R. Ingardena. „Przedmiot intencjonalny charakteryzuje się dwustronnością budowy formalnej. Jedną stroną jest to, co nazywamy zawartością przedmiotu intencjonalnego, drugą zaś to, co można nazwać jego „intencjonalną strukturą” (s. 116). Zawartością pieniądza jako przedmiotu intencjonalnego są wszystkie poprzednio omawiane jego właściwości czy funkcje (środek wymiany, miernik wartości), natomiast „to, że zawartość (ilość, stosunki) jest ustanowiona przez konwencję społeczną, że jest przypisana, nadana, stanowi „istotę” istnienia intencjonalnego” (s. 117). W. Piaszczyński zarzuca teorii ekonomii, że „...zajmuje się „zawartością” pieniądza jako przedmiotu intencjonalnego, nie analizując jego sposobu istnienia” (s. 117), co jednak w świetle dość powszechnego określania w teorii ekonomii pieniądza przez jego społeczne funkcje („powszechnie akceptowany środek regulowania zobowiązań) jest oczywiście bezzasadne.

W rozdziale XI: „Intencjonalna struktura pieniądza” Autor stara się bliżej scharakteryzować ową intencjonalną strukturę pieniądza, wskazując na następujące podstawowe jej cechy: a) niesamoistość, b) pochodność, c) samodzielność d) zależność, e) nieaktualność (s. 119–120). O niesamoistości pieniądza, oznaczającej, że nie ma on własnej podstawy bytowej, ale wywodzi się z innych stosunków społecznych (wymiana) była już mowa. Pochodność jest prostą konsekwencją niesamoistości. Taką konsekwencją jest też zależność. Samodzielność pieniądza ma natomiast oznaczać, że chociaż pochodzi on od innych stosunków społecznych i jest od nich zależny, to jednak istnieje w sposób samodzielny, a więc wyodrębniony z tych stosunków. Nieaktualność oznacza zaś, że „pieniądz jako przedmiot intencjonalny nie znajduje się w czasie rzeczywistym, ale w czasie intelektualnie projektowanym” (s. 120). Można to zapewne rozumieć w ten sposób, że pieniądz ustanowiony w określonym momencie czasu rzeczywistego działa i poza tym momentem, a więc nie jest w stosunku do niego aktualny. Inne cechy charakterystyczne pieniądza, to: że jest społecznym przedmiotem intencjonalnym (wytworzonym przez działania społeczności, a nie przez działania indywidualne), że jest tworzony historycznie i że ma siłę oddziaływania na jednostki w społeczeństwie, które swoje akty muszą podporządkować jego istnieniu i charakterowi.

W rozdziale XII „Zawartość” pieniądza jako przedmiotu intelektualnego” W. Piaszczyński wraca do omówionych w części II książki właściwości pieniądza jako przedmiotu ekonomicznego (s. 122–124) i przedmiotu prawnego i społecznego (s. 125–128). W stosunku do treści rozważań w części II nie ma tu – przy pewnych różnicach sformułowań – nowych elementów, a więc relacjonowanie tych treści można uznać za zbędne.

W rozdziale XIII: „Wymiana i związek przyczynowy” Autor dokonuje „rekapitulacji podstawowych problemów posługując się prostym przykładem” (s. 129). Przykład ten to zakup przez jednostkę X od jednostki Y ilości towaru Q za kwotę pieniądza P, przy cenie jednostkowej c. W tej transakcji W. Piaszczyński odróżnia kilkanaście elementów, co jednak jest tylko rekapitulacją wcześniejszych rozważań, a więc nie zawiera nowych myśli.

Rekapitulacjami poprzednich rozważań są też rozdziały XIV: „Uwagi końcowe” i XV: „Twierdzenia o pieniądzu”, z tym że w ostatnim rozdziale kolejność dwudziestu twierdzeń, do których zostały sprowadzone rezultaty rozumowania ujętego w całej książce, została odwrócona w stosunku do kolejności prezentowanych wywodów. Twierdzenia rozpoczynają się więc od ustaleń końcowych, następnie są podane twierdzenia dotyczące „struktury intencjonalnej” pieniądza, a listę zamykają twierdzenia o „zawartości” pieniądza.

Podana wyżej w streszczeniu treść książki Wacława Piaszczyńskiego *Anatomia pieniądza* jest – zgodnie z zamierzeniem Autora – wynikiem starań o wykorzystanie dorobku dwóch gałęzi nauki: teorii ekonomii i ontologii filozoficznej. Starania te nie przyniosły – jak się wydaje – rewelacyjnych rezultatów. Dorobek teorii ekonomii w dziedzinie pieniądza

i zjawisk pieniężnych został przedstawiony fragmentarycznie i pobieżnie, a z ontologii filozoficznej wykorzystano przed wszystkim terminologię R. Ingardena. Jednak nowości terminologiczne i definicyjne to nowości pozorne. Nie prowadzą do pogłębienia znajomości przebiegu i uwarunkowań skomplikowanych zjawisk pieniężnych.