

BANK I KREDYT

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

marzec
2008

- 3 **Agnieszka Stążka**
International Parity Relations between Poland and Germany: A Cointegrated VAR Approach
Międzynarodowe relacje parytetowe pomiędzy Polską a Niemcami: analiza kointegracji
- 25 **Marek Stefański**
Klienci banków o systemie gwarantowania depozytów – wyniki badań własnych
Clients of Banks with a Deposit Guarantee System – Results of Own Research
- 34 **Małgorzata Janicka**
Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia
Capital Account Liberalization – Benefits and Costs
- 50 **Jacek Kulawik**
Główne problemy polityki finansowej w rolnictwie polskim
The Main Problems of the Financial Policy in Polish Agriculture
- 66 **Barbara Woźniak**
Andrzej Wernik, *Finanse publiczne*
Review of the book by Andrzej Wernik, *Public Finance*
- 71 **Maria Podgórska**
Wiesław Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*
Review of the book by Wiesław Dębski, *The Financial Market and its Mechanisms. Basic Theory and Practice*
- Europejska Integracja Monetarna (educational insert in Polish only)**
Ewa Łatoszek
Etapy integracji walutowej w Unii Europejskiej
Stages of Monetary Integration in the European Union

Rada Naukowa/Scientific Council

Peter Backé (Oesterreichische Nationalbank), Wojciech Charemza (University of Leicester), Stanisław Gomułka (London School of Economics and Political Science), Marek Góra (Szkoła Główna Handlowa), Marek Gruszczyński (Szkoła Główna Handlowa), Urszula Grzełowska (Szkoła Główna Handlowa), Danuta Hübner (European Commission), Krzysztof Jajuga (Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu), Bartłomiej Kamiński (University of Maryland; The World Bank), Jerzy Konieczny (Wilfrid Laurier University), Wojciech Maciejewski (Uniwersytet Warszawski), Krzysztof Marczewski (Szkoła Główna Handlowa; Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktury), Ewa Miklaszewska (Uniwersytet Ekonomiczny 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-Kapucińska (Akademia Ekonomiczna w Poznaniu), Zbyněk Revenda (Vysoká škola ekonomická v Praze), Michel A. Robe (American University; U.S. Commodity Futures Trading Commission), Michał Rutkowski (The World Bank), Sławomir Stanisław Skrzypek (przewodniczący/Chairman, prezes/President, Narodowy Bank Polski), Adalbert Winkler (European Central Bank), Charles Wyplosz (Graduate Institute of International Studies, Geneva)

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

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

Zgodnie z wykazem sporządzonym przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego dla potrzeb przyszłej oceny parametrycznej jednostek naukowych, publikacjom naukowym w „Banku i Kredycie” przyznawane jest 6 punktów.

Wersje elektroniczne artykułów publikowanych w „Banku i Kredycie” są dostępne za pośrednictwem serwisu *Social Science Research Network* (<http://www.ssrn.com>)

Electronic versions of the articles published in "Bank i Kredyt" are available at the *Social Science Research Network* (<http://www.ssrn.com>)

Wydawca/Publisher

Narodowy Bank Polski

Kontakt/Contact

ulica Świętokrzyska 11/21, 00-919 Warszawa, Poland

tel.: +48 22 585 43 26

fax: +48 22 826 99 35

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 zamieszkających 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

2008 r. - 204,00 zł, 1 egz. - 17,00 zł

International Parity Relations between Poland and Germany: A Cointegrated VAR Approach*

Międzynarodowe relacje parytetowe pomiędzy Polską a Niemcami: analiza kointegracji

*Agnieszka Stążka***

received: 25 July 2007, final version received: 29 January 2008, accepted: 25 February 2008

Streszczenie

Niniejszy artykuł jest poświęcony empirycznej analizie parytetu siły nabywczej, niepokrytego parytetu stóp procentowych oraz parytetu realnych stóp procentowych (parytetu Fishera) pomiędzy Polską a Niemcami. Międzynarodowe parytety badano wspólnie w ramach skointegrowanego modelu wektorowej autoregresji. Analiza wykazała, że parytety oraz ich liniowe kombinacje nie znajdują odzwierciedlenia w danych empirycznych. Badanie pozwoliło zidentyfikować dwie długookresowe relacje równowagi, z których jedna stanowi relację homogeniczności krajowej (tj. polskiej) i zagranicznej (tj. niemieckiej) inflacji oraz krajowej stopy procentowej, a druga dotyczy krajowej realnej stopy procentowej oraz zagranicznej inflacji. Ponadto pokazano, że zmienna opisująca odchylenie realnego kursu walutowego od parytetu siły nabywczej jest słabo egzogeniczna, a stopa procentowa w Niemczech jest silnie egzogeniczna.

Słowa kluczowe: analiza kointegracji, PPP, UIP, parytet Fishera, Polska

Abstract

This paper analyses empirically the purchasing power parity, the uncovered interest parity and the real interest parity (Fisher parity) between Poland and Germany. The international parity relations are investigated jointly within the cointegrated VAR framework. Our analysis fails to find evidence that the parities, or any linear combinations of them, hold for our data set. We identify two long-run equilibrium relations: one imposing a long-run homogeneity restriction on the domestic (i.e. Polish) and foreign (i.e. German) inflation and the domestic interest rate and one that brings together the domestic real interest rate and the foreign inflation. Another interesting result is the weak exogeneity of the deviation of the real exchange rate from the PPP and the strong exogeneity of the German interest rate.

Keywords: cointegrated VAR, PPP, UIP, Fisher parity, Poland

JEL: E32, E43, F31

* The empirical analysis in this paper was carried out while I was participating in the "Summer School in Econometrics 2006: Econometric Methodology and Macroeconomic Applications", which was organised by the Department of Economics of the University of Copenhagen. I owe a debt of gratitude to Katarina Juselius and Heino Bohn Nielsen for their great support, invaluable advice and critical comments. I would also like to thank Søren Johansen and Anders Rahbek for inspiring lectures, Sebastian Giesen for fruitful discussions, Ian Babetskii, Luboš Komárek, and anonymous referees for their helpful comments on earlier versions of this paper.

** National Bank of Poland, Economic Institute; Warsaw School of Economics, Chair of Economics 2, e-mail: agnieszka.stazka@mail.nbp.pl

1. Introduction

With its accession to the European Union (EU) on 1 May 2004, Poland took on a commitment to join the Economic and Monetary Union (EMU) upon fulfilling the convergence criteria set in the Maastricht treaty. The timing of the EMU accession depends to a large extent on the country's economic policy decisions, which affect the level and stability of prices, long-term interest rates, the fiscal position and the nominal exchange rate. However, the adoption of the euro is inevitable, as none of the ten countries that became EU members in 2004 has the formal right, as that exercised by Denmark and the United Kingdom, to opt out from EMU arrangements.

For a candidate country with a flexible nominal exchange rate regime, as it is the case with Poland currently, joining the euro implies giving up monetary policy independence. The question arises, then, whether the economy is "ripe" for the common monetary policy. This problem has usually been analysed from the point of view of the optimum currency area theory (see Mundell 1961; McKinnon 1963; Kenen 1969), which weighs the benefits of the accession to a monetary union (increased microeconomic efficiency) against its costs (potentially more painful adjustment to asymmetric shocks). A number of empirical studies in this area concentrate on the symmetry of shocks and shock transmission mechanisms in a given country and its potential partners in the monetary union (see De Grauwe 2003 for a survey).

This paper asks a similar question – to what extent Poland has already achieved a sufficient degree of convergence with the current euro area members – but applies a different perspective, namely that of international parity relations: the purchasing power parity, the uncovered interest parity and the real interest parity. The basic logic behind this approach is that the three parities between two economies hold if goods and asset markets of these economies are perfectly integrated, i.e. when goods and capital are perfectly mobile. If this is the case, the economies in question can form a common currency area without fearing serious turbulence in case of asymmetric shocks; indeed, the probability of such shocks is very low under such conditions.

There is vast empirical literature on the parity conditions that we are analysing but usually each of them is treated separately, whereas in our paper they are modelled jointly within the cointegrated vector autoregressive (VAR) framework. This joint modelling approach is originally due to Juselius and MacDonald (2004a), who scrutinised the parity relations between Germany and the US. Essentially, the analysis in this paper is an application of their approach to the Polish data – to the best of our knowledge, the first such one.

Thus, we analyse empirically to what extent Poland's macroeconomic aggregates of interest are

interrelated with those of the current EMU countries. The most important empirical questions are the following: do the international parity relations postulated by economic theory hold for Poland relative to the euro area? What are the common stochastic trends driving inflation, interest rates and the real exchange rate against the EMU? Do the developments in Poland significantly affect those in the common currency area, or can the latter be treated as exogenously given when analysing the Polish economy? The EMU is represented by Germany, the largest of its members and a neighbour of Poland, which makes it the most natural reference economy for studying Poland's international trade and payments relations with the euro area.¹

The remainder of this paper is structured as follows. The next section presents the three international parity relations, briefly reviews the relevant literature, and derives hypotheses that can be tested within the cointegrated VAR framework. Section 3 visually inspects the data used in the VAR model, which is presented in Section 4. Section 5 reports the outcome of the cointegration analysis. Section 6 summarises the main findings and concludes.

2. International parity conditions²

The purchasing power parity (PPP) is one of the most extensively studied relationships in the international economics. In its strong form it can be written as follows:

$$PPP_t = p_t + p_t^* - s_t \quad (1)$$

where ppp_t is the deviation from PPP (alternatively, the real exchange rate multiplied by -1), p_t and p_t^* are, respectively, domestic and the foreign price levels, and s_t is the spot exchange rate (in price notation, i.e. the price of foreign currency in units of domestic currency). All lowercase variables in this paper, except for the bond yields or interest rates, are in logs so that their first differences can be interpreted as the rates of change in the underlying variable. Empirically, the PPP condition is verified if ppp_t is a stationary process.

The second important relationship is the uncovered interest parity (UIP):

$$E_t(\Delta s_{t+m}) = i_t^m - i_t^{m*} \quad (2)$$

where E_t denotes the expected value given the information set available at time t , Δ is the difference operator and i_t^m and i_t^{m*} are, respectively, the domestic

¹ Admittedly, interest rates and exchange rates have been heavily influenced by financial flows, where the German mark was not always the dominant currency. Nevertheless, of all EMU countries Germany seems to be the best *single* reference country due to its economic size and geographic proximity to Poland. For similar reasons, Germany was treated as a natural anchor country in virtually every article written in the 1990s on the optimality (or simply viability) of the future monetary union in EC/EU countries (see, e.g. Bayoumi, Eichengreen 1992a; 1992b and the vast literature that was pioneered by these papers).

² The beginning of this section draws heavily on Juselius, MacDonald (2004a, Section 2).

and the foreign bond yields with maturity m .³ Thus, the UIP postulates that the expected rate of denomination of the domestic currency should be equal to the home vs. foreign interest spread (the terms “interest rates”, “bond yields”, and “Treasury bill rates” are used interchangeably in this paper). Assuming rational expectations, we have:

$$\Delta s_{t+m} = E_t(\Delta s_{t+m}) + \varepsilon_{t+m} \quad (3)$$

where ε_t is a white noise error term. Combining (2) and (3) leads to:

$$\Delta s_{t+m} - (i_t^m - i_t^{m*}) = \varepsilon_{t+m} \quad (4)$$

Under the assumption of rational expectations, testing the UIP amounts to testing whether ε_t in (4) is stationary. The third parity relation that we are interested in is the real interest parity (RIP):

$$r_t^m = r_t^{m*} \quad (5)$$

or rather its testable version:

$$r_t^m - r_t^{m*} = v_t \quad (6)$$

where r_t^m and r_t^{m*} are the domestic and the foreign real bond yields with maturity m , respectively. If the RIP holds, then v_t in (6), which is the empirically observed real interest differential between home and foreign country, should be a stationary process. Now, a useful relation is the Fisher decomposition stating that the nominal bond yield is the sum of the real yield and the expected inflation rate over a given period (t to $t+m$):

$$i_t^m = r_t^m + E_t(\Delta p_{t+m}) \quad (7)$$

Using the Fisher decomposition, equation (6) can be rewritten in the following way:

$$i_t^m - i_t^{m*} = E_t(\Delta p_{t+m} - \Delta p_{t+m}^*) + v_t \quad (8)$$

Again assuming rational expectations, we have:

$$(i_t^m - i_t^{m*}) - (\Delta p_{t+m} - \Delta p_{t+m}^*) = v_t \quad (9)$$

i.e. the RIP holds empirically if the difference between the interest spread and the inflation differential is stationary.

The economic rationale behind the three parities is given by arbitrage on goods and asset markets. Specifically, if goods are perfectly mobile across countries, then arbitrage ensures that their prices – after accounting for expected changes in the value of the various currencies – are ultimately equalised, which is reflected in the PPP condition. Further, if capital is perfectly mobile across countries, then arbitrage ensures that yields on assets of these countries – again after accounting for expected changes in the value of their respective currencies – are also equalised, which is reflected in the UIP. It can be shown that the PPP and

the UIP, taken together, imply the RIP (see Lambelet, Mihailov 2005); in other words, arbitrage on goods and asset markets ultimately leads to an equalisation of real returns on assets. An implication that the three parities hold is, thus, that the goods and asset markets of two economies are to a large extent integrated. This, in turn, means that these economies can share a currency and a common monetary policy without fearing serious turbulence when large asymmetric shocks occur. Indeed, the probability of such shocks is very low, because economies whose markets are integrated also share a common business cycle and usually have similar output structures (see Mongelli 2005).

The three parities have been analysed very extensively using various methods; theoretical and empirical studies in this field are discussed at length in the meta-studies of MacDonald (1998) and Sarno, Taylor (2002).⁴ The general upshot of this literature is that the parities, taken alone, seldom hold empirically in typical data samples. Only for very long time series, spanning a century or so, or for panel data of large dimensions can the parities be empirically verified.

As mentioned in Section 1, the empirical methodology in this paper follows the approach put forward by Juselius and MacDonald (2004a), who scrutinise the international parity relations (the three discussed above and the term structure of interest rates) between Germany and the USA. The analysis strongly rejects the stationarity of single parities, but by allowing the latter to be interrelated it recovers their stationarity. The authors also argue that the apparent non-stationarity of the simple parities is due to very slow adjustment to sustainable exchange rates. The approach of Juselius and MacDonald is based on earlier work by Juselius (1990; 1992; 1995), Johansen and Juselius (1992), and MacDonald and Marsh (1997), and it was also applied to Japan vs. the USA by Juselius and MacDonald (2004b). Another important exception to the rule that empirical research in this area concentrates on only one of the parities is a recent paper by Lambelet and Mihailov (2005), who also model the three parities jointly using various single equation and system equation estimation methods. The authors refer to the parities as the *triple-parity law*, stressing that they are closely interrelated. Robust evidence is found that the parities hold “in the long run, on average, and ex post”.

The joint modelling of the various parities within the cointegrated VAR framework can help understand the forces driving the entire system of variables of interest. We believe that the VAR methodology itself is superior to structural simultaneous equation models, because all relevant variables entering the parities are

³ Note that UIP may apply to short or to long bond yields; see Juselius, MacDonald (2004a) for a discussion.

⁴ For recent empirical analyses of the parities for the case of emerging economies and in particular of the Central and East European countries see e.g. Bekő, Boršič (2007); Sideris (2006); Giannellis, Papadopoulos (2006); Singh, Banerjee (2006).

jointly determined so that none of them can from the outset be treated as exogenously given, and because the direction of causality is uncertain. The cointegration approach, moreover, allows one to determine not only the short-run dynamics of the system, as in the case of (structural) VAR models, but also the long-run equilibrium relations between the variables. Specifically, our aim is to find cointegration relations that reflect the three parity relations. If the simple parities do not hold, i.e. if the linear combinations of variables that define the parities are non-stationary, we can still test whether stationary linear combinations of these non-stationary relations exist.

Before we proceed to the empirical analysis, an important caveat is in order. The above equations define the three parities in their strong form, which does not allow for persistent departures of the real exchange rate, the nominal interest spread and the real interest rate from the levels implied by the respective parity condition. The weaker form of these equations, in contrast, allows for permanent (or at least persistent) departures from these levels. Such departures can result from institutional or structural characteristics of economies in question. Empirical tests of the parities in their weaker form consist in testing whether the equations (4) and (6) each include a non-zero constant term or a deterministic time trend, with the term ε_t in equation (4) and v_t in equation (6) being white noise (zero mean) error terms. Similar remarks apply to equation (1), where the term ppp_t need not be stationary but can also be trend-stationary. This is the strategy that we follow in our empirical analysis. After all, it only seems natural that the RIP between Poland, a former centrally planned transition economy, and Germany, a stable market economy, cannot hold in its strong form throughout any reasonable sample period, which must cover years of catching up and thus of falling real interest differential. The same applies to the remaining two conditions.

3. A visual inspection of the parities

Before analysing the international parities presented in Section 2 within the cointegrated VAR framework, we first inspect them graphically. An ocular analysis of various linear combinations of the relevant time series can suggest a first tentative answer to the question whether the parities hold empirically. The underlying time series in Figures 1 to 4 are defined in Section 5 and their levels and differences are depicted in Figure A.1 in the Appendix.

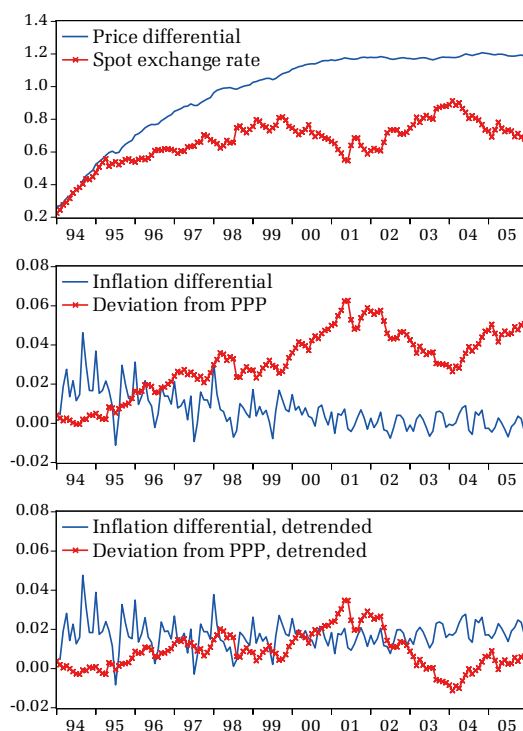
From the cross plot of the nominal exchange rate and the price differential between Poland and Germany (see the upper panel of Figure 1) it is difficult to tell whether and to what extent the former has mirrored the latter. The reason for this is that the prices seem to be

integrated of order 2, $I(2)$; this was confirmed by formal tests which will be discussed in Section 5. The middle panel of Figure 1 depicts the deviation from PPP (the real exchange rate multiplied by -1)⁵ and the inflation differential. If the PPP held, then the real exchange rate and the price differential would move together and the deviation from PPP would be stationary. As can be seen from the figure, there is hardly any evidence of PPP holding.

However, the picture might be blurred by the fact that the sample period has been the time of intensive transition from a centrally planned to a market economy and high productivity growth in Poland relative to Germany. As a consequence, both the real exchange rate and the price differential have exhibited pronounced trends: the former a positive⁶, the latter a negative one, which might make it difficult to tell whether the exchange rate is at least trend-stationary or not. The bottom panel of Figure 1, which depicts the detrended series, shows that the deviation from PPP is not even trend-stationary.

Further we look at the depreciation rate and the home vs. foreign interest differential (Figure 2). If the UIP held, the two series would move together and the difference between the two would be stationary (see

Figure 1. The behaviour of prices and exchange rates

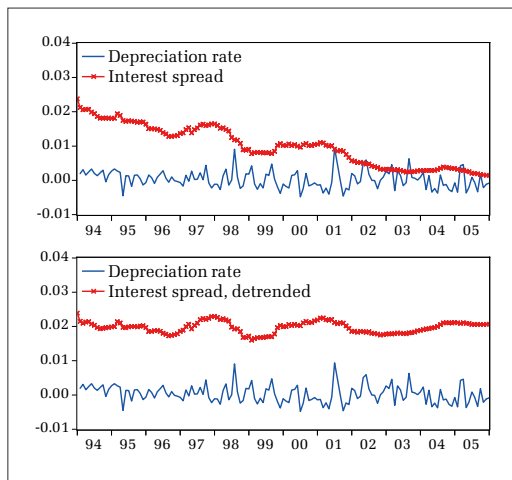


Source: IMF International Financial Statistics, NBP, own calculations.

⁵ The deviation from PPP in Figure 1 and the rate of depreciation in Figure 2 were scaled by the factor 10 to ease interpretation of the cross plots.

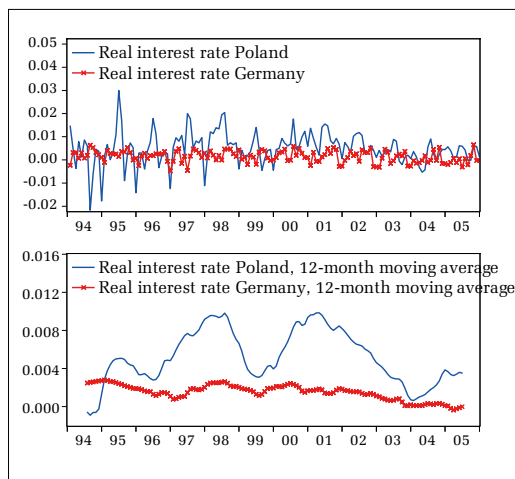
⁶ Note that ppp_t is the real exchange rate multiplied by -1 so that a positive trend in ppp_t means a real appreciation trend, although a rise in s_t means nominal depreciation of the home currency.

Figure 2. Depreciation rate and home vs. foreign interest rate spread



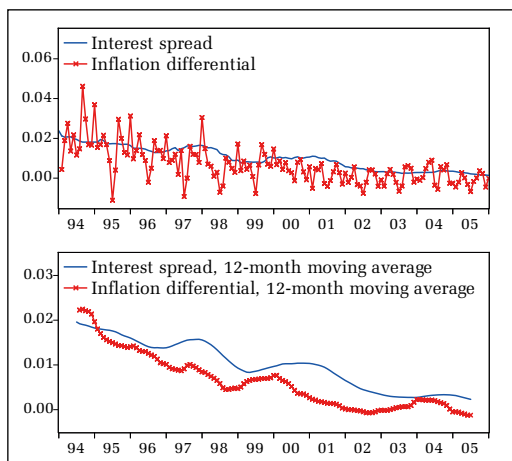
Source: IMF International Financial Statistics, NBP, own calculations.

Figure 3. Real interest rates



Source: IMF International Financial Statistics, NBP, own calculations.

Figure 4. Home vs. foreign interest rate spread and inflation differential



Sources: IMF International Financial Statistics, National Bank of Poland, own calculations

equation (4)). The upper panel of the figure is again difficult to interpret because the interest rate spread is trending (which is again a by-product of the economic transition), whereas the depreciation rate is not. The bottom panel shows the detrended series⁷, which reveal a similar picture: there is hardly any evidence supporting the UIP.

The third condition to look at is the RIP, postulating that the deviation between the real interest rates in the two countries should be stationary. Figure 3, especially the bottom panel depicting the series smoothed by taking 12-month moving averages, shows that this is probably not the case, as the deviations between the two series are rather persistent. Recall that using the Fisher decomposition, the RIP condition could also be written in the form (9), i.e. as a relation between the nominal interest rates and the inflation differential, which are graphed in Figure 4. Here, the impression is that the difference between the two series is $I(0)$.

To summarise, the impression from the graphical analysis is that the three parities presented in Section 2 do not hold. Obviously, a visual inspection is only an informal way of investigating whether the given relations are stationary. The results of formal tests will be discussed in Section 5; before that, the next section will present the cointegrated VAR model.

4. The cointegrated VAR model⁸

The j -dimensional cointegrated VAR(k) model in the vector equilibrium correction (VEC) form is given by the following equation:

$$\Delta x_t = \Pi x_{t-1} + \Gamma_1 \Delta x_{t-1} + \dots + \Gamma_{k-1} \Delta x_{t-k+1} + \Phi D_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

where x_t is a $j \times 1$ vector of endogenous variables, D_t is a $b \times 1$ vector of deterministic components (such as a constant, a linear time trend, seasonal or intervention dummies, or strictly exogenous variables), ε_t is a $j \times 1$ vector of i.i.d. Gaussian error terms, and Π , Γ_i ($i = 1, \dots, k-1$), and Φ are coefficient matrices of appropriate dimension. Based on the assumption that all variables in (10) are at most $I(1)$, the cointegration hypothesis can be formulated as a reduced rank restriction on the matrix Π :

$$\Pi = \alpha \beta' \quad (11)$$

where α and β are $j \times r$ coefficient matrices with full column rank and $r \leq j$, which implies that the rank of Π is also r . As the variables in x_t are $I(1)$, their first differences on the left hand side of (10) are stationary; therefore, all terms on the right hand side of the equation must also be stationary. Thus, the matrix Π translates the non-sta-

⁷ The series were detrended by means of an OLS regression on a constant and a linear time trend. Each detrended series was computed as the difference between the original series and the trend term times its estimated coefficient.

⁸ The cointegrated VAR analysis is discussed in depth in Juselius (2006).

tionary vector x_{t-1} , into a stationary one, Πx_{t-1} . More precisely, it is the expression $\beta'x_{t-1}$ that defines the stationary linear combinations (cointegration relations) of the $I(1)$ vector x_{t-1} , whereas the matrix α describes how the variables in the system adjust to the equilibrium error from the previous period, $\beta'x_{t-1}$. The rank r of the matrix Π gives the number of cointegration relations (steady states, long-run equilibrium relations) between the j variables of the VAR system, whereas $j - r$ gives the number of common stochastic trends that drive their behaviour. The former can be interpreted as the pulling forces and the latter as the pushing forces of the system; each time a variable is pushed away from the steady state, it is pulled back to it. The analysis in the next section aims at finding cointegration relations between the variables of interest that can be given a meaningful economic interpretation, and at identifying the common stochastic trends.

The vector of variables that are relevant for our analysis is defined as follows:

$$x_t = [p_t \ p_t^* \ i_t \ i_t^* \ s_t]' \quad (12)$$

where

p_t is the Polish ("home country") consumer price index,

p_t^* is the German ("foreign country") consumer price index,

i_t is the Polish Treasury bill rate,

i_t^* is the German Treasury bill rate,

s_t is the spot exchange rate (defined as PLN/DEM).

The data are monthly, not seasonally adjusted, and cover the period 1994:1 to 2006:1. All series except for the exchange rate are taken from the IMF International Financial Statistics whereas the exchange rate is the end-of-month rate as announced by the National Bank of Poland.⁹ From January 1999 onwards, the PLN/DEM exchange rate is represented by the PLN/EUR rate, divided by the irrevocable DEM/EUR conversion rate. The Treasury bill rates are not the usual annualised rates but monthly rates so they are directly comparable to the monthly changes in the remaining variables. Our choice of the proxy for long-term interest rates was not straightforward. Ideally, we should have used long (e.g. ten-year) government bond yields. However, first emissions of longer-term government bonds in Poland took place in 1999 so the time series are rather short.¹⁰ As the Treasury bill rate is the only interest rate that has been available throughout the whole sample period, we could only use this rate as a proxy for long bond yields. The data in levels and in differences are depicted in Figure A.1 in the Appendix.

Both the graphical analysis of the time series in the previous section and the formal tests to be discussed in the next section suggest that the price variables are $I(2)$, whereas our model is based on the $I(1)$ assumption. Therefore, we transformed the data so that the resulting series are at most $I(1)$, while at the same time preserving information about the long-run trends driving the prices.¹¹ The transformed vector of variables whose joint behaviour is to be explained within the cointegrated VAR framework now becomes:

$$x_t = [\Delta p_t \ \Delta p_t^* \ i_t \ i_t^* \ ppp_t]' \sim I(1) \quad (13)$$

where ppp_t was defined in Section 2. Note that the VEC model is defined for differenced data, which means that the price variables in the vector Δx_t are differenced twice:

$$\Delta x_t = [\Delta^2 p_t \ \Delta^2 p_t^* \ \Delta i_t \ \Delta i_t^* \ \Delta ppp_t]' \sim I(0) \quad (14)$$

The point of departure for our analysis is the following stylised scenario. In a neoclassical world we would expect prices of goods, capital and foreign exchange to be driven by no more than two different stochastic trends. These could be defined e.g. as cumulated supply and demand shocks, or as cumulated domestic and foreign shocks. Alternatively, one trend could be associated with shocks to the current account and the other with capital account shocks. Therefore, we would expect the rank of the matrix Π to be equal to 3. However, in a world with nominal rigidities, barriers to trade with goods and to capital and labour movements across countries, asymmetric information, risk aversion etc., there might be more than two common stochastic trends driving our variables. In a similar data set for Germany and the US, Juselius and MacDonald (2004a) identify a third common trend associated with the special role of the US dollar in the international monetary system, which manifests itself in agents' willingness to hold dollars irrespective of the developments in the US economy. The presence of a similar trend, which the authors term a "safe haven" or portfolio balance effect, in the Polish-German data seems plausible because of the traditionally important role of the German mark as a medium of exchange and, especially, as a store of value in the formerly centrally planned economies of Central and Eastern Europe. In that case the rank of Π would be equal to 2.

To summarise, we expect to find two or three cointegration relations, and, correspondingly, three or two common stochastic trends driving the system. More specifically, if the simple parities discussed in Section 2 describe the variation in our data correctly, then they can be modelled individually because the relations defining them are stationary by themselves. From the graphs in Section 3, we reckon that the parities do not hold for our data set. Therefore, we aim at finding out whether

⁹ When average monthly exchange rates are used instead of end-of-month rates, the qualitative results of the analysis are identical and the quantitative results are very similar.

¹⁰ This problem is typical of Central and East European former centrally planned economies.

¹¹ See the discussion in Juselius, MacDonald (2004a).

there exist stationary linear combinations of the simple parities. In other words, we seek to find parameter values for a , b and c such that:

$$a(i_t - i_t^*) - b(\Delta p_t - \Delta p_t^*) - c \, ppp_t \quad (15)$$

or, alternatively:

$$a(i_t - \Delta p_t) - b(i_t^* - \Delta p_t^*) - c \, ppp_t \quad (16)$$

define stationary equilibrium relations which pull the system variables whenever they are pushed away from equilibrium. Note that the simple parity relations are special cases of the above equations as they result from setting two of the parameters a , b , c to zero and normalising the remaining parameter. We expect the steady-state relations found in our data to be special cases of equations (15) and (16), or perhaps the equations themselves.

5. The empirical analysis¹²

A. Specification and estimation of the unrestricted VAR model

As a first step of our analysis, we specified and estimated the unrestricted VAR model presented in Section 4. By setting the maximum lag length to two, we were able to obtain a parsimonious model with well-behaved residuals. We based our choice of the lag length primarily on residual analysis, although we also checked the information criteria and performed lag reduction tests.¹³

In terms of deterministic components, the model was specified so as to include an unrestricted constant, which means that the data in levels show trending behaviour but the differenced data have no trend. This is exactly what the graphs of levels and differences of our time series show (see Figure A.1). Originally we included a trend term restricted to appear in the cointegration space in order to account for the possibility that the trends in data do not cancel out in the cointegration relations. Long-run variable exclusion tests showed, however, that the trend term could be excluded from the cointegration space without loss of information.

Apart from the constant, centred seasonal dummies and other dummies were included. Specifically, we used innovational dummies to account for large interventions as well as a shift dummy restricted to lie in the cointegration space, $C_{1995:05}$. The latter picks up a level shift in the equilibrium relation involving the Polish bond rate, which we believe to have taken place in May 1995. The shift, whose occurrence is suggested by our data, can be put down to important structural changes

in the monetary regime in Poland. Specifically, on 16th May 1995 there was a changeover to a crawling bands exchange rate regime with a $\pm 7\%$ fluctuation band. Moreover, starting from 1st June 1995 the Polish zloty became convertible in accordance with Article VIII of the Articles of Agreement of the International Monetary Fund (IMF 1945). The unrestricted estimate of the long-run matrix Π , with significant coefficients typed in bold face, is given in Table A.1.a in the Appendix.¹⁴

B. Determination of the cointegration rank

The second step of the analysis consisted in the determination of the cointegration rank, r , i.e. the number of steady-state relations between the variables of the system. As the choice of the cointegration rank is crucial for all subsequent analysis, we used all information that was available from the data before deciding upon the “correct” rank.¹⁵ The only formal test that we applied was the trace test, or the Johansen test¹⁶, whose results for the model described above are reported in Table A.2.a in the Appendix.¹⁷ The largest two eigenvalues are significantly different from zero at every standard significance level; the significance of the third-largest eigenvalue is borderline. The trace test thus points to $r = 2$, but at this point we cannot exclude the possibility that the third cointegration relation is also stationary. The reason is the fact that the trace test has low power to reject the unit root hypothesis when the true root is lower than but near one, i.e. when it is in the “near unit root region”. The low power problem is aggravated by our relatively small sample size.

Therefore, we need to use other sources of information concerning r . As a first sensitivity check, we recalculated the trace test for a different model specification, namely one that includes no dummy variables except for seasonal dummies. The results of this test are reported in Table A.2.b in the Appendix. The test this time very clearly points to $r = 2$: with a p-value of over 0.8, the significance of the smallest three eigenvalues cannot be rejected.

Secondly, we looked at graphs depicting the individual cointegration relations of the unrestricted model (see Figure A.2.a in the Appendix) to assess whether they look stationary. The first two cointegration relations behave like stationary processes, the opposite holds for the last two. The third relation is of special interest because if it looked stationary, then we would consider $r = 3$ in spite of the above-reported results of

¹² All results presented in this paper were obtained using CATS in RATS, version 2 (see Dennis et al. 2005).

¹³ The Schwarz Criterion pointed to $k = 1$ and the Hannan-Quinn Criterion to $k = 2$; the lag reduction tests, however, suggested a longer maximum lag length. The results are not reported here to save space but, like any other results, are available from the author upon request.

¹⁴ Prior to estimation, additive outliers (measurement errors) were removed from the time series of the German price level; the figures in the previous section and in the Appendix depict the corrected data.

¹⁵ All the tests and procedures used here are discussed at length in Juselius (2006, ch. 6).

¹⁶ See Johansen (1996).

¹⁷ We simulated the asymptotic distribution of the trace test statistics using the automatic CATS procedure with 1,000 random walks and 10,000 replications.

the trace tests. As can be seen from the figure, this is hardly the case. The two cointegration relations of the model where the cointegration rank was restricted to 2 (see Figure A.2.b in the Appendix) seem again to be very stationary, which again points to $r = 2$.

Thirdly, we computed the roots of the companion matrix for different values of r (see Table A.3 in the Appendix). Note that choosing a given r automatically leads to $j - r$ unit roots, which does not necessarily mean that there are $j - r$ stochastic common trends in the data. Looking at the largest eigenvalues for different choices of r reveals that for $r \geq 3$, the third-largest eigenvalue is near unity, whereas the fourth and the fifth are distinctly far from the unit circle. This leads us to the tentative conclusion¹⁸ that the trace test has picked up the “correct” cointegration rank.

A further source of information on the cointegration rank is the unrestricted estimate of the matrix α and more specifically, the significance of its parameters. As can be seen from Table A.4 in the Appendix, which gives the unrestricted estimates of α given different values of r , the coefficients in the first two columns have generally high t-ratios, but the third column contains only one coefficient that is borderline significant.¹⁹ This can again be interpreted as evidence that the third cointegrating relation might be stationary, although rather borderline so.

Furthermore, we used the recursively calculated trace test statistics (see Figure A.3 in the Appendix) to draw conclusions on the cointegration rank. The upper two lines, depicting the trace test statistics for the two “most stationary” cointegration relations, exhibit pronounced linear growth, whereas the other three remain roughly constant as more and more observations are added to the base period. This result again suggests that $r = 2$.

Finally, one can draw on economic theory to hypothesise about the number of cointegrating relationships in our model. As argued in Section 4, we expected the variables in our system to be driven by two or three stochastic common trends, and therefore the cointegration rank to be equal to three or two, which is consistent with the results discussed above. Thus, based on all sources of information we conclude that the rank of the matrix Π and thus the number of steady-state relationships between our variables of interest is equal to two. The estimate of Π based on this reduced rank is given in Table A.1.b.

C. Specification tests

Prior to the actual cointegration analysis we performed various specification tests of the estimated VAR model to check the assumption of the error terms being independently normally distributed. The results of these tests, both for the full rank and the restricted rank VAR model, are reported in Table A.5 in the Appendix. An important point to note is that valid statistical inference is sensitive to violation of certain assumptions, such as autocorrelated or skewed residuals and parameter inconstancy, and quite robust to violation of others, such as residual heteroskedasticity or excess kurtosis.

The most important assumptions regarding the residuals are therefore those of no autocorrelation and zero skewness. As can be seen from the table, none of the tests rejects the former hypothesis for the whole system. As for the latter, normality is strongly rejected for the whole system and for equations explaining the Polish inflation rate and both bond rates. This result is, however, primarily due to the fact that the kurtosis of the respective empirical distributions is too large to be associated with normal distribution, whereas the skewness seems to be less of a problem. Table A.5 shows that the residuals from the equation explaining the Polish interest rate exhibit ARCH effects, whereas no such effects are detected in any the other equation or the system as a whole. All in all, we conclude that the assumption of independent multivariate normal distribution of the residuals is by and large confirmed by the data.

Furthermore, Table A.5 reports goodness-of-fit measures for the whole model (trace correlation) and for individual equations (determination coefficient, R^2). The trace correlation is fairly large and the same holds for R^2 for the equations explaining the inflation rates and the Polish bond rate. The low values of R^2 for the remaining two equations can be explained by the weak exogeneity of the German bond rate and the deviation from PPP (see Section 5.D).

The third assumption that is crucial for valid statistical inference based on a VAR model is that the sample period defines a reasonably constant parameter regime. To check this, we performed various recursive tests of parameter constancy for the reduced rank model ($r = 2$): the recursively calculated test for constancy of the log-likelihood function, the recursively calculated trace test statistics, eigenvalues and transformed eigenvalues, the max test of constant beta, and the 1-step prediction test.²⁰ Virtually all tests, whose results are not reported here to save space²¹, show that the model's parameters have been constant throughout the sample period. This is especially true with regard to the concentrated model,

¹⁸ The conclusion is only tentative because we do not know the distribution of the eigenvalues, which makes it impossible to test which values are significantly different from unity.

¹⁹ Note that the exact distribution of these coefficients is unknown. If the corresponding equilibrium relations are stationary, the t-statistics are distributed as Student's t and in the non-stationary case as Dickey-Fuller's τ .

²⁰ All tests are extensively discussed in Juselius (2006).

²¹ With the exception of the recursively calculated trace test statistics discussed in the last section, see Figure A.3 in the Appendix.

i.e. one where the short-run dynamics, $\Gamma_1\Delta_{t-1}$, and deterministic components, ΦD_t , have been concentrated out.

The results presented in this section and the previous one suggest that our VAR model satisfies the $I(1)$ assumptions, which postulate that (i) the rank of the matrix Π is equal to r , (ii) the companion matrix has exactly $j - r$ unit roots, corresponding to the stochastic trends that drive the system variables, (iii) the residuals are independent, (iv) the sample size is large (our relatively small sample size is accounted for by the Bartlett correction of various test statistics) and (v) the parameters of the VAR model are stable throughout the sample. These conditions are the prerequisite for the Granger representation theorem to hold, i.e. for the VAR model to have a moving average representation (see equation (17) in the next section).

D. Testing restrictions on long-run parameters

The next step is to test restrictions on parameters of the long-run structure, i.e. of the matrices α and β . The point of departure for all tests discussed below are the estimates of α and β subject to rank restriction $r = 2$. The parameters of the former matrix are termed adjustment coefficients because they describe how the variables of the system adjust when they are pushed away from the steady state. An important test is that of a zero row in α , which is tantamount to weak exogeneity of the variable corresponding to that row. The hypothesis of long-run weak exogeneity, or no levels feedback, of a variable x_{it} for the long-run parameters β means that the variable x_{it} has influenced the long-run stochastic path of the other variables in the system but has itself not been influenced by them. This can be seen from the moving average (MA) representation, which in its simplest form (without short-run dynamics and deterministic components) is given by:

$$x_t = \tilde{\beta}_\perp \alpha_\perp' \sum_{s=1}^t \varepsilon_s + C^*(L)\varepsilon_t + A \quad (17)$$

where $\tilde{\beta}_\perp = \beta_\perp(\alpha_\perp'\beta_\perp)^{-1}$, $\alpha_\perp$ and $\beta_\perp$ are the respective orthogonal complements and β^{22} , $C^*(L)$ is a lag polynomial and A depends on initial values. The term $\alpha_\perp'\sum \varepsilon_s$ defines the common stochastic trends driving the system and $\tilde{\beta}_\perp$ their loadings, describing how the common trends are transmitted to the system variables. The hypothesis of a zero row in α corresponds to a unit vector in its complement, $\alpha_\perp$. Thus, if the hypothesis of weak exogeneity of a given variable is accepted, the cumulated shocks to that variable alone define one of the common trends driving the system. As there are $j - r$ common trends, the number of weakly exogenous variables cannot exceed $j - r$, i.e. three in our case.

The tests results (see Table A.6 in the Appendix) show that the German bond rate and the deviation from PPP are both weakly exogenous when tested individually. Moreover, the hypothesis of the two variables being jointly weakly exogenous is also accepted. We can conclude that the cumulated shocks to each of these variables define two of the three common trends pushing the system. As will be shown in Section 5.E, the German bond rate is also strongly exogenous, which means that this variable itself, and not just the cumulated shocks to it, represent a common trend. The third common trend is a linear combination of cumulated shocks to the Polish and the German inflation rates and to the Polish bond rate (see also equation (21) in Section 5.E). Accepting the hypothesis of no long-run levels feedback for the two variables in question means that our VAR model does not explain the stochastic path of the deviation from PPP, which would be a problem if modelling this path was the goal of our analysis. From that follows that we could reduce the dimension of our system to three and only include the German bond rate and the deviation from PPP as weakly exogenous variables in the cointegration space.

A second test involving the adjustment coefficient matrix is that of a unit vector in α , meaning that the variable corresponding to this vector is exclusively adjusting (i.e. shocks to that variable have only temporary effects on the other variables of the system). This can again be seen from (17): as a unit vector in the matrix α corresponds to a zero row in $\alpha_\perp$, shocks to the given variable do not enter the term $\alpha_\perp'\sum \varepsilon_s$, i.e. do not influence the level of x_t in the long run. We performed the test for each of the endogenous variables in our system (see Table A.7 in the Appendix for results) and found no evidence of a unit vector in α at the 5 percent significance level. Thus, we conclude that none of the variables in the system is exclusively adjusting.

When testing restrictions on the parameters of β , the aim is to find out which of the model variables and which linear combinations of them are stationary. This leads to the identification of the "final" set of cointegration relations that are, ideally, economically meaningful equilibrium relations. As a first step, we performed tests of the long-run exclusion of variables from all cointegrating relations, i.e. tests of zero row restrictions on β . The results, reported in Table A.8 in the Appendix, show that only the German bond rate (which is also weakly exogenous to the system) can be excluded from the long-run equilibrium relations. Interestingly enough, the shift dummy, $C_{1995:05}$, cannot be excluded from the cointegration space. We will draw on these results when formulating our final cointegration relations.

In a second step, we tested the stationarity of a variety of linear combinations of the system variables, starting from the variables themselves (see Table A.9 in the Appendix). We first tested for stationarity of each

²² I.e. $j \times (j - r)$ matrices of full column rank, such that:
 $\text{rank}(\alpha, \alpha_\perp) = \text{rank}(\beta, \beta_\perp) = j$, $\alpha\alpha_\perp' = 0$ and $\beta\beta_\perp' = 0$.

single variable (hypotheses H_1 to H_5), coming to the conclusion that only the German inflation rate is by itself $I(0)$. However, the p-value associated with that latter test is so low that we do not, in fact, believe that Δp_t^* is stationary.²³ Then we tested a number of relations involving the inflation differential $\Delta p_t - \Delta p_t^*$ (H_6 to H_8), the interest spread $i_t - i_t^*$ (H_9 to H_{13}), the domestic and the foreign real interest rates, $i_t - \Delta p_t$ and (H_{14} to H_{18}). We do not report the results of all performed tests but rather present the outcome for the given simple relation and all its stationary combinations with other variables that we have found. For each of the hypotheses we also tested whether the relations are stationary when the shift dummy is included in the relationship but we only report the outcome when it was changed by the inclusion of the dummy.

The general outcome of this exercise is that none of the simple parity conditions is satisfied by the data. If PPP held, then the real exchange rate should be stationary or at least cointegrated with the inflation differential. However, the two variables can only be made stationary if the German bond rate or both bond rates are added to the linear combination (see H_7 and H_8). If UIP held, then the interest spread should be stationary or at least cointegrated with the nominal depreciation rate. We were not able to test the latter hypothesis directly within our VAR framework because the nominal rate is not one of the system variables.²⁴ However, the stationarity of the interest spread is decisively rejected (H_6). If RIP held, then the real bond rates would be $I(0)$ or at least cointegrated with each other, and the interest spread would be cointegrated with the inflation differential (we have already shown that these both simple relations are non-stationary). These hypotheses are also rejected, though (H_{14} , H_{18} , H_{19} , and H_{20} , respectively). A linear combination of the interest spread and the inflation spread can only be made stationary by augmenting it with both the real exchange rate and the shift dummy (H_{22}); in case of the real bond rates stationarity cannot be achieved even in this way (H_{21}).

Recall from Section 4 that we expected our cointegration relations to be special cases of equations (15) and (16), or these equations themselves. Relation (16) turned out to be non-stationary even when augmented by a shift dummy (H_{21}); therefore, there is

no equilibrium relation between real interest rates in both countries and the real exchange rate. As for relation (15), describing a linear combination of the interest spread, the price differential and the real exchange rate, it is stationary when the level shift is accounted for (H_{22}). This equation thus became our primary candidate for a cointegration relation. However, when testing the restrictions imparted in relation (15) jointly with those incorporating any other stationary combination of the system variables, we found that the restrictions were only borderline accepted. Moreover, previous tests showed that the German bond rate can be excluded from the cointegration space altogether. These results made us look for other stationary combinations which could be thought of as “irreducible cointegration relations” and, ideally, should have a plausible economic interpretation as long-run steady-states.²⁵

One candidate for an irreducible cointegration relation is the linear combination defined by H_{15} , $(i_t - \Delta p_t) - a\Delta p_t^* - bC_{1995:05}$, which relates the domestic real interest rate to the foreign inflation. A relation that can be given economic interpretation, on the other hand, is the one defined by H_{23} , $\Delta p_t - a\Delta p_t^* - (1-a)i_t - b\text{ppp}_t - cC_{1995:05}$, which imposes a long-run homogeneity restriction (sum of the coefficients equal to zero) on the domestic and foreign inflation and the domestic interest rate. Its interpretation is as follows: the domestic inflation is partly imported and partly the result of inflation expectations, reflected in the domestic bond rate; it is also affected by the real exchange rate. These two linear combinations of the system variables are the ones that we eventually adopted as our cointegration relations.

E. Identification of the long-run and the short-run structure

In the previous section we established two stationary linear combinations of the system variables that are our potential cointegration relations. The restricted rank VAR model was then estimated subject to restrictions defining the two relations as well as two zero row restrictions on the matrix α (recall from the previous section that i_t^* and ppp_t are individually and jointly weakly exogenous). The result is given in Table A.10 and the corresponding restricted estimate of the matrix Π in Table A.1.c (both tables are in the Appendix). The restrictions on α and β have hardly changed the estimate when compared with previous results. Our cointegration relations are defined as follows:

$$CR1_t = \Delta p_t - 0.543\Delta p_t^* - 0.457 i_t + 0.022 \text{ppp}_t + 0.003C_{1995:05} \quad (18)$$

$$CR2_t = (i_t - \Delta p_t) - 14.881\Delta p_t^* - 0.014C_{1995:05,t} \quad (19)$$

²³ If the German inflation rate is stationary, it cannot be cointegrated with any non-stationary single variable or linear combination of variables in the system so there was, theoretically, no point in testing e.g. the hypotheses of the inflation differential or the German real bond rate being stationary. However, the fact that one cannot reject a hypothesis does not necessarily mean that the latter is true: the probability of accepting a false hypothesis is never zero (unless one adopts the strategy of never accepting the null). We thus decided to test such combinations that, from the purely theoretical point of view, could not be stationary if the German inflation rate really was $I(0)$.

²⁴ We tested the hypothesis of the nominal exchange rate being $I(1)$, i.e. of its first difference being $I(0)$, using a different specification of the VAR model where the vector of variables included the price differential, both interest rates, the spot rate and the domestic inflation rate, and could not reject this hypothesis.

²⁵ An “irreducible cointegration relation” is a stationary linear combination of non-stationary variables that becomes non-stationary once any of them is dropped from the relation; see Davidson (1998). A theoretically meaningful equilibrium relation can be a linear combination of two or more irreducible cointegration relations.

As can be easily seen, the first relation is just identified and the second is over-identified. The system as a whole is therefore formally (generically) over-identified²⁶ and the restrictions are testable. The restrictions were accepted with a fairly large p-value based on a Likelihood Ratio (LR) test. Moreover, the cointegration relations are also empirically identified, i.e. the coefficients which have not been set to zero when formulating the restrictions are in fact significantly different from zero in the estimated system. As for economic identification, i.e. interpretability of the results, we already discussed this issue at the end of the previous section.

From the economic point of view, not only the cointegration relations but also the adjustment coefficients are of special interest. Based on the results in Table A.10, we have:

$$\begin{bmatrix} \Delta^2 p_t \\ \Delta^2 p_t^* \\ \Delta i_t \\ \Delta i_t^* \\ \Delta ppp_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} -0.922 & 0 \\ 0 & 0.067 \\ 0.018 & -0.004 \\ 0 & 0 \\ 0 & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} CR1_{t-1} \\ CR2_{t-1} \end{bmatrix} + \dots \quad (20)$$

The zero coefficient values in the last two rows of α are the result of the imposed restrictions; however, the unrestricted coefficients were insignificantly different from zero anyway. This means that both weakly exogenous variables, the German bond rate and the real exchange rate, do not equilibrium-adjust, i.e. their change in the present period is unaffected by the departure from equilibrium in the previous period. The coefficients α_{12} and α_{21} are insignificant so we set them to zero in the above equation. The reactions of the “truly endogenous” system variables to the departure from steady-states are plausible in the sense that the respective α coefficients are significant, have the signs consistent with error-correcting behaviour (i.e. there is no overshooting in the system)²⁷, and are of magnitude which by and large “makes sense”. The Polish inflation rate adjusts to the first cointegration relation, $CR1$, which is the equilibrium relation for this variable. If the departure from $CR1$ in a given month is positive, then Δp_t would fall in the following month, correcting approximately 92% of the equilibrium error, which amounts to very fast adjustment. The German inflation rate exhibits equilibrium-correcting behaviour with respect to $CR2$ and the Polish bond rate with respect to both relations, although the adjustment is much slower than that of Δp_t . Apart from the surprisingly high speed of adjustment of the Polish inflation rate, the estimated system seems to be economically plausible.

The over-identified long-run structure described above was the point of departure for the identification of the short-run structure: when testing restrictions on short-run parameters, we kept the parameters $\hat{\beta}^c$ fixed at their previously estimated values.²⁸ The VAR model discussed so far is heavily overparametrised; especially the short-run matrix Γ_1 and the deterministic components matrix Φ contains many insignificant coefficients. Our goal is now to achieve a parsimonious parametrisation of the short-run reduced-form VAR model. Based on parameter significance and the results of the LR test of over-identifying restrictions, we were able to impose a total of 56 restrictions on the short-run structure.

The results are reported in Table A.11 in the Appendix; the columns represent the equations of the system. The unlagged “endogenous” variables²⁹ have only been included in their own equations and the corresponding unit matrix of coefficients is not reported to save space. As can be seen from the table, most of the coefficients of the matrix Γ_1 could be set to zero without significantly changing the value of the likelihood function; only in the equation of the Polish interest rate and the deviation from PPP are the lagged differences of (some) system variables significant.

A particularly striking result is that of all coefficients in the German interest rate equation equal to zero. Combined with the results of the analysis in Section 5.D, where i_t^* was found to be weakly exogenous (individually and jointly with the real exchange rate), this means that the German bond rate is strongly exogenous to the system and that the corresponding equation could be excluded from the model with no loss of information. As already mentioned in Section 5.D, another conclusion is that one of the stochastic trends to the system is i_t^* itself, not just shocks to it.

As for the adjustment coefficients, the results are similar to those described above, with the difference that the German inflation rate now adjusts to both cointegration relations and the speed of adjustment of the Polish inflation rate is somewhat lower. All in all, our restricted reduced-form VAR does not entail any results that are inconsistent with economic theory or with the outcome of our previous analysis. Moreover, the residuals are essentially uncorrelated, as can be seen from the bottom panel of Table A.11: only the correlation coefficient between the residuals of the first and the fifth equation is significantly different from zero. Thus, our reduced-form model can be interpreted as a structural VAR model.

Based on the estimated over-identified system (20), the MA representation is as follows:

²⁶ See Juselius (2006) for an intuitional exposition of generic identification and Johansen (1995) for technical details.

²⁷ The i -th cointegrating relation is significantly equilibrium-correcting if the parameters in the i -th column of the matrix α are significantly different from zero and have the signs consistent with equilibrium-correcting behaviour, i.e. the signs opposite to those of the corresponding coefficients in the matrix β .

²⁸ The statistical motivation for this is the superconsistency of the estimator $\hat{\beta}$ (or $\hat{\beta}^c$).

²⁹ The term “endogenous” is in quotation marks because it stands for the variables that stand on the left-hand side of the system (including the weakly exogenous ones, like the real exchange rate and the German bond rate in our model), not necessarily those that are actually explained by the system.

$$\begin{bmatrix} \Delta p_t \\ \Delta p_t^* \\ i_t \\ i_t^* \\ ppp_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 0.484 & 0 & -0.026 \\ 0.062 & 0 & 0.002 \\ 1.408 & 0.978 & 0 \\ 0 & 1.034 & 0 \\ 0 & 0 & 1.208 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} 0.024 \sum_{s=1}^t \varepsilon_{\Delta p, s} + 0.059 \sum_{s=1}^t \varepsilon_{\Delta p^*, s} + \sum_{s=1}^t \varepsilon_{i, s} \\ \sum_{s=1}^t \varepsilon_{i^*, s} \\ \sum_{s=1}^t \varepsilon_{ppp, s} \end{bmatrix} + \dots \quad (21)$$

The estimates of $\alpha_{1,}$ defining the common trends, and $\beta_{1,}$ defining their loadings, are given in Table A.12 in the Appendix; for simplicity we set insignificant coefficients to zero in the above equation. Bearing in mind the result of strong exogeneity of the German bond rate, we have:

$$\sum_{s=1}^t \varepsilon_{i^*, s} = i_t^* \quad (22)$$

i.e. the German bond rate itself, and not just shocks to it, constitutes the second common trend, which drives both bond rates in the long run. The third common trend, driving prices in both countries and the real exchange rate, is the cumulated sum to that latter variable. The first trend is a linear combination of cumulated shocks to the three endogenous variables, and it determines the levels of these three variables in the long run. We have not tried to find the structural MA representation or to give the shocks labels, i.e. to interpret them as “structural” shocks; this is a task for our future research. However, we note that the second trend, the German bond rate, can be interpreted as a “safe haven” or portfolio balance effect (see Juselius, MacDonald 2004a), which is related to the important role of the German mark – or rather, the (future) EMU for which Germany is a proxy – for the Polish economy.

6. Summary and conclusions

In this paper we tried to identify a set of economically meaningful long-run equilibrium relations that would reflect the international parity conditions: the purchasing power parity, the uncovered interest parity and the real interest parity. As these simple parities seldom hold empirically, the general idea was to model them jointly in order to uncover the dynamic structure underlying the stochastic behaviour of prices, interest rates and the real exchange rate in Poland versus the EMU, represented by Germany. The empirical analysis, based on a cointegrated VAR model, not only showed that the simple parities are inconsistent with our data set but it also failed to identify cointegration relations that would be linear combinations of all three parities.

Therefore, the question arises why the parities that are so well-established in the economic theory could not be pinned down when analysing the Polish-German data set, even when we analysed them jointly and allowed for time trends and level shifts in the data. We see the

rationale for this in the fact that our sample was rather short, and covered the period of Poland’s transition from a centrally planned to a market economy. Therefore, the parities which are supposed to hold in the long run could not (yet) be identified within our model. One has probably to wait several years before these long-run relations can actually be reflected in the data.

What the analysis did establish, though, is a VAR model with reasonably stable parameters and remarkably well-behaved residuals, which let us draw interesting conclusions about the stochastic behaviour of the variables of interest. We identified two meaningful long-run equilibrium relations that the system was adjusting to: one describing the domestic (i.e. Polish) inflation rate as being partly imported (from Germany), partly the result of inflation expectations, and partly affected by the real exchange rate, and the other bringing together the domestic real interest rate and the foreign inflation. The three variables of the system that can be considered endogenous – the Polish inflation and interest rate as well as the German inflation rate – exhibit equilibrium-adjusting behaviour, i.e. they are pulled back to the steady-state once they have been pushed away from it. The two remaining variables – the real exchange rate and the German interest rate – are weakly exogenous to the system, i.e. they affect the stochastic behaviour of the endogenous variables but are not affected by them.

The system is pushed by three stochastic common trends: one defined as cumulated shocks to the real exchange rate, one defined as the cumulated shocks to the German bond rate (and the bond rate itself, as it turned out to be strongly exogenous), and one being a linear combination of shocks to the endogenous variables. The second of these common trends can be interpreted as the “safe haven” effect, reflecting the important international role of the German mark in formerly communist economies of Central and Eastern Europe. We did not try to label the other two common trends driving the system or to identify structural shocks hitting it; we leave this task for our future research.

Referring to the question asked in the introduction to this paper – whether Poland is “ripe” for the common monetary policy – the answer is not a clear-cut “no”, despite the empirical failure of the parities. As the Polish-German inflation rates, interest rates, and the real exchange rate have followed a pattern that is consistent with long-run equilibrium-correcting behaviour, and because the estimated system shows such remarkable degree of stability, it can be argued that Poland has shown a tendency to converge to Germany both in nominal and in real terms. Therefore, we believe that it is rather sooner than later that Poland will be able to join the euro without fearing major turbulences.

References

- Bayoumi T., Eichengreen B. (1992a), *Shocking Aspects of European Monetary Unification*, "Working Paper", No. 3949, NBER, Cambridge.
- Bayoumi T., Eichengreen B. (1992b), *Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification?*, "Working Paper", No. 3950, NBER, Cambridge.
- Bekó J., Boršič D. (2007), *Purchasing Power Parity in Transition Economies: Does It Hold in the Czech Republic, Hungary and Slovenia?*, "Post-Communist Economies", Vol. 19, No. 4, pp. 417–432.
- Davidson J. (1998), *Structural Relations, Cointegration and Identification: Some Simple Results and their Application*, "Journal of Econometrics", Vol. 87, No. 1, pp. 87–113.
- De Grauwe P. (2003), *Economics of Monetary Union*, 5th edition, Oxford University Press, Oxford.
- Dennis J. G., Hansen H., Johansen S., Juselius K. (2005), *CATS in RATS*, Version 2, Estima.
- Giannellis N., Papadopoulos A. (2006), *Purchasing Power Parity among Developing Countries and their Trade Partners. Evidence from Selected CEECs and Implications for their Membership of EU*, "Working Paper", No. 0716, University of Crete, Department of Economics, Rethymnon.
- IMF (1945), *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, December, Washington, D.C.
- Johansen S. (1995), *Identifying Restrictions of Linear Equations. With Applications to Simultaneous Equations and Cointegration*, "Journal of Econometrics", Vol. 69, No. 1, pp. 111–132.
- Johansen S. (1996), *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*, 2nd edition, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press, Oxford.
- Johansen S., Juselius K. (1992), *Testing Structural Hypotheses in a Multivariate Cointegration Analysis of the PPP and the UIP for the UK*, "Journal of Econometrics", Vol. 53, No. 1–3, pp. 211–244.
- Juselius K. (1990), *Long-Run Relations in a Well Defined Statistical Model for the Data Generating Process. Cointegration Analysis of the PPP and the UIP Relations*, "Discussion Paper", No. 90-1, University of Copenhagen, Department of Economics, Copenhagen.
- Juselius K. (1992), *On the Empirical Verification of the Purchasing Power Parity and the Uncovered Interest Rate Parity*, "Nationaløkonomisk Tidsskrift", Vol. 130, No. 1, pp. 57–66.
- Juselius K. (1995), *Do the Purchasing Power Parity and the Uncovered Interest Rate Parity Hold in the Long Run? An Application of Likelihood Inference in a Multivariate Time Series Model*, "Journal of Econometrics", Vol. 69, No. 1, pp. 211–240.
- Juselius K. (2006), *The Cointegrated VAR Model: Methodology and Applications*, Oxford University Press, Oxford.
- Juselius K., MacDonald R. (2004a), *International Parity Relationships Between Germany and the United States: A Joint Modelling Approach*, "Working Paper", No. 2004/08, University of Copenhagen, Department of Economics, Finance Research Unit, Copenhagen.
- Juselius K., MacDonald R. (2004b), *International Parity Relationships between the USA and Japan*, "Japan and the World Economy", Vol. 16, No. 1, pp. 17–34.
- Kenen P.B. (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, in: R.A. Mundell, A.K. Swoboda (eds.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Lambelet J.-C., Mihailov A. (2005), *The Triple-Parity Law*, "Discussion Paper", No. 604, University of Essex Economics, Essex.
- MacDonald R. (1998), *What Do We Really Know About Real Exchange Rates?*, "Working Paper", No. 28, Oesterreichische Nationalbank, Vienna.
- McKinnon R.I. (1963), *Optimum Currency Areas*, "The American Economic Review", Vol. 53, No. 4, pp. 717–725.
- Mongelli F.P. (2005), *What is European Economic and Monetary Union Telling us About the Properties of Optimum Currency Areas?*, "Journal of Common Market Studies", Vol. 43, No. 3, pp. 607–635.
- Mundell R.A. (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, "The American Economic Review", Vol. 51, No. 4, pp. 657–665.
- Sarno L., Taylor M.P. (2002), *The Economics of Exchange Rates*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Sideris D. (2006), *Purchasing Power Parity in Economies in Transition: Evidence from Central and East European Countries*, "Applied Financial Economics", Vol. 16, No. 1–2, pp. 135–143.
- Singh M., Banerjee A. (2006), *Testing Real Interest Parity in Emerging Markets*, "Working Paper", No. 06/249, IMF, Washington, D.C.

Appendix

Tables

Table A.1. Estimate of the matrix Π^a

a The unrestricted model						
$\Delta^2 p_t$	-0.922 (-10.42)	0.383 (1.54)	0.337 (2.32)	0.666 (0.71)	-0.024 (-5.71)	-0.002 (-1.15)
$\Delta^2 p_t^*$	0.010 (0.24)	-1.063 (-8.93)	0.013 (0.19)	-0.138 (-0.31)	0.002 (0.82)	-0.001 (-1.43)
Δi_t	0.027 (3.17)	0.059 (2.46)	-0.050 (-3.61)	0.202 (2.26)	-0.001 (-1.84)	0.001 (3.33)
Δi_t^*	0.005 (1.26)	0.006 (0.56)	0.008 (1.41)	-0.095 (-2.50)	0.000 (1.69)	-0.000 (-0.62)
Δppp_t	0.160 (0.28)	2.457 (1.54)	-0.407 (-0.44)	6.399 (1.07)	-0.026 (-0.98)	0.025 (2.42)
Log-Likelihood = 4698.703 Trace correlation = 0.539						
b The model with rank restriction ($r = 2$)						
$\Delta^2 p_t$	-0.934 (-10.65)	0.419 (1.70)	0.371 (8.55)	0.438 (3.31)	-0.022 (-10.13)	-0.003 (-5.35)
$\Delta^2 p_t^*$	0.003 (0.08)	-1.031 (-8.74)	0.090 (4.31)	-0.546 (-8.60)	0.004 (3.97)	-0.002 (-6.93)
Δi_t	0.025 (2.86)	0.070 (2.90)	-0.017 (-3.97)	0.031 (2.41)	0.000 (1.22)	0.000 (4.11)
Δi_t^*	0.005 (1.26)	0.005 (0.46)	-0.002 (-1.34)	0.001 (0.26)	0.000 (0.90)	0.000 (1.16)
Δppp_t	0.008 (0.01)	2.785 (1.75)	-0.249 (-0.89)	1.470 (1.72)	-0.011 (-0.77)	0.005 (1.40)
Log-Likelihood = 4686.647 Trace correlation = 0.518						
c The model with rank restriction ($r = 2$) and restricted long-run parameters ^b						
$\Delta^2 p_t$	-0.938 (-10.72)	0.266 (1.07)	0.437 (10.40)	0 (.NA)	-0.021 (-10.62)	-0.003 (-9.22)
$\Delta^2 p_t^*$	0.009 (0.22)	-1.038 (-8.72)	0.032 (1.60)	0 (.NA)	0.002 (1.83)	-0.001 (-3.96)
Δi_t	0.022 (2.56)	0.055 (2.24)	-0.013 (-3.00)	0 (.NA)	0.000 (2.07)	0.000 (3.39)
Δi_t^*	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)
Δppp_t	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)
Log-Likelihood = 4682.817 Trace correlation = 0.515						

^a *t*-statistics in brackets ^b Two last rows in a equal to 0; restrictions on β : see equations (18)-(19) in the text

Source: own calculations

Table A.2. Trace test of cointegration rank

For the full model							
$j - r$	r	Eigenvalue	Trace test statistics	Trace test statistics ^a	95% critical value	p-value	p-value ^a
5	0	0.496	194.3	183.7	63.8	0.000	0.000
4	1	0.401	97.0	92.3	42.8	0.000	0.000
3	2	0.107	24.1	23.1	26.4	0.090	0.115
2	3	0.031	8.0	7.5	13.5	0.281	0.325
1	4	0.024	3.5	2.1	3.9	0.065	0.148
For the model without deterministic components (except for seasonal dummies)							
$j - r$	r	Eigenvalue	Trace test statistics	Trace test statistics ^a	95% critical value	p-value	p-value ^a
5	0	0.425	152.4	144.0	69.6	0.000	0.000
4	1	0.340	73.9	70.3	47.7	0.000	0.000
3	2	0.056	14.9	14.2	29.8	0.792	0.829
2	3	0.034	6.7	6.1	15.4	0.615	0.685
1	4	0.013	1.8	1.4	3.8	0.176	0.233

^a trace test statistics and p-values based on the Bartlett small-sample correction

Source: own calculations.

Table A.3. *Roots of the companion matrix for different ranks of the matrix Π*

Modulus of:	ρ_1	ρ_2	ρ_3	ρ_4	ρ_5	ρ_6	ρ_7	ρ_8	ρ_9	ρ_{10}
$r = 0$	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.43	0.38	0.19	0.13	0.13
$r = 1$	1.00	1.00	1.00	1.00	0.41	0.41	0.41	0.38	0.14	0.14
$r = 2$	1.00	1.00	1.00	0.44	0.44	0.41	0.36	0.36	0.09	0.09
$r = 3$	1.00	1.00	0.84	0.44	0.44	0.43	0.36	0.36	0.09	0.09
$r = 4$	1.00	0.98	0.85	0.44	0.44	0.43	0.36	0.36	0.12	0.12
$r = 5$	0.98	0.98	0.85	0.43	0.43	0.42	0.36	0.36	0.11	0.11

Source: own calculations.

Table A.4. *Unrestricted estimate of the matrix α^a*

	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5
$\Delta^2 p_t$	1.027 (10.42)	-0.608 (-2.71)	0.490 (0.59)	-0.027 (-0.13)	-0.235 (-0.66)
$\Delta^2 p_t^*$	-0.157 (-3.34)	-0.875 (-8.16)	0.531 (1.34)	-0.063 (-0.61)	-0.059 (-0.35)
Δi_t	-0.015 (-1.59)	0.085 (3.96)	0.204 (2.58)	-0.029 (-1.39)	-0.004 (-0.13)
Δi_t^*	-0.004 (-1.01)	0.009 (0.96)	-0.069 (-2.05)	-0.012 (-1.36)	-0.016 (-1.09)
Δppp_t	0.407 (0.65)	2.378 (1.66)	6.801 (1.29)	1.488 (1.08)	-3.359 (-1.48)

^a t-statistics in brackets

Source: own calculations.

Table A.5. *Specification tests*

	Full rank model		Restricted rank model ($r = 2$)	
	$\chi^2(v)$	p-value	$\chi^2(v)$	p-value
Tests for autocorrelation:				
Ljung-Box	807.9 (825)	0.658	808.9 (840)	0.774
LM(1)	29.5 (25)	0.243	33.4 (25)	0.120
LM(2)	21.9 (25)	0.642	23.3 (25)	0.558
Test for normality	22.4 (10)	0.013	22.8 (10)	0.012
Tests for ARCH:				
LM(1)	241.6 (225)	0.213	231.4 (225)	0.217
LM(2)	465.6 (450)	0.296	473.2 (450)	0.370
Trace correlation	0.539		0.518	
Univariate residual analysis	Full rank model		Restricted rank model ($r = 2$)	
Equation	Skewness kurtosis	R^2	Skewness / kurtosis	R^2
$\Delta^2 p_t$	0.23 3.90	0.829	0.25 3.92	0.828
$\Delta^2 p_t^*$	0.10 3.07	0.717	0.12 3.01	0.713
Δi_t	0.10 4.08	0.632	0.16 4.07	0.610
Δi_t^*	0.07 3.95	0.196	-0.05 3.83	0.155
Δppp_t	-0.24 2.87	0.388	-0.35 3.08	0.367
Equation	ARCH(2) ^a	Normality ^a	ARCH(2) ^a	Normality ^a
$\Delta^2 p_t$	4.6 (0.100)	6.5 (0.038)	4.3 (0.117)	6.7 (0.036)
$\Delta^2 p_t^*$	0.1 (0.969)	0.6 (0.746)	0.2 (0.895)	0.5 (0.769)
Δi_t	10.5 (0.005)	8.7 (0.013)	9.7 (0.008)	8.4 (0.015)
Δi_t^*	0.8 (0.677)	7.3 (0.027)	0.7 (0.696)	6.0 (0.050)
Δppp_t	4.6 (0.099)	1.6 (0.457)	3.8 (0.147)	3.0 (0.221)

^a p-values in brackets

Source: own calculations.

Table A.6. Tests of weak exogeneity (zero row in α)^a

	Δp_t	Δp_t^*	i_t	i_t^*	i_t and PPP_t jointly
79.2 (0.000)	51.3 (0.000)	14.2 (0.001)	1.7 (0.426)	2.9 (0.240)	1.7 (0.426)

^a LR test, $\chi^2(2)$, p-values in brackets

Source: own calculations.

Table A.7. Tests of unit vector in α ^a

	Δp_t	Δp_t^*	i_t	PPP_t
6.8 (0.077)	11.0 (0.012)	50.6 (0.000)	63.4 (0.000)	65.7 (0.000)

^a LR test, $\chi^2(3)$, p-values in brackets

Source: own calculations.

Table A.8. Tests of long-run exclusion^a

	Δp_t	Δp_t^*	i_t	i_t^*	$C_{1995:05}$
77.7 (0.000)	60.0 (0.000)	7.2 (0.028)	1.5 (0.463)	26.9 (0.000)	9.0 (0.011)
59.9* (0.000)	46.3* (0.000)	5.5* (0.063)	1.2* (0.552)	20.7* (0.000)	7.0* (0.031)

^a LR test, $\chi^2(v)$, p-values in brackets; * = Bartlett-corrected values

Source: own calculations.

Table A.9. Tests of stationarity of single relations

	Δp_t	Δp_t^*	Δp_t^*	i_t	i_t^*	$C_{1995:05}$	$\chi^2(v)$	p-value
Tests of stationarity of single variables								
H_1	1	0	0	0	0	0	67.9 (5)	0.000
H_2	0	1	0	0	0	0	8.0 (5)	0.155
H_3	0	0	1	0	0	0	70.5 (5)	0.000
H_4	0	0	0	1	0	0	68.3 (5)	0.000
H_5	0	0	0	0	1	0	70.3 (5)	0.000
Tests of inflation spread relations								
H_6	1	-1	0	0	0	0	70.6 (5)	0.000
H_7	1	-1	0	-2.93	0.03	0	4.21 (3)	0.240
H_8	1	-1	-0.24	-1.65	0.03	0	1.6 (2)	0.461
Tests of interest spread relations								
H_9	0	0	1	-1	0	0	70.8 (5)	0.000
H_{10}	0	-893.3	1	-1	0	-0.83	4.8 (3)	0.185
H_{11}	-1.38	-9.8	1	-1	0	-0.02	0.6 (2)	0.725
H_{12}	-1.86	0	1	-1	-0.04	-0.01	0.5 (2)	0.783
H_{13}	0	-43.74	1	-1	0.11	-0.06	1.2 (2)	0.538
Tests of real interest rate relations								
H_{14}	-1	0	1	0	0	0	41.9 (5)	0.000
H_{15}	-1	-13.7	1	0	0	-0.02	3.4 (3)	0.341
H_{16}	-1	-5.3	1	-3.18	0	-0.01	0.1 (2)	0.956
H_{17}	-1	-26.91	1	0	0.04	-0.04	1.255 (2)	0.534
H_{18}	0	-1	0	1	0	0	25.4 (5)	0.000
Tests of other relevant relations								
H_{19}	-1	166.35	1	-166.35	0	0	25.4(4)	0.000
H_{20}	1	-1	-1.07	1.07	0	0	43.7 (4)	0.000
H_{21}	-1	4.14	1	-4.14	-0.02	-0.00	10.1 (2)	0.007
H_{22}	1	-1	-0.51	0.51	0.02	0.00	1.3 (2)	0.515
H_{23}	1	-0.54	-0.46	0	0.02	0.00	0.2 (2)	0.891

Source: own calculations.

Table A.10. *Estimates of the long-run matrices for the restricted model^a*

	α_1	α_2		Δp_t	Δp_t^*	i_t	i_t^*	ppp_t	$C_{1995:05}$
$\Delta^2 p_t$	-0.922 (-10.62)	0.016 (0.98)	β'_1	1 (.NA)	-0.543 (-8.58)	-0.457 (-7.22)	0 (.NA)	0.022 (8.00)	0.003 (2.71)
$\Delta^2 p_t^*$	0.076 (1.83)	0.067 (8.62)	β'_2	-1 (.NA)	14.881 (-9.11)	-1 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	-0.014 (-2.12)
Δi_t	0.018 (2.07)	-0.004 (-2.71)							
Δi_t^*	0 (0.00)	0 (0.00)							
Δppp_t	0 (0.00)	0 (0.00)							
Test of restricted model:			$\chi^2(7)=7.7$ p-value = 0.364				Log-Likelihood = 4682.817		

^a Two last rows in α equal to 0; restrictions on β : see equations (18)-(19) in the text; t-statistics in brackets

Source: own calculations

Table A.11. *A parsimonious parameterisation of the short-run reduced-form VAR model^a*

	$\Delta^2 p_t$	$\Delta^2 p_t^*$	Δi_t	Δi_t^*	Δppp_t
$\Delta^2 p_{t-1}$			-0.0232 (-3.34)		
$\Delta^2 p_{t-1}^*$					
Δi_{t-1}			0.3004 (4.89)		
Δi_{t-1}^*			0.6825 (3.25)		
Δppp_{t-1}					0.1915 (2.57)
$CR1_{t-1}$ ^b		0.0673 (10.6)	-0.0028 (-2.12)		
LR test of over-identifying restrictions: $\chi^2(56)=69.2$ p-value = 0.110					
Residual correlations ^c (residual standard deviations on the diagonal):					
$\epsilon_{\Delta^2 p_t}$	0.0038				
$\epsilon_{\Delta^2 p_t^*}$	0.0750	0.0018			
$\epsilon_{\Delta i_t}$	-0.0449	0.0984	0.0004		
$\epsilon_{\Delta i_t^*}$	0.0694	0.0978	0.1664	0.0002	
$\epsilon_{\Delta ppp_t}$	0.2887	-0.0727	0.0105	0.0029	0.0236

^a Unlagged "endogenous" variables only appear in their own equations; seasonal and other dummies are not reported; t-statistics in brackets

^b CRi = i -th cointegration, $i=1,2$ (see equations (18)-(19) in the text)

^c Significant correlations: ± 0.1667 or larger

Source: own calculations

Table A.12. *MA representation of the restricted model^a*

	$\tilde{\beta}_{\perp 1}$	$\tilde{\beta}_{\perp 2}$	$\tilde{\beta}_{\perp 3}$		$\varepsilon_{\Delta^2 p_t}$	$\varepsilon_{\Delta^2 p_t^*}$	$\varepsilon_{\Delta i_t}$	$\varepsilon_{\Delta i_t^*}$	$\varepsilon_{\Delta ppp_t}$
Δp_t	0.484 (3.20)	0.528 (1.46)	-0.026 (-10.35)	$\alpha'_{\perp 1}$	0.024 (2.42)	0.059 (2.31)	1 (NA)	0 (NA)	0 (NA)
Δp_t^*	0.062 (5.11)	0.030 (1.05)	0.002 (9.07)	$\alpha'_{\perp 2}$	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	1 (.NA)	0 (.NA)
i_t	1.408 (9.89)	0.978 (2.89)	0.001 (0.49)	$\alpha'_{\perp 3}$	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	0 (.NA)	1 (.NA)
i_t^*	0.033 (0.87)	1.034 (11.35)	0.001 (1.67)						
i_t^*	8.571 (1.24)	-2.883 (-0.18)	1.208 (10.67)						

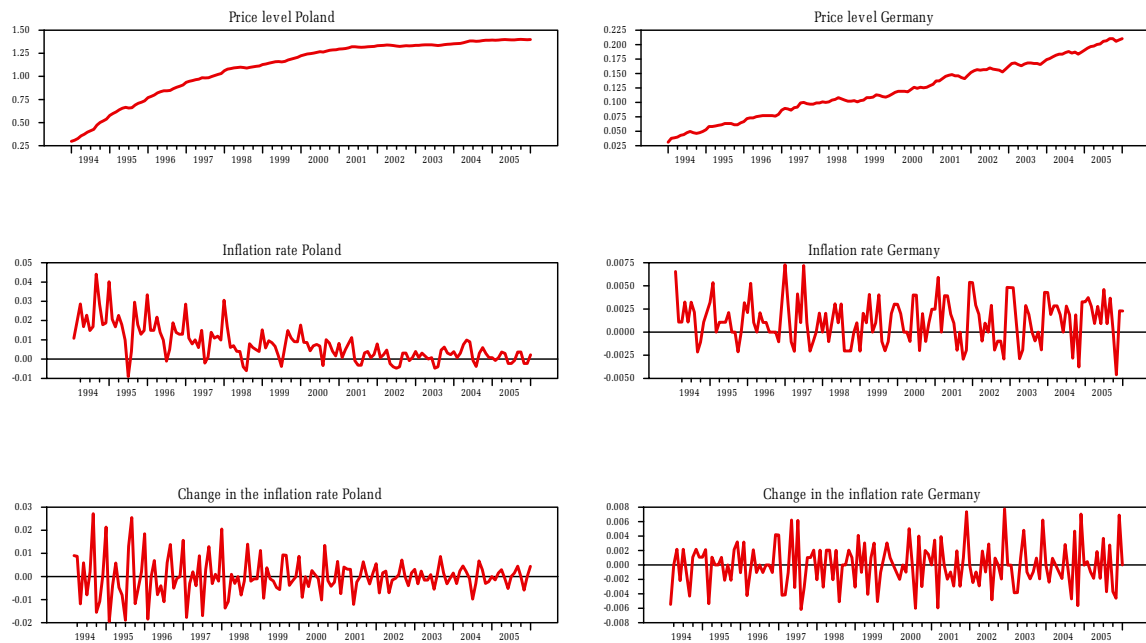
^a Two last rows in α equal to 0; restrictions on β : see equations (18)-(19) in the text; t-statistics in brackets

Source: own calculations

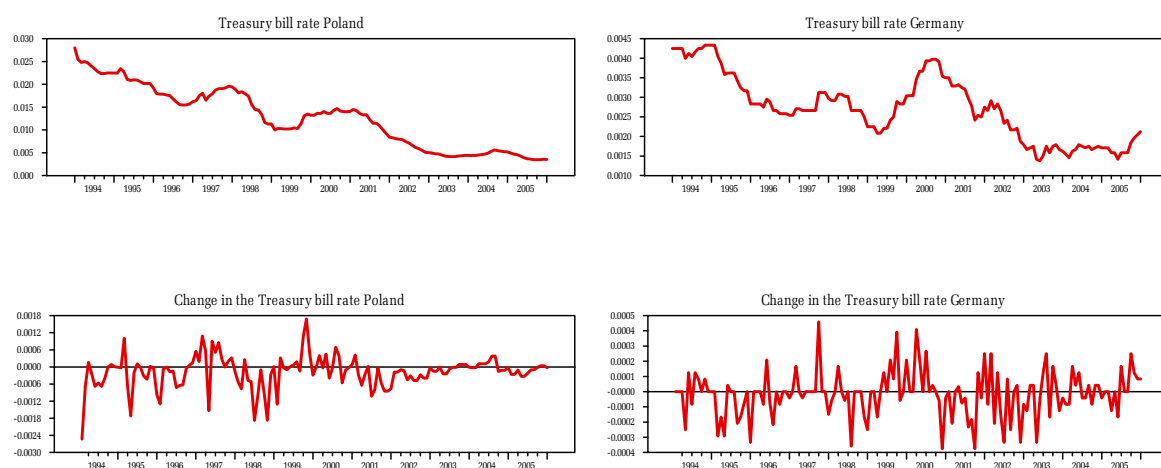
Figures

Figure A.1. *Data in levels and differences*

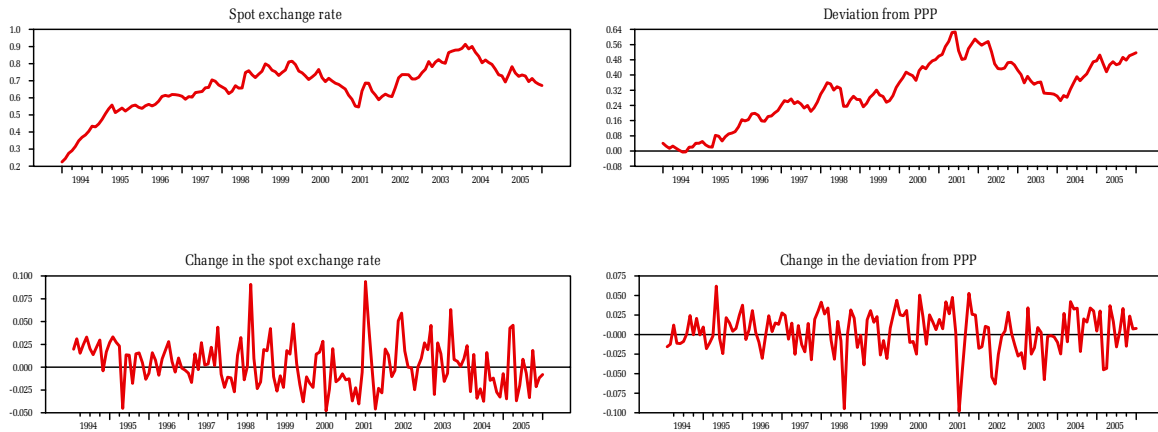
a. Prices and inflation



b. Treasury bill rates

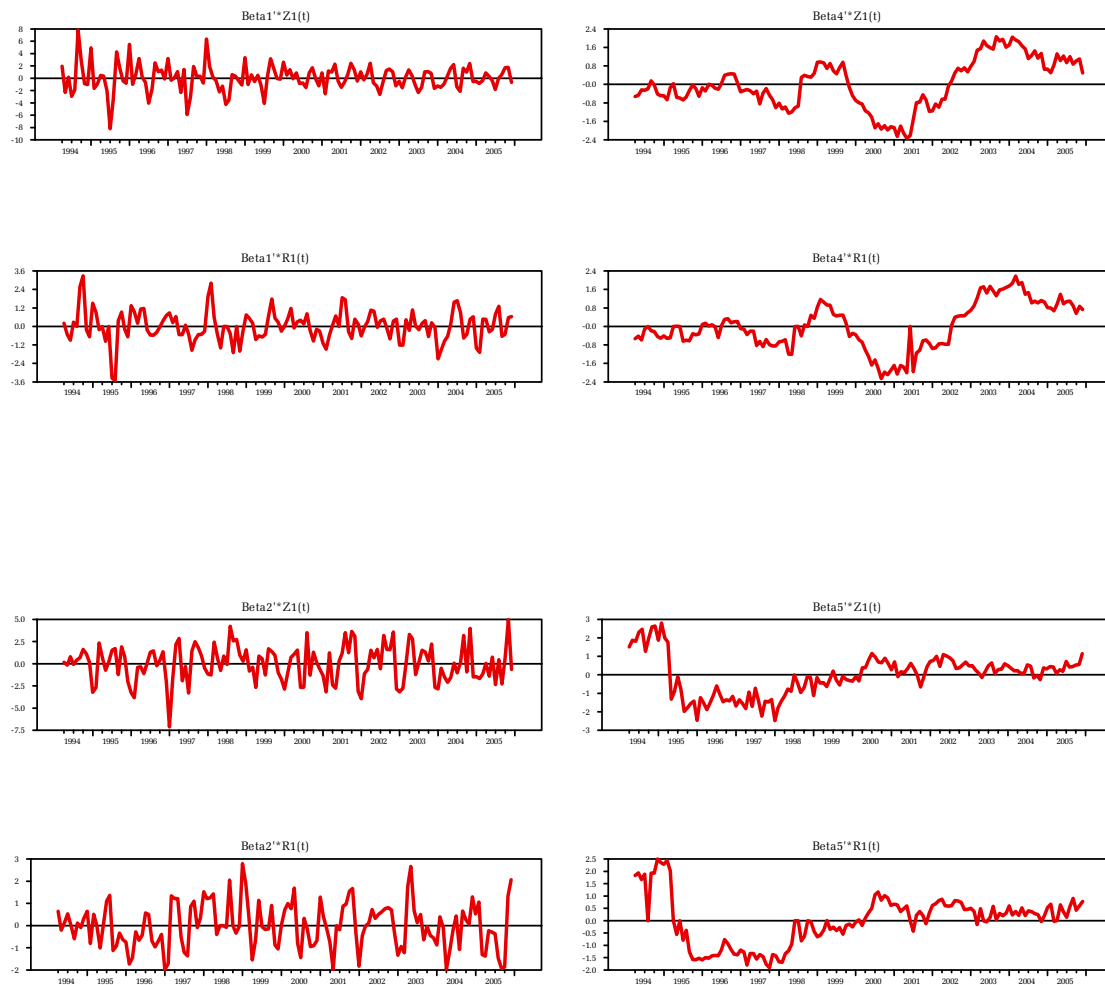


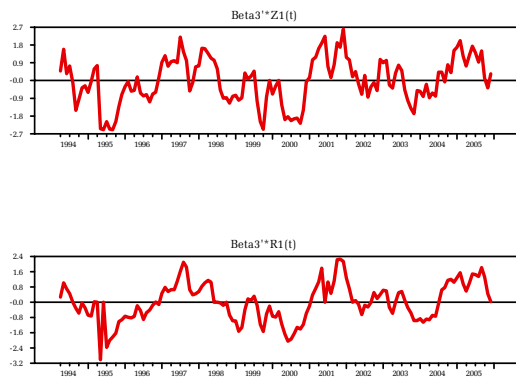
c. Exchange rate and the deviation from PPP



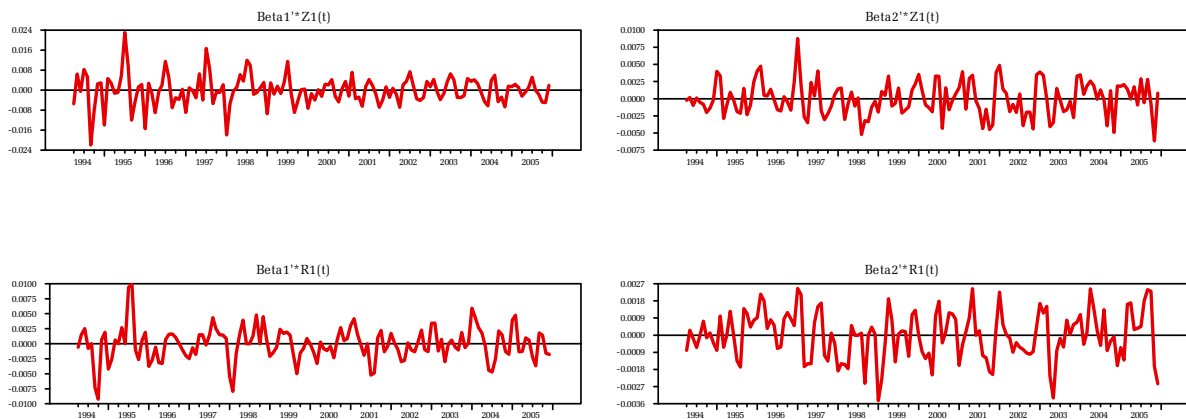
Source: own calculations

Figure A.2. Cointegration relations^a

a. Unrestricted model ($r = 5$)



b. Restricted model ($r = 2$)

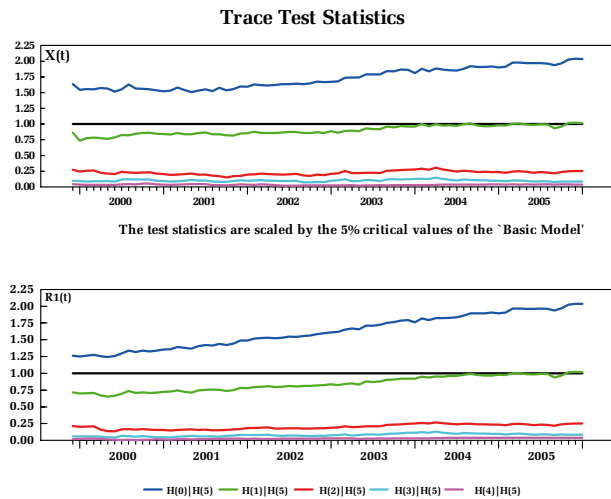


^a The upper panel of each graph depicts the given cointegration relation based on the full model and the lower panel the same cointegration relation based on the concentrated model (without the short-run dynamics and the deterministic components). The order of the cointegration relations is that of decreasing stationarity.

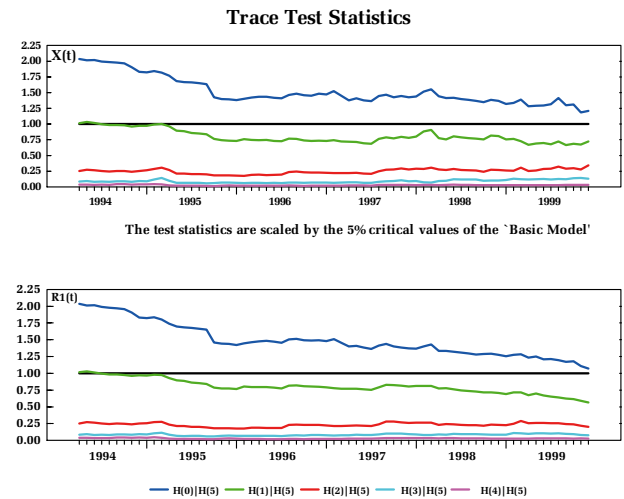
Source: own calculations.

Figure A.3. *Recursively calculated trace test statistics^a*

a. Forward recursive test



b. Backward recursive test

^a The base period for the forward test is 1994:04 to 1999:12 and for the backward test 1999:12 to 2006:01

Source: own calculations

Klienci banków o systemie gwarantowania depozytów – wyniki badań własnych

Clients of Banks with a Deposit Guarantee System – Results of Own Research

*Marek Stefański**

pierwsza wersja: 11 grudnia 2007 r., ostateczna wersja: 5 lutego 2008 r., akceptacja: 21 lutego 2008 r.

Streszczenie

Celem artykułu jest próba określenia stopnia znajomości systemu gwarantowania depozytów przez klientów banków w Polsce. Aby zrealizować ten cel, przeprowadzono badania ankietowe w województwie kujawsko-pomorskim. Na podstawie wyników badań można stwierdzić, że klienci banków mają informację o istnieniu w Polsce systemu gwarantowania depozytów, ale ich wiedza o zasadach i warunkach jego funkcjonowania jest niska. Wynika stąd wniosek ogólny, że banki powinny uruchomić szeroki program edukacji finansowej społeczeństwa, aby utrzymać i umacniać zaufanie klientów.

Słowa kluczowe: system gwarantowania depozytów, warunki gwarancji, depozyt, deponent, świadomość finansowa klientów banków

Abstract

The article attempts to determine the level of bank clients' knowledge about the deposit guarantee system in Poland. In order to achieve this goal, a survey research has been carried out in the Kujawy-Pomerania province. On the basis of the research results it is possible to state that clients are aware of the existence of the deposit guarantee system in Poland but their knowledge of the principles and conditions of how the system functions is very limited. This leads to the conclusion that banks should start a broad program of financial education aimed at society as a whole to keep and strengthen clients' confidence.

Keywords: deposit guarantee system, guarantee principles, deposit, depositor, bank clients financial consciousness

JEL: G21, G29

* Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Wrocławku, e-mail: marek.stefanski@wshe.pl

1. Wprowadzenie

W czasach postępującej integracji i globalizacji gospodarek poszczególnych krajów szczególnego znaczenia nabiera problem stabilności finansowej. Najważniejszym ogniwem ich systemu finansowego jest sektor bankowy. Tworzenie mechanizmów zapobiegających kryzysom bankowym jest obowiązkiem każdego rządu i banku centralnego. Jednym z nich jest instytucja gwarantowania depozytów¹, która systematycznie upowszechnia się na świecie (Stefański 2007a, s. 123). System gwarantowania depozytów w Polsce funkcjonuje już ponad 12 lat. Jego podstawą prawną jest ustawa z 14 grudnia 2004 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym². Zagadnieniu temu poświęcona jest bogata literatura bankowa (Zdanowicz 2007; Baka et al. 2005). Podkreśla się w niej rolę systemu w utrzymywaniu stabilności sektora bankowego w Polsce i zaufania klientów do banków. Powstaje jednak pytanie, czy klienci banków znają zasady systemu gwarantowania depozytów w Polsce. Aby uzyskać odpowiedź, autor przeprowadził badania ankietowe w województwie kujawsko-pomorskim. Wzór ankiety zamieszczono na stronie internetowej³. Do realizacji celu badania przyjęto hipotezę, że system gwarantowania depozytów w Polsce i jego rola w stabilizacji finansowej banków nie są dobrze znane wśród ich klientów.

Z badań IBOIR Pentor SA przeprowadzonych na zlecenie BFG w 2006 r., wynika, że zarysowała się niekorzystna tendencja do spadku wiedzy o BFG oraz zainteresowania problematyką bezpieczeństwa lokat (BFG 2007, s. 27). Należy także podkreślić, że z badań różnych ośrodków wynika, że około 50% Polaków ocenia swoją wiedzę finansową jako średnią, a około 40% jako niską⁴. Niski jest też poziom wiedzy klientów banków o produktach i usługach bankowych (Solarz 2007, s. 5). Przedstawione powyżej wnioski potwierdzają celowość badań przeprowadzonych przez autora.

Artykuł składa się z pięciu rozdziałów. W niniejszym rozdziale dokonano wprowadzenia do tematu, określono cel badań i hipotezę badawczą. W drugim rozdziale zaprezentowano zasady informowania klientów banków o systemie gwarantowania depozytów. W rozdziale trzecim autor scharakteryzował własne badania ankietowe dotyczące znajomości systemu gwarantowania depozytów przez klientów banków. W rozdziale czwartym zaprezentowano wyniki badań ankietowych. W rozdziale piątym podsumowano badania i przedstawiono wnioski.

2. Zasady informowania klientów banków o systemie gwarantowania depozytów

Jednym z warunków prawidłowego funkcjonowania systemu gwarantowania depozytów jest jego pełne zrozumienie przez klientów banków. W przeciwnym razie nie przyczyni się on do stabilności systemu finansowego i ochrony deponentów, których wiedza finansowa jest ograniczona. Niezbędne są zatem informowanie i edukacja finansowa deponentów. Twórcy Dyrektywy 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji i depozytów zwrócili uwagę na potrzebę informowania deponentów. Zgodnie z art. 9 państwo członkowskie UE ma zapewnić, aby instytucja kredytowa (w Polsce bank) dostarczyła swoim faktycznym i potencjalnym deponentom niezbędne informacje w celu zidentyfikowania systemu gwarancji depozytów, do którego ona należy, wraz z oddziałami znajdującymi się na terenie Wspólnoty⁵. Deponenci powinni być także poinformowani o przepisach systemu gwarancji oraz o wszystkich działaniach alternatywnych, łącznie z wysokością i zakresem kwoty gwarancji oferowanej przez system gwarantowania. Ponadto w cytowanej Dyrektywie 94/19/WE zapisano, że informacje powinny być przekazywane w takiej formie, aby były zrozumiałe dla adresatów. Na prośbę klienta, który stara się o odszkodowanie, muszą być dostępne informacje dotyczące źródła pozyskania danych o warunkach odszkodowania i spełnienia formalności. Obowiązkiem każdego państwa członkowskiego jest jednak ustalenie zasad, które ograniczą korzystanie z informacji o systemie gwarantowania depozytów do celów reklamowych. Rzecz w tym, aby nie wykorzystywano informacji do naruszenia stabilności systemu bankowego i zaufania klientów.

Regulacje zawarte w Dyrektywie 94/19/WE nie zostały początkowo wprowadzone do prawa polskiego w ustawie o BFG. Dopiero od 1 stycznia 2001 r. wprowadzono do ustawy art. 38b⁶. Zgodnie z nim podmioty objęte systemem gwarantowania są obowiązane do informowania osób korzystających z jego usług o swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej oraz o uczestnictwie w obowiązkowym systemie gwarantowania i zasadach jego funkcjonowania. Ma się to odbywać w trybie podawania informacji o świadczonych usługach. Jednocześnie zakazano wykorzystywania tych informacji w celach reklamowych i ograniczono ich zakres wyłącznie do informacji o przynależności do systemu gwarantowania i podstawowych zasadach jego funkcjonowania. Zasady określone w polskim prawie są również stosowane w innych państwach UE (Pawlikowski 2005).

Wadą zapisów cytowanej dyrektywy i polskiej ustawy jest ich mała precyzyjność. Brakuje wskazań, jak często i w jakim zakresie ma być informowany depo-

¹ Przez to pojęcie należy rozumieć środki pieniężne zgromadzone na rachunku bankowym.

² Dz.U. z 2007 r., nr 70, poz. 474 — tekst jednolity.

³ <http://www.wshe.pl/wyniki-badan-naukowych> (załącznik 1)

⁴ Badania: MillwardBrown SMG/KRC (sierpień 2007), PBS DGA (wrzesień 2007) — dostępne na www.think.org.pl (analizy).

⁵ Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej z 31.05.1994 r., L135

⁶ Ustawa z dnia 15 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym oraz ustawy Prawo bankowe (Dz.U. z 2000 r., nr 122, poz. 1316)

ment. Mogło to być przyczyną dowolności postępowania banków w tym zakresie (Zaleska 2007, s. 76). Polityka informacyjna banków zmieni się diametralnie od 2008 r. Banki będą miały obowiązek ujawniania informacji nie później niż w terminie 30 dni od zatwierdzenia przez właściwy organ rocznego sprawozdania finansowego (Stefański 2007b, s. 14).

W analizowanych aktach prawnych nie istnieje żaden zapis o potrzebie edukacji finansowej deponentów czy strategii komunikacji ze społeczeństwem w celu poszerzania wiedzy o systemie gwarancyjnym. Działania na rzecz kształtowania świadomości społecznej w tym zakresie określono w „Wytycznych w sprawie tworzenia efektywnego systemu gwarantowania depozytów”, które opublikowano w formie Raportu Financial Stability Forum z dnia 7 września 2001 r. (Baka et al. 2005, s. 490–491). Autorzy tego dokumentu wskazują, że charakterystyka systemu gwarancji depozytów powinna być regularnie publikowana w celu podtrzymania i wzmocnienia jego wiarygodności. Z perspektywy 12 lat funkcjonowania BFG można stwierdzić, że zadanie to jest wypełniane w publikacjach, szczególnie w kwartalniku „Bezpieczny Bank” i raportach rocznych, w których zawsze zamieszczany jest rozdział o działalności informacyjno-promocyjnej (BFG 2007, s. 27).

Promocja systemu gwarantowania i zrozumienie jego istoty mogą pomóc w realizacji kilku celów, a więc w budowie lub odbudowie zaufania do sektora bankowego i przeciwdziałaniu negatywnym zjawiskom towarzyszącym upadkowi zagrożonego banku. Proces ten nie może jednak być spontaniczny, lecz powinien zostać zaplanowany jako program budowania świadomości społeczeństwa. Jednym z elementów tego programu powinna być systematyczna troska o przejrzystość systemu gwarancji, ale także o szeroki zakres informacji do-

starczanych z odpowiednią częstotliwością (IADI 2007, s. 20–22)⁷. Przejrzystość jest właśnie rozumiana jako dostępność informacji o systemie gwarantowania depozytów i zrozumienie go przez społeczeństwo.

3. Charakterystyka badań

Próba do badań została wybrana losowo. Liczyła 900 osób, mieszkańców województwa kujawsko-pomorskiego, w wieku powyżej 15 lat. W tabeli 1 porównano strukturę próby ze strukturą ludności badanego województwa według przyjętych kryteriów. Na podstawie tych informacji można stwierdzić, że większy udział w próbie mają kobiety, mieszkańcy miast, osoby młode i pracujące. Fakt ten korzystnie wpływa na wyniki badań, ponieważ wskaźnik „ubankowienia” wśród mieszkańców miast i pracujących jest wyższy niż wśród mieszkańców wsi i bezrobotnych. Niższy udział w badanej próbie mężczyzn i osób w wieku starszym nie wpłynie istotnie na wyniki badań, ponieważ są one analizowane według tych kryteriów (płci i wieku).

W badanym województwie są 52 miasta, w tym 47 o liczbie mieszkańców do 50 tys.; 2 o liczbie mieszkańców w przedziale 51–100 tys.; 1 miasto o liczbie mieszkańców w przedziale 101–200 tys. oraz 2 o liczbie mieszkańców powyżej 200 tys. Wszystkie te miasta mają przedstawicieli w próbie. Narzędziem badawczym był kwestionariusz wywiadu, w którym zamieszczono 10 pytań. Badania przeprowadzono w kwietniu i maju 2007 r. w dwóch etapach. Pierwszym był pilotaż kwestionariusza wywiadu. Przeprowadzono go na próbie 20 osób. Zasadniczym celem badania pilotażowego było ostateczne zatwierdzenie kwestionariusza wywiadu. Dzięki niemu wyeliminowano niektóre pytania, część

⁷ IADI — International Association of Deposit Insurers

Tabela 1. Porównanie badanej próby z ludnością województwa kujawsko-pomorskiego według wybranych kryteriów

Wyszczególnienie — kryterium	Struktura ludności w %	
	próba	woj. kujawsko-pomorskie ¹
Płeć		
mężczyźni	32,8	48,3
kobiety	67,2	51,7
Miejsce zamieszkania		
miasto	71,5	61,5
wieś	28,5	38,5
Wiek (w latach)		
15–29	57,9	29,6
30–49	32,9	33,5
49–64	7,0	22,0
65 i więcej	2,9	14,9
Wykształcenie		
podstawowe	1,7	•
zasadnicze zawodowe	5,4	•
średnie i policealne	78,1	•
wyższe	14,8	•
Status zawodowy		
pracujący	58,8	37,7
bezrobotni	14,4	10,9
emeryci-renciści	7,0	27,0
studenci	19,8	5,2

¹ Stan na 31 grudnia 2005 r.

Źródło: Urząd Statystyczny w Bydgoszczy (2006, s. 39–43).

z nich uzupełniono. Drugi etap stanowiły badania właściwe. Ankieta została przeprowadzona przez autora i kilku specjalnie przygotowanych ankierów. Otrzymano 878 ankiet, co stanowi 97,6% próby. 22 osoby nie zwróciły ankiet lub zwracały bez wypełnienia.

4. Wyniki badań ankietowych

Zaprezentowane w artykule wyniki badań są rezultatem analizy otrzymanych ankiet z zastosowaniem tablic krzyżowych, które zamieszczono na stronie internetowej⁸.

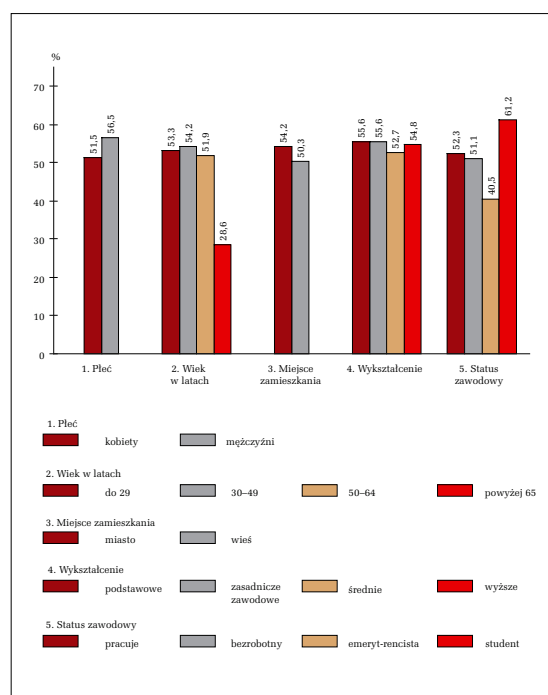
Pierwsze pytanie, które zadano respondentom w ramach przeprowadzonego badania, dotyczyło posiadania rachunku bankowego, bez podawania jego rodzaju⁹. Spośród 730 badanych osób 83% stwierdziło, że ma taki rachunek, natomiast 17% nie korzystało z takiej usługi bankowej. Respondenci, którzy udzielili negatywnej odpowiedzi na to pytanie, nie brali udziału w dalszym badaniu. Na uwagę zasługuje wysoki wskaźnik badanych osób posiadających rachunek bankowy, co znacznie wzmacnia wiarygodność badań. Z badania Pracowni Badań Społecznych DGA przeprowadzonego na zlecenie „Gazety Prawnej” wynika, że 40% Polaków nie ma rachunku bankowego¹⁰. Inne badanie potwierdza ten wskaźnik (38%)¹¹. Prawie ten sam wskaźnik posiadania rachunku bankowego zanotowano wśród kobiet (82,4%) i mężczyzn (84,7%). Najwyższy wskaźnik posiadania rachunku zanotowano w grupach wiekowych 30–49 lat (96,2%) i 50–64 lat (85,2%). Spośród mieszkańców miast 87,2% ma rachunek, ale mieszkańcy wsi nie odstają mocno, bowiem ten wskaźnik wyniósł 73,6%. Posiadanie rachunku bankowego jest silnie skorelowane z poziomem wykształcenia. W przypadku respondentów z wykształceniem podstawowym 60% ma rachunek bankowy. Dla pozostałych grup wskaźnik ten wynosi odpowiednio: zasadnicze zawodowe — 76,6%, średnie — 81,7%, wyższe — 95,4%. Wśród osób pracujących 90,4% z nich ma rachunek bankowy, ale wśród osób bezrobotnych wskaźnik ten był wysoki i wynosił 70,4%. Wśród badanych emerytów i rencistów 68,9% miało rachunek bankowy. Był on także popularny wśród studentów (75% wskazań), co należy łączyć z korzystaniem z kredytów na zapłatę czesnego.

Posiadanie rachunku bankowego, jeżeli jest to rachunek oszczędnościowo-rozliczeniowy, nie musi się wiązać z posiadaniem środków pieniężnych. Klient banku może bowiem korzystać z debetu lub tzw. linii kredytowej. Dlatego drugie pytanie dotyczyło wyłącznie zgromadzonych na nim środków pieniężnych (są lub nie), bez względu na ich wartość. Twierdzącej odpowie-

dzi udzieliło 92,7% badanych; pozostali nie mieli żadnych środków pieniężnych na rachunku bankowym. Wskazania według kryterium płci były podobne (kobiety – 93,2%, mężczyźni – 91,8%), natomiast według kryterium wieku zróżnicowane (do 29 lat – 95,0%, 30–49 lat – 89,1%, 50–64 lat – 96,2%, powyżej 65 lat – 85,7%). Ankietowani mieszkańcy wsi wskazywali częściej (93,5%) niż mieszkańcy miast (92,5%), że posiadają zgromadzone środki na rachunku bankowym. Można sądzić, że takie zjawisko jest skutkiem niższej stopy bezrobocia na wsi w porównaniu z miastem, a także dopłat Unii Europejskiej dla gospodarstw rolnych. Gromadzenie środków na rachunku bankowym było silnie dodatnio skorelowane z wykształceniem. Procent wskazań zwiększał się wraz ze wzrostem wykształcenia (podstawowe – 77,8%, zasadnicze zawodowe – 88,9%, średnie – 92,8%, wyższe – 94,4%). Około 92% pracujących i bezrobotnych potwierdziło, że posiadają środki na rachunku bankowym, oraz powyżej 95% emerytów, rencistów i studentów. Studenci gromadzili środki pieniężne lub otrzymany kredyt na opłacanie czesnego.

Trzecie pytanie w ankiecie było związane z bezpieczeństwem środków pieniężnych zgromadzonych w bankach. Według 53,2% badanych są one w pełni bezpieczne, 3,2% stwierdziło, że nie są bezpieczne, a 43,6% nie miało na ten temat zdania („trudno powiedzieć”). Odpowiedzi badanych, według przyjętych w badaniu kryteriów, przedstawiono na wykresach 1 i 2.

Wykres 1. Jakie jest bezpieczeństwo środków zgromadzonych na rachunku bankowym? (są w pełni bezpieczne)



Źródło: badania własne.

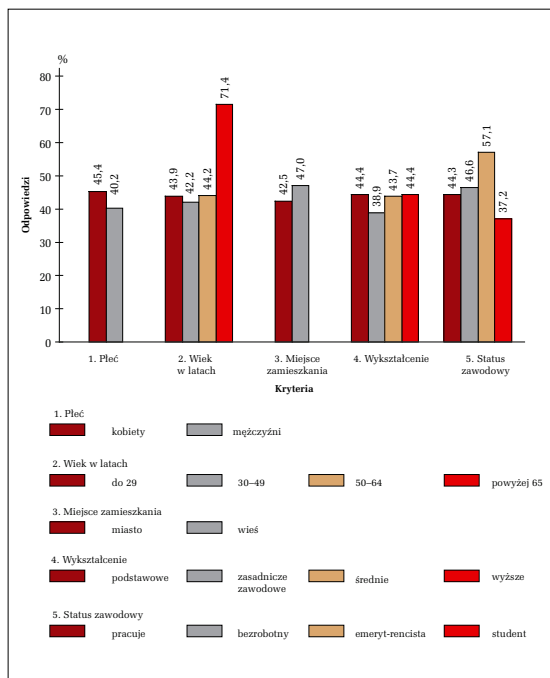
⁸ <http://www.wshe.pl/wyniki-badan-naukowych> (załącznik 2)

⁹ Rachunek bankowy obejmuje: rachunek oszczędnościowy, oszczędnościowo-rozliczeniowy, terminową lokatę oszczędnościową.

¹⁰ Zob. 40% Polaków nie korzysta z usług bankowych, „Gazeta Prawna”, 19 marca 2007 r.

¹¹ Zob. Badania Instytutu Pentor (www.pentor.pl, analizy, marzec 2006)

Wykres 2. Jakie jest bezpieczeństwo środków zgromadzonych na rachunku bankowym? (trudno powiedzieć)

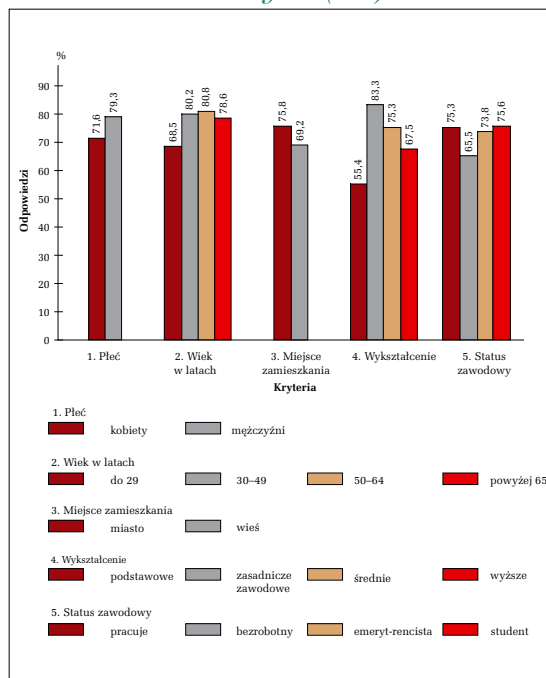


Źródło: badania własne.

Mężczyźni wyżej oceniają bezpieczeństwo niż kobiety. W grupach wiekowych uwagę zwraca niski poziom pozytywnej oceny wśród osób w wieku powyżej 65 lat, a także zupełny brak oceny negatywnej oraz wysoki poziom braku oceny (trudno powiedzieć). Można sądzić, że znaczna część tych osób przechowuje środki pieniężne w domu, nie ufając bankom. Mieszkańcy miast wyżej oceniają bezpieczeństwo środków pieniężnych na rachunkach bankowych niż mieszkańcy wsi. Wykształcenie nie miało istotnego wpływu na ocenę bezpieczeństwa środków pieniężnych, ale najwyższe wskazania zanotowano wśród mieszkańców z wykształceniem podstawowym (0% wskazań negatywnych) i zasadniczym zawodowym, najniższe z wykształceniem średnim. Trudno jednoznacznie określić, na ile oceny te były wynikiem znajomości sytuacji finansowej banków i systemu gwarantowania depozytów. Wymaga to dalszych badań. Tezę tę potwierdza relatywnie niski wskaźnik pozytywnej oceny bezpieczeństwa środków pieniężnych na rachunkach bankowych przez osoby z wyższym wykształceniem. Studenci najwyżej ocenili bezpieczeństwo środków pieniężnych zgromadzonych w bankach, a nisko – emeryci i renciści.

Czwarte pytanie wiązało się z systemem gwarantowania środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych. Funkcjonowanie w Polsce obowiązkowego systemu gwarantowania potwierdziło 74,2% badanych. W 100% znalazły system osoby mające rachunek bankowy, w 93,4% posiadające na nim środki pieniężne,

Wykres 3. Czy w Polsce funkcjonuje obowiązkowy system gwarantowania środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych? (tak)



Źródło: badania własne.

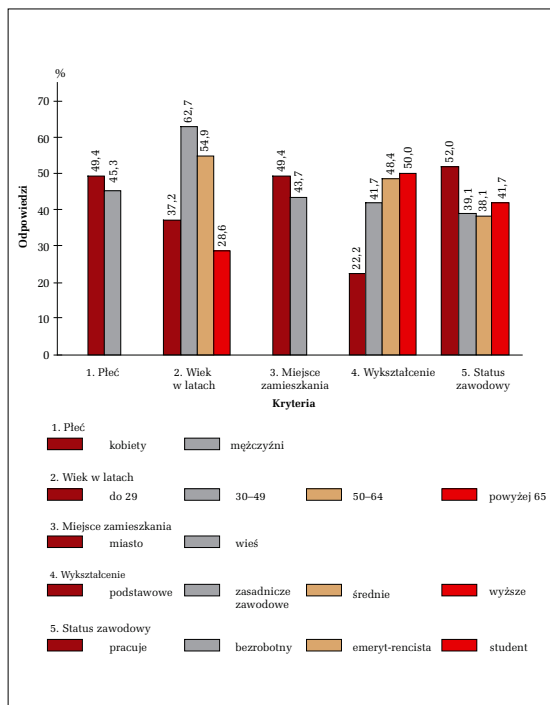
prawie w 57% były to osoby, które pozytywnie oceniły bezpieczeństwo tych środków. Nieco ponad 40% osób, które nie miały zdania o bezpieczeństwie środków („trudno powiedzieć”), również stwierdziło, że w Polsce funkcjonuje obowiązkowy system gwarantowania środków pieniężnych na rachunkach bankowych. Odpowiedzi badanych na pytanie czwarte, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 3.

Prawie co trzeci badany w wieku do 29 lat i z wyższym wykształceniem nie znał systemu gwarantowania środków pieniężnych w bankach. Wśród osób bezrobotnych wskaźnik ten był trochę wyższy, ale wśród osób z wykształceniem podstawowym wynosił prawie 45%.

Kolejne piąte pytanie dotyczyło znajomości instytucji gwarantującej, czyli Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Znajomość Funduszu potwierdziło 48% badanych. Odpowiedzi badanych, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 4.

Duże zróżnicowanie pozytywnych odpowiedzi wystąpiło w grupach wiekowych: od około 29% w grupie powyżej 65 lat do około 63% w grupie 30-49 lat. Oznacza to, że znaczna część osób starszych wie, że w Polsce funkcjonuje system gwarantowania środków pieniężnych (wykres 3), ale tylko co czwarta z tych osób zna instytucję gwarantującą. Wraz ze wzrostem poziomu wykształcenia zwiększał się także wskaźnik pozytywnych odpowiedzi. Wysoki stopień znajomości zanotowano wśród osób pracujących, kobiet i mieszkańców miast. Porównując odpowiedzi na to pytanie z odpowiedziami

Wykres 4. Czy Pan/Pani zna Bankowy Fundusz Gwarancyjny? (tak)



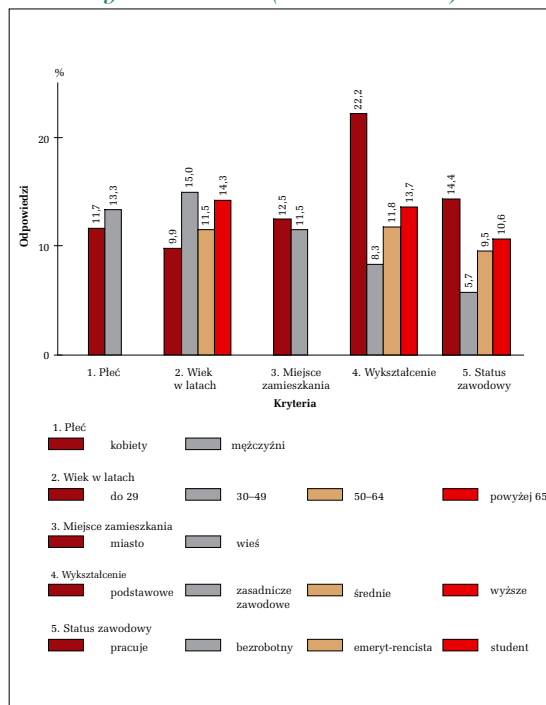
Źródło: badania własne.

na pytanie czwarte, można sądzić, że prawie 75% badanych słyszało o systemie gwarantowania środków pieniężnych w bankach, ale bardzo słaba jest znajomość instytucji gwarantującej.

Szóste pytanie dotyczyło maksymalnej kwoty gwarancji środków pieniężnych zgromadzonych w banku. Zgodnie z polskim prawem stanowi ona równowartość w złotych 22 500 euro. Prawidłowej odpowiedzi na to pytanie udzieliło 12,2% badanych osób, pozostali wskazywali inne kwoty, a 27,5% odpowiedziało, że nie wie. Odpowiedzi badanych, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 5.

Poziom pozytywnych odpowiedzi był zróżnicowany. Największą rozpiętość zanotowano w grupach wydzielenych pod względem kryterium wieku, wykształcenia i statusu zawodowego. Wykształcenie nie miało wpływu na pozytywną odpowiedź, a osoby z wykształceniem podstawowym wykazały się najwyższą znajomością kwoty gwarantowanej. Wysoki wskaźnik odpowiedzi pozytywnych odnotowano w grupie wiekowej 30-49 lat oraz wśród pracujących. Badani najczęściej wskazywali kwotę gwarantowaną na poziomie równowartości w złotych 10 000 euro, ale wysoki był także odsetek osób nieznających tej kwoty (64% w grupie wiekowej powyżej 65 lat, 41% mieszkańców wsi, 67% osób z podstawowym wykształceniem, 45,2% emerytów i rencistów). Może to świadczyć, zdaniem autora, o prawdziwości odpowiedzi tych osób, ponieważ nie próbowały zgadywać poprzez zakreślenie jednej, z czterech możliwych kwot.

Wykres 5. Do jakiej kwoty gwarantowane są środki pieniężne zgromadzone na rachunku bankowym w Polsce? (do 22 500 euro)



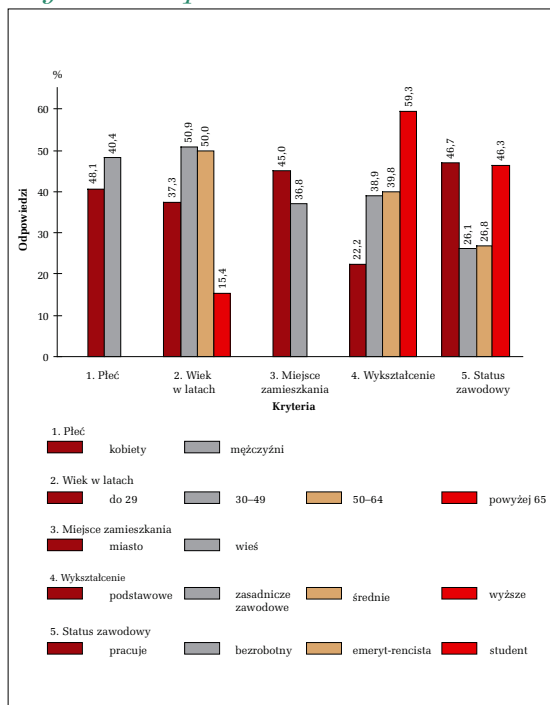
Źródło: badania własne.

Kolejne, siódme pytanie związane było z określeniem podstawowego warunku spełnienia gwarancji, głównie chodziło o dzień. Zgodnie z art. 2, pkt 4 ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, dniem spełnienia warunku gwarancji jest dzień wydania postanowienia o ogłoszeniu upadłości banku. Pytanie to mogło być trudne dla przeciętnego klienta banku, ale zadano je, ponieważ chciano zbadać stopień znajomości tego zagadnienia. Autor wiedział, na podstawie pracy w banku, że klienci utożsamiali spełnienie warunków gwarancji z dniem zawieszenia działalności banku przez KNB. Badani mogli wybrać z trzech wariantów odpowiedzi, w tym jednej prawdziwej, lub odpowiedzieć „nie wiem”. Prawidłowej odpowiedzi udzieliło 43% badanych, 22,5% określiło, że jest to dzień zawieszenia działalności banku przez KNB, a 26% odpowiedziało, że nie wie. Ci badani, którzy wskazali na dzień zawieszenia banku przez KNB, zapewne pomylili „dzień spełnienia warunków gwarancji” z „dniem niedostępności środków pieniężnych zgromadzonych na rachunku bankowym”. Odpowiedzi badanych, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 6.

Mężczyźni byli bardziej zorientowani o dniu spełnienia warunków gwarancji niż kobiety.

Wiek badanych miał duży wpływ na pozytywne odpowiedzi badanych, niski wskaźnik zanotowano w grupie osób powyżej 65 lat. Mieszkańcy miast mieli znacznie większą wiedzę w badanym zakresie niż mieszkańcy wsi. Wykształcenie badanych było dodatnio skorelowane

Wykres 6. Spełnienie warunków gwarancji następuje z dniem (wydania postanowienia o ogłoszeniu upadłości banku)



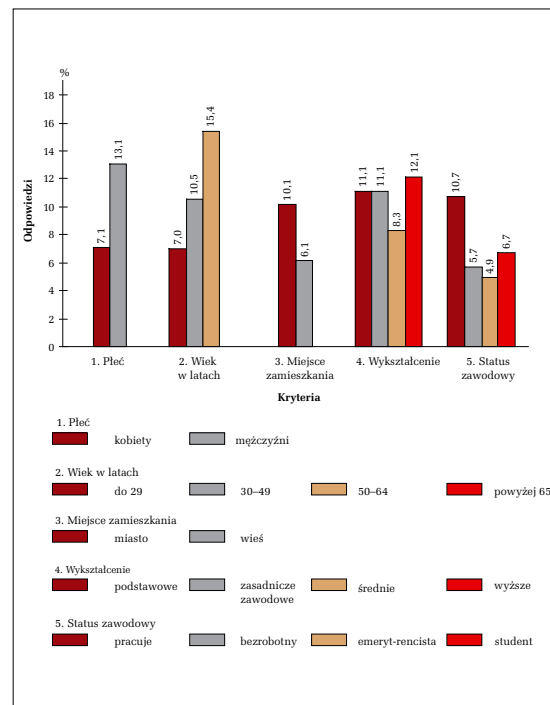
Źródło: badania własne.

z pozytywną odpowiedzią na pytanie siódme (od 22% – wykształcenie podstawowe – do prawie 60% – wykształcenie wyższe). Biorąc pod uwagę status zawodowy, wysokie wskaźniki pozytywnych odpowiedzi odnotowano w grupie osób pracujących i studentów.

Pytanie ósme dotyczyło podmiotowego zakresu gwarancji. Zgodnie z polskim prawem niektórzy deponenti są wyłączeni z systemu gwarantowania. Na pytanie, czy gwarancja obejmuje wszystkich deponentów, badani mieli do wyboru trzy warianty odpowiedzi: tak, nie, nie wiem. Jeżeli respondent zakreslił odpowiedź „nie”, powinien podać przykłady kilku deponentów. Na to pytanie 65% badanych osób odpowiedziało błędnie, czyli „tak”, 9% prawidłowo („nie”), a 26% stwierdziło, że nie wie. Należy jednak zauważyć, że osoby fizyczne mogły postrzegać zakres gwarantowania jako szerszy, ponieważ w zdecydowanej większości są objęte gwarancjami (art. 2 ustawy o BFG). Wśród badanych, którzy udzielili pozytywnej odpowiedzi, odnotowano nieliczne przypadki podania przykładów, kogo gwarancja nie obejmuje. We wszystkich grupach wydzielonych pod względem kryteriów przyjętych w badaniu odpowiedzi „tak” zawierały się w przedziale 44–93% (wykształcenie podstawowe, student), a „nie wiem” odpowiednio w przedziale 1–54% (student, osoby powyżej 65 lat). Pozytywne odpowiedzi badanych, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 7.

Analiza powyższych informacji pozwala stwierdzić, że niski poziom wiedzy na temat zakresu podmiotowego

Wykres 7. Czy gwarancja obejmuje wszystkich deponentów? (nie)



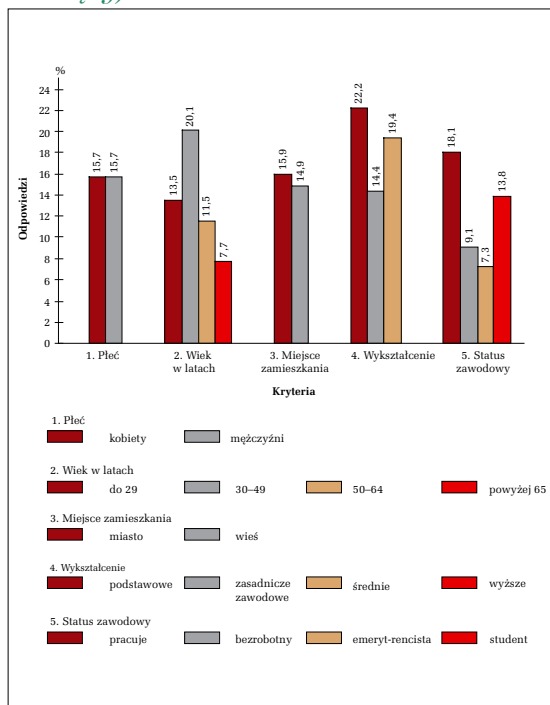
Źródło: badania własne.

gwarancji odnotowano wśród kobiet, osób w wieku do 29 lat, mieszkańców wsi, bezrobotnych, emerytów i rencistów, a także studentów. Względnie korzystne wyniki uzyskali mężczyźni i osoby w grupie wiekowej 50–64 lat. Poziom wykształcenia nie wpływał w dużym stopniu na pozytywną odpowiedź na analizowane pytanie, bowiem prawie jednakowe wskaźniki uzyskały osoby z wykształceniem podstawowym i wyższym. W grupie wiekowej osób powyżej 65 lat nie było żadnej prawidłowej odpowiedzi.

Pytanie dziewiąte dotyczyło ostatecznego terminu wypłat kwot gwarantowanych dla deponentów. W polskich uwarunkowaniach prawnych termin ten jest liczony od dnia zawieszenia działalności banku przez KNB i wynosi dziewięć miesięcy (Grzybowski 2005, s. 93). Badani mieli do wyboru trzy możliwości (miesiące 3, 6, 9) lub odpowiedź „nie wiem”. Prawidłowej odpowiedzi na to pytanie udzieliło 15,7% badanych (3 miesiące – 23%, 6 miesięcy – 32,4%). Żadnej wiedzy o ostatecznym terminie wypłat kwot gwarantowanych nie miało 29%. Pozytywne odpowiedzi respondentów, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 8.

Wiedza o ostatecznym terminie wypłat kwot gwarantowanych była taka sama wśród mężczyzn i kobiet. Najwyższe wskaźniki pozytywnych odpowiedzi zanotowano w grupie wiekowej 30–49 lat, u badanych osób z wykształceniem zasadniczym zawodowym oraz pracujących. Uwagę zwraca brak pozytywnych odpowiedzi w grupie osób z podstawowym wykształceniem, a tak-

Wykres 8. Jaki jest ostateczny termin wypłaty środków gwarantowanych? (9 miesięcy)



Źródło: badania własne.

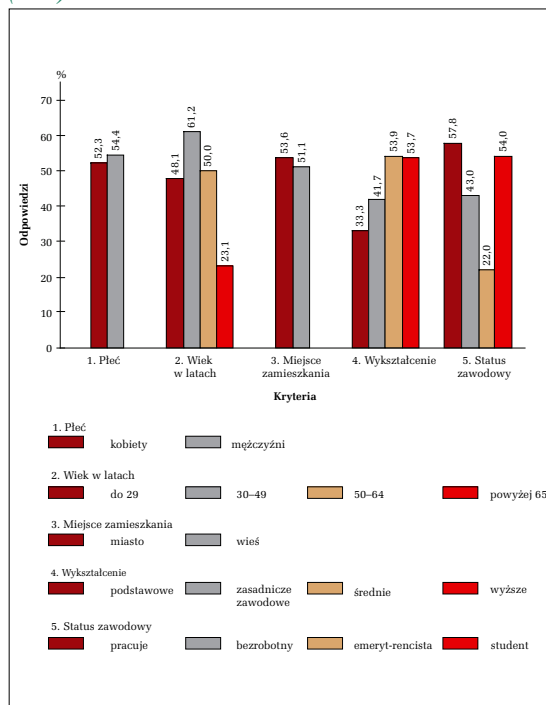
że 67% odpowiedzi „nie wiem”. Bardzo niskie wskaźniki pozytywnych odpowiedzi na to pytanie zanotowano w grupie wiekowej powyżej 65 lat, wśród bezrobotnych oraz emerytów i rencistów. Wskaźniki pozytywnych odpowiedzi wśród badanych mieszkańców miast i wsi nie różniły się istotnie (o 1%).

Dziesiąte, ostatnie pytanie, dotyczyło wpływu systemu gwarantowania depozytów na stabilność finansową banków. Brak jest kompleksowych badań naukowych w tym zakresie, a ponadto trudno jest jednoznacznie udowodnić istnienie takiego wpływu. Odpowiedź na to pytanie jest zatem subiektywna. System gwarantowania depozytów może wpływać na zaufanie deponentów do banków, jeżeli jest im znany.

Badani mieli do wyboru trzy możliwości, a mianowicie „tak”, „nie” lub „nie wiem”. Pozytywnie odpowiedziało 53%, negatywnie 7,1%, a 39,9% nie wiedziało. Pozytywne odpowiedzi respondentów, według kryteriów przyjętych w badaniu, przedstawiono na wykresie 9.

Odpowiedzi na pytanie dziesiąte były bardzo zróżnicowane, wyłączając dwa kryteria: płeć i miejsce zamieszkania. Najwyższe wskaźniki pozytywnych odpowiedzi zanotowano w grupie wiekowej 30–49 lat, wśród pracujących i studentów. Im wyższe wykształcenie, tym wyższy był wskaźnik pozytywnych ocen wzrastał, stabilizując się na wykształceniu średnim. Badani z wyższym wykształceniem nie różnili się od badanych z wykształceniem średnim. Najniższe wskaźniki pozytywnych odpowiedzi były w grupie wiekowej powyżej 65 lat oraz wśród emerytów i rencistów.

Wykres 9. Czy gwarantowanie depozytów ma wpływ na stabilność finansową banków? (tak)



Źródło: badania własne.

5. Podsumowanie

Analiza wyników badań pozwala stwierdzić, że hipoteza badawcza została pozytywnie zweryfikowana. Można sformułować następujące wnioski:

- Znaczna część klientów banków wie, że w Polsce istnieje system gwarantowania depozytów bankowych (około 75%), ale ich wiedza o zasadach i warunkach jego funkcjonowania była niska. 48% badanych знаło Bankowy Fundusz Gwarancyjny, zaledwie 12% kwotę gwarancji, 43% warunek spełnienia gwarancji, 9% podmiotowy zakres gwarancji oraz około 16% wiedziało, jaki jest ostateczny termin wypłat kwot gwarantowanych. Wiedza o systemie gwarantowania depozytów kształtowała się na podobnym poziomie jak wiedza społeczeństwa na temat finansów osobistych.

- Za przeciętny należy uznać wynik wskazań o wpływie systemu gwarantowania depozytów na stabilność finansową banków. Były one niskie szczególnie wśród klientów z podstawowym wykształceniem oraz emerytów i rencistów. W świetle wyników przeprowadzonych badań można stwierdzić, że system gwarantowania depozytów ma ograniczony wpływ na budowanie zaufania klientów do banków.

- W badanych grupach występowały duże dysproporcje między odpowiedziami na poszczególne pytania. W większości pytań charakterystyczne były niskie wskaźniki prawidłowych odpowiedzi osób w grupie wiekowej do 29 lat i powyżej 65 lat, a także eme-

rytów, rencistów i bezrobotnych. Wykształcenie miało istotny wpływ na odpowiedzi na niektóre pytania (5, 7, 10). Wraz ze wzrostem jego poziomu zwiększał się wskaźnik pozytywnych odpowiedzi. W przypadku innych pytań poziom wykształcenia nie wpływał na poprawność odpowiedzi (3, 4, 6). Pomiedzy kobietami a mężczyznami nie było istotnych różnic pod względem poprawności odpowiedziach. Mieszkańcy miast mieli większą wiedzę niż mieszkańcy wsi. Na podstawie badań można stwierdzić, że poziom wiedzy o

systemie gwarantowania depozytów jest niski wśród osób starszych, z wykształceniem podstawowym i zasadniczym. Banki powinny rozpocząć szerszą edukację tych grup klientów w tym zakresie.

- Narodowy Bank Polski, Komisja Nadzoru Finansowego, Bankowy Fundusz Gwarancyjny podejmują szerokie działania w zakresie edukacji finansowej. Powstaje jednak otwarte pytanie, jak skutecznie upowszechniać wiedzę finansową w sektorze publicznym (zwłaszcza w oświacie), a także w sektorze prywatnym.

Bibliografia

- Baka W., Kawecka-Włodarczyk E., Grzybowski M., Iwanicz-Drozdowska M., Szambelańczyk J. (2005), *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, PWE, Warszawa.
- BFG (2007), *Raport roczny 2006*, Warszawa.
- Grzybowski M. (2005), *Zasady gwarantowania depozytów*, w: BFG (2005), *System gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, PWE, Warszawa.
- IADI (2007), *Governance of deposit insurance systems. Discussion paper on proposed guidance*, 22 November, International Association of Deposit Insurers, Basel,
<http://www.iadi.org/Draft%20Guidance%20Papers/IADI%20-%20Governance%20Guidance%20Paper%20022November%202007t.pdf>
- Pawlikowski A. (2005), *Polski system gwarantowania depozytów na tle rozwiązań zastosowanych w innych państwach UE*, „Materiały i Studia”, nr 193, NBP, Warszawa.
- Solarz J.K. (2007), *Poznawcze i instytucjonalne bariery przedsiębiorczości w Polsce*,
http://www.fundacja.edu.pl/przedsiębiorczosc/_referaty/sesja_Ila/9.pdf
- Stefański M. (2007a), *Gwarantowanie depozytów w bankach*, w: J.L. Bednarczyk, A. Szyguła (red.), *System bankowy a gospodarka. Perspektywy Polski, Białorusi i Ukrainy*, Wyższa Szkoła Umiejętności im. St. Staszica, Kielce.
- Stefański M. (2007b), *Ujawnianie informacji*, „Gazeta Bankowa”, nr 21, s. 14–18.
- Urząd Statystyczny w Bydgoszczy (2006), *Województwo kujawsko-pomorskie 2006*, Bydgoszcz.
- Zaleska M. (2007), *System gwarantowania depozytów*, w: M. Zaleska (red.), *Współczesna bankowość*, tom 1, Difin, Warszawa.
- Zdanowicz B. (2007), *Podstawowe dylematy i kryteria wyboru formuły systemu gwarantowania depozytów w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank”, nr 1 (34).

Liberalizacja przepływów kapitałowych – korzyści i zagrożenia

Capital Account Liberalization – Benefits and Costs

*Małgorzata Janicka**

pierwsza wersja: 2 listopada 2007 r., ostateczna wersja: 11 lutego 2008 r., akceptacja: 26 lutego 2008 r.

Streszczenie

Jednym z najistotniejszych elementów globalizacji rynków finansowych jest liberalizacja przepływów kapitałowych. Włączanie się kraju w struktury międzynarodowego rynku finansowego niesie korzyści, ale także zagrożenia. Znosząc ograniczenia w stosunku do przepływów kapitałowych, kraje oczekują przede wszystkim zdynamizowania rozwoju gospodarczego zarówno w wymiarze ilościowym (postrzeganym poprzez pryzmat wzrostu gospodarczego), jak i jakościowym (wzrost poziomu konkurencji na rynku). Likwidacja ograniczeń oznacza jednak pojawienie się również zagrożeń, z których najistotniejsze to możliwość zachwiania stabilności finansowej kraju. Celem artykułu jest przedstawienie kosztów i korzyści, które mogą stać się udziałem kraju dokonującego liberalizacji przepływów kapitałowych.

Słowa kluczowe: globalizacja, rynki finansowe, liberalizacja przepływów kapitałowych

Abstract

One of the most important elements of financial markets' globalization is capital account liberalization. Joining the international financial markets can bring both benefits and costs to the given country. Having removed obstacles to the free flow of capital countries expect a more dynamic economic development in quantitative (owing to economic growth) and qualitative (a more competitive environment) aspects. Eliminating the remaining barriers leads, however, to the possibility of some distortions in the economy coming out, the loss of financial stability being the most important. The main aim of the paper is the presentation of benefits and costs which may appear in the country introducing capital account liberalization.

Keywords: globalization, financial markets, capital account liberalization

JEL: F21, F32, F43, G15

* Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, e-mail: mjanicka@uni.lodz.pl

1. Wstęp

Koniec lat 90. przyniósł ożywioną dyskusję dotyczącą zasadności dokonywania pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych. Rewizji została poddana doktryna szybkiej likwidacji istniejących barier, stanowiąca jeden z fundamentów tzw. drugiej fali globalizacji rynków finansowych. Bezpośrednią przyczyną jej weryfikacji była seria kryzysów walutowych, która przetoczyła się przez gospodarkę światową w latach 1997–1998. Tym samym poddany został dyskusji uniwersalny, wydawało się, wniosek płynący z teorii neoklasycznej, zgodnie z którym kraj znoszący ograniczenia w przepływie środków finansowych zawsze odnosi korzyści z tego tytułu. Okazało się, że liberalizacja przepływów kapitałowych może przynieść nie tylko korzyści, ale i zagrożenia, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się.

Celem artykułu jest przedstawienie potencjalnych korzyści i zagrożeń, które mogą stać się udziałem kraju dokonującego liberalizacji przepływów kapitałowych. W drugiej części artykułu zostały przedstawione wybrane (ze względu na ich dużą liczbę) wyniki badań empirycznych dotyczących wpływu liberalizacji przepływów kapitałowych na wzrost gospodarczy kraju dokonującego takiej liberalizacji. Zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego uznawane jest za główną korzyść z liberalizacji, stąd temu zagadnieniu poświęcono dużo uwagi. Trzecia część opracowania zawiera charakterystykę korzyści „częstkowych” mogących stać się następstwem liberalizacji, kolejna zaś prezentuje zagrożenia wiążące się ze znoszeniem ograniczeń nałożonych na przepływy kapitałowe w danym kraju. W ostatniej części artykułu podjęto polemikę z często pojawiającym się twierdzeniem, że najistotniejszym kosztem liberalizacji przepływów kapitałowych jest możliwość wybuchu kryzysu walutowego. Całość zamknięto podsumowaniem.

2. Liberalizacja przepływu kapitału a wzrost gospodarczy

Swoboda przepływu kapitału między krajami oznacza możliwość nieskrępowanego dokonywania przez podmioty z tych krajów płatności zagranicznych z wszelkich tytułów, wynikających zarówno z transakcji przeprowadzanych w ramach obrotów bieżących, jak i kapitałowych (Oręziak 1999, s. 43). Zgodnie z powszechnie stosowaną nomenklaturą Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) ogół przepływów kapitałowych notowanych w bilansie płatniczym klasyfikowany jest na rachunku obrotów bieżących (*current account*) oraz na rachunku obrotów finansowych i kapitałowych (*capital and financial account*). Liberalizacja przepływu kapitału w ramach obrotów bieżących została już w gospodarce światowej dokonana i ta kwestia nie podlega

dalszym rozważaniom. Proces znoszenia ograniczeń w zakresie obrotów kapitałowych nie został jeszcze zakończony, choć jest znacznie zaawansowany. W tym miejscu konieczne jest wyjaśnienie dotyczące przyjętego w artykule nazewnictwa. Jak wskazano, zgodnie z klasyfikacją MFW oprócz obrotów bieżących wyróżnia się obroty finansowe i kapitałowe. Do transakcji klasyfikowanych jako kapitałowe zaliczane są transfery kapitałowe (w tym m.in. rządowe oraz związane z migracją osób) czy transakcje dotyczące aktywów niefinansowych bądź nieprodukcyjnych (np. zakup marek, patentów, umowy dzierżawy ziemi). Na rachunku obrotów finansowych notowane są natomiast transakcje w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji pośrednich (portfelowych), innych inwestycji (m.in. kredyty, pożyczki, depozyty) i aktywów rezerwowych (tj. złoto monetarne, SDR, aktywa zagraniczne). Taka klasyfikacja została wprowadzona przez MFW w 1993 r. (IMF 1993). Wcześniej transakcje określane obecnie jako „finansowe” nazywane były „kapitałowymi”. Mimo tej zmiany nadal funkcjonuje powszechnie określenie „obroty kapitałowe”. Oznacza to, że praktycznie w całej literaturze ekonomicznej poświęconej problematyce przepływów kapitałowych używane jest nieprawidłowe nazewnictwo. Problem ten dostrzega MFW, który obecnie pracuje nad nowelizacją (szóstą edycją) „Balance of Payments Manual”¹, zachowując jednak wprowadzoną w piątej edycji klasyfikację obrotów finansowych i kapitałowych. Niniejszy artykuł dotyczy kwestii liberalizacji obrotów finansowych. Aby jednak stosowana w nim terminologia była zbieżna z powszechnie stosowaną, w artykule będzie konsekwentnie używany termin „obroty kapitałowe”. W innym przypadku poważnie utrudniona byłaby prezentacja wyników badań, których autorzy używają pojęcia „obroty kapitałowe”, mając faktycznie na myśli „obroty finansowe”. Gwoli ścisłości trzeba jeszcze dodać, że liberalizacja obrotów kapitałowych obejmuje wyłącznie transakcje w zakresie inwestycji bezpośrednich, inwestycji pośrednich i pozostałych inwestycji, nie dotyczy zaś transferów rezerw międzynarodowych. Z punktu widzenia liberalizacji przepływów kapitałowych istotny jest podział inwestycji ze względu na czas zaangażowania środków finansowych na danym rynku. Najogólniej rzecz ujmując, inwestycje do 1 roku uważane są za krótkoterminowe, a inwestycje powyżej 1 roku – za długoterminowe. Inwestycje bezpośrednie, ze względu na swój charakter, postrzegane są wyłącznie jako inwestycje długoterminowe. Inwestycje portfelowe mogą mieć charakter zarówno krótko-, jak i długoterminowy. Przeprowadzenie wyraźnej granicy między nimi niekiedy może być jednak trudne (np. zakup obligacji 10-letnich przez inwestora, który odsprzeda je innemu podmiotowi przed upływem roku – choć instrument finansowy ma charakter długoterminowy, samą inwestycję trzeba uznać za krótkoterminową). Podobnie wygląda sytuacja z innymi inwestycjami – kredyty także mogą mieć

¹ Szerzej na ten temat: IMF (2007).

charakter krótko- lub długoterminowy. Jak widać z powyższej krótkiej charakterystyki, w ramach obrotów kapitałowych mieści się ogromna różnorodność transakcji, które mogą wywierać różny wpływ na gospodarki krajów kapitałodawców i kapitałobiorców.

Szukając uzasadnienia liberalizacji przepływów kapitałowych na gruncie teoretycznym, badacze odwołują się przede wszystkim do teorii neoklasycznej. Istotną trudność z interpretacją płynących z niej wniosków wynika m.in. stąd, że kapitał traktowany tu jako czynnik produkcji postrzegany jest jako zasób homogeniczny. Oznacza to, że przepływ kapitału widziany jest przez pryzmat zwiększenia potencjału inwestycyjnego kraju, do którego napływa, bez uwzględnienia innych możliwości (np. napływ krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego). Teoria neoklasyczna opiera się na założeniu istotnie utrudniającym praktyczne wykorzystanie płynących z niej wniosków. Ma ona charakter statyczny, rozważane są tylko dwa kraje znacznie różniące się wyposażeniem w kapitał, co powoduje istotną różnicę w jego cenie, nie oddziałują inne czynniki zewnętrzne, istnieje doskonała konkurencja i pełne wykorzystanie czynników produkcji. W teorii neoklasycznej rynki są efektywne i nie występuje zjawisko asymetrii informacji. Zniesienie ograniczeń w przepływach kapitału między krajami powoduje przepływ środków finansowych, zmianę zasobów kapitału w krajach i wyrównanie się cen kapitału bądź zmniejszenie zróżnicowania tych cen (wzrost ceny w kraju nadwyżkowym, spadek ceny w kraju deficytowym). Zgodnie z teorią neoklasyczną uwolnienie przepływu środków finansowych oznacza korzyści dla krajów dokonujących liberalizacji i dla całej gospodarki światowej (szerzej: Misala 2005; Molle 2000; Czarzyńska, Śledziwska 2003).

W skali gospodarki światowej, jeśli przyjąć, że stanowi ona układ krajów powiązanych wzajemnymi zależnościami, liberalizacja przepływu kapitału powinna się przyczynić do lepszej alokacji kapitału, wzrostu dobrobytu i eliminacji nieefektywnych elementów systemu. Według teorii neoklasycznej również częściowa liberalizacja przepływów kapitałowych powoduje wzrost dobrobytu netto w skali światowej. Z punktu widzenia gospodarki światowej każde pogłębienie liberalizacji jest korzystne i pożądane, a ewentualne zaburzenia funkcjonowania gospodarek części krajów mogą być uznane za działanie „oczyszczające” system z niesprawnych elementów.

Modele oparte na teorii neoklasycznej wskazują, że na liberalizacji obrotów kapitałowych zyskują zarówno kraje bardziej, jak i mniej zasobne w kapitał. Również w nich następuje wzrost dobrobytu netto, czyli liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do ich wzrostu gospodarczego². Pozytywny wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy uznawany jest za główny ar-

gument na rzecz liberalizacji oraz największą korzyść z liberalizacji. Od wielu lat ekonomiści próbują empirycznie zweryfikować jego zasadność, jednak uzyskiwane przez nich rezultaty nie pozwalają na wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. Jak zauważają B. Eichengreen i D. Leblang (2002, Abstract), „Przelano dużo atramentu badając związki między liberalizacją obrotów kapitałowych i wzrostem [gospodarczym]”, a dyskusja nadal pozostaje nierozstrzygnięta. Badania analizujące wpływ liberalizacji przepływu kapitału na wzrost gospodarczy były i są prowadzone w wielu ośrodkach naukowych, stąd nie jest możliwe przytoczenie na łamach niniejszego artykułu rezultatów nie tylko wszystkich, ale nawet większości z nich. W związku z powyższym w artykule przytoczono wnioski z badań prowadzonych przez ekonomistów we współpracy bądź pod egidą znanych i uznanych instytucji lub organizacji, tj.: National Bureau of Economic Research (NBER), International Monetary Fund (IMF) czy European Central Bank (ECB). Badania te można uznać za reprezentatywne ze względu na fakt, że ich autorzy są jednocześnie pracownikami naukowymi różnych ośrodków akademickich, w ramach których prowadzą niezależne prace badawcze.

Porównanie wyników dokonanych badań jest bardzo trudne, ponieważ:

- 1) badania obejmują różne grupy krajów, zarówno ze względu na liczbę badanych krajów (mniej lub więcej), jak i ze względu na poziom ich rozwoju (rozwinęte i rozwijające się);
- 2) badania dotyczą różnych okresów (wynika to głównie, jak wskazują sami autorzy, z dostępności danych);
- 3) nie ma uniwersalnego wskaźnika „otwarcia” kraju na przepływy kapitałowe; badacze wykorzystują w związku z tym różne wskaźniki (por. Janicka 2007);
- 4) w badaniach uwzględniane są różne zmienne – nie tylko wzrost PKB, ale np. spadek śmiertelności niemowląt czy jakość instytucji finansowych;
- 5) badania dotyczą różnych kategorii przepływów kapitałowych – część bada szeroko rozumiane przepływy kapitałowe, część np. bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) czy zagraniczne inwestycje portfelowe.

W tej sytuacji wskazanie, wyniki których badań są wiarygodne, jest co najmniej utrudnione, jeśli w ogóle możliwe. Prezentacja wyników badań siłą rzeczy przyjmuje postać opisowego zestawienia, które wskazuje, jaki układ „elementów” z powyżej listy został wybrany przez poszczególnych autorów i jakie w związku z powyższym uzyskali rezultaty. Co ważne, nie sposób dokonać najprostszego podziału dychotomicznego na badania potwierdzające istnienie badanej zależności, bądź jej nie znajdujące. Wynika to z faktu, że np. część badaczy znajduje związek w przypadku krajów rozwiniętych, a nie znajduje w przypadku krajów rozwijających się, bądź potwierdza jego istnienie w krajach rozwijających się, ale tylko wówczas, gdy spełnione są dodatkowe warunki (np. jakość systemu finansowego jest wysoka).

² Pojęcie „wzrost dobrobytu” jest znacznie szersze od pojęcia „wzrost gospodarczy”. Dobrobyt jest zwykle szacowany z punktu widzenia jednostki i niekoniecznie jest równoznaczny ze wzrostem zamożności tej jednostki. Ponieważ trudno wymiernie zdefiniować wzrost subiektywnego zadowolenia jednostki, przyjęto, że w związku z powszechnie występującym wzrostem zadowolenia wiążącym się ze zwiększeniem zamożności, wzrost gospodarczy można uznać za niedoskonały miernik wzrostu dobrobytu.

Poniżej zostaną zaprezentowane rezultaty wybranych badań wraz z krótką charakterystyką przyjętych założeń i badanych parametrów.

Trudno dokonać obiektywnego przeglądu istniejących prac poświęconych badaniu wpływu liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy dokonywanego kraju. Nie sposób bowiem wyodrębnić kryteriów, które mogłyby ów obiektywizm zagwarantować. Gdyby kierować się liczbą odniesień do danej pracy (tzw. wskaźnikiem cytowań) niewątpliwie na jednym z pierwszych, jeśli nie na pierwszym miejscu, należałoby umieścić pracę D. Rodrika (1998), która przytaczana jest w zdecydowanej większości opracowań dotyczących tego tematu. D. Rodrik przebadał próbę 100 krajów rozwiniętych i rozwijających się w latach 1975–1989 i nie znalazł potwierdzenia występowania badanej zależności. „Nie ma dowodu w danych, że kraje nie nakładające ograniczeń na przepływy kapitału rosną szybciej, inwestują więcej³ i mają niższą inflację.” (Rodrik 1999, s. 8). Zdaniem Rodrika, o ile potencjalne zagrożenia związane z liberalizacją są niepodważalne (możliwość masowego wycofywania się inwestorów z danego rynku, zagrożenie wybuchem kryzysu walutowego), o tyle brak bezspornych dowodów na istnienie pozytywnego związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym. D. Rodrik zbadał kształtowanie się zależności między liberalizacją przepływów kapitałowych a trzema wskaźnikami odzwierciedlającymi stan gospodarki danego kraju – PKB *per capita*, udziałem inwestycji w PKB i inflacją. Każdy z tych wskaźników został wyznaczony jako średnia arytmetyczna badanych wielkości z lat 1975–1989. Wskaźnik liberalizacji przepływów kapitałowych został oznaczony jako proporcja liczby lat, podczas których w danym kraju nie było restrykcji w zakresie przepływów kapitałowych, do całego badanego okresu. W badaniu wykorzystano także zmienne kontrolne, tj. wartość początkową PKB *per capita*, wartość początkową wskaźnika edukacji średniej, wskaźnik jakości instytucji rządowych oraz zmienne regionalne dla Azji Wschodniej, Ameryki Łacińskiej i Afryki Subsaharyjskiej. Zgodnie z komentarzem samego D. Rodrika wynik badania może być zniekształcony przez to, że istnieje istotny związek pomiędzy znoszeniem barier w zakresie przepływu kapitału a sytuacją gospodarczą krajów. Im lepsza jest ta sytuacja, tym bardziej skłonne są te kraje do otwierania się na przepływy kapitału. Tym samym bardziej otwarte stają się te kraje, które już w momencie rozpoczęcia znoszenia ograniczeń mają korzystne wskaźniki poddawane badaniu. Mamy więc do czynienia ze swoistym sprzężeniem zwrotnym – znoszenie barier może stymulować wzrost gospodarczy, ale i sam poziom wzrostu gospodarczego sprzyja znoszeniu tychże. Uzu-

pełniając zastrzeżenia Rodnika, warto też wspomnieć o niedoskonałości wykorzystanego w badaniach miernika otwartości kraju na przepływy kapitałowe. Jak wskazał sam autor, chodzi o lata, w których w kraju nie było restrykcji w zakresie przepływów kapitałowych (*the proportion of years for which the capital account was free of restrictions*), tj. okres 1975–1989, przy czym dane zostały zaczerpnięte z bazy danych MFW. Tymczasem w tym okresie MFW dostarczał dość nieprecyzyjnych danych na ten temat. Chodzi szczególnie o stopień dezagregacji transakcji notowanych na rachunku obrotów kapitałowych oraz fakt, że dane dotyczyły ograniczeń nakładanych na transakcje rezydentów, pomijając nie-rezydentów. Te niedogodności spowodowały reformę klasyfikacji MFW w 1995 r. Od 1996 r. ukazuje się ona w nowej formie, co skutkuje niemożnością porównywania wcześniejszych okresów. Oznacza to, że dane użyte w badaniu mogą nie odzwierciedlać faktycznej otwartości krajów. Warto ponadto zauważyć, że lata 1975–1989 z punktu widzenia liberalizacji przepływu kapitału są o tyle dyskusyjne, że w przypadku krajów rozwijających się *gros* działań liberalizacyjnych przypada na przełom lat 80. i 90. Połowę lat 70., będącą okresem przejściowym między systemem z Bretton Woods a systemem wielodewizowym, trudno uznać za dobry punkt wyjścia prowadzonych analiz. Trudno także uznać za korzystny wybór roku ich zakończenia – 1989. Nie został bowiem uwzględniony okres dużo istotniejszy z punktu widzenia celu badań, trwający od 1990 r. (kiedy wystąpiły kryzysy walutowe i szerzej – finansowe, wpływające na gospodarki doświadczających ich krajów). Trzeba także zauważyć, że D. Rodrik należy do przeciwników szybkiej i bezwarunkowej liberalizacji rachunku obrotów kapitałowych, czemu dawał i daje wyraz w licznych publikacjach (1999; 2004; 2006).

Podobnie jak D. Rodrik, także A. Kraay (1998) nie znalazł jednoznacznego potwierdzenia wpływu liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy. A. Kraay poddał weryfikacji dwie hipotezy, które w założeniu mają wyjaśniać niemożność empirycznego udowodnienia występowania takiej zależności. Według pierwszej hipotezy wszelkie korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych są niwelowane przez większą zmienność parametrów ekonomicznych gospodarki będącą następstwem liberalizacji (zmiany te działają w różnych kierunkach, stąd ostateczne skutki mogą niwelować pozytywny wpływ liberalizacji). Według drugiej hipotezy korzyści takie mogą wystąpić tylko w tych krajach, które prowadzą przejrzystą i wiarygodną politykę oraz mają stabilny i rozwinięty system instytucjonalny. Jak wskazuje Kraay, jednym z najistotniejszych problemów pojawiających się w badaniu jest brak dobrego miernika otwartości kraju na przepływy kapitałowe. Najczęściej wykorzystywany wskaźnik konstruowany jest na podstawie danych MFW jako zmienna 0/1 (0 – brak restrykcji, 1 – istnienie restrykcji) i w gruncie rzeczy

³ Istnienie zależności między napływem kapitału a wzrostem inwestycji krajowych wykazali A. Mody i A.P. Murshid (2002). Zauważyli jednak, że wzrost integracji danego kraju ze światowym rynkiem finansowym powoduje osłabienie tej relacji, wywołane m.in. zmianą struktury napływających kapitałów i wzrostem wypływu kapitału.

wskazuje raczej na obecność barier, a nie mierzy ich intensywność. Jego główną zaletą jest to, że dane w układzie rocznym dostępne są dla dużej liczby krajów. Kolejny wskaźnik, który wykorzystał Kraay, został skonstruowany przez D. Quinna (także na podstawie danych MFW) i jest dużo dokładniejszy – mierzy natężenie kontroli w dziewięciostopniowej skali: 0; 0,5; 1; 1,5; 2; 2,5; 3; 3,5; 4 (gdzie 0 oznacza brak ograniczeń, a 4 – najwyższy stopień restrykcyjności) i różnicza ograniczenia stosowane wobec rezydentów i nierezydentów. Ma jednak istotną wadę – dotyczy tylko 65 krajów (21 rozwiniętych i 44 rozwijających się) w trzech wybranych latach – 1958, 1973 i 1988. Ostatni wskaźnik wykorzystany przez Kraay’a to wskaźnik ilościowy – suma napływających do danego kraju i wypływających z niego inwestycji bezpośrednich, portfelowych i innych inwestycji notowanych na rachunku obrotów finansowych w stosunku do PKB badanego kraju. Wykorzystując wskazane mierniki, Kraay przebadał 117 krajów w latach 1985–1997. Podobnie jak D. Rodrik, także Kraay zbadał wpływ liberalizacji przepływu kapitału na trzy główne zmienne – wzrost PKB *per capita*, udział inwestycji w PKB i inflację (zmienne kontrolne – PKB *per capita* wg PPP, wzrost populacji, wskaźnik średniej edukacji). Zgodnie z uzyskanymi przez niego rezultatami nie ma dowodów na to, że kraje bardziej otwarte na przepływy kapitałowe mają wyższą stopę wzrostu PKB i więcej inwestują. Nie ma także potwierdzenia zasadności pierwszej hipotezy, że zmienność przepływów kapitałowych (która mogłaby niwelować pozytywne efekty liberalizacji) jest większa w krajach o większej otwartości finansowej. Podobnie jest w przypadku drugiej hipotezy – także brakuje dowodów na istnienie zależności między skutkami liberalizacji a jakością systemu instytucjonalnego kraju, który takiej liberalizacji dokonuje. Jak zauważa Kraay, wyniki jego badań nie potwierdzają braku zależności między liberalizacją a badanymi zmiennymi. Dowodzą jedynie, że dostępne mierniki otwartości są wysoce niedoskonałe i ich wykorzystanie w konstruowanych modelach nie pozwala stwierdzić, że wpływ liberalizacji na wzrost, inwestycje i inflację jest istotnie różny od zera.

Za „klasyka” badań zależności między liberalizacją przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym należy także uznać D. Quinna, twórcę jednego ze wskaźników otwartości, zwanego od jego nazwiska *Quinn*. Pierwsze rezultaty badań Quinn opublikował w 1997 r. wraz z zasadami konstrukcji wskaźnika (Quinn 1997). Znalazł wówczas istotny i pozytywny związek między liberalizacją obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym. Kolejne badania podjął we współpracy z M. Toyodą (2006). W badaniach tych został także wykorzystany wskaźnik *Quinn* (sam Quinn nazywa go *CAPITAL*). Przebadane zostały 94 kraje w latach 1955–2004. Podobnie jak we wcześniejszych badaniach okazało się, że liberalizacja przepływów kapitałowych wywiera pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy za-

równo w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się. Co więcej, Quinn i Toyoda powtórzyli w pracy badania przeprowadzane przez innych ekonomistów, którzy nie znaleźli związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym, wykorzystując swój wskaźnik (w miejsce powszechnie stosowanego wskaźnika 0/1 MFW) i stosując swoje metody badawcze. Okazało się, że zmiana wskaźnika doprowadziła do całkiem innych rezultatów. Np. D. Rodrik nie potwierdził istnienia związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym, D. Quinn wykorzystując metodę Rodrika i wskaźnik *CAPITAL*, dowiódł istnienia takiego związku. Jak zauważa Quinn powtórzenie badania Rodrika z wykorzystaniem użytego przez niego wskaźnika doprowadziło go jednak do takich samych rezultatów, jakie uzyskał Rodrik – brak statystycznie istotnej relacji między badanymi wielkościami. Ten przykład pokazuje, jak ważny z punktu widzenia rezultatów prowadzonych badań jest wybór metody pomiaru otwartości kraju na przepływy kapitałowe.

Niejednoznaczne rezultaty badań uzyskali M. Klein i G. Olivei (1999). Otrzymane przez nich wyniki wskazują na istnienie zależności między otwarciem rachunku obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, jak jednak zaznaczają, zależność ta została dowiedziona dla krajów rozwiniętych (należących do OECD), natomiast brak jej potwierdzenia dla krajów rozwijających się. Klein i Olivei przebadali 93 kraje w latach 1986–1995 i 1975–1995. W badaniach wykorzystali wskaźnik użyty wcześniej przez Rodrika – korzystając z danych MFW, wyodrębnili dla każdego kraju lata, w których przepływy na rachunku obrotów kapitałowych nie były obłożone restrykcjami, i odnieśli liczbę tych lat do liczby lat trwania badanych okresów. Klein i Olivei zbadali wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy poprzez wzrost tzw. głębokości finansowej danego kraju (*financial depth*), którą zdefiniowali jako dostępne zasoby kapitału inwestycyjnego. Zgodnie z uzyskanymi przez nich wynikami wzrost głębokości finansowej jest ważnym stimulatorem wzrostu gospodarczego. Nie są to jednak jedyne wnioski. Ich zdaniem – przeciwnie do przytoczonych powyżej wniosków A. Kraay’a – pozytywny wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych może wystąpić jedynie w sytuacji odpowiednio wysokiego poziomu rozwoju instytucjonalnego krajów w wielu dziedzinach – gospodarczej, prawnej i społecznej. Zdaniem Kleina i Olivei tylko kraje rozwinięte mogą czerpać znaczne korzyści ze znoszenia barier w przepływach kapitałowych, znajdujące odzwierciedlenie w większej dynamice ich wzrostu gospodarczego. W przypadku krajów rozwijających się nie ma dowodów na istnienie takiej zależności. Podobne wnioski uzyskał sam Klein (2005) w późniejszych badaniach.

Wnioski Kleina i Olivei potwierdziły się w badaniach prowadzonych przez S. Edwardsa (2001). Zdaniem Edwardsa pozytywne skutki otwarcia rachunku obrotów kapitałowych pojawiają się tylko wtedy, gdy

kraj dokonujący liberalizacji osiągnie odpowiedni poziom rozwoju gospodarczego. Wyniki prowadzonych przez Edwardsa badań wskazują, że dla krajów o niskim stopniu rozwoju finansowego (*financial development*)⁴ otwarcie rachunku obrotów kapitałowych może mieć negatywne konsekwencje. Edwards przebadł próbę 61 krajów (21 rozwiniętych i 40 rozwijających się) w latach 1975–1997. Podzielił kraje na 6 grup wg klasyfikacji MFW: kraje uprzemysłowione, kraje afrykańskie, kraje azjatyckie, nieuprzemysłowione kraje europejskie i kraje Ameryki Łacińskiej. Ponadto dokonał dezagregacji przepływów kapitałowych na trzy kategorie: bezpośrednie inwestycje zagraniczne, przepływy o charakterze dłużnym oraz inne przepływy (głównie własnościowych papierów wartościowych). W badaniach Edwards wykorzystał wskaźniki jakościowe skonstruowane na podstawie danych MFW (w tym wskaźnik Quinna).

Poszerzone badanie zależności występującej między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym znalazło się w pracy C. Artety, B. Eichengreena i Ch. Wyplosza (AEW) (2001). Potwierdzili oni istnienie takiego związku. Uzyskane przez nich rezultaty różniły się jednak w zależności od tego, w jaki sposób mierzono otwartość rachunku kapitałowego oraz jak dokonywano badania. W przeciwieństwie do M. Kleina i G. Olivei oraz S. Edwardsa wspomniani autorzy wykazali, że pozytywny wpływ liberalizacji obrotów kapitałowych na wzrost gospodarczy w krajach wysoko rozwiniętych jest słabo dowiedziony, podobnie jak znaczenie „głębokości” finansowej i rozwoju finansowego krajów z punktu widzenia badanej zależności. Wskazali, że na wyniki badań w dużym stopniu wpływa sposób w jaki mierzy się otwartość kraju na przepływy kapitałowe (co potwierdzają badania Quinna), i sposób, w jaki badana jest zależność (np. jakie zmienne są wykorzystywane w badaniu). Zdaniem AEW dużo większe znaczenie niż poziom rozwoju systemu finansowego ma jakość szeroko rozumianych instytucji w kraju dokonującym liberalizacji (w ujęciu gospodarczym, politycznym i społecznym). Przeprowadzone badania pozwoliły im także stwierdzić, że korelacja między liberalizacją przepływów kapitałów a wzrostem gospodarczym występuje z większym natężeniem w przypadku, gdy otwarcie kraju ma także inny wymiar prócz finansowego (np. handlowy). Autorzy wskazali dwa możliwe wyjaśnienia tej zależności: (1) na wzrost gospodarczy wpływa sekwencja działań liberalizacyjnych w zakresie handlu i finansów, (2) liberalizacja handlowa przed finansową oznacza, że przed otwarciem rachunku kapitałowego w danym kraju usunięte zostały główne problemy makroekonomiczne.

B. McLean i S. Shrestha (2002) zbadali próbę 40 krajów (20 rozwiniętych i 20 rozwijających się) w latach

1976–1995. Wybór krajów i okresu został podyktowany dostępnością danych. Podobnie jak Edwards dokonali dezagregacji przepływów kapitałowych, doszli do odmiennych wniosków. Ich zdaniem zagraniczne inwestycje bezpośrednie, jak i inwestycje portfelowe sprzyjają wzrostowi gospodarczemu, a wpływ zagranicznych kredytów bankowych na wzrost gospodarczy jest negatywny (kredyty zagraniczne okazały się najbardziej zmienną formą przepływów ze wszystkich badanych). Przeprowadzone przez nich badania nie potwierdziły także istnienia zależności między jakością krajowych instytucji, w tym instytucji finansowych, a wzrostem gospodarczym. Jednak jak zauważyli sami autorzy, „może to być konsekwencją niekompletnych i nieprecyzyjnych mierników, nie zaś wynikać z braku rzeczywistego wpływu tych instytucji” (McLean, Shrestha 2002, s. 18).

Interesujące wnioski znalazły się w pracy M. Fratzschera i M. Bussiere (2004), którzy postawili pytanie, dlaczego wyniki badań różnych autorów badających relacje między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym są tak rozbieżne. Ich zdaniem głównym powodem trudności ze znalezieniem jednoznacznej relacji jest istnienie zmiennych skutków liberalizacji w okresie krótkim, średnim i długim. Zgodnie z uzyskanymi przez nich rezultatami badań kraje przeżywają „boom” inwestycyjny w ciągu pierwszych pięciu lat po liberalizacji. Napływają do nich wówczas kredyty, inwestycje bezpośrednie i portfelowe. Po upływie tego czasu, w okresie średnim i długim, wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy zależy przede wszystkim od dwóch parametrów – jakości instytucji i struktury napływającego kapitału. Można więc mówić o istnieniu „efektu otwarcia”, czyli zwiększonym napływem kapitału do danego kraju tuż po zniesieniu barier napływ hamujących. Dzięki temu rośnie potencjał inwestycyjny kraju, a to przyczynia się do zdynamizowania jego wzrostu gospodarczego. Pierwsza faza zwiększonego napływu kapitału kończy się jednak po około pięciu latach; po tym okresie zaczyna napływać relatywnie mniej kapitału. O ile mniej – to zależy przede wszystkim od poziomu rozwoju instytucjonalnego kraju. Od tego czynnika jest także zależna struktura napływającego kapitału (czy napływają preferowane inwestycje bezpośrednie, czy kapitały krótkoterminowe). Fratzscher i Bussiere zwrócili więc uwagę na istotny aspekt liberalizacji przepływów kapitałowych, którego nie badali inni autorzy – zmienność w czasie wpływu liberalizacji na wzrost gospodarczy. W okresie tuż po otwarciu związek ten może być znacznie silniejszy niż później.

Reasumując, przeprowadzone dotąd badania nie potwierdziły jednoznacznie występowania ścisłej zależności między liberalizacją przepływów kapitałowych a wzrostem gospodarczym, ale też nie wykluczyły jej istnienia. D. Rodrik i A. Kraay nie znaleźli takiej zależności bez względu na poziom rozwoju gospodarczego badanych krajów. D. Quinn wręcz przeciwnie – potwierdził

⁴ S. Edwards używa pojęcia „rozwój finansowy”, jednak treść jego pracy nie pozostawia wątpliwości, że rzecz dotyczy rozwoju szeroko pojętego systemu finansowego. Pojęcie „rozwój finansowy” jest węższe i odnosi się raczej do rozwoju ilościowego rynków kapitałowego i kredytowego w danym kraju.

jej istnienie zarówno w przypadku krajów rozwijających się, jak i rozwiniętych. Pozostali autorzy nie wyciągnęli już tak jednoznacznych wniosków. Wskazali, że wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na wzrost gospodarczy może być jednak uzależniony od poziomu rozwoju gospodarczo-społecznego kraju bądź od struktury napływającego kapitału. Kraje rozwijające się mogą odczuć mniej pozytywne lub wręcz negatywne skutki takiego otwarcia. Jak zauważyli cytowani wcześniej B. McLean i S. Shrestha, trzeba bardzo ostrożnie interpretować uzyskiwane wyniki badań i nie traktować braku silnego statystycznego związku między liberalizacją a wzrostem jako argumentu przeciw liberalizacji przepływu kapitału. Rozbieżności uzyskanych rezultatów mogą bowiem wynikać z niedoskonałości samych badań i ich ograniczonej porównywalności. Bardzo istotnym problemem jest także brak kompletnych danych, szczególnie w przypadku krajów rozwijających się.

H. Edison, M. Klein, L. Ricci i T. Slok (2004) zebrali w swojej pracy rezultaty wybranych badań dotyczących wpływu liberalizacji przepływu kapitału na wzrost gospodarczy. Nie zdołali jednak wyciągnąć z tego zestawienia żadnych konkretnych wniosków, które pozwoliłyby określić, czy badany związek występuje, czy nie. Jak stwierdzili, „konsekwencje i zasadność liberalizacji obrotów kapitałowych wśród krajów rozwijających się pozostaną tematem dyskusji w najbliższej przyszłości” (s. 251). Czy w tej sytuacji można mówić o braku empirycznej weryfikacji teorii neoklasycznej w tym względzie? Osobiście nie użyłabym takiego sformułowania. Jak wskazują autorzy badań, stosowane przez nich metody obwarowane są wieloma ograniczeniami. Stwierdzenie, że jednoznacznie empirycznie udowodniono istnienie związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym bądź zaprzeczono mu, wymagałoby w tej sytuacji wielkiej odwagi. Jedno nie ulega wątpliwości: bez względu na to, który nurt badań będzie przeważał – potwierdzający istnienie zależności czy przeczący mu – płynące z nich wnioski nie zatrzymają procesów globalizacji i integracji rynków finansowych. I raczej nie wpłyną na decyzje krajów dotyczące znoszenia barier w przepływach kapitału.

3. Korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych

Jak wskazano powyżej, brak możliwości udowodnienia bezspornego związku między liberalizacją obrotów kapitałowych a wzrostem gospodarczym nie podważa zasadności liberalizacji. Niesie ona także inne korzyści, które w ostatecznym rozrachunku przyczyniają się do wzrostu gospodarczego krajów i powodują, że znoszą one ograniczenia w przepływie kapitału. Oto najczęściej wskazywane korzyści:

1. *Liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwia optymalną alokację kapitału.* Całkowite zniesienie

barier, przy założeniu, że rynki finansowe są efektywne i nie występują inne bariery ograniczające przepływy kapitałowe, powinno prowadzić do przemieszczania się kapitału do potencjalnie najbardziej zyskownych przedsięwzięć⁵. Czy jednak zniesienie restrykcji w przepływie kapitału oznacza, że napływający kapitał rzeczywiście jest kierowany do najbardziej zyskownych zastosowań? Próbę odpowiedzi na to pytanie podjęli A. Abiad, N. Oomes i K. Ueda (2004). Zbadali oni wahania stóp zwrotu z inwestycji w firmach działających w krajach o różnym poziomie liberalizacji finansowej. Próbę badawczą stanowiło łącznie 413 firm z Indii, Jordanii, Korei Płd. Malezji i Tajlandii; badany okres to lata 1980–1994. Zgodnie z przyjętymi przez nich założeniami wahania te powinny być mniejsze w krajach o wyższym stopniu liberalizacji, gdzie środki inwestycyjne pozyskiwane są przez firmy przede wszystkim na rynku, niż w krajach z większą liczbą ograniczeń, gdzie środki te są rozdzielane „odgórnie” (jak wskazali autorzy – przez instytucje rządowe). Przeprowadzone badania potwierdziły istnienie badanej zależności. W krajach o niższym stopniu liberalizacji „rozrzut” stóp zwrotu był zdecydowanie większy. Abiad, Oomes i Ueda wskazali także na istotny wpływ na uzyskane rezultaty dotyczące stopnia głębokości finansowej (termin ten definiowany wcześniej przez Kleina i Olivei oznacza ilość środków finansowych dostępnych na rynku). Okazało się, że efektywność alokacji środków finansowych w danym kraju istotnie rośnie w przypadku znacznej liberalizacji finansowej. Z kolei w sytuacji wzrostu głębokości finansowej bez wzrostu liberalizacji finansowej efektywność ta albo pozostaje na tym samym poziomie, albo wręcz ulega pogorszeniu. Aby kraj odniósł korzyść z liberalizacji przepływów kapitałowych, jaką jest wzrost efektywności alokacji środków finansowych, musi być spełniony konkretny warunek – kraj ten musi się charakteryzować wysokim stopniem liberalizacji finansowej, oznaczającej m.in. ograniczenie roli rządu w dystrybucji środków inwestycyjnych i deregulację rynku finansowego. Liberalizacja przepływów kapitałowych przy niskim poziomie liberalizacji finansowej wewnątrz danego kraju nie jest warunkiem wystarczającym takiego wzrostu.

2. *Zniesienie ograniczeń w przepływach kapitałowych umożliwia krajom rozwijającym się skorzystanie z dodatkowych źródeł kapitału inwestycyjnego.* Faktu tego nie potwierdzają jednak badania przeprowadzone przez J. Aizenmana, B. Pinto i A. Radziwiłła (2004). Nie znaleźli oni dowodów na istotną zmianę stóp finansowania⁶ (*financing ratios*) w krajach rozwijających się w ciągu ostatnich lat, a właśnie wtedy *gros* tych krajów zintensyfikowało działania liberalizacyjne. Średnia stopa

⁵ Zniesienie barier w przepływie kapitału przyczyni się do napływu inwestycji do danego kraju tylko wówczas, gdy stopa zwrotu w tym kraju jest wyższa od średniej światowej.

⁶ Przez pojęcie stopy finansowania autorzy przytaczanego opracowania rozumieją wzrost napływu kapitału netto do danego kraju, czyli rosnące zasilenie kraju zagranicznymi środkami inwestycyjnymi.

samofinansowania w tych krajach wyniosła około 90% i była stała w latach 90., niezależnie od skali liberalizacji finansowej. Ponadto kraje z wyższą stopą samofinansowania miały wyższą stopę wzrostu gospodarczego niż kraje z niższą stopą samofinansowania. Zgodnie z wnioskami ww. autorów pogłębianie integracji finansowej nie oznaczało pojawienia się istotnego źródła finansowania dla krajów rozwijających się.

3. *W wyniku liberalizacji powinien się zmniejszyć koszt kapitału dla firm.* Potwierdzają to badania prowadzone przez P.B. Henry'ego (2000). Henry przebadął próbę 11 krajów rozwijających się i wykazał, że w 9 z nich stopa inwestycji wzrosła w stosunku do okresu przed liberalizacją już w pierwszym roku od momentu zniesienia barier przepływu własnościowych papierów wartościowych, w drugim roku w 10 z badanych krajów, a w trzecim roku – w 8 krajach. Otwarcie rynku własnościowych papierów wartościowych na kapitał zagraniczny przez kraje rozwijające się spowodowało także istotny wzrost (o 22 punkty procentowe) napływu prywatnych inwestycji do tych krajów w ciągu trzech lat od momentu liberalizacji. Oznacza to, że powiększyła się baza kapitałowa krajów i zgodnie z teorią możliwy stał się spadek ceny kapitału. Co ciekawe, rezultaty badań uzyskane przez Henry'ego pozostają w pewnej sprzeczności z wnioskami cytowanych Aizenmana, Pinto i Radziwiła, którzy w krajach rozwijających się nie dostrzegli wzrostu wolumenu środków inwestycyjnych po liberalizacji.

4. *Liberalizacja umożliwia krajom skorzystanie z zagranicznych oszczędności i „wyrównanie” konsumpcji w sytuacji spadku dochodów w danym kraju,* będącego rezultatem np. szoków asymetrycznych w danej gospodarce. Ekonomisci wskazują, że w tym wypadku występuje tzw. wymiana międzyokresowa spowodowana zróżnicowaniem preferencji odnośnie do czasu wykorzystania i płynności dysponowania środkami finansowymi w różnych krajach. Starzejące się społeczeństwa więcej oszczędzają, stąd też zamieszkwane przez nie kraje często dysponują nadwyżką na rachunku obrotów bieżących. Nadwyżka ta może być czasowo „udostępniona” rozwijającym się gospodarkom cierpiącym na niedobór środków finansowych bądź gospodarkom przeżywającym spadek poziomu konsumpcji (Fisher, Reisen 1992, s. 7).

5. *Za korzyść płynącą z liberalizacji można też uznać lepsze wykorzystanie dostępnych zasobów krajowych.* Korzyść ta zwykle wiąże się z napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego gospodarki dzięki, czemu rośnie konkurencja na rynku, co ostatecznie powinno spowodować poprawę efektywności działania firm krajowych. Należy pamiętać, że napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do sektora produkcyjnego oznacza nie tylko napływ środków finansowych, ale także nowych technologii, wiedzy, form organizacji produkcji itp. Wpływ bezpośrednich

inwestycji zagranicznych na gospodarkę kraju przyjmującego jest wielokierunkowy i znacznie wykracza daleko poza wymiar finansowy, a także poza przedmiot rozważań niniejszego artykułu.

6. *Istotną korzyścią jest możliwość dywersyfikacji inwestycji.* Liberalizacja umożliwia dokonywanie inwestycji w skali globalnej, dzięki czemu inwestorzy mogą konstruować portfele w zależności od preferencji, nieograniczani barierami natury prawnej. Z dywersyfikacją inwestycji łączy się możliwość dywersyfikacji ryzyka – ryzyko inwestycyjne nie jest kumulowane na jednym rynku.

7. *Liberalizacja obrotów kapitałowych przyczynia się do rozwoju systemu finansowego⁷ krajów otwierających swoje rynki.* Badania empiryczne potwierdziły także istnienie związku przyczynowo-skutkowego między stanem rozwoju systemu finansowego a stopą akumulacji kapitału w danym kraju (Tsuru 2000, s. 14). Wskazuje się, że wraz z napływem środków finansowych do danego kraju „napływają” też oddziały i filie zagranicznych instytucji finansowych, których działalność powoduje zmiany w krajowym systemie finansowym na skutek rosnącej konkurencji⁸ (restrukturyzację krajowego systemu finansowego, wprowadzenie światowych norm i standardów działania tego systemu itp.). Korzyść ta, choć często wymieniana przy okazji dyskusji nt. liberalizacji przepływów kapitałowych, jest jednak dyskusyjna. Obecność i działalność zagranicznych instytucji finansowych jest bowiem wynikiem nie tyle liberalizacji przepływów kapitałowych, ile liberalizacji usług finansowych.

8. *Uważa się, że liberalizacja przyczynia się do dyscyplinowania rządów w zakresie prowadzenia polityki monetarnej i fiskalnej.* Kraje starają się także stworzyć jak najlepsze warunki prawno-ekonomiczne, by przyciągnąć kapitały inwestycyjne. Badania w tym zakresie prowadzili I. Tytell i S.-J. Wei (2005). Otrzymane przez nich rezultaty nie są jednoznaczne – globalizacja finansowa (w tym liberalizacja przepływów kapitałowych) zdaje się skłaniać kraje do prowadzenia zdyscyplinowanej polityki monetarnej skutkującej niską stopą inflacji, lecz nie przyczynia się do prowadzenia równie zdyscyplinowanej polityki fiskalnej (brak jest związku między liberalizacją przepływu kapitału a redukcją deficytów budżetowych krajów, które jej dokonują).

Liberalizacja przepływów kapitałowych jest także istotnym elementem pogłębiania współpracy gospodarczej między krajami w erze globalizacji rynków finansowych. Stanowi warunek integracji rynków finansowych, będącej jednym z najistotniejszych czynników zacieśniania integracji na płaszczyźnie walutowej. Po-

⁷ Szeroko problem ten przebadał R. Levine (2004).

⁸ Jak wskazują B. Fischer i H. Reisen (1992, s. 7), „Korzyści z rosnącej konkurencji [na rynku – dop. aut.] mogą być nawet ważniejsze niż statyczne zyski będące rezultatem integracji finansowej”. Jeśli w wyniku otwarcia rynku wzrośnie konkurencja pomiędzy pośrednikami finansowymi, będzie to oznaczało spadek marży pośredników, spadek kosztów dla kapitałobiorców i wzrost zysków dla kapitałodawców.

kazuje to przykład sekwencji działań podjętych w celu utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej w ramach Unii Europejskiej. Warunkiem koniecznym, choć niewystarczającym przejścia do trzeciego etapu integracji było zniesienie wszelkich barier w przepływach kapitału w krajach Unii Europejskiej (kraje, które nie są członkami Unii Gospodarczej i Walutowej, mają status krajów członkowskich z derogacją). Utrzymanie takich barier byłoby sprzeczne z ideą tworzenia obszarów jednawalutowych.

Oprócz potencjalnych korzyści pojawiają się też często dwa argumenty na rzecz liberalizacji:

1. Wszystkie kraje wysoko rozwinięte mają zliberalizowane rynki kapitału, wobec tego wszystkie pozostałe także powinny to uczynić. „Liberalizacja obrotów kapitałowych jest nieuniknionym krokiem na ścieżce międzynarodowego rozwoju [...]. Poza tym wszystkie najbardziej rozwinięte gospodarki świata mają zliberalizowane obroty kapitałowe”. (Fisher 2002, s. 2) Te słowa S. Fischera trudno uznać za przekonujący argument na rzecz liberalizacji, niemniej jednak oddają one panujące w krajach wysoko rozwiniętych przekonanie, że droga wytyczana przez te kraje jest wzorcem postępowania dla pozostałych krajów gospodarki światowej. Przeciwnością się temu pogładowi J. Williamson (2006), który wręcz uważa, że liberalizacja bywa niekiedy narzucana niechętnym jej krajom. J. Williamson przytacza konkretny przykład - Indii, które są poddane presji na zniesienie barier w przepływach kapitału. Tymczasem jego zdaniem szybkie i pełne zniesienie istniejących w tym zakresie ograniczeń mogłoby nie być korzystne dla Indii.

2. Zasadność otwarcia rynków kapitałowych wynika z zasadności otwarcia rynków towarowych. Ponieważ liberalizacja obrotów towarowych jest korzystna dla przeprowadzających ją krajów, korzystna musi być również liberalizacja obrotów kapitałowych. Kapitał w tym przypadku postrzegany jest jako swoisty „towar”, a do uzasadnienia liberalizacji wykorzystuje się teorię wolnego handlu⁹.

Korzyści z liberalizacji przepływów kapitałowych są wielorakie. Napływ kapitału do krajów rozwijających się oznacza nie tylko zasilenie ich gospodarek nowymi środkami inwestycyjnymi, ale także istotnie wpływa na sposób ich funkcjonowania. Skutki napływu kapitału wywołanego liberalizacją objawiają się z różnym natężeniem w różnym czasie w różnych krajach. Oprócz ilościowych bardzo istotne są skutki jakościowe, które nie poddają się bezpośredniej kwantyfikacji, jednak powodują zmiany ilościowe w przyszłości. Np. napływ kapitału powoduje przebudowę systemu finansowego danego kraju. Sprawniejszy i bardziej konkurencyjny system finansowy przyciąga kolejne kapitały, które stają się podstawą jego rozwoju gospodarczego. Kraj otwierający

się na przepływy kapitałowe musi prowadzić zdrową i przejrzystą politykę finansową, w przeciwnym razie traci wiarygodność na międzynarodowym rynku finansowym, co grozi m.in. wycofywaniem kapitału, zmianą struktury inwestycji (np. przewaga krótkoterminowych inwestycji portfelowych nad bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi) czy podniesieniem ceny kapitału ze względu na wzrost ryzyka inwestycyjnego. Występuje tu swoiste sprzężenie zwrotne – napływ kapitału wywołany likwidacją ograniczeń wywołuje efekty jakościowe, które następnie przyciągają kolejne kapitały itd. Liberalizacja przepływu kapitału wpływa też na sferę produkcyjno-usługową danej gospodarki. Analiza natężenia i kierunku zmian w tej sferze, wywołanych liberalizacją, obejmuje bardzo rozległy obszar badawczy (przy czym największy wpływ na tę sferę wywierają przepływy w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, gdzie środki finansowe stanowią tylko jeden z elementów składowych). Ze względu na obszerność i interdyscyplinarność tematykę koniecznych badań wątek ten nie będzie rozwijany w niniejszym artykule.

4. Zagrożenia towarzyszące liberalizacji przepływów kapitałowych

Liberalizacja przepływów kapitałowych może być, jak zauważają P. Henry i P. Lorentzen (2003, s. 2), „mieszanym błogosławieństwem” dla wielu krajów: oprócz oczekiwanych korzyści występują także potencjalne zagrożenia z nią związane. Decyzja o liberalizacji przepływu kapitału powinna zostać poprzedzona wnikliwymi analizami możliwych następstw i podjęta przez dany kraj wtedy, gdy oczekiwane zyski przewyższają ryzyko. W innym przypadku brak dla niej racjonalnego uzasadnienia.

Za jednego z największych przeciwników pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych można uznać J. Stiglitz, współtwórcę teorii asymetrii informacji. J. Stiglitz nie tylko podważa główne założenia, na których opiera się teoria neoklasyczna leżąca u podstaw procesów liberalizacji, ale także wskazuje na niemożność zastosowania wniosków płynących z tej teorii, dotyczących swobody przepływu towarów, do swobody przepływu środków finansowych. Trzeba jednak zaznaczyć, że J. Stiglitz występuje przeciwko pełnej liberalizacji przepływów o konkretnym charakterze – krótkoterminowym. Uważa, że przyczyniają się one do destabilizacji rynków finansowych i, w odróżnieniu od bezpośrednich inwestycji zagranicznych nie wpływają na poprawę sytuacji gospodarczej kraju dokonującego liberalizacji. Argumenty przytaczane przez J. Stiglitz (2000; 2004) są następujące:

1. Zwolennicy liberalizacji obrotów kapitałowych opierają swoje przekonanie o ich zasadności, korzystając z dorobku teorii neoklasycznej zakładającej efektywność rynków i postrzegającej liberalizację obrotów kapitało-

⁹ Uzasadnienie takie prezentują monetaryści. Zdaniem keynesistów prowadzenie polityki wolnego handlu i pełnego zatrudnienia wyklucza możliwość liberalizacji przepływów kapitałowych w skali globalnej (por. Singh 2002, s. 7–8).

wych analogicznie do liberalizacji obrotów towarowych. Natura kapitału finansowego wyklucza zaś taką paralelę. Podobnego zdania jest D. Rodrik (1998, s. 4), który wskazuje, że „jest fundamentalna różnica w sposobie funkcjonowania rynku w tych dwóch obszarach”. Jego zdaniem, choć rynki towarowe trudno uznać za rynki funkcjonujące zgodnie z założeniami modelu neoklasycznego, są one jednak w znacznym stopniu efektywne i przewidywalne. Rynki finansowe są fundamentalnie odmienne (występuje na nich np. zjawisko asymetrii informacji czy terminowe „niedopasowanie” zobowiązań, które często bywają krótkoterminowe, i aktywów o charakterze długoterminowym). W związku z powyższym poszukiwanie wspólnych teoretycznych postaw rynków towarowego i finansowego jest bezzasadne.

2. Nie ma dowodów występowania zależności między stopniem liberalizacji przepływu kapitału a wzrostem gospodarczym (co wskazano wcześniej).

3. Błędem jest stwierdzenie, że liberalizacja przepływu kapitału przyczynia się do wyrównania stopy konsumpcji w kraju znajdującym się w „dolnej” fazie cyklu koniunkturalnego (kraj, który chce utrzymać stały poziom konsumpcji, korzysta z zasobów zagranicznych w sytuacji zmniejszenia się dostępnych zasobów krajowych). Kiedy koniunktura w kraju ulega pogorszeniu, często pogarsza się także jego wiarygodność kredytowa, a w tej sytuacji naturalnym działaniem inwestorów jest wycofywanie się z rynku (szczególnie w przypadku inwestycji krótkoterminowych), co może nawet skutkować zagrożeniem stabilności finansowej kraju.

4. Kraje są zachęcane do liberalizacji przepływu kapitału, ponieważ otwarcie takie powinno przyczynić się do powiększenia ich bazy kapitałowej. Tymczasem częstym problemem powstającym w wyniku liberalizacji jest odpływ kapitałów z rynku, czyli zubożenie tej bazy.

5. Błędny jest także pogląd, że liberalizacja przepływu kapitału „wymusza” prowadzenie wiarygodnej i zdyscyplinowanej polityki makroekonomicznej. Stwierdzenie to może być prawdziwe w przypadku bezpośrednich inwestycji zagranicznych, jednak w odniesieniu do kapitału krótkookresowego – nie. Wręcz przeciwnie – duża ruchliwość tego kapitału przyczynia się do utrudnień w prowadzeniu stabilnej polityki makroekonomicznej.

6. Uwolnienie przepływów kapitałowych może, w sytuacji niedostatecznego przygotowania kraju w zakresie regulacji i nadzoru systemu finansowego, doprowadzić do wybuchu kryzysu walutowego, a także kryzysu finansowego. Jak wskazuje J. Stiglitz, w krajach Azji Wschodniej w latach 1996–1997 wartość przepływów kapitałowych wyniosła około 105 mld USD¹⁰, czyli ponad 10% łącznego PKB tych krajów. Dla porównania – gdyby USA doświadczyły przepływów o

podobnej wielkości, oznaczałoby to przepływ kapitału na amerykańskim rynku finansowym o wartości ponad 1 bln USD. Można przypuszczać, że nawet USA miałyby problem z neutralizacją wpływu tak dużych obrotów kapitałowych na gospodarkę (Stiglitz 2000, s. 1076).

Reasumując, zdaniem J. Stiglitz liberalizacja przepływów kapitałowych, szczególnie o charakterze krótkoterminowym, może oznaczać dla kraju zwiększone ryzyko zaburzeń w jego systemie finansowym, które nie jest kompensowane korzyściami z liberalizacji. W tej sytuacji wywieranie na kraje rozwijające się presji na pełne uwolnienie przepływów kapitałowych jest nie tylko bezzasadne, ale może być dla nich wręcz szkodliwe.

J. Stiglitz w zdecydowanej większości publikacji analizuje zagrożenia wynikające wyłącznie z napływu kapitału do danego kraju, pomijając zagrożenia związane z jego odpływem. Zagrożający stabilności odpływ kapitału jest, zdaniem J. Stiglitz, konsekwencją jego wcześniejszego nadmiernego napływu. Tymczasem choć taka sekwencja rozwoju wydarzeń jest najczęściej spotykana, nie jest ona regułą. Liberalizacja przepływu kapitału może także przyczynić się do zubożenia krajowej bazy kapitałowej, niekoniecznie zaś musi oznaczać zwiększone wahania napływu kapitału zagranicznego na rynek krajowy, co zresztą sam Stiglitz wskazuje jako potencjalny koszt liberalizacji.

W. Molle (2000, s. 222–223) dokonał próby zebrania wiążących argumentów na rzecz ograniczania swobody przepływu kapitału, zarówno w zakresie eksportu, jak i importu:

1. Wielkość bazy kapitałowej kraju jest jednym z najistotniejszych czynników jego rozwoju. W tej sytuacji nie należy pozwolić na wypływ kapitału, gdyż wzmocni to gospodarki innych krajów ze szkodą dla własnej.

2. Nadmierny eksport kapitału może przyczynić się do straty krajowych rezerw dewizowych.

3. Niekontrolowane przepływy kapitału mogą istotnie zakłócać proces osiągnięcia równowagi zewnętrznej i wewnętrznej. Znaczne przepływy kapitału wpływają bowiem na poziom kursu walutowego, a przez to na konkurencyjność kraju na rynku międzynarodowym, oraz na wysokość stopy procentowej, co istotnie utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej sprzyjającej utrzymywaniu równowagi wewnętrznej w kraju.

4. Wbrew teorii neoklasycznej swobodne przemieszczanie się kapitału nie prowadzi do jego optymalnej alokacji, ale do koncentracji w krajach o dużym i zasobnym rynku kapitałowym, podczas gdy kraje rozwijające się cierpią na jego niedobór¹¹.

Podobnego zadania podjęli się Ch. Gilbert, G. Irvin i D. Vines (2000). Ich zdaniem do najczęściej spotykanych

¹⁰ Napływ netto prywatnych kapitałów do pięciu krajów Azji (Korea Pł., Indonezja, Malezja, Tajlandia, Filipiny) wyniósł w 1996 r. 93 mld USD, zaś odpływ netto rok później (1997) – 12,1 mld USD, co daje zmianę w ciągu jednego roku w wysokości 105 mld USD. Por. D. Rodrik (1998, str. 1-2)

¹¹ Ta niespójność teorii i praktyki znana jest jako tzw. paradoks Lucasa. W 1990 r. R. Lucas opublikował wyniki badań, w których wykazał, że wbrew wnioskowi płynącemu z teorii neoklasycznej kapitał nie przepływa z krajów bogatych (nawyżkowych) do biedniejszych (deficytowych), lecz krąży głównie między krajami wysoko rozwiniętymi (bogatymi). Rozpoczął tym samym trwającą do chwili obecnej dyskusję nad przyczynami tego stanu rzeczy (zob. np. Alfaro et al. 2005).

argumentów przeciw pełnej liberalizacji przepływu kapitału można zaliczyć (s. 4–5)¹²:

1. Trudności z prowadzeniem polityki makroekonomicznej wynikające z ograniczenia możliwości niezależnego kształtowania poziomu krajowej stopy procentowej.

2. Trudności z prowadzeniem polityki kursowej. Liberalizacja przepływów kapitałowych oznacza konieczność rezygnacji z prowadzenia przez kraj polityki kursu stałego, tymczasem taka właśnie polityka często jest prowadzona przez kraje rozwijające się.

3. Możliwość zmniejszenia się „bazy” podatkowej kraju. Liberalizacja przepływu kapitału oznacza, że w przypadku obowiązywania w danym kraju relatywnie wysokich podatków inwestorzy mogą przenosić kapitały za granicę, co zmniejsza wpływy podatkowe do budżetu.

4. Niepewna skala realnych zysków wynikająca z braku „twardych” dowodów występowania związku między liberalizacją a wzrostem gospodarczym kraju, który jej dokonuje.

5. Niewłaściwa sekwencja liberalizacji. Uważa się, że „przedwczesna” liberalizacja (przy braku szeroko zakrojonych reform w całej gospodarce) może doprowadzić do zaburzeń stabilności finansowej kraju.

Reasumując, pełna liberalizacja przepływu kapitału może oznaczać następujące koszty:

- zmniejszenie zasobów kapitału krajowego powodujące niedobór środków inwestycyjnych w gospodarce,
- ograniczone możliwości prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej, zakłócanie działań stymulujących osiąganie równowagi wewnętrznej,
- trudności z utrzymaniem pozycji konkurencyjnej na rynkach międzynarodowych,
- trudności w utrzymaniu równowagi zewnętrznej,
- zagrożenie stabilności finansowej kraju.

Analiza przyczyn ww. obaw jest utrudniona ze względu na fakt, że urzeczywistnienie powyższych zagrożeń jest rezultatem łącznego oddziaływania kilku czynników, nie zaś wyłącznie liberalizacji przepływów kapitałowych.

Kapitał krajowy, który ma stworzone korzystne warunki inwestycyjne, nie „ucieka” z rynku krajowego, lecz przemieszcza się za granicę w sytuacji np. realizowania przez firmę strategii ekspansji za granicę bądź strategii dywersyfikacji inwestycji. W tym samym czasie na rynek krajowy napływa kapitał zagraniczny, który wypełnia powstałą lukę. Słuszność tej tezy potwierdzają masowe przepływy kapitałowe między krajami wysoko rozwiniętymi, które nader rzadko doświadczają nagłych odplywów i napływów kapitału, destabilizujących ich rynki finansowe.

Trudności z utrzymaniem pozycji konkurencyjnej na rynkach zagranicznych są zwykle rezultatem zwiększonego napływu kapitału na rynek krajowy, co skutkuje aprecjacją waluty krajowej i pogorszeniem warunków działania dla eksporterów. Z drugiej strony aprecjacja waluty oznacza potanie importu, co przy obecnym procesie umiędzynarodowienia produkcji opartej w dużej mierze na importowanych półfabrykatch i surowcach może istotnie ograniczyć niekorzystne skutki umocnienia się waluty krajowej i w rezultacie pozwolić na zachowanie tej pozycji.

Zachowanie równowagi zewnętrznej w sytuacji pełnej liberalizacji przepływu kapitału uwarunkowane jest przede wszystkim stabilną sytuacją gospodarczo-polityczną danego kraju. Można wręcz zaryzykować twierdzenie, że równowaga zewnętrzna jest w znacznej mierze pochodną równowagi wewnętrznej. Ponadto coraz częściej wskazuje się na konieczność zarzucenia polityki równoważenia bilansu płatniczego jako jednego z priorytetowych celów polityki makroekonomicznej na rzecz akceptacji czasowych deficytów w krajach rozwijających się i nadwyżek w krajach rozwiniętych na skutek finansowania przez nie rozwoju krajów rozwijających się.

Jednym z często pojawiających się argumentów przeciwko pełnej liberalizacji przepływu kapitału jest ograniczenie autonomii polityki pieniężnej i zagrożenie realizacji celów polityki wewnętrznej danego kraju. Te dwa elementy traktowane są łącznie, jako że istnieje między nimi bezpośredni związek. Jednym z głównych parametrów ilościowych charakteryzujących realizację wyznaczonych celów na rynku wewnętrznym danego kraju jest wysokość stopy procentowej, wpływająca na decyzje inwestycyjne podmiotów gospodarczych. Stopa procentowa jest także jednym z głównych narzędzi prowadzenia polityki pieniężnej przez bank centralny. Liberalizacja przepływów kapitałowych w określonych warunkach może uniemożliwić prowadzenie niezależnej polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę fakt, że część krajów chce utrzymać tę niezależność, pełna liberalizacja przepływów kapitałowych jest w ich przypadku co najmniej utrudniona, jeśli nie wykluczona. Ograniczenie to wiąże się z istnieniem zależności znanej jako „trójkąt niemożliwy”, „trylemat niemożliwy”, „trylemat makroekonomiczny” (*impossible trinity*, *impossible trilemma*, *impossible triangle*, *macroeconomic trilemma*). Prowadzenie polityki makroekonomicznej w gospodarce otwartej wyklucza jednoczesną realizację trzech celów:

- stabilizowania kursu walutowego,
- dokonania pełnej liberalizacji obrotów kapitałowych,
- prowadzenia autonomicznej polityki pieniężnej.

Uwzględniając fakt, że w zdecydowanej większości przypadków kraje nie chcą rezygnować z prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej ukierunkowanej na realizację celów wewnętrznych, ich wybór zawęża się do dwóch zmiennych – albo aktywna polityka kursowa, albo liberalizacja przepływów kapitałowych. Tym samym

¹² Należy zaznaczyć, iż w publikacji tej znalazły się także korzyści płynące z liberalizacji, zaś finalny wniosek autorów jest następujący: „Liberalizacja przepływów kapitałowych może oznaczać potencjalne zyski netto, nawet dla najbardziej rozwiniętych krajów, pod warunkiem właściwej sekwencji jej wprowadzania”.

kraje, które z różnych względów przyjmują reżim kursu stałego, nie mogą jednocześnie podjąć decyzji o uwolnieniu przepływów kapitałowych.

Prawidłowość tę potwierdzają badania prowadzone przez M. Obstfelda, J. Shambaugh'a i A. Taylora (2004a; 2004b). Wykazali oni jej działanie we wszystkich trzech rodzajach międzynarodowego systemu walutowego, które funkcjonowały i funkcjonują do chwili obecnej. W systemie waluty złotej kraje prowadziły politykę kursu stałego przy pełnej mobilności kapitałów, co skutkowało utratą niezależności w prowadzonej polityce pieniężnej. Działanie zasad „trylematu” makroekonomicznego przejawiało się w tym okresie szybką transmisją zmian wysokości stóp procentowych między krajami. Podstawą systemu z Bretton Woods stała się kombinacja dwóch innych elementów: reżimu kursu stałego i autonomicznej polityki pieniężnej, co skutkowało koniecznością nałożenia ograniczeń na przepływy kapitału. Ograniczenia te izolowały rynki krajowe¹³ i umożliwiały ustalanie krajowej stopy procentowej na pożądanym poziomie. W obecnie obowiązującym systemie wielowalutowym postępująca globalizacja rynków finansowych wymusza otwieranie rynków na przepływy finansowe, co przy chęci prowadzenia niezależnej polityki pieniężnej oznacza konieczność przyjęcia przez kraje reżimu kursu zmiennego. Działanie prawidłowości, jaką jest „trylemat” makroekonomiczny, oznacza, że kraje, które chcą niezależnie kształtować politykę pieniężną i jednocześnie stabilizować kurs walutowy (częsty *casus* krajów rozwijających się¹⁴), nie mogą podjąć decyzji o pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych, gdyż byłoby to sprzeczne z logiką systemu.

5. Czy liberalizacja przyczynia się do wybuchu kryzysu?

Wśród często pojawiających się argumentów przeciw pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych jest obawa przed destabilizacją systemu finansowego, której skrajnym przejawem jest pojawienie się kryzysu walutowego. Wzrost poziomu zagrożenia związanego z utratą stabilności finansowej jest często wymieniany jako naj-

wiekszy koszt liberalizacji przepływów kapitałowych, który muszą zaakceptować kraje w zamian za dostęp do międzynarodowych rynków finansowych.

Pojawienie się kryzysu walutowego oznacza zakłócenie bądź uniemożliwienie sprawnego działania systemu finansowego. Precyzyjne zdefiniowanie pojęcia „kryzys walutowy” jest bardzo trudne ze względu na złożoność tego zjawiska. Zdaniem J. Sulmickiego (2000, s. 458) istotą kryzysu walutowego jest nagła utrata zaufania międzynarodowych rynków finansowych do stabilności kursu danej waluty wraz z oczekiwaniem na jej szybką i nieuchronną dewaluację. Następstwem utraty zaufania inwestorów jest wycofywanie przez nich kapitałów z danego rynku, co skutkuje spadkiem realnej wartości waluty krajowej. Znaczny spadek wartości tej waluty może wywołać kolejne niekorzystne zjawisko: pozbywanie się waluty tego kraju przez jego rezydentów. W rezultacie w zależności od reżimu kursowego obowiązującego w kraju albo bank centralny podejmuje próbę obrony kursu waluty (dzieje się tak zwykle w systemie kursu stałego, warunkiem koniecznym jest posiadanie przez kraj zasobu rezerw dewizowych umożliwiającego takie działanie), albo rynkowa wartość waluty gwałtownie spada, co oznacza masowy odwrót od tej waluty i dalszą presję na spadek jej wartości. Należy zauważyć, że w systemie kursu zmiennego bank centralny może także podjąć próbę interwencji na rynku walutowym w celu stabilizowania kursu waluty, jednak interwencja taka nie jest w tym przypadku wymagana. G. Kaminsky, S. Lizondo i C. Reinhart (1998, s. 7) przytaczają różne definicje kryzysu walutowego przyjmowane przez różnych badaczy. Kryzys walutowy bywa utożsamiany z dewaluacją, przy czym część badań obejmuje tylko przypadki rzadko występujących dewaluacji o dużej skali, a część także mniejsze i częściej przeprowadzane dewaluacje. Niektórzy badacze przyjmują szerszą definicję kryzysu, rozumiejąc przez to pojęcie także przypadki zakończonych porażką ataków spekulacyjnych, które wprawdzie nie doprowadziły do dewaluacji, ale spowodowały znaczny wzrost krajowej stopy procentowej lub (i) istotny spadek rezerw walutowych. H. Edison (2000, s. 2) określił kryzys walutowy jako epizod, podczas którego atak na kurs waluty prowadzi do jej nagłej, gwałtownej deprecjacji, dużego spadku rezerw walutowych lub kombinacji obu tych elementów. W odróżnieniu od grupy definicji o charakterze jakościowym J. Frankel i A. Rose (1996, s. 2–4) podjęli próbę określenia konkretnych wskaźników progowych, wyznaczających początek kryzysu walutowego. Według nich za kryzys walutowy należy uznać co najmniej 25-procentową deprecjację nominalnego kursu walutowego, przy czym musi być o co najmniej 10 punktów procentowych wyższa od wcześniejszej deprecjacji (chodzi tu nie tylko o „głębokość” deprecjacji, ale także o przedział czasu, w którym nastąpiła. Jeśli spadek wartości waluty miał miejsce w długim okresie, trudno mówić o kryzysie). Jako walutę od-

¹³ Efektywność ograniczeń nakładanych na przepływy kapitałowe jest równie dyskusyjnym zagadnieniem jak występowanie zależności między wzrostem gospodarczym a liberalizacją tych przepływów. Prowadzone badania empiryczne także nie dają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy nakładanie ograniczeń pozwala krajowi zrealizować cele będące podstawą tej decyzji.

¹⁴ Choć jak wskazuje Prezes FED B. Bernanke (2004), kraje rozwijające także powinny prowadzić politykę kursu zmiennego (gdyż jego zdaniem niedogodności z nim związane można przezwyciężyć przy zliberalizowanych obrotach kapitałowych, a stabilność gospodarczą osiągać, walcząc z inflacją, czyli prowadząc aktywną politykę pieniężną).

Stanowisko to jest dyskusyjne, gdyż wprowadzenie kursu zmiennego wymaga pewnej dojrzałości rynku walutowego w danym kraju. Oznacza, że przejście z reżimu kursu stałego do reżimu kursu zmiennego nie jest jedynie rezultatem „dobrej woli” tego kraju, lecz przede wszystkim pochodną istniejącej sytuacji gospodarczej i poziomu rozwoju jego rynku walutowego (por. Dattagupta et al. 2005).

niesienia przyjęli oni dolara amerykańskiego, ponieważ kraje, które poddali badaniom, związały swoje waluty właśnie z dolarem amerykańskim.

Przytoczone definicje są jedynie częścią funkcjonujących w literaturze przedmiotu, nie sposób jednak arbitralnie wskazać, która z nich najlepiej oddaje istotę problemu. Wszystkie mają ważny punkt wspólny – wskazują, że kryzys walutowy to nagła i głęboka deprecjacja kursu danej waluty, której następstwami często są dewaluacja (w systemie kursu stałego) i głęboki spadek poziomu rezerw dewizowych. Konsekwencjami kryzysu walutowego są utrata równowagi zewnętrznej przez kraj oraz (często) pojawienie się całej sekwencji kryzysów na innych rynkach. Sekwencja występowania kryzysów może być różna. Jeśli np. kryzys walutowy jest następstwem kryzysu bankowego, zjawiska kryzysowe mogą się przenieść np. na rynek papierów wartościowych czy na rynek nieruchomości. Często między wskazanymi kryzysami występuje sprzężenie zwrotne – kryzysy na różnych rynkach oddziałują na siebie wzajemnie i wzajemnie się stymulują.

Badania nad przyczynami i naturą kryzysów walutowych prowadzone są od lat w wielu ośrodkach naukowych. Wynikiem tych badań są powstanie i rozwój teorii kryzysów walutowych. Teorię tę można określić jako zbudowaną „na zapotrzebowanie”. Wysoce negatywny wpływ, jaki wywiera wybuch kryzysu na gospodarkę krajową i światową, powoduje nie tylko potrzebę znalezienia przyczyn tego zjawiska, ale także określenia wskaźników zwiększania się prawdopodobieństwa pojawienia się kryzysu i wyjaśnienia mechanizmów tworzenia się kryzysu. Teoria kryzysów walutowych rozwijała się i nadal rozwija wraz z pojawianiem się kolejnych ognisk kryzysów w gospodarce światowej, których przyczyn nie zdołały wyjaśnić wcześniejsze modele. Do chwili obecnej powstały modele teoretyczne pierwszej, drugiej i trzeciej generacji. Przedmiotem niniejszego artykułu nie jest jednak analiza teoretycznych uwarunkowań wybuchu kryzysu czy dyskusja na temat przebiegu kryzysów w poszczególnych krajach. Istotna jest natomiast odpowiedź na pytanie: czy pojawianie się kryzysów walutowych może być uznane za bezpośrednie następstwo liberalizacji przepływu kapitału.

Nie sposób zaprzeczyć, że jak już wskazano na wstępie, odwrót od doktryny szybkiej liberalizacji przepływów kapitałowych nastąpił właśnie po serii kryzysów, które przetoczyły się przez gospodarkę światową pod koniec lat 90. Ponieważ bezpośrednią i spektakularną przyczyną wybuchu kryzysu były masowe przepływy finansowe destabilizujące rynek walutowy danego kraju, liberalizacja przepływów kapitałowych wydawała się z oczywistych względów główną siłą sprawczą kryzysów. Rozumowanie takie trudno jednak uznać za zasadne, nie dostrzega bowiem rzeczywistej przyczyny zaistniałej sytuacji. W sytuacji „zamknięcia” gospodarki i braku wymienialności waluty (w skrajnym przypadku zarówno

transakcje kapitałowe, jak i transakcje bieżące poddane są kontroli) kryzys walutowy nie może wystąpić *ex definitione*, bez względu na to, co się w tej gospodarce dzieje. Powiązanie wystąpienia kryzysu z liberalizacją jest więc bardzo wygodnym wytłumaczeniem dla władz kraju, w którym kryzys wystąpił – to nie ich decyzje są powodem kryzysu, lecz liberalizacja. Przykłady dotychczasowych kryzysów pozwalają jednak na identyfikację *ex post* istotności czynników o charakterze gospodarczym. Kryzysy walutowe są następstwem splotu wydarzeń występujących w gospodarkach poszczególnych krajów i ich otoczeniu zewnętrznym, natomiast przepływy kapitału są konkretną i widoczną reakcją inwestorów na te wydarzenia i stąd niesłusznie postrzega się je za główną przyczynę wybuchu kryzysów. Opinia taka powoduje, że część ekonomistów powraca do idei utrzymywania lub wprowadzania ograniczeń w przepływach kapitału. Trudno jednak w dobie postępującej globalizacji rynków finansowych zalecać nakładanie takich ograniczeń jako panaceum na utrzymanie stabilności systemu finansowego w długim okresie. Takie działanie powoduje odizolowanie gospodarki danego kraju od międzynarodowego rynku finansowego i istotnie ogranicza możliwość jej wzrostu i rozwoju jakościowego. Nie likwiduje także przyczyny problemów leżącej zwykle w systemowych uwarunkowaniach działania gospodarki.

Uwolnienie przepływów kapitałowych może stać się katalizatorem wybuchu kryzysu walutowego, ale z całą pewnością liberalizacja nie powinna być uważana za główny czynnik sprawczy kryzysu. Takie postawienie sprawy oznaczałoby bowiem, że stanem optymalnym jest powrót do ograniczeń przepływu środków finansowych, ponieważ praktycznie wszystkie kraje są obecnie narażone na pojawienie się kryzysu. Pozostaje to w zasadniczej sprzeczności ze stanem faktycznym – kraje liberalizują przepływy kapitału. Nie można więc wyciągnąć prostego wniosku – kryzys walutowy jest potencjalnym kosztem liberalizacji przepływu kapitału. Choć zapewne to wyjaśnienie zadowoliłoby wielu przeciwników liberalizacji.

6. Podsumowanie

W epoce globalizacji rynków finansowych rozważanie problemu kosztów i korzyści związanych z liberalizacją przepływów kapitałowych wydaje się bezzasadne. Co więcej, zwolennicy ograniczania swobody przepływu kapitału stanowią zdecydowaną mniejszość w sytuacji, gdy większość krajów zliberalizowała już przepływy kapitałowe lub jest w trakcie tego procesu. Najbardziej znany „opozycjonista”, J. Stiglitz, występuje przeciwko pełnej liberalizacji przepływu kapitału krótkoterminowego, nie negując korzyści płynących z liberalizacji np. inwestycji bezpośrednich. Czy w klimacie powszechnej aprobaty liberalizacji przepływu kapitału wskazywanie

na zagrożenia z nią związane ma sens? Uważam, że tak. Nie ma globalizacji rynków finansowych bez swobody przepływu środków finansowych. Otwieranie się kraju na przepływy finansowe stawia go jednak w zupełnie nowej sytuacji i wymaga odpowiedniego przygotowania. W przeciwnym wypadku rośnie ryzyko związane z liberalizacją, którego kraj może nie być w pełni świadomy.

Kraje znoszą istniejące ograniczenia, oczekując w zamian konkretnych korzyści. Najważniejszą z nich jest zwiększenie dynamiki wzrostu gospodarczego. Choć brakuje mocnych empirycznych dowodów potwierdzających wpływ liberalizacji na wzrost gospodarczy, intuicja (podparta wnioskami płynącymi z teorii neoklasycznej) podpowiada, że taki związek istnieje. W przeciwnym wypadku nie byłoby zgody na liberalizację, która jest jednym z fundamentów obecnie funkcjonującego systemu wielodewizowego. Jak wskazano w artykule, korzyści z liberalizacji mogą mieć różną postać. Część

z nich przybiera formę ilościową (np. napływ kapitałów inwestycyjnych), część – jakościową (np. wzrost konkurencji na rynku). Liberalizacja nie oznacza samych pozytywnych. Gdyby tak było, tocząca się dyskusja na temat korzyści i kosztów liberalizacji byłaby bezzasadna z jednego prostego powodu – żaden kraj nie nakładałby ograniczeń na przepływy środków finansowych. Uwzględniając ogół krajów gospodarki światowej, które zliberalizowały przepływy kapitałowe, zdecydowanie niekorzystne efekty liberalizacji pojawiły się dotąd w bardzo niewielu. Te pojedyncze przypadki trudno uznać za argument przeciw liberalizacji. Jest to jednak argument za zachowaniem ostrożności nie tylko przy podejmowaniu decyzji o znoszeniu kolejnych barier istniejących w zakresie przepływu środków finansowych, ale także w sytuacji ich ostatecznej likwidacji. Doświadczenia minionych lat wskazują bowiem, że konsekwencje braku takiej ostrożności mogą okazać się dla krajów bardzo bolesne.

Bibliografia

- Abiad A., Oomes N., Ueda K. (2004), *The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?*, "Working Paper", No. 112, IMF, Washington, D.C.
- Aizenman J., Pinto B., Radziwiłł A. (2004), *Sources for financing domestic capital – is foreign saving a viable option for developing countries?*, "Studies and Analyses", No. 288, CASE, Warsaw.
- Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. (2005), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation*, "Working Paper", No. 11901, NBER, Cambridge.
- Arteta C., Eichengreen B., Wyplosz Ch. (2001), *When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?*, "Working Paper", No. 8414, NBER, Cambridge.
- Bernanke B. (2004), *Remarks*, przemówienie na konferencji "22nd Annual Monetary Conference", 14 October, Cato Institute Washington, D.C. www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20041014/default.htm
- Czarczyńska A., Śledziwska K. (2003), *Teoria integracji europejskiej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Dottagupta R., Fernandez G., Karacadag C. (2005), *Moving to a Flexible Exchange Rate. How, When and How Fast?*, "Economic Issues", No. 38, IMF, Washington, D.C.
- Edison H.J. (2000), *Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System*, "International Finance Discussion Paper", No. 675, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.
- Edison H.J., Klein M.W., Ricci L.A., Slok T. (2004), *Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis*, "IMF Staff Papers", Vol. 51, No. 2, s. 237–238.
- Edwards S. (2001), *Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?*, "Working Paper", No. 8076, NBER, Cambridge.
- Eichengreen B., Leblang D. (2002), *Capital Account Liberalization: Was Mr. Mahathir Right?*, "Working Paper", No. 9427, NBER, Cambridge.
- Fischer B., Reisen H. (1992), *Towards Capital Account Convertibility*, "Policy Brief", No. 4, OECD Development Centre, Paris.
- Fischer S. (2002), *Liberalization of Global Financial Services*, mimeo, Institute for International Economics, <http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer060502.pdf>
- Frankel J.A., Rose A.K. (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: an Empirical Treatment*, "International Finance Discussion Paper", No. 534, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

- Fratzscher M., Bussiere M. (2004), *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, "Working Paper", No. 348, ECB, Frankfurt.
- Gilbert Ch.L., Irwin G., Vines D. (2000), *International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries*, materiał na seminarium „Capital Account Liberalization: The Developing Country Perspective”, Overseas Development Institute, <http://www.odi.org.uk/events/gilbert.pdf>
- Henry P.B. (2000), *Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms?*, "Journal of Financial Economics" Vol. 58, No. 1–2, s. 301–334.
- Henry P.B., Lorentzen P.L. (2003), *Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work*, "Working Paper", No. 197, Stanford Center for International Development, Stanford.
- IMF (1993), *Balance of Payments Manual, the Fifth Edition*, Washington, D.C.
- IMF (2007), *Draft Balance of Payments and International Investment Position Manual – March 2007*, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- Janicka M. (2007), *Wskaźniki otwartości kraju na przepływy kapitałowe w: J. Schroeder, B. Stępień (red.), Handel i finanse międzynarodowe w warunkach globalizacji*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C.M. (1998), *Leading Indicators of Currency Crises*, "IMF Staff Papers", Vol. 45, No.1, s. 1–48.
- Klein M., Olivei G. (1999), *Capital Account Liberalization, Financial Depth, And Economic Growth*, "Working Paper", No.7384, NBER, Cambridge.
- Klein M. (2005), *Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth: Theory and Evidence*, "Working Paper", No.11112, NBER, Cambridge
- Kraay A. (1998), *In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization*, mimeo, The World Bank Group http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf
- Levine R. (2004), *Finance and Growth: Theory and Evidence*, "Working Paper", No. 10766, NBER, Cambridge.
- Lucas R.E. Jr (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?*, "American Economic Review", Vol. 80, No. 2, s. 92–96.
- Małecko W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Masson P.R. (1999), *Multiple Equilibria, Contagion and the Emerging Market Crises*, "Working Paper", No. 164, IMF, Washington, D.C.
- McLean B., Shrestha S. (2002), *International Financial Liberalization and Economic Growth*, "Research Discussion Paper", No. 03, Reserve Bank of Australia, Economic Research Department, Sydney.
- Misala J. (2005), *Wymiana międzynarodowa i gospodarka światowa. Teoria i mechanizmy funkcjonowania*, SGH, Warszawa
- Mody A., Murshid A.P. (2002), *Growing Up with Capital Flows*, "Working Paper", No. 75, IMF, Washington, D.C.
- Molle W. (2000), *Ekonomia integracji europejskiej. Teoria, praktyka, polityka*, Fundacja Gospodarcza, Gdańsk
- Obstfeld M. (1994), *The Logic of Currency Crises*, "Working Paper", No. 4640, NBER, Cambridge.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. (2004a), *The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility*, "Working Paper", No. 10396, NBER, Cambridge.
- Obstfeld M., Shambaugh J.C., Taylor A.M. (2004b), *Monetary Sovereignty, Exchange Rates and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period*, "IMF Staff Papers", Vol. 51, Special Issue, s. 75–108.
- Oreziak L. (1999), *Rynek finansowy Unii Europejskiej*, TWIGGER, Warszawa.
- Quinn D.P. (1997), *The Correlates of Change in International Financial Regulation* „American Political Science Review”, Vol. 91, No. 3, s. 531–551.
- Quinn D.P., Toyoda A.M. (2006), *Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?*, mimeo, Georgetown University, McDonough School of Business, http://faculty.msb.edu/quinn/papers/capital_liberalization_growth_Dec2006.pdf
- Rodrik D. (1998), *Who Needs Capital Account Convertibility?*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>
- Rodrik D. (1999), *Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/ifa2.pdf>
- Rodrik D. (2004), *Rethinking Growth Policies in the Developing World*, mimeo, Harvard University, <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/ifa2.pdf>
- Rodrik D. (2006), *Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion?*, "Journal of Economic Literature", vol. 44, No. 4, s. 973–987 <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/papers.html>
- Singh A. (2002), *Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development*, "Working Paper", No. 245, University of Cambridge, ESRC Centre for Business Research, Cambridge.

- Stiglitz J.E. (2000), *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability* w: "World Development", Vol. 28, No. 6, s. 1075–1086.
- Stiglitz J.E. (2004), *Capital Market Liberalization, Globalization, and the IMF*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 20, No. 1, s. 57–71.
- Sulmicki J. (2000), *Ryzyko wystąpienia kryzysu finansowego nowej generacji w Polsce*, „Ekonomista”, nr 4, s. 457–481.
- Tsuru K. (2000), *Finance and Growth. Some theoretical considerations and a review of the empirical literature*, "Economic Department Working Paper", No. 228, OECD, Paris.
- Tytell I., S.-J. Wei (2005), *Global Capital Flows and National Policy Choices*, mimeo, <http://www.nber.org/%7Ewei/data/tytell&wei2005/Tytell%20Wei%207-15-05.pdf>
- Williamson J. (2006), *Why Capital Account Convertibility in India is Premature?*, "Economic and Political Weekly", 13 May, s. 1848–1850, <http://www.petersoninstitute.org/publications/papers/williamson0506.pdf>

Główne problemy polityki finansowej w rolnictwie polskim

The Main Problems of the Financial Policy in Polish Agriculture

*Jacek Kulawik**

pierwsza wersja: 15 stycznia 2008 r., ostateczna wersja: 11 lutego 2008 r., akceptacja: 21 lutego 2008 r.

Streszczenie

Podstawowym celem artykułu jest przedstawienie istoty i uwarunkowań prowadzenia polityki finansowej w polskim rolnictwie po objęciu go mechanizmami Wspólnej Polityki Rolnej Unii Europejskiej. Następnie zidentyfikowano główne wyzwania bieżące i średniookresowe stojące przed tą polityką oraz zaprezentowano jej możliwe scenariusze, jak też ich skutki dla sektora rolnego oraz całej gospodarki narodowej.

Słowa kluczowe: polityka finansowa w rolnictwie, Wspólna Polityka Rolna

Abstract

The main objective of this article is to present the principal features and conditions of pursuing financial policy in Polish agriculture after it was covered by the mechanisms of the Common Agricultural Policy. Subsequently, the article identifies the current and mid-term challenges standing before this policy and presents the possible scenarios, as well as their implications both for the agricultural sector and the whole national economy.

Keywords: financial politics in agriculture, Common Agricultural Policy

JEL: Q14, Q18

* Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej-PIB w Warszawie, e-mail: kulawikj@ierigz.waw.pl

1. Wprowadzenie

Polityka finansowa jest świadomą i ukierunkowaną działalnością ludzi i instytucji polegającą na wyznaczaniu i realizacji określonych celów za pomocą instrumentów finansowych. Polityka ta ma zatem wymiar rzeczowy (cele, strategie, instrumenty), procesowy (strategie uzgadniania interesów, rozwiązywania konfliktów, negocjowanie warunków i reguł oraz wprowadzanie przyjętych rozwiązań) oraz normatywny, a więc odwołujące się do określonej filozofii, porządku prawnoinstytucjonalnego i zespołu wartości. W bardzo wąskim znaczeniu w ekonomice rolnictwa polityka ta bywa redukowana do polityki budżetowej. Zawężenie to uznają jednak za zbyt ograniczenie perspektywy poznawczej.

Polityka finansowa jest domeną władz publicznych i znajduje odzwierciedlenie w programach partyjnych i rządowych. Podlega zatem regułom procesu i cyklu politycznego. W tym kontekście nauka może jedynie dawać pogłębione spojrzenie na analizowane zjawiska i współzależności oraz formułować pewne rekomendacje praktyczne. Wśród tych ostatnich znajdują się m.in. zasady racjonalnej polityki finansowej (realność i niesprzeczność celów, komplementarność instrumentów wobec celów, komunikowanie społeczeństwu i podmiotom gospodarczym celów oraz środków polityki finansowej, stabilność i konsekwencja regulacji oraz ich wdrażania, istnienie kompetentnych wykonawców oraz bazy materialnej). Każda polityka finansowa powinna też mieć swoją nadbudowę w postaci określonej strategii społeczno-gospodarczej i odpowiednie poparcie polityczne, a także powinna być akceptowana przez jej adresatów.

Polityka finansowa w rolnictwie musi uwzględniać charakter krajowego systemu finansowego oraz jego interakcje z otoczeniem. Powinna także respektować złożoność mechanizmu przeprowadzania reform finansowych. Uogólnione badania porównawcze pokazały, że w OECD dominuje *status quo* w zakresie reform finansowych, a trzy czynniki tworzą podstawowe siły sprawcze w odniesieniu do liberalizacji finansowej:

- 1) wystąpienie zdarzenia dyskretnego lub szoku,
- 2) „uczenie się”,
- 3) ideologia i struktura polityczno-ekonomiczna.

Badania, między innymi Giavazziego i Tabelliniego (2005) obejmujące 140 krajów za lata 1960–2000, w tym Polskę, udowodniły, że liberalizacja ekonomiczno-finansowa podwyższała wzrost gospodarczy o około 1 pkt proc., a udział inwestycji w GDP o prawie 2 pkt proc. Reformy takie często jednak podejmowano dopiero po wybuchu kryzysu ekonomicznego. Potrzebny był też pewien upływ czasu, średnio co najmniej około czterech lat, by zaczęły pojawiać się ich pierwsze pozytywne rezultaty.

Ogólnie pozytywne wyniki przynosi także otwarcie się kraju na zewnętrzne przepływy kapitału. Dzięki

łagodzeniu represji finansowej (deformacji powodowanych przez interwencjonizm państwowy), poszerzaniu możliwości dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego i poprawie oraz wzmocnieniu infrastruktury systemu finansowego liberalizacja powyższych przepływów stymuluje krajowy rozwój finansowy. Wzrost gospodarczy zaczyna wtedy przyspieszać, szczególnie w krajach średnio bogatych. Rzeczą ważną jest jednak to, by liberalizacja handlowa poprzedzała otwarcie na międzynarodowe przepływy finansowe (Martin, Rey 2006).

Liberalizacja finansowa w swym pozytywnym oddziaływaniu na gospodarkę tworzy efekty bezpośrednie. Istnieje jednak jej ciemniejsza strona, którą określa się jako efekty pośrednie. Polegają one na sprzyjaniu pojawieniu się tzw. kruchości finansowej (ang. *financial fragility*). Ogólnie jej przyczynami mogą być szoki wewnętrzne i zewnętrzne, dające nieadekwatnie duże zmiany w sferze realnej i finansowej. Jest przy tym ważne, że kruchość ta może się pojawić nawet w gospodarkach mających solidne fundamenty makroekonomiczne i instytucje. Pocięszające jest natomiast to, że kruchość i ewentualnie wywołany przez nią kryzys nie są czymś nieuchronnym w rozwoju finansowym i w polityce otwierania kraju na zewnętrzne przepływy kapitałowe (van Order 2006).

Ustaleniem efektu netto liberalizacji finansowej, a więc sumy algebraicznej jej efektu bezpośredniego i pośredniego, ostatnio zajmowali się Rancière, Tornell i Westermann (2006). Z ich badań empirycznych (63 kraje za lata 1980–2002) jasno wynika, że efekt netto liberalizacji jest zdecydowanie pozytywny w sensie przyspieszenia stopy wzrostu PKB *per capita*. Z kolei wśród czynników, które najsilniej zwiększały kruchość finansową i zagrożenie kryzysem, należy wymienić zbyt mocny kurs waluty krajowej, wysoką inflację i, niestety, otwartość handlową.

Projektowanie i prowadzenie polityki finansowej w dowolnym sektorze musi uwzględniać także sytuację otoczenia prawnoinstytucjonalnego. Badania nad tym problemem są coraz intensywniejsze. Wynika z nich m.in., że wolność ekonomiczna, przestrzeganie praw własności, niepreregulowanie gospodarki, mała korupcja, przejrzystość i egzekwowalność kontraktów stabilizują systemy finansowe a przez to wnoszą pozytywny wkład do rozwoju społeczno-ekonomicznego (Beck et al. 2005; 2006).

W analizie i rozumieniu polityki finansowej w rolnictwie należałoby się również odwołać do zależności między charakterem ustroju politycznego a efektywnością i dynamiką gospodarki. Dotychczasowe badania empiryczne pokazują, że przejście do ustroju demokratycznego (liberalizacja polityczna) wywierało wyraźnie mniejszy wpływ na inwestycje i wzrost niż w przypadku liberalizacji ekonomiczno-finansowej. Obydwie formy liberalizacji oddziaływały natomiast pozytywnie na jakość rządzenia i zmniejszały poziom ko-

rupcji. Zależności te są jednak dość słabe i nie zawsze wytrzymują proces testowania statystycznej istotności (Rodrik, Wacziarg 2005; Person, Tabellini 2006).

Interesującym poznawczo i ważnym praktycznie wątkiem we wszelkiej polityce finansowej jest wsparcie odpowiednimi funduszami obszarów peryferyjnych, słabiej rozwiniętych, którymi najczęściej są obszary wiejskie. Jeśli chodzi o kapitał komercyjny, to trzeba stwierdzić, że występuje tu ostra konkurencja między regionami, która może nawet doprowadzić do zaniżania standardów socjalnych i środowiskowych, by tylko pozyskać inwestorów zewnętrznych. Sytuację tę w literaturze określa się jako *a race to the bottom*. Bardzo często prowadzi ona do przeinwestowania (Cai, Treismann 2005). Pomimo tego zagrożenia bardzo często wysuwa się argument, że wyścig ten ma sens, gdyż zmusza władze lokalne i regionalne do zmniejszania korupcji i marnotrawstwa oraz do większej dbałości o bardziej zróżnicowany rozwój. Ponieważ w praktyce regiony i rejony są silnie zróżnicowane pod względem położenia przyrodniczego, społecznego i ekonomicznego, czyli pewnego rodzaju dziedzictwa, a rynki finansowe są niedoskonałe, w rzeczywistości komercyjny kapitał zewnętrzny preferuje przede wszystkim regiony już zasobne i dalej dynamicznie się rozwijające. Otwiera się w ten sposób pole do rozważnej interwencji władz publicznych, np. w formie wsparcia funduszami europejskimi. Jest ono z reguły dość efektywne, gdy różnice między regionami nie są zbyt duże. W przeciwnym razie efektywność takiej pomocy może być niska.

Artykuł składa się ze wstępu, czterech rozdziałów oraz podsumowania.

W rozdziale drugim scharakteryzowano politykę finansową w ramach Wspólnej Polityki Rolnej UE, w trzecim zaś dokonano przeglądu dylematów w polityce finansowej w rolnictwie polskim i unijnym. Rozdział czwarty z kolei to prezentacja różnych modeli funkcjonowania rolnictwa oraz prowadzonej w nim polityki finansowej. Rozdział piąty poświęcony jest perspektywom finansowania polskiego rolnictwa.

2. Finansowe aspekty Wspólnej Polityki Rolnej (WPR)

Ponieważ krajowa polityka rolna po akcesji do UE została zdominowana przez filozofię, mechanizmy i instrumenty Wspólnej Polityki Rolnej, uzasadnione wydaje się podsumowanie rezultatów WPR, przede wszystkim jej aspektów finansowych. W tym momencie można sięgnąć po ekspertyzy Rady Naukowej przy niemieckim ministrze żywienia, rolnictwa i ochrony konsumenta (BMELV). Po ostatniej reformie WPR (26.06.2003 r.) opublikowano trzy takie ekspertyzy.

Pierwsza z nich zajmuje się ogólnie reformą z Luksemburga (Wissenschaftlicher Beirat beim BMVEL 2004). Jej główne elementy obejmowały:

- odłączanie dopłat bezpośrednich od produkcji,
- powiązanie dopłat bezpośrednich z zachowaniem określonych standardów środowiskowych i przestrzeganiem dobrych praktyk rolniczych (*cross-compliance*),
- redukcję dopłat bezpośrednich (modulacja),
- ograniczenie interwencji rynkowych,
- instrumenty wspierania obszarów wiejskich.

Podstawowymi celami reformy były: wzmocnienie międzynarodowej konkurencyjności rolnictwa unijnego, uczynienie go bardziej zrównoważonym oraz rozwój obszarów wiejskich. Miało się to dokonać dzięki szerszemu stosowaniu mechanizmów rynkowych i zmniejszaniu kosztów administracyjnych WPR oraz jednoczesnym respektowaniu zasad społecznej gospodarki rynkowej i zdolności adaptacyjnej gospodarstw rolniczych.

Jeśli chodzi o odłączenie dopłat bezpośrednich, to za pozytyw trzeba uznać, że na skutek swej bardziej rynkowej orientacji przynoszą one wzrost dobrobytu i poprawiają przejrzystość wsparcia. To ostatnie może jednak prowadzić do kwestionowania zasadności kontynuowania wsparcia. Pozytywem jest również możliwość wydzielenia z pierwszego filaru pewnych kwot na wspieranie obszarów wiejskich. Podstawowym mankamentem zaproponowanych rozwiązań jest pozostawienie rządowi narodowym możliwości rozmaitego ukształtowania systemu dopłat. W konsekwencji odłączenie jest jedynie częściowe, co deformuje konkurencję wewnątrzunijną i zachęca do przerzucania na inne kraje kosztów narodowej polityki rolnej (eksternalizacja kosztów). W ten sposób podważony zostaje mechanizm rynku wewnętrznego UE. Między wariantami dopłat na gospodarstwo lub w formie jednolitej płatności regionalnej nie ma wprowadzenia istotnych różnic alokacyjnych, ale pojawiają się różnice w zakresie podziału (wariant pierwszy utrwała istniejące różnice, drugi z kolei może prowadzić do nadmiernej lub niedostatecznej kompensaty dochodów rolniczych utraconych z powodu niższych cen światowych niż w UE).

Jednym z kanałów oddziaływania dopłat bezpośrednich, także odłączonych od bieżących decyzji produkcyjnych, na ekonomikę, finanse i organizację gospodarstw rolniczych jest ich wpływ na inwestycje i alokację zasobów. Decyzje inwestycyjne, a nawet bieżące rolników uwzględniają przeszłe oraz przyszłe zasady udzielania dopłat, ale również sygnały płynące z działalności produkcyjnych nimi nieobjętych. W ten sposób powstaje złożony układ informacyjno-motywacyjny, w którym sygnały z rynków rolnych są tylko jednym z elementów zbioru zmiennych sterujących. W konsekwencji do normalnej niepewności i ryzyka rynkowego dodawany jest nowy czynnik w postaci możliwości zmiany kursu polityki rolnej, która może być antycypowana lub nie. Problem komplikuje się jeszcze przez to, że współcześnie niektóre rodzaje dopłat mogą mieć charakter antycykliczny. Eksperymenty symulacyjne dowodzą, że programy dopłat antycyklicznych, urucham-

miane gdy np. ceny wybranych ziemiopłodów spadną poniżej ustalonego poziomu, i możliwość zmiany podstawy ich naliczania skłaniają rolników do większego inwestowania właśnie w działalność tworzącą tę podstawę, nawet gdy płatności te są odłączone od produkcji (MacIntosh et al. 2007). Pierwotną przyczyną takiego zachowania rolników jest dążenie do zmniejszenia ryzyka nieosiągnięcia założonych przychodów. W praktyce może ono prowadzić do spadku dochodów rolniczych, a następnie do pogorszenia się efektywności rynków rolnych. Powyższa sytuacja ilustruje szerszy problem, a mianowicie pojawienie się dążenia producentów rolnych do maksymalizowania wsparcia budżetowego w miejsce klasycznych celów ekonomicznych w postaci maksymalizacji zysku i wartości firmy (gospodarstwa z najemną siłą roboczą) lub osiągania satysfakcjonującego dochodu (gospodarstwa rodzinne).

W przypadku *cross-compliance* podstawową kwestią jest ich relacja do wcześniejszych uregulowań w zakresie przestrzegania standardów oraz sposób wynagradzania za osiągnięcia przekraczające standardy. Zachodzi niebezpieczeństwo, że wyasygnowanie dodatkowych funduszy na ponadstandardowe osiągnięcia może być trudne, gdyż przeciwnicy WPR będą argumentować, iż rolnicy otrzymali już za to wynagrodzenie w formie dopłat bezpośrednich. Dalsze zaostrzanie regulacji środowiskowych z zakresu dobrych praktyk rolniczych i standardów może w takiej sytuacji pogorszyć konkurencyjność unijnych gospodarstw, chyba że rolnicy zdołają uzyskać wyższe ceny rynkowe. Nie będzie to jednak zbyt często spotykane. W rzeczywistości problem się zwiększa, gdyż obecny system dopłat bezpośrednich w UE nie daje wystarczającej przewagi gospodarstw luźniej przestrzegającym standardów środowiskowych albo gospodarstwom większym. Innymi słowy, system ten nie w pełni rekompensuje straty gospodarstwom lepiej chroniącym środowisko przyrodnicze (Kleinhaas et al. 2007).

Celem modulacji dopłat bezpośrednich jest wygospodarowanie funduszy na wspieranie rozwoju wiejskiego. Klóci się to jednak ze wzmacnianiem konkurencyjności i może być także podważane na gruncie zasad podziału i skuteczności polityki środowiskowej. Problem jest poważny, gdyż badania empiryczne pokazują, że istnieje silna dodatnia zależność między wielkością gospodarstwa rolniczego a kwotą dopłat. Wielkość ta może wyjaśniać ponad 90% zmienności dopłat (Kleinhaas et al. 2007). Zależność ta jest kontrproduktywna, gdyż dopłaty zazwyczaj prowadzą do deformacji efektywności, a często również do jej spadku.

Ograniczenie ingerencji rynkowych musi być uznane za działanie rozsądne, aczkolwiek dyskusyjny jest wymóg odlogowania części powierzchni, gdyż jest to sprzeczne z podstawowym celem dopłat odłączonych (szybsze reagowanie rolników na sygnały rynkowe). Zasadniczych wątpliwości nie nasuwa natomiast szersze wspieranie finansowe rozwoju obszarów wiejskich.

Druga ekspertyza wprost odnosi się do głównych dylematów rozwoju wiejskiego (BMELV 2006). Jako pozytywnych dotychczasowych reform w tej dziedzinie uznano coraz szersze stosowanie podejścia horyzontalnego i zasady subsydiarności oraz akceptowanie różnych ścieżek rozwoju. Niestety, lista słabości jest znacznie dłuższa. Podstawową jest nieefektywność spowodowana przez wielopoziomowe nakładanie się struktur decyzyjnych i finansowych. Rosną przez to koszty administracyjne, utrzymywane są uciążliwe procedury biurokratyczne, a kształtowanie i prowadzenie polityki staje się sztywniejsze. Wsparcie finansowe nadal jest też niedostatecznie przejrzyste, słabo dostosowane do faktycznie spodziewanych efektów oraz nie wynagradza tworzenia i dostarczania dóbr publicznych dla innych regionów lub rejonów. Krytykę wywołuje także niejednoznaczne traktowanie drugiego filaru WPR jako podstawowego źródła zachęt i sankcji w polityce środowiskowej oraz dotyczącej przyjaznych warunków utrzymywania zwierząt, a w przyszłości sposobu łagodzenia niepożądanych skutków odłączenia dopłat bezpośrednich od produkcji i prawdopodobnej ich redukcji, a może nawet całkowitego wycofania. Zastrzeżenia budzą też jakość funkcjonowania administracji publicznej na wszystkich szczeblach, brak podziału pracy między nimi opartego na naturalnych przewagach, mało innowacyjne podejście do rozwiązywania problemów niestandardowych, niedostateczne uwzględnianie wymogów gospodarki sieciowej i opartej na wiedzy, zbytne poleganie na sektorze rolnym jako bazie rozwoju wiejskiego i wreszcie niedostatek pomiaru efektów i efektywności wsparcia finansowego.

Trzecia ekspertyza zajmuje się poziomem „budżetu rolnego” UE i jego strukturą (Isermeyer et al. 2006). Dla dalszych rozważań ma ona wręcz decydujące znaczenie. Na szczególną uwagę zasługują następujące wnioski w niej zawarte:

1. Stopniowo realizowane od 1992 r. reformy WPR doprowadziły do wzrostu efektywności alokacyjnej pomocy finansowej i transferów oraz poprawy konkurencyjności sektora rolnego. Nie udało się natomiast konsekwentnie odłączyć dopłat bezpośrednich od produkcji. Dopłaty te mają wiele negatywnych następstw dla polityki dochodowej, polityki podziału i zasad sprawiedliwości i w długiej perspektywie nie dają się obronić, pomimo podejmowania różnych prób ich zrjonalizowania. Zgodnie z zasadą subsydiarności cele polityki dochodowej powinny być realizowane w ramach polityki podatkowej i społecznej krajów członkowskich.

2. Powiązanie dopłat bezpośrednich z zachowaniem odpowiednich standardów środowiskowych, dobrostanu zwierząt i dobrych praktyk rolniczych, czyli ogólnie *cross-compliance*, nie jest rozwiązaniem najlepszym. Fakt, że dopłaty wtedy mają charakter niejako ryczałtowy, wywołuje silne zjawisko „jazdy na gapę” oraz zdecydowanie obniża ich efektywność. Najlepszym rozwiązaniem byłoby przesunięcie wynagrodzeń za świad-

czenia środowiskowe i włączenie dóbr publicznych do drugiego filaru WPR.

3. Wprawdzie istnieją pewne zalety wprowadzenia obligatoryjnego współfinansowania krajowego WPR (regionalizacja polityki rolnej i być może zmniejszenie deformacji i żywiłowej konkurencji), ale zdecydowanie więcej jest wad takiego rozwiązania. Na gruncie prawnoustrojowym UE chodzi bowiem o to, że organy Wspólnoty nie miałyby wtedy wpływu na część wsparcia. Poza tym sytuacja i potencjał fiskalny członków UE są bardzo zróżnicowane, co prowadziłoby do dalszego zróżnicowania pozycji konkurencyjnej rolnictwa poszczególnych krajów. Obligatoryjne współfinansowanie niepomniernie utrudniałoby też pełne odłączenie dopłat bezpośrednich od produkcji. W tym kontekście najlepszym rozwiązaniem wydają się rezygnacja z obligatoryjnego współfinansowania, redukcja dopłat bezpośrednich i wzmocnienie drugiego filara WPR.

4. Ewentualna radykalna reforma WPR, polegająca przede wszystkim na stopniowej redukcji dopłat bezpośrednich, nawet do ich całkowitego zaprzestania, powinna respektować zasadę zaufania rolników do państwa. Oznacza to, że proces ten powinien być rozciągnięty w czasie. Mógłby jednak zacząć się już w 2009 r., tak aby w 2013 r. kwota dopłat zmalała o 1/3. Okres niezbędny do całkowitego wycofania dopłat powinien wynosić około 15 lat, gdyż tyle mniej więcej czasu trzeba, by 50-letni rolnik dotrwał w sektorze do emerytury, i tyle musi upłynąć lat, by rolnicy mogli odzyskać fundusze wyłożone na inwestycje, które po takim przełomie mogłyby się okazać błędne. Jest również rzeczą oczywistą, że po tak radykalnej zmianie WPR rolnicy przez ściśle określony czas uzyskiwaliby rekompensaty finansowe za utraconą część dopłat. Nie może być to jednak rozwiązanie stałe, gdyż trudno będzie to wytłumaczyć podatnikom i konsumentom, finansującym każdą politykę rolną.

Najlepszym przykładem pozytywnych skutków wycofania subsydiów rolnych jest niewątpliwie Nowa Zelandia. W kraju tym najwyższy poziom subsydiowania rolnictwa występował w latach 1972–1984. Produktywność całkowita rosła wówczas o 1,5% rocznie. Jednak po eliminacji subsydiów stopa produktywności wzrosła do 2,5% (Newman, Matthews 2007).

Przedstawione powyżej oceny dotychczasowej WPR wyraźnie wskazują, że u największego płatnika netto UE, czyli w Niemczech, w kręgach ekonomistów rolnych ugruntował się już pogląd, że istniejących mankamentów dopłat bezpośrednich praktycznie nie da się wyeliminować i najlepszym rozwiązaniem byłoby stopniowe ich wycofywanie¹. Znacznie silniejsza jest

natomiast legitymizacja dalszego finansowego wspierania rozwoju obszarów wiejskich. Dzieje się tak, gdyż drugi filar WPR jest zgodny z filozofią i celami Strategii Lizbońskiej oraz propozycją A. Sapira utworzenia trzech funduszy: wzrostu, konwergencji i restrukturyzacji (tu właśnie miałby się znaleźć drugi filar). Jednakże i w tej dziedzinie należy oczekiwać silnego nacisku płatników netto Wspólnoty i Wielkiej Brytanii, by pomoc ta była bardziej przejrzysta, precyzyjniej adresowana i zachęcała do współfinansowania przez korzystających z dóbr publicznych tworzonych w rolnictwie. Częściej należy też praktykować partnerstwo publiczno-prywatne i stosować przetargi na świadczenie usług publicznych. W praktyce należy się liczyć z tym, że próby przyjęcia w rolnictwie kursu bardziej liberalnego natrafiają na silny opór głównych beneficjentów dotychczasowej WPR, którymi są przede wszystkim Francja i Polska. Jednak już obecnie pojawiają się pewne symptomy, że za kilka lat Francja prawdopodobnie również stanie się płatnikiem netto w UE, co bez wątpienia może bardzo skomplikować naszą pozycję negocjacyjną. W tym kontekście bardzo interesująco zapowiada się średniookresowy, zaplanowany na przełom lat 2008 i 2009, przegląd dokonania reformy z Luksemburga.

3. Dylematy i możliwe wybory

We wprowadzeniu napisano już, że każda polityka ma wymiar rzeczowy, procesowy i normatywny (Reisch 2006). Odnosząc to do polityki finansowej w rolnictwie, można stwierdzić, że powinna ona osiągnąć określone cele wewnętrzne oraz współprzyczyniać się do powodzenia całej polityki rolnej i wiejskiej. Jeśli chodzi o cele wewnętrzne, to wymienia się tu zachowanie płynności i wypłacalności rolnictwa, a więc jego równowagi finansowej, oraz umożliwianie osiągania w nim wysokiej rentowności, czyli efektywności finansowej. Do tej klasycznej już listy celów dołącza się jeszcze niepowiększanie (co najmniej) łącznej ekspozycji rolnictwa na ryzyko z tytułu jego komponentu finansowego (nadmierne dźwignie finansowe, czyli relacje między kapitałem obcym i własnym, zakłócanie procesów inwestycyjno-dezynwestycyjnych i produkcyjno-kosztowych oraz ryzyko kursowe i stóp procentowych). Do osiągania powyższych celów polityka finansowa w rolnictwie ma obecnie szerokie, może nawet zbyt szerokie, instrumentarium krajowe i wspólnotowe wpływające na przychody, koszty, a także dochody i zyski sektora oraz poszczególnych gospodarstw. Rzeczą istotną jest przy tym, że już obecnie – jak pokazano, komentując ekspertyzę niemieckiej Rady Naukowej przy tamtejszym ministrze rolnictwa – WPR faktycznie stwarza szerokie możliwości komponowania przez kraje członkowskie tych instrumentów w autonomiczną politykę.

¹ Ostatnio pojawiają się studia, które mieszczą się w nurcie „rolnictwo UE bez dopłat wyrównawczych” (Wagner et al. 2007). Z powyższego tekstu wynika, że w przypadku wycofania dopłat bardzo trudno byłoby przetrwać gospodarstwu z najemną siłą roboczą, dzierżawiącym gros użytków i silnie zadłużonym. Bez szans byłoby praktycznie gospodarstwa w byłej NRD, a więc o dużej skali działalności. Z opublikowanych w marcu br. informacji Eurostatu wynika ponadto, że niektórzy nowi członkowie UE (np. Estonia) nie potrafią zapewnić odpowiedniego wzrostu dochodów rolniczych nawet pomimo istnienia dopłat.

Patrząc na politykę finansową w rolnictwie od strony procesowej, można wyróżnić cztery podstawowe fazy cyrkulacji kapitału: jego dostarczanie, zastosowanie, uwalnianie oraz wycofywanie. Jest to proces powtarzalny, a niezakłócenie jego przebiegu jest warunkiem ciągłości bieżącego funkcjonowania oraz wzrostu i rozwoju gospodarstw. W praktyce problem się komplikuje, gdyż w każdej fazie znów powinien następować powtarzalny cykl pięciu funkcji zarządzania, obejmujący: postawienie problemu zarządczego, poszukiwanie jego rozwiązań, podjęcie decyzji, wykonanie jej oraz skontrolowanie otrzymanych wyników i porównanie ich z założeniami. Pożytki z wysokich umiejętności zarządzania finansowego mogą być bardzo duże, o czym przekonują m.in. badania amerykańskie (Gloy, LaDue 2003). Wynika z nich, że stosowanie sformalizowanych narzędzi oceny inwestycji pozwoliło zwiększyć rentowność aktywów aż o 6,4 pkt proc. w stosujących je farmach mlecznych w porównaniu z farmami obywatającymi się bez nich. Jest to mocnym dowodem na sensowność budżetowego wspierania inwestycji w kapitał ludzki.

Warstwa procesowa polityki finansowej może być oceniana jeszcze z innych punktów widzenia, a mianowicie jako gra sprzecznych interesów głównych aktorów w systemie demokratycznym. W dotychczasowych modelach realizowania polityki rolnej i finansowej z jednej strony mieliśmy „żelazny trójkąt”, tworzony przez organizacje rolnicze, polityków rolnych i administrację ministerstwa rolnictwa. Ministrem rolnictwa często był rolnik, co jest wewnętrznie sprzeczne, gdyż narusza zasadę, iż nie powinno się być sędzią we własnej sprawie, ale z kolei broni się na gruncie prawnoustrojowym: że każdy obywatel, nieubezwłasnowolniony i mający prawa wyborcze ma realną możliwość zajmowania nawet najwyższych stanowisk w państwie. Ten „żelazny trójkąt” bardzo często dysponował i nadal dysponuje dostateczną siłą, by wymusić korzystne dla siebie rozwiązania, nie licząc się z innymi aktorami. Pojawiają się jednak pewne sygnały, że ów trójkąt coraz bardziej będzie musiał uwzględniać interesy wytwórców żywności oraz jej konsumentów. Komplikować się zatem będą struktury zarządzania polityką rolną, a więc polityka oficjalna (państwowa) będzie współokreślana przez niepaństwowe ośrodki wpływu i regulacji. Obecnie „żelazny trójkąt”, przedkładając teraz jakikolwiek projekt wymagający wsparcia ze strony podatnika lub konsumenta, argumentuje, że wszyscy będą wygrani po jego przyjęciu. W przyszłości będzie się musiał liczyć z tymi, którzy głoszą, że przeważnie są i wygrywający, i przegrywający. Trzeba będzie zatem zaproponować mechanizm kompensacyjny dla tych drugich, którego finansowanie nie powinno pochodzić tylko z budżetu. Należy wobec powyższego liczyć się z sytuacją niedostatecznej kompensaty lub z jej nadmierną wysockością. Legitymizacja określonej polityki i jej bu-

dżetowego wspomagania w przyszłości będzie wymagała więcej wysiłku, innowacyjnych form współpracy różnych podmiotów politycznych, tworzenia aliansów rozmaitych interesariuszy, dysponowania określonymi zasobami, adekwatnymi informacjami i przekonującymi argumentami.

Warstwa normatywna polityki finansowej to w coraz większym stopniu zmagania się konkurencyjnych modeli jej prowadzenia. Pierwszy model – klasyczny – koncentruje się na wspieraniu polityki produkcyjno-dochodowej w samym rolnictwie, niemal państwowych gwarancjach dla odpowiednich dochodów rolniczych, na rolnictwie jako głównym członie agrobiznesu i na samowystarczalności żywnościowej jako imperatywie o znaczeniu wręcz strategicznym. W drugim modelu punkt ciężkości stopniowo przesuwają się na szeroko pojmowaną ochronę interesów konsumenta i społeczeństwa. Opinia publiczna coraz częściej będzie zadawać pytanie: co otrzymamy w zamian, jeśli sektor rolny wesprzemy takimi środkami budżetowymi. Inaczej mówiąc, podatnik i obywatel, w których imieniu państwo zaciąga dług wobec przyszłych pokoleń, będą oczekiwać rachunku kosztów alternatywnych finansowego wspierania rolnictwa. Jak widać, kwestie te dotyczą legitymizacji prowadzenia określonej polityki finansowej w rolnictwie.

Wymiar normatywny polityki finansowej w rolnictwie to także potrzeba udzielenia przekonującej odpowiedzi na pytanie: dlaczego społeczeństwo ma wspierać finansowo producentów tytoniu, wina, tłuszczu z mleka (masła), a ostatnio silnie forsowanych biopaliw. Z podanej listy tytoń w żaden sposób nie daje się obronić pod względem zdrowotnym. UE zapowiada więc całkowite zaprzestanie jego dotowania, z czym nie chcą się pogodzić nasi producenci. Jeśli chodzi o masło, to Unia Europejska postanowiła zlikwidować dopłaty do jego eksportu. W 2006 r. nasi mleczarze z tego tytułu otrzymali 85,5 mln zł, co pozwalało im m.in. nieco więcej płać za dostarczone mleko. Rolnicy dalej liczą na wyższe jego cen, co nie będzie już takie proste. Z drugiej strony mleczarze będą musieli redukować koszty, ale na przeszkodzie stanie z kolei limitowanie produkcji mleka. Sektor mleczarski dojrzeje zatem do zdecydowanej liberalizacji. Trudno obecnie rozstrzygać, czy zamiary te się powiodą. Jeszcze w maju 2007 r. Komisja Europejska w swoim raporcie przyjmowała, że w ciągu najbliższych dziesięciu lat światowe ceny nabiału wzrosną o 40%. Podobnie wypowiadały się też FAO oraz International Food Policy Research Institute. Tymczasem od jesieni ub.r. ceny światowe niektórych produktów mlecznych zmalały nawet o 50%. Okazało się, że Nowa Zelandia – potentat na rynku mleczarskim – bardzo szybko zwiększyła produkcję. Do grona eksportów dołączyły także Indie. W tych to warunkach nasi mleczarze wieszczą nawet początek poważnego kryzysu w branży. Żeby mu przeciwdziałać, będą prawdopodobnie obniżać ceny płacone

rolnikom. Wynika z powyższego, iż chyba należy się wstrzymać z wnioskiem, że definitywnie skończyła się era taniej żywności. Na pewno trzeba również zachować dystans do zgłaszanych propozycji, by ceny żywności włączyć do formuł liczenia inflacji bazowej, gdyż są już trwałym szokiem podażowym.

Biopaliwa zasługują z pewnością na szersze omówienie. Warto w tym momencie skorzystać z bardzo interesujących tekstów opublikowanych przez „The Guardian”, „The Independent”, „Foreign Affairs” i „Istoè”².

Zwolennicy biopaliw we wszystkich krajach usiłują przekonywać, że jest to panaceum na wyczerpywanie się zasobów paliw kopalnych, pogłębiający się efekt cieplarniany i niskie dochody rolników. Wspieranie całego biznesu biopaliwowego przyniesie zatem korzyści wszystkim (klasyczna strategia przekonywania *win-win*). Tymczasem problem jest poważny, gdyż:

- Uzyskanie biopaliw wcale nie jest tanim procesem ani ekonomicznie, ani energetycznie. Gorzej, że ich producenci – tak jak to się często praktykuje – najpierw kreują duże zdolności wytwórcze, a później naciskają na rządy, żeby stworzyły im korzystne warunki fiskalne (ulgi podatkowe, subwencje itd.), które zapewnią finansowy zwrot poniesionych nakładów. Postępowanie takie mieści się w strategii „prywatyzowania zysków i uspołeczniania strat”.

- Uprawa soi i kukurydzy jako roślin energetycznych, a więc roślin samych w sobie energochłonnych i zanieczyszczających środowisko, ma niewiele wspólnego z energooszczędnością i ochroną przyrody. Ponadto uprawy te bardzo silnie konkurują z ich żywnościowym przeznaczeniem, powodując wzrost cen żywności, co stymuluje procesy inflacyjne i już obecnie (np. w Meksyku) na porządku dnia stawia kwestię wyżywienia ubogich grup ludności. W przyszłości problem ten jeszcze się zaostrzy i najsilniej dotknie kraje najuboższe. Wspomniany raport KE szacuje, że np. za dziesięć lat ceny rzepaku i kukurydzy na świecie będą co najmniej o połowę wyższe niż obecnie. Co do inflacji, to wystarczy stwierdzić, że np. w Chinach ostatnio jest ona wyższa niż w Polsce. Każde to zastanowić się nad argumentacją niektórych zwolenników globalizacji, którzy utrzymują, że świat w ostatnich latach doświadczył niskiej inflacji właśnie na skutek taniego importu z dynamicznie rozwijających się Chin, Indii czy Brazylii. Rosnąca inflacja będzie zmuszać banki centralne wielu krajów do podnoszenia stóp procentowych. Prawdopodobnie tak samo będzie postępować NBP, co przy skumulowaniu podwyżek (rzędu 1-1,5%), w pewnym momencie może zacząć nawet hamować aktywność gospodarczą.

- Gwałtownie rosnący popyt na biopaliwa prowadzi do szybkiego wycinania lasów i puszcz rolnikowych, co redukuje bioróżnorodność, powoduje erozję gleb i wywoławia je ze składników pokarmowych. Jeśli uwzględnimy, że lasy te i puszcz są światowym po-

chłaniaczem dwutlenku węgla, a spalanie biopaliw wiąże się z emisją równie szkodliwych związków azotu, to korzyści środowiskowe głoszone przez lobby biopaliwowe też są mocno wątpliwe.

- Nie jest również pewne, czy rozwój gospodarki biopaliwowej przyniesie poprawę dochodów rolniczych. Trzeba mieć bowiem świadomość różnicy potencjałów między silnymi bioproducentami a całą masą zdecydowanie słabszych rolników. Tym pierwszym będzie stosunkowo łatwo narzucić niekorzystne warunki finansowo-ekonomiczne kontraktowania roślin energetycznych, szczególnie rolnikom dzierżawiącym grunty. Najbardziej prawdopodobny będzie scenariusz, że to podmioty położone najbliżej nabywców biopaliw przejmą lwią część wartości dodanej.

- Rolnicy, przede wszystkim w krajach najuboższych, zostaną poddani presji prawdopodobnie z dwóch stron: drożejącej żywności i spadkowi ich udziału w finalnej cenie biopaliwa.

- Oplącalność biznesu biopaliwowego opiera się na jego subsydiowaniu i nakazach prawnych minimalnego udziału bioenergetyki w całkowitej podaży energii. Wspieranie budżetowe biopaliw z pewnością będzie komplikować rokowania w ramach WTO, hamować będzie rozwój produkcji biopaliw drugiej generacji z celulozy (tańsze ekonomicznie i wydajniejsze energetycznie) i może prowadzić do lekceważenia racjonalizacji zużycia tradycyjnych paliw i form energii, a więc podstawowej metody obniżenia energochłonności, a także rozwoju innych alternatywnych systemów wytwarzania energii. Na naszych oczach tworzy się zatem potężne lobby biopaliwowe, które będzie bardzo ekspansywne i któremu trudno będzie się przeciwstawić.

- Potencjał roślin energetycznych uprawianych w strefie umiarkowanej jest znacznie niższy niż w roślinach pochodzących z tropiku (np. z 1 ha trzciny cukrowej w Brazylii można wyprodukować około 6-krotnie więcej bioenergii niż z rzepaku w Wielkiej Brytanii).

- Z wielu badań jasno wynika, że to biomasa i jej zgazowanie są największym potencjałem bioenergii i jest w stanie rzeczywiście wnieść pozytywny wkład w rozwój rolnictwa i obszarów wiejskich (Filler et al. 2007).

Wymiar normatywny polityki finansowej w rolnictwie to także określenie pozycji rolników wobec obowiązku współfinansowania państwa. Wydaje się, że powinno tu być miejsce również na solidarne świadczenia na rzecz państwa, jeśli oczywiście uznamy, że jest ono wspólną wartością wszystkich Polaków. Oznacza to, że także rolnicy, których na to stać, powinni w większym zakresie ponosić ciężary funkcjonowania aparatu państwowego. Uzasadnione jest zatem zastanowienie się i poważne przemyślenie się do zróżnicowania składek płaconych na KRUS, współfinansowania przez rolników publicznej służby zdrowia czy objęcia ich podatkiem dochodowym. Prace takie zgodne są z zasadami sprawiedliwości społecznej, uniijnym pojmowaniem sub-

² Zob. tygodnik „Forum”, nr 24 z 11.06 - 17.06. 2007 r.

sydiarności i postulowanym przez nią przesunięciem problemu podziału dochodu i majątku na szczebel krajowej polityki podatkowej i społecznej. Oczywiście, nie powinno tu chodzić o daleko posunięty fiskalizm i drenaż finansowy wsi i rolnictwa. Pożądane reformy z powyższego zakresu muszą być bardzo przemyślane, zabezpieczone, wprowadzane stopniowo i ostrożnie. W uboższych krajach UE istnieją nawet lepsze warunki do wprowadzania innowacyjnych rozwiązań z zakresu polityki społecznej. Musi być tylko wola polityczna ich poszukiwania i wdrażania. Trzeba też dla nich pozyskać samych rolników, a najlepiej byłoby, gdyby zyskali coś konkretnego w sensie finansowym. Bardzo dobrym przykładem może być reforma systemu ubezpieczeń rolniczych w Niemczech, gdzie zyskał i budżet, i tamtejsi rolnicy (Mehl 2006). U nas powszechna redukcja składek nie wchodzi w rachubę, gdyż powinny być zróżnicowane, ale chyba także podniesione. W tym momencie należałoby zatem eksponować przyszłe korzyści dla rolników, którzy mieliby płacić wyższe składki: np. w postaci wyższych emerytur. W ujęciu systemowym natomiast najlepszym rozwiązaniem byłoby stosowanie powszechnego, jednolitego systemu zabezpieczeń na starość. Wtedy zniknąłby odwieczny niemal problem uszczelnienia KRUS, tzn. wyłączenia z Kasy nierolników i rolników-przedsiębiorców, których liczbę szacuje się nawet na 300 tys. Utworzenie jednego systemu to idea praktycznie chyba nie do zrealizowania, bo obecnie funkcjonują już trzy systemy autonomiczne, a kolejne rządy są za słabe, by położyć temu tamę.

Polityka finansowa w rolnictwie musi się przyczyniać do realizowania w tym sektorze obranego modelu jego rozwoju, wyrażonego później w określonej strategii, programach oraz planach. Z kolei model rozwojowy rolnictwa nie powinien być sprzeczny z podstawowymi wartościami i dążeniami całego społeczeństwa. W zachodnich systemach demokratycznych te wartości to: sprawiedliwość, bezpieczeństwo, dobrobyt i wolność. Dlatego nie bez przyczyny we wprowadzeniu odwoływano się do kwestii, wydawałoby się odległych dla ekonomistów rolnictwa, jak typy systemów politycznych, formy demokracji czy liberalizacja ekonomiczno-finansowa oraz polityczna.

4. Konkurencyjne modele

W dotychczasowym rozwoju finansów rolnictwa można wyróżnić dwie czyste formy ich relacji ze sferą realną tego sektora (Patrick 1966):

- a) koncepcję *supply-leading*,
- b) model *demand-following*.

Pierwsza strategia, a więc stymulowanie wzrostu gospodarczego za pomocą intensyfikacji podaży środków finansowych, uznaje system finansowy za wielce przydatny w poprawie poziomu rozwoju kraju lub określo-

nego rozwoju. Była ona i nadal jest podstawą tworzenia programów subsydiowanych kredytów. Nierozzerwalnie łączy się z nią wiele niebezpieczeństw: zagrożenie „złymi kredytami”, redystrybucja dochodów i majątku na rzecz bogatych producentów rolnych, przyzwyczajanie beneficjentów do wsparcia finansowego, racjonowanie kredytów i podaży innych źródeł finansowania. By je zredukować, strategię tę powinno się przede wszystkim zorientować na usuwanie największych ograniczeń w rolnictwie oraz budowanie wiarygodności i zaufania pomiędzy wszystkimi stronami zawierającymi transakcje finansowe. Czysta forma *supply-leading* bardzo skutecznie odizolowuje finanse rolnictwa od krajowego, regionalnego otoczenia finansowego, nie mówiąc już o globalnym. Współcześnie zwykło się ją określać jako tradycyjny lub stary paradygmat, albo paradygmat kredytów adresowanych (Meyer, Nagarajan 2000). Z bliższej analizy wynika, że nie bardzo się on różni od ujęcia Patricka z lat 60. ubiegłego wieku. Na koniec warto jeszcze zauważyć, że powodzenie *supply-leading* w dużym stopniu zależy od makro stabilności finansowej, wyrażającej się głównie niską inflacją. Obserwując zachowanie naszych polityków, parlamentarzystów i kierownictw agencji płatniczych po objęciu krajowego rolnictwa mechanizmami WPR, można zauważyć dużo elementów strategii *supply-leading*, która – w uproszczeniu – wyraża się maksymalizacją absorpcji wsparcia unijnego, na drugim planie pozostawiając kwestię jego następstw (krótko- i długookresowych) oraz efektywności.

Model *demand-following* to diametralnie inne podejście do finansowania rolnictwa. Wywodzi się z mikroekonomicznych podstaw kształtowania się popytu na usługi finansowe, uwzględnia cechy środowiska ekonomiczno-instytucjonalnego gospodarstw rolnych oraz subiektywne i socjologiczne charakterystyki samych rolników (wiek, nastawienie do ryzyka, dotychczasowe doświadczenia, upodobania i nawyki). Koncepcja ma przy tym wyraźnie nastawienie procykliczne, tzn. wyższy wzrost w rolnictwie, intensywniejsze przemiany strukturalne są źródłem większego popytu na produkty finansowe. Rzecz jasna popyt ten i podaż nie dostosowują się do siebie automatycznie, elastycznie i bez tarć, gdyż na rynkach finansowych powszechna jest asymetria informacji, rynki te nie są też doskonałe ani kompletne. Strategia ta jest obecnie określana jako paradygmat współczesny lub paradygmat rynku finansowego. Znacznie silniej wystawia ona rolnictwo na szoki i zaburzenia pojawiające się w jego otoczeniu. Tym samym rolnictwo włączane jest też w procesy integracji i globalizacji finansowej.

Z połączenia strategii *supply-leading* i *demand-following* otrzymuje się model mieszany. Jedną z możliwości, które on oferuje, jest taki oto scenariusz:

1) najpierw politycy starają się „pchnąć” do przodu jakiś sektor nawet przez sztuczne wywołanie popytu na usługi finansowe za pomocą instrumentów *supply-leading*,

2) potem następuje stopniowe wycofywanie się z interwencji bezpośrednich na rzecz oddziaływań pośrednich, co otwiera pole do stosowania strategii *demand-following*.

Głównym problemem jest tu moment przejścia do fazy drugiej, gdyż beneficjenci ingerencji bezpośrednich, np. rolnicy korzystający z kredytów preferencyjnych, bardzo szybko się do nich przyzwyczajają. Gdyby wcześniejsze wsparcie miało być zaprzestane, powinni – według zasad ekonomii politycznej i zgodnie z zasadą zaufania do państwa – przez jakiś czas otrzymywać inną pomoc. Taki schemat sugeruje np. Rada Naukowa przy niemieckim ministrze rolnictwa w opracowanym przez siebie scenariuszu wycofywania dopłat bezpośrednich. Warto zauważyć, że mimo wielu zastrzeżeń także u nas w momencie akcesji do UE pojawiła się możliwość ograniczenia skali preferencyjnego kredytowania zakupu środków obrotowych. Na zmniejszenie preferencyjnego kredytowania inwestycji rolniczych nie starczyło nam już jednak odwagi.

Jeśli chodzi o modele rozwoju samego rolnictwa, to w dużym uproszczeniu w świecie zachodnim można wyróżnić również dwie czyste wersje (Jay 2007):

- 1) model produktywistyczny,
- 2) model środowiskowy.

Model produktywistyczny, inaczej industrialny, a nawet postindustrialny, to rolnictwo intensywne, obficie korzystające z przemysłowych środków produkcji, często odwołujące się także do przemysłowych technologii wytwarzania, zazwyczaj silnie wspierane przez państwo (głównie jego produkcja), zorientowane na wzrost produktywności i efektywności ekonomicznej. Na poziomie gospodarstw model ten wyróżnia się rosnącą skalą wytwarzania, daleko posuniętą specjalizacją, ciągłym postępem technicznym, podporządkowaniem rolników przetwórcom żywności, ich sprzedawcom oraz dostawcom zaopatrzenia, traktowaniem ziemi jako zasobu produkcyjnego, podobnie jak środowiska przyrodniczego. W modelu tym gospodarstwa powiązane z rynkiem muszą kierować się wydajnością i efektywnością biznesową, co dotyczy również sfery finansowej. Rolnictwo produktywistyczne ma jedną podstawową wadę: dewastowanie środowiska przyrodniczego. Niektórzy utrzymują, że w zasadzie nie da się jej przezwyciężyć w ramach systemu kapitalistycznego. Inni z kolei dowodzą, że między środowiskiem a kapitalizmem nie ma zasadniczej sprzeczności i dzięki postępowi technicznemu i technologicznemu, wspartemu odpowiednimi regulacjami prawnymi uda się zmniejszyć obciążenia środowiskowe powodowane przez rolnictwo produktywistyczne. Myślenie to znajduje odzwierciedlenie w systemie rolnictwa precyzyjnego, szczególnie propagowanego przez USA. To technicyzyczne podejście Amerykanów było właśnie powodem ich wycofywania się z dotychczasowych prób stworzenia światowego systemu zapobiegania degradacji środowiska (protokół z Kioto). Ubiegłoroczny szczyt G-8

oraz konferencja klimatyczna na wyspie Bali pokazują jednak, że i Amerykanie coraz bardziej skłaniają się do zawarcia wielostronnego porozumienia chroniącego środowisko przyrodnicze naszej planety.

Model środowiskowy, rozwinięty później w koncepcję rolnictwa zrównoważonego, wywodzi się z przeciwstawnej filozofii i ideologii. Rolnictwo i poszczególne gospodarstwa muszą przecież realizować wielorakie wartości mające znaczenie dla wielu pokoleń, w sposób zintegrowany, wykorzystując zasoby stanowiące bazę biofizyczną życia i dążąc do zachowania w nie naruszonym stanie ekosystemów, a nie prosty zestaw czynników produkcji. Chodzi zatem o holistyczną koncepcję, w której gospodarstwa stają się składnikami regionalnej zbiorowości społecznej i dynamicznego układu środowiskowego. Do powyższego modelu musi być także dostosowane finansowanie komercyjne, uwzględniające również aspekty środowiskowe. Istnieje coraz więcej dowodów, że może być to biznes opłacalny (organizowanie handlu prawami do emisji, oferowanie złożonych instrumentów finansowania, wspieranie projektów ekologicznych, zielona energia, handel certyfikatami CER). Zainteresowanie komercyjnych instytucji finansowych projektami dotyczącymi ochrony środowiska i zapobiegania szkodliwym zmianom klimatycznym rośnie bardzo szybko, gdy są one wspomagane przez państwo, m.in. w Europie. Stąd też na naszym kontynencie najszybciej rozwija się nowy segment w sektorze finansowym określany jako ekofinanse. W warunkach braku poważniejszego wsparcia budżetowego prywatne instytucje finansowe przeważnie preferują jednak rolnictwo produktywistyczne (łatwiej ocenić zgłaszane projekty i monitorować zaangażowanie, osiągając równocześnie wyższą efektywność relacji z klientami).

Pomimo wieloletnich starań i wysiłków, by poszerzyć cele WPR, model produktywistyczny także jest popularny w Unii Europejskiej. Dzieje się tak z powodu zasłóści historycznych, a więc określonej bezwładności procesów gospodarczych i konieczności odzyskania kwot kiedyś wyłożonych na sfinansowanie inwestycji, atrakcyjności samego modelu (wysoka efektywność kosztowa, ekonomiczna i finansowa, duża szybkość dostosowań do nowych warunków i wyzwań) oraz wpływu czynników konkurencji globalnej, w tym głównie wymogów narzucanych przez wielkie sieci handlowe, ostro ze sobą konkurujące. Można zaryzykować też, że włączenie do podstawowych celów perspektywy finansowej UE na lata 2007–2013 osi drugiej (poprawa środowiska naturalnego i terenów wiejskich poprzez wspieranie gospodarowania gruntami) prawdopodobnie niewiele zmieni, jeśli chodzi o faktyczny priorytet dla modelu produktywistycznego. Polscy i unijni politycy rolni bardzo często zapominają bowiem, że to rolnicy, określając swe cele, ich hierarchię i poziom realizacji muszą uwzględnić kryteria efektywności ekologicznej. Wprawdzie teoretycznie nie musi ona być sprzeczna

z wysoką efektywnością ekonomiczną i finansową, ale w praktyce cele ekonomiczne i finansowe najczęściej otrzymują wyższy priorytet (Asmild, Hougaard 2006; Stijn et al. 1999).

Zwiększenie znaczenia kryteriów środowiskowych poprzez mechanizm dopłat budżetowych i wymogów *cross-compliance* nie jest ani proste, ani szczególnie skuteczne, o czym już pisano. W tym momencie wchodzimy m.in. także na obszar ekonomii politycznej. Korzystając z jej dorobku, Baland i Kotwal (1998) skonstruowali model teoretyczny, dzięki któremu byli w stanie wyjaśnić utrzymywanie się niedorozwoju infrastruktury wiejskiej. Wsparcie publiczne w rolnictwie ma w ich modelu dwa efekty: dodatni produkcyjno-dochodowy i ujemny w postaci zmiany wewnątrz krajowych relacji cen na niekorzyść rolnictwa (zwieranie się nożyc cen). Jeśli przeważa drugi efekt, produkcja rolnicza tanieje, a korzyści z tego odnoszą m.in. niezorganizowane grupy rolników, a przede wszystkim mieszkańcy wsi. Żeby temu przeciwdziałać, rolnicy-beneficjenci pomocy publicznej organizują się i zazwyczaj skutecznie wpływają na rządzących, by inwestycje infrastrukturalne otrzymały niższy priorytet w wyborach publicznych niż podtrzymywanie cen i dochodów rolniczych. Dosyć skuteczną metodą przerwania powyższej rywalizacji dochodów rolniczych z inwestycjami publicznymi o środki budżetowe jest otwarcie kraju na zewnętrzne przepływy finansowe i towarowe. W dużym stopniu wyjaśnia to walkę lobby rolniczego, i nie tylko, o zachowanie protekcjonizmu. Propozycja Balanda i Kotwala dobrze objaśnia również opór rolniczych grup interesu przed ograniczeniem pierwszego filaru WPR, czyli dopłat bezpośrednich.

Wbrew zwolennikom rolnictwa środowiskowego model ten nie wieńczy ewolucji tego sektora. Przy bliższym spojrzeniu łatwo zauważyć jego agrocentryzm, a na płaszczyźnie finansowej zarzuca mu się, że jest kolejną metodą legitymizowania dalszego wspierania budżetowego rolników w sytuacji, gdy bardzo trudno dać się obronić dopłaty bezpośrednie. Ma to być model atrakcyjny dla lobby rolniczego, gdyż wynagradzanie budżetowe rolników za dostarczanie dóbr i usług publicznych jest mało przejrzyste. W modelu tym zauważa się również praktyczną nieobecność konsumenta. Nie uwzględnia on także przemian w gospodarce światowej, która w dobie globalizacji szybko przekształca się w system usługowy o strukturze sieciowej. W konsekwencji łańcuchy żywnościowe poddawane są coraz większym zagrożeniom, stając się jednocześnie składnikiem regionalnych i globalnych procesów wytwarzania, dystrybucji i konsumpcji. W ślad za tym zmieniają się rola i znaczenie rolnictwa oraz całego agrobiznesu. W przyszłości ich podstawowym zadaniem będzie zapewnienie bezpieczeństwa przepływu surowców i produktów żywnościowych oraz pełnej informacji o nich, a to z kolei będzie podstawą budowy wiarygodności i zaufania (Dunin-Wąsowicz 2007). Jak z tego wynika, rolnictwo i agrobiznes XXI wieku będą

przedmiotem oddziaływania sił globalnych, a w sytuacji „finansjeryzacji” (rozerwania więzi między procesami finansowymi a realnymi) wystawiane będą na szoki porównywalne ze zmianami klimatycznymi. Kierownicy gospodarstw rolniczych będą jeszcze mocniej konfrontowani z rosnącym potencjałem ekonomicznym i finansowym swoich dostawców i odbiorców. Z jednej strony to oni będą przejmowali coraz więcej funkcji realizowanych przez tradycyjny sektor finansowy, ale z drugiej otoczenie zyska dalsze możliwości zawłaszczenia nadwyżki ekonomicznej wytworzonej w rolnictwie i wsparcia udzielonego mu przez podatników i konsumentów (zjawisko określane w literaturze jako wyciek wsparcia).

Czynniki globalne i rosnące wymagania konsumentów żywności prowadzą nas zatem do jeszcze jednego modelu rozwoju rolnictwa: *food chain policy* – polityki zorientowanej na zarządzanie łańcuchem żywnościowym. Jak podają Reisch (2006) i Boecker (2007), strategicznym celem jest tu zaoferowanie wysokowartościowych produktów żywnościowych, wytwarzanych w sposób zrównoważony, ekonomicznie, ekologicznie i społecznie korzystnych dla zdrowia, dostarczanych w sposób ciągły po odpowiednich cenach przy respektowaniu standardów socjalnych, środowiskowych i z zakresu ochrony konsumenta. W modelu tym chodzi o stworzenie systemu zaopatrzenia w żywność, w którym odpowiedzialność za kreację wartości ponoszą wszyscy interesariusze, także państwo. Interesariusze ci mają do dyspozycji instrumenty prawne, fiskalne, informacyjne, ze sfery komunikacji oraz perswazji i wyjaśniania. Efektywność zarządzania łańcuchem dostaw i tworzenia wartości, a później jej podziału zależy od umiejętności zintegrowania odpowiednich rodzajów polityki (rolnej, żywnościowej, konsumpcji i zdrowotnej) oraz znów od siły ekonomicznej poszczególnych interesariuszy. Pozycja rolników ponownie wydaje się jednak słabsza. Trudno przesądzić, czy państwo może ją zdecydowanie poprawić, gdyż będzie tylko jednym z kreatorów polityki, a ciężar wsparcia publicznego powinien stopniowo przesuwać się w kierunku usuwania tarć w systemie, asymetrii informacyjnej, niedoskonałości rynków oraz ich niekompletności. Poza możliwością większego finansowania rolnictwa przez dostawców i odbiorców, ale na warunkach komercyjnych, pojawią się nowe źródła funduszy, np. związane z większym opodatkowaniem żywności szkodzącej zdrowiu (w Niemczech rozważane jest wprowadzanie np. wyższego VAT-u na żywność prowadzącą do otyłości w ramach kampanii rządowej pt. „zdrowy zamiast tłusty”).

Kształtowanie się relacji między sektorem i rozwojem finansowym a funkcjonowaniem rolnictwa oraz modelem jego rozwoju wpływa na typ polityki finansowej w tym sektorze. Istnieją dwa przeciwstawne modele realizacji tej polityki (Coleman, Grant 1998):

- a) liberalizmu rynkowego,
- b) interwencjonistyczny (finansowania rozwoju).

Modele te wyróżniamy, odwołując się do roli państwa, systemu pomocy socjalnej, podstawowych instrumentów, zasad kredytowania oraz statusu agencji rządowych. W modelu liberalnym rolnictwo traktowane jest jak każdy inny dział gospodarki, a dominują w nim motywy ekonomiczne. Nie przewiduje się w nim zatem uwzględnienia w polityce finansowej wsparcia dla ubogich rolników. Kredyty, udzielane na warunkach rynkowych, powinny wobec tego trafiać tylko do producentów, którzy zagwarantują ich prawidłową obsługę. Kredytodawcami w tym modelu są oczywiście banki i instytucje prywatne, które mają pełną swobodę prowadzenia polityki biznesowej. Jeśli w systemie finansowym funkcjonują banki państwowe, to muszą zachowywać się podobnie jak instytucje prywatne. Jasno z tego wynika, że w modelu liberalnym nie ma miejsca na specjalne agencje rządowe. Model ten bardzo silnie nawiązuje do koncepcji *demand-following*.

Z kolei w modelu finansowania rozwoju na szeroką skalę wykorzystywany jest interwencjonizm państwowy w systemie finansowym (ingerencje kredytowe, nakazy i zakazy angażowania się w określone sektory itd.). Dobrze prosperują w nim także banki państwowe i specjalistyczne agencje. W modelu tym, co w ogóle nie powinno zaskakiwać, politycy i beneficjenci interwencjonizmu bardzo chętnie odwołują się do strategii *supply-leading*. Kredytowanie ma w nim także rozmaite komponenty socjalne, a więc odwołuje się do „współczującej” polityki finansowej. Ta ostatnia – jak pokazuje to m.in. Wojtyńska (2004), korzystając z badań amerykańskich z 1998 r. – tylko w krótkim okresie może zmniejszać ubóstwo.

W rzeczywistości najczęściej spotyka się pośrednie lub mieszane modele finansowania rolnictwa. Wyróżnia je stosowanie rozwiązań z dwóch ww. modeli skrajnych, chociaż w miarę upływu czasu coraz więcej pojawia się w nim elementów modelu liberalizmu rynkowego. Funkcjonujące tu agencje rządowe bardzo często traktowane są natomiast jako instytucje udzielania pomocy finansowej *ad hoc*, realizowania specjalnych celów czy korygujące dysfunkcje innych rodzajów polityki rolnej.

Przy bliższym spojrzeniu systematyka Colemana i Granta okazuje się niekompletną propozycją wyodrębniania modeli i polityki finansowej w rolnictwie, gdyż obejmuje tylko składniki rynkowego systemu finansowego. Oprócz tego ostatniego istnieje jeszcze publiczny (budżetowy w przybliżeniu) system finansowy. Prowadzi nas to do polityki budżetowej w rolnictwie, stanowiącej ważny człon polityki finansowej w tym sektorze. Do klasyfikacji rodzajów polityki finansowej w zasadzie powinno się włączyć politykę monetarną, gdyż jest ona składową *policy mix*, w ramach której łączy się politykę budżetową (fiskalną) z polityką monetarną (pieniężną), bardzo często na zasadzie przeciwieństw: ekspansywna polityka pieniężna – restrykcyjna polityka fiskalna, albo na odwrót. Zagadnienia tego nie rozwija się, gdyż przekracza ramy opracowania. Warto tylko dodać,

że oprócz dychotomii: ekspansywna – restrykcyjna polityka budżetowa należy ustalić jej kurs: procykliczna – antycykliczna, tzn. czy polityka ta za pomocą swojego instrumentarium przyspiesza wzrost w rolnictwie (procykliczność) czy go spowalnia (antycykliczność). Oczywiście kierunek zależności jest odwrotny w przypadku recesji. Dotąd nie opracowano jeszcze klasyfikacji, która określałaby typ polityki finansowej w rolnictwie łącznie na podstawie cech rynkowego i budżetowego systemu finansowego.

5. Perspektywy finansowania polskiego rolnictwa

Sygnalizowano już, że wśród płatników netto w UE narasta opór przed dalszym finansowaniem WPR. Także Komisja Europejska poważnie się zastanawia nad celowością utrzymywania obecnego kursu. Bardzo jasno wynika to z wywiadu D. Grybauskaitė – pani komisarz ds. budżetowych – udzielonego 5.10.2007 r. „Gazecie Wyborczej”. Pani komisarz mówi w nim, że ani struktura, ani priorytety, ani sposób negocjowania, ani efektywność wydawania pieniędzy z unijnego budżetu nie odpowiadają w pełni potrzebom związanym z globalizacją i konkurencyjnością europejskich gospodarek. W obecnym budżecie UE nie ma pieniędzy na politykę emigracyjną, energetyczną, przeciwdziałanie zmianom klimatycznym i budowę transeuropejskich sieci transportowych. Ponad 40% budżetu pochłania WPR, która zupełnie nie przystaje do współczesnych realiów i wyzwań. WPR jest rozrzutna, nieefektywna i wspiera duże firmy przemysłu spożywczego oraz bogatych właścicieli ziemskich. Nie można zatem dłużej tolerować sytuacji, w której Europejczycy płacą 2-3 razy więcej za żywność, niż wynoszą jej ceny światowe.

Ostatnio także prezydent Francji – N. Sarkozy – dopuszcza możliwość głębokiego zreformowania WPR. Z kolei zupełnie coś innego mówi jego nowy minister rolnictwa. Gdyby jednak Francja rzeczywiście zgodziła się na głębszą liberalizację WPR, nie jest wykluczona sytuacja, że Polska byłaby jedynym obrońcą obecnych rozwiązań. Taki wariant trzeba traktować bardzo poważnie i dobrze przygotować się do obrony naszego stanowiska.

Na rzecz liberalizacji WPR, a zatem i krajowej polityki rolnej, coraz silniej może oddziaływać sytuacja na światowych rynkach rolno-żywnościowych, o ile utrzyma się na nich trwałe i znaczny wzrost cen.

Po objęciu naszego rolnictwa mechanizmami WPR nastąpiło w nim nawet pewne obniżenie poziomu wartości dodanej brutto (WDB) w stosunku do lat przed akcesją. Zaczęły natomiast rosnać dochody dyspozycyjne brutto w tym sektorze; w 2006 r. przekroczyły WDB o 10,7%. Czynnikiem, który to spowodował, były przede wszystkim dopłaty bezpośrednie i inne płatności udzielane w ramach WPR. Jak jednak wynika z oszacowań

Polskiego FADN (Farm Accountancy Data Network), zaledwie 26,1% gospodarstw znajdujących się w badanej zbiorowości osiągnęło w 2006 r. dochód w przeliczeniu na pełnozatrudnionego przekraczający średnią płacę netto w gospodarce narodowej. Z kolei 6,7% gospodarstw rodzinnych miało dochód ujemny. To ogromne zróżnicowanie sytuacji dochodowej w naszym rolnictwie i ogólnie niski poziom dochodów rolniczych powinny hamować postulaty formułowane przez specjalistów z zakresu finansów publicznych, by również w rolnictwie dokonano znacznej redukcji wydatków budżetowych. Wprawdzie po wejściu do UE strumień wsparcia budżetowego płynący do rolnictwa jest faktycznie większy niż wytworzona w nim wartość dodana, ale warto pamiętać, że przed akcesją bardzo często było na odwrót. Należy też zwrócić uwagę, że w latach 2006–2007 około 62–63% budżetowego wsparcia krajowego rolnictwa przypadało na dotacje do KRUS, a więc na realizowanie głównie polityki społecznej, którą i tak trzeba by sfinansować z budżetu, biorąc pod uwagę nadal niską dochodowość większości naszych gospodarstw rodzinnych.

Projektowanie reform finansowych w naszym rolnictwie powinno uwzględniać m.in. przeanalizowanie rozmaitych uzasadnień budżetowego wspierania tego sektora. Należałoby uwzględnić przynajmniej poniższe czynniki:

A. Sektor nadal potrzebuje restrukturyzacji i modernizacji oraz dostosowania się do standardów UE.

B. Rolnictwo spełnia funkcje produkcyjne i nieprodukcyjne. W przypadku tych ostatnich brakuje rynków i dlatego świadczenia tego typu powinny być wspierane budżetowo. Trzeba jednak dążyć do internalizacji kosztów zewnętrznych powstających w rolnictwie i stymulować gotowość do płacenia przez konsumentów dóbr publicznych w nim tworzonych.

C. Podatnicy i konsumenci coraz częściej będą oczekiwali większej przejrzystości pomocy finansowej kierowanej do rolnictwa i na wieś. Dlatego coraz powszechniejsze musi być i tu myślenie w kategorii kosztów alternatywnych.

D. Można zakładać, że nasilać się będzie tendencja do współfinansowania przez obywateli polityki społecznej i kosztów utrzymania państwa. Nie wydaje się, by procesy te ominęły rolnictwo. Sektor ten nie powinien być zatem poddany ostremu fiskalizmowi, ale rolnicy w miarę swoich możliwości muszą partycypować w finansowaniu polityki społeczno-gospodarczej. W tym kontekście sprawiedliwość to nie tylko zróżnicowanie obciążeń fiskalnych w samym rolnictwie, ale także między działami gospodarki narodowej i grupami społecznymi.

E. Rolnicy także powinni korzystać z ogólnej poprawy poziomu życia, a więc nie powinni być dyskryminowani i traktowani jako obywatele niższej kategorii.

F. Ewentualne wyrzeczenia (dostosowania) fiskalne w rolnictwie muszą wynikać z realizacji reform w finansach publicznych dobrze ukierunkowanych i podporząd-

kowanych szerszej wizji modernizacyjnej, poprawiającej efektywność i konkurencyjność, a w konsekwencji poziom i jakość życia obywateli. Do tej pory nie przedstawiono takiej wizji. Może się jednak zdarzyć, że wyrzeczenia takie będą konieczne także wtedy, gdyby pozycja fiskalna kraju uległa drastycznemu pogorszeniu.

G. Wszelka polityka finansowa, a więc także prowadzona w rolnictwie, musi realizować określone cele stabilizacyjne, alokacyjne i redystrybucyjne. Oznacza to konieczność jej oddziaływania na sytuację ekonomiczno-finansową gospodarstw i przedsiębiorstw rolnych, jak też poziom dochodów i płac oraz życia ludności rolniczej i pracującej w rolnictwie. Przy takim podejściu polityka finansowa staje się instrumentem budowy sieci bezpieczeństwa finansowego i socjalnego, a nawet podstawą kreowania tzw. polityki współczującej.

Biorąc pod uwagę całość uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych, doświadczenia krajowe z interwencjonizmem finansowym sprzed i po akcesji do UE, programy polityczne głównych partii politycznych, można założyć, że w perspektywie budżetowej 2007–2013 polityka finansowa w naszym rolnictwie będzie mieszana, jeśli rozpatrujemy tylko rynkowy system finansowy, oraz ekspansywna i procykliczna, gdy odwołamy się do kryteriów fiskalnych. Nie można jednak wykluczyć, że obecny kurs „dzielenia owoców wzrostu gospodarczego” doprowadzi do zdecydowanego powiększenia się deficytu budżetowego. Dostosowania fiskalne pójdą wtedy (zmusi nas do tego UE) w kierunku wzrostu podatków i (lub) redukcji wydatków budżetowych.

Jeśli natomiast uda nam się utrzymać w najbliższych latach wysoki wzrost gospodarczy, to w rolnictwie będą raczej kontynuowane ekspansja fiskalna i boom kredytowy³. Ten ostatni dotyczy przede wszystkim rolnictwa indywidualnego. Wystarczy powiedzieć, że w latach 2004–2006 zadłużenie bankowe tej grupy wzrosło o 30,8%, ale w latach 2005–2006 już o 23,6%. W ub.r. dynamika zadłużania się rolników indywidualnych jeszcze się zwiększyła. Stało się tak, gdyż bardzo potaniał kapitał obcy, bo nadal dostępne są preferencyjne kredyty inwestycyjne i rolnicy zaciągają kredyty pomostowe, by móc otrzymać dotacje inwestycyjne. Opierając się na informacjach z Polskiego FADN (niestety z 2006 r.), można założyć, że w gospodarstwach rodzinnych – dominujących w Polsce – nie powinno się pojawić na większą skalę w szerszej skali zjawisko utraty zdolności kredytowej.

³ Utrzymanie wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie jest bardzo trudne. A. Rzońca podaje np., że na świecie tylko ośmiu państwom w ostatnich 30 latach udało się uzyskać wzrost na poziomie co najmniej 4,4%. Praktycznie w każdym z tych krajów relacja wydatków publicznych do PKB była dużo niższa niż w Polsce („Rzeczpospolita” z 21.06.2007 r.). Malejące tempo wzrostu naszej produkcji przemysłowej w ub.r. oznacza, że powoli tracimy wysoką dynamikę wzrostu. W związku z tym część analityków przewiduje, że już w 2010 r. wzrost może spaść z 7,4% w I kwartale 2007 r. do około 4%, o ile nie przeprowadzimy reform strukturalnych i fiskalnych. Wspomniana polityka „dzielenia owoców wzrostu gospodarczego” już prowadzi do wzrostu płac i przyczyni się m.in. do pogorszenia sytuacji budżetu.

Ekspansja fiskalna, rosnące zasoby funduszy własnych rolnictwa oraz boom kredytowy z pewnością poprawią sytuację dochodową i produkcyjną w tym sektorze w krótkim i średnim okresie. Może jednak pojawić się w nim zjawisko „przefinansowania” i „przekredytowania”, a w ślad za tym przeinwestowania. Należy się również liczyć z dalszym wyciekami wsparcia rolników do otoczenia oraz z jego kapitalizacją, a więc wzrostem wartości ziemi i pozostałych aktywów trwałych. W konsekwencji nadal będą rosły ceny ziemi, a przez to hamowane będą przemiany strukturalne. W dalszej kolejności kapitalizacja spowoduje spadek rentowności aktywów i kapitału własnego, a wyciek wsparcia do otoczenia oraz możliwe rozwarcie się nożyc cen będą uszczuplać zasoby środków płynnych w rolnictwie. To ostatnie zjawisko już występuje w niektórych gospodarstwach rodzinnych i wielkoobszarowych, gdzie statyczne wskaźniki płynności kształtują się na bardzo niskim poziomie. W dłuższym czasie prawdopodobnie wyraźnie spadnie też rentowność. Bardzo możliwa jest zatem sytuacja, że za kilka lat rolnictwo znów będzie określone jako sektor o bardzo niskiej rentowności i chronicznym niedoborze płynności. Otworzy to pole do kolejnej rundy interwencjonizmu finansowego, ale może braknąć chętnych do ponoszenia jego ciężarów.

Na tle powyższych rozważań rysują się następujące wyzwania dla polityki finansowej w naszym rolnictwie.

1. Jeśli w skali globalnej nadal będzie się utrzymywał szybki wzrost cen żywności, Unia Europejska będzie musiała zadbać również o położenie konsumentów, a nie – jak do tej pory robiła – głównie o ochronę dochodów rolniczych. Oznacza to, że rosną szanse, iż Unia szerzej otworzy swoje rynki dla tańszych produktów rolno-żywnościowych z krajów rozwijających się i powszechnie stosujących organizmy genetycznie modyfikowane (GMO). Przed podobnym problemem stają też Stany Zjednoczone. Można zatem oczekiwać, że wreszcie zakończy się trwająca obecnie runda rokowań z Dauhaj, prowadzonych w ramach WTO, a więc handel rolno-żywnościowy zostanie znacznie zliberalizowany. W ślad za tym nasi politycy rolni staną przed dylematem: jak działać, by maksymalizując poziom absorpcji skokowo rosnących funduszy dla rolnictwa w latach 2007–2013, nie ponieść jednocześnie dodatkowych kosztów, w dużej części utopionych, na skutek nadmiernych inwestycji i powiększania potencjału produkcyjnego.

2. Prawdopodobna liberalizacja WPR Unii może spowodować, że również nasi rolnicy zaczną intensywniej gospodarować, nie bacząc na względy środowiskowe, zrównoważony rozwój rolnictwa i wielofunkcyjny rozwój wsi. Gdyby tak się stało, przemiany strukturalne w rolnictwie mogłyby ulec spowolnieniu, a fundusze na rozwój obszarów wiejskich (drugi filar WPR) byłyby zagrożone, zgodnie z koncepcją Balanda i Kotwala.

3. Poważnym problemem wydaje się również obserwowany także w Polsce negatywny wpływ rosnącej sto-

py subsydiowania na efektywność i produktywność (Kulawik 2008). Te ostatnie nadal są wprawdzie wyższe niż przed akcesją, ale mimo to tendencje te są niepokojące. Ich dalsze utrzymywanie się może spowodować, że skokowo rosnący „budżet rolny” nie poprawi konkurencyjności naszego rolnictwa.

4. Największy wpływ na finanse publiczne państwa w finansach rolniczych mają subsydia do ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych. Wynika to z ich dużych kwot oraz sztywności. Punktem wyjścia do reformowania tych ubezpieczeń powinno być uzyskanie zgody społecznej na zapewnienie określonego, minimalnego poziomu świadczeń dla rolników, ustalonego w proporcji do świadczeń uzyskiwanych przez obywateli niezwiązanych z rolnictwem, w których sfinansowaniu uczestniczyłyby także budżet państwa, na zasadach podobnych do obecnych. Ustalony poziom świadczeń rolników powinien być następnie powiązany z dochodami osobistymi gospodarstw i ewentualnie ich arealem (najlepiej przeliczeniowym). Po przekroczeniu uzgodnionego minimalnego poziomu świadczeń można by wprowadzić już wyższe składki w zamian za wyższe renty i emerytury. Dla tej części systemu ubezpieczeniowego obowiązywałaby już zatem zasada samofinansowania się przyszłych świadczeń, tzn. pokrywania ich ze składek płaconych przez rolników.

5. Głębsza reforma ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych wymagałaby wcześniejszych zmian w systemie opodatkowania rolnictwa. Główną kwestią dla opodatkowania rolnictwa jest bez wątpienia wprowadzenie do tego sektora podatku dochodowego. Istnieją argumenty za tym rozwiązaniem i przeciw niemu. Trzeba mieć jednak świadomość, że przedsięwzięcie to będzie trudne koncepcyjnie i technicznie. Wydaje się, że podatek dochodowy w rolnictwie nie będzie też *per saldo* wydajnym źródłem wpływów fiskalnych (sporo gospodarstw nie osiągnie dochodu podatkowego, a koszty administracyjne jego poboru będą wysokie). W przyszłości bowiem można oczekiwać, że wzorem krajów UE dochody coraz większej liczby rolników będą pochodzić z działalności nierolniczej. Prace zmierzające do opodatkowania gospodarstw rolnych powinny uwzględniać ten fakt. Wydaje się, że punktem wyjścia prac koncepcyjnych nad zmianami opodatkowania mogłoby być założenie, że do pewnego poziomu dochodów osobistych lub wielkości areалу gospodarstw mógłby obowiązywać dotychczasowy podatek rolny. Jest on konstrukcją mieszaną, tzn. zawiera elementy opodatkowania majątku i przychodu, a więc w pewnym sensie także i dochodu. Należałoby jednak rozważyć podwyższenie wymiaru jednostkowego podatku wyrażonego w kwintalach żyta, a także – być może – aktualizację zasad wyodrębniania okręgów podatkowych. Ważne byłoby równoległe rozszerzenie ulg i zniżek w tym podatku, by mógł on lepiej spełniać funkcje pozafiskalne. Dla większych gospodarstw rolnych uzyskiwane dochody z tradycyjnej działalności rolniczej

mogłyby być opodatkowane, oprócz podatku rolnego, powszechnym podatkiem dochodowym, ustalonym w systemie PIT bądź CIT. Podatnicy powinni mieć, tak jak osoby fizyczne nieprowadzące działalności rolniczej, możliwość wyboru systemu ewidencji przychodów i kosztów ich uzyskania. Nie ma natomiast przeszkód, by nadal mógł funkcjonować podatek dochodowy od działów specjalnych produkcji rolnej na zasadach zbliżonych do obecnych.

6. Dotychczas występowała wyraźna dodatnia zależność między subsydiowaniem rolnictwa a kondycją ekonomiczno-finansową naszych banków spółdzielczych, a więc głównych kredytodawców tego sektora. Wystarczyło jednak pewne poluzowanie polityki monetarnej w 2006 r., by wyniki finansowe i rentowność w bankach spółdzielczych zauważalnie spadły. Należy zakładać, że regres ten byłby zdecydowanie większy, gdyby w przeszłości rolnictwo musiało funkcjonować w warunkach bardziej zliberalizowanych. Banki spółdzielcze oraz inne instytucje finansowe obsługujące rolnictwo i agrobiznes w swych długookresowych strategiach powinny zatem realnie potraktować model finansowania rolnictwa bardziej zorientowanego na rynki finansowe.

6. Podsumowanie

Polityka finansowa w rolnictwie jest wielorako uwarunkowana i kształtowana przez rozmaite siły i tendencje, często przeciwstawne. Po naszej akcesji do UE głównymi determinantami krajowej polityki finansowej w rolnictwie stały się filozofia, mechanizmy i instrumenty WPR. W tym sensie następuje konwergencja polityki finansowej w ramach UE. Jednocześnie w każdym kraju członkowskim nadal oddziałują siły prowadzące do dywergencji narodowych polityk finansowych: historyczne wybory instrumentów i typ sektora finansowego, *path dependence* (bezwładność procesów wcześniej zainicjowanych), *policy feedback* (stworzenie przez dotychczasową politykę finansową faktów dokonanych w postaci inwestycji rzeczowych, postaw i motywacji beneficjentów, które zmuszają do jej kontynuowania), a w przypadku Polski także umocnienie się pozycji Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. W kon-

sekwencji następuje polonizacja WPR, w tym jej części finansowej. Wszystko wskazuje, że polonizacja ta przybiera kształt mieszanego systemu finansowego oraz silnej ekspansji fiskalnej, a więc intensywnie broniony będzie paradygmat rozwoju rolnictwa oparty na szerokim jego subsydiowaniu. Kurs ten ma szansę się utrzymać, o ile Polsce uda się przez dłuższy czas zachować wysokie tempo wzrostu i umiarkowany deficyt budżetowy oraz dług publiczny. W rolnictwie będą zatem kontynuowane procesy modernizacyjne i restrukturyzacyjne, zbieżne jednak przede wszystkim z orientacją produktywistyczną. Ich efektywność alokacyjna będzie niezbyt wysoka, gdyż na skutek kapitalizacji wsparcia płytki będzie rynek ziemi rolniczej oraz, przynajmniej przez jakiś czas, utrzymane będzie kwotowanie produkcji. Głównymi beneficjentami pomocy krajowej i unijnej będą nadal duzi producenci rolni. Jednak nawet u nich z czasem może się pogorszyć sytuacja finansowo-ekonomiczna, bo część wsparcia będzie wyciekać do otoczenia, nożyce cen będą się na przemian rozwierały i zwierały, rolnicy będą inwestować też poza sektorem, a konsolidacja otoczenia rolnictwa będzie sprzyjać dalszemu przejmowaniu wytworzonej w nim nadwyżki ekonomicznej.

Ogólnie można zaryzykować tezę, że w najbliższych latach polityka finansowa w naszym rolnictwie będzie jak najdalej odchodzić od modelu liberalizmu rynkowego. Znajdzie się ono w trudnej sytuacji, gdy w otoczeniu krajowym pojawi się właśnie kurs bardziej liberalny albo zdecydowanie pogorszy się nasza pozycja fiskalna. To ostatnie jest bardzo prawdopodobne w warunkach przewidywanego spowolnienia wzrostu, ale chyba dopiero w następnej dekadzie. W konsekwencji wszyscy musimy się przygotować na większą zmienność makroekonomiczną, wyższą inflację oraz wyższe rynkowe stopy procentowe. Doświadczenia krajowe i zagraniczne pokazują, że takie pogorszenie się sytuacji makroekonomicznej bardzo negatywnie wpływa na funkcjonowanie i rozwój rolnictwa. Wpływ ten będzie spotęgowany, gdy unijna WPR zostanie bardziej zliberalizowana, a szanse na to są coraz większe, ale najprawdopodobniej dopiero w nowym planie budżetowym (po 2013 r.).

Bibliografia

- Asmild M., Hougaard L. J. (2006), *Economic versus environmental improvements potentials of Danish pig farm*, "Agricultural Economics", Vol. 35, No. 2, s. 171–181.
- Baland J.M., Kotwal A. (1998), *The Political Economy of Underinvestment in Agriculture*, "Journal of Development Economics", Vol. 55, No. 1, s. 233–247.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2006), *Bank concentration, competition, and crises: First results*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 30, No. 5, s. 1581–1603.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. (2005), *Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?*, "Journal of Finance", Vol. 60, No. 1, s. 137–177.
- BMELV (2006), *Weiterentwicklung der Politik für die ländlichen Raum. Empfehlungen des Wissenschaftlichen Beirats für Agrarpolitik beim Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz*, „Berichte über Landwirtschaft“, Band 84, Heft 3, http://www.bmelv.de/nn_752134/DE/13-Service/Publikationen/BerichteLandwirtschaft/Band84/Heft3deutsch.html_nnn=true
- Boecker A. (2007), *Landwirtschaft, Lebensmittelnachfrage, Verbraucherverhalten und Gesundheit*, "Agrarwirtschaft", Jahrgang 56, Heft 4, <http://www.agrarwirtschaft.net/aktuelleausgabe/pages/protected/show.prl?params=recent%3D1%26type%3D2&id=431&currPage=&type=2>
- Cai H., Treisman D. (2005), *Does Competition for Capital Discipline Governments? Decentralization, Globalization, and Public Policy*, "The American Economic Review", Vol. 95, No. 3, s. 817–830.
- Coleman D.W., Grant P.W. (1998), *Policy convergence and policy feedback: Agricultural finance policies in a globalizing era*, "European Journal of Political Research", Vol. 34, No.2, s. 225–247.
- Dunin-Wąsowicz S. (2007), *Miejsce Polski w gospodarce globalnej*, „Rzeczpospolita”, 2 marca.
- Filler G., Odening M., Seeger S., Hahn J. (2007), *Zur Effizienz von Biogasanlage*, "Berichte über Landwirtschaft", Band 85, Heft 2., http://www.bmelv.de/nn_752134/DE/13-Service/Publikationen/BerichteLandwirtschaft/Band85/Heft2deutsch.html_nnn=true
- Giavazzi F., Tabellini G. (2005), *Economic and Political Liberalization*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 52, No. 7, s. 1297–1330.
- Gloy A.B., LaDue L.E. (2003), *Financial Management Practices and Farm Profitability*, "Agricultural Finance Review", Vol. 63, No. 2, s. 157–174.
- Isermeyer F., Otte A., Dabbert S., Froberg K., Grabski-Kieron U., Hartung J., Heissenhuber A., Hess J., Inhetveen H., Kalm E., Kirschke D., Schmitz P., Sundrum A., Thoroe C., Weindlmaier H. (2006), *Stellungnahme zu aktuellen Fragen der EU-Finzen und des EU-Agrarhaushalts*, „Berichte über Landwirtschaft“, Band 84, Heft 1, http://www.bmelv.de/nn_752134/DE/13-Service/Publikationen/BerichteLandwirtschaft/Band84/Heft1deutsch.html_nnn=true
- Jay M. (2007), *The political economy of productivist agriculture: New Zealand dairy discourses*, "Food Policy", Vol. 32, No.2, s.
- Kleinhanß W., Murillo C., San Juan C., Sperlich S. (2007), *Efficiency, subsidies, and environmental adaptation of animal farming under CAP*, "Agricultural Economics", Vol. 36, No. 1, s. 49–65.
- Kulawik J. (red.) (2008), *Analiza efektywności ekonomicznej i finansowej przedsiębiorstw rolnych powstałych na bazie majątku WRSP*, Instytut Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej - Państwowy Instytut Badawczy, Warszawa.
- Martin P., Rey H. (2006), *Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?*, "American Economic Review", Vol. 96, No. 5, s. 1631–1651.
- McIntosh R.Ch., Shogren F. J., Dohlman E. (2007), *Supply Response to Countercyclical Payments and Base Acre Updating Under Uncertainty: An Experimental Study*, "American Journal of Agricultural Economics", Vol. 89, No. 4, s. 1046–1057.
- Mehl P. (2006), *Die Reform der landwirtschaftlichen Alterssicherung in der Bundesrepublik Deutschland - Eine Analyse zehn Jahre nach dem Inkrafttreten des Agrarsozialreformgesetzes 1995*, "Berichte über Landwirtschaft", Band 84, Heft 3, http://www.bmelv.de/cln_045/nn_752134/DE/13-Service/Publikationen/BerichteLandwirtschaft/Band84/Heft3deutsch.html_nnn=true
- Meyer L.R. Nagarajan G., (2000), *Rural Financial Market in Asia: policies, paradigms and performance*, Oxford University Press (China) Ltd., Hong Kong.
- Newman C., Matthews A. (2007), *Evaluating the Productivity Performance of Agricultural Enterprises in Ireland using a Multiple Output Distance Function Approach*, "Journal of Agricultural Economics", Vol. 58, No. 1, s. 128–151.
- Patrick T.H. (1966), *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, "Economic Development and Cultural Change", Vol. 14, No. 2, s. 174–187.

- Persson T., Tabellini G. (2006), *Democracy and Development: The Devil in the Details*, "The American Economic Review", Vol. 96, No. 2, s. 319–324.
- Rancière R., Tornell A., Westermann F. (2006), *Decomposing the effects of financial liberalization: Crisis vs. growth*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 30, No. 12, s. 3331–3348.
- Reisch A.L. (2006), *Food Chain - Politik - Element einer strategischen Neuorientierung der Agrarpolitik*, "Agrarwirtschaft", Jahrgang 55, Heft 7 (von 8), s. 303–309.
- Rodrik D., Wacziarg R. (2005), *Do Democratic Transitions Produce Bad Economic Outcomes?*, "The American Economic Review", Vol. 95, No. 2, s.
- Stijn R., Knox Lovell A. C., Thijssen G. (1999), *Econometric Estimation of Technical and Environmental Efficiency: An Application to Dutch Dairy Farms*, "American Journal of Agricultural Economics", Vol. 81, No. 1, s. 44–60.
- Van Order R. (2006), *A Model of Financial Structure and Financial Fragility*, "Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 38, No. 3, s. 565–585.
- Wagner P., Heinrich J., Klaus H. (2007), *Landwirtschaft ohne Ausgleichszahlungen? Mögliche Folgen für Einzelbetriebe und Regionen*, „Berichte über Landwirtschaft“, Band 85, Heft 1, http://www.bmelv.de/nn_752134/DE/13-Service/Publicationen/BerichteLandwirtschaft/Band85/Heft1deutsch.html__nnn=true
- Wissenschaftlicher Beirat beim BMVEL (2004), *Stellungnahme zu den Beschlüssen des Rates der Europäischen Union zur Reform der Gemeinsamen Agrarpolitik von 26. Juni 2003*, „Berichte über Landwirtschaft“, Band 82, Heft 2, http://www.bmelv.de/nn_752134/DE/13-Service/Publicationen/BerichteLandwirtschaft/Band82/Heft2deutsch.html__nnn=true
- Wojtyna A. (2004), *Szkice o polityce pieniężnej*, PWE, Warszawa.

Andrzej Wernik, *Finanse publiczne*

Review of the book by Andrzej Wernik, *Public Finance*

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007

*Barbara Woźniak**

Na rynku wydawniczym znajdujemy wiele opracowań dotyczących finansów publicznych, ale w przypadku książki Andrzeja Wernika mamy sytuację wyjątkową, ponieważ nareszcie ukazała się pozycja od dawna oczekiwana, stanowiąca syntezę dotychczasowego, długoletniego dorobku i przegląd poglądów Autora.

Zgodnie z zapowiedzią zawartą we wstępie książka stanowi wykład poświęcony problematyce finansów publicznych, przeprowadzony w przystępnej formie, objaśniający zjawiska i kategorie finansowe w sposób jasny i prosty, a zarazem uwzględniający dorobek myśli naukowej w tej dziedzinie. Przejrzystość prowadzonego wywodu wynika już z samej struktury opracowania, na które składa się dziesięć rozdziałów, omawiających najważniejsze problemy finansów publicznych ułożone w logiczną i spójną całość oraz aneks zawierający historię przemian i reform przeprowadzonych w Polsce w latach 1989–2005. Te najważniejsze problemy finansów publicznych to: oparte na konkretnych podstawach prawnych zasady wydatkowania środków publicznych i ich gromadzenia, kwestie równowagi budżetowej i skutków braku tej równowagi, a w szczególności występowania długu publicznego oraz polityki gospodarowania środkami publicznymi (polityki fiskalnej), ze wskazaniem roli najważniejszego instrumentu tej polityki, jakim jest budżet państwa.

Rozdział pierwszy jest poświęcony określeniu podstawowych pojęć finansów publicznych, a z tym, jak

wiadomo, w literaturze ekonomicznej są problemy. Praktycznie każdy autor zajmujący się finansami publicznymi próbuje na początku swojego dzieła skonstruować spójny system pojęć, którymi dalej się posługuje, uwzględniając dorobek teoretyczny i praktyczny (w tym regulacje prawne) zarówno ogólnosiękatowy, jak i krajowy. Dzieje się tak dlatego, że w odróżnieniu od nauk ścisłych nie mamy w naukach finansowych obowiązującego, opartego na jednolitej konwencji, aparatu pojęciowego opisującego wszystkie zjawiska i instytucje. Z drugiej strony trzeba jednak przyznać, że w dziedzinie finansów publicznych większość z nich jest przedmiotem uregulowań prawnych, niestety często niedoskonałych.

Autor omawianej książki definiuje na początku finanse publiczne jako system finansowania zadań władzy państwowej, tj. władz centralnych i samorządu terytorialnego. Jego podejście ma charakter podmiotowy, dlatego określa podstawowe instytucje i formy organizacyjne finansów publicznych, w tym fundusze publiczne (budżety i fundusze celowe), Skarb Państwa, jednostki organizacyjne (jednostki budżetowe, gospodarstwa pomocnicze, zakłady budżetowe), inne państwowe lub samorządowe osoby prawne. Zastosowanie tego podejścia do wyznaczania zakresu sektora finansów publicznych jest zgodne z regulacjami ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, które trudno uznać za zadowalające. Autor zdaje sobie z tego sprawę, dlatego prezentację sektora finansów publicznych opiera na systemie rachunków narodowych ESA'95, przedstawiając zbiorczy bilans tego sektora w 2005 r. Szkoda, że nie

*Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Ekonomiczno-Społeczne, Katedra Skarbowości

podjęto w książce próby wyraźnego określenia również sektora publicznego, gdyż jego zdefiniowanie nastręcza badaczom tej problematyki wielu trudności, szczególnie gdy stosują podejście interdyscyplinarne lub analizują problemy zarządzania publicznego.

Rozdział pierwszy kończy się omówieniem prawnych podstaw gospodarowania środkami publicznymi w ujęciu historycznym. Zawiera rozważania na temat regulacji dotyczących poboru danin publicznych w Europie Zachodniej i wykorzystywania budżetu do planowania dochodów i wydatków państwa. Autor nie eksponuje znaczenia, jakie dla rozwoju nauki skarbowości w Polsce miały pierwsze budżety z drugiej połowy XVIII wieku. Koncentruje się na okresie międzywojennym i rozwiązaniach przyjętych po drugiej wojnie światowej, poświęcając najwięcej uwagi ustawie z 28 listopada 1998 r. o finansach publicznych, która po licznych nowelizacjach została zastąpiona wspomnianą już ustawą z 30 czerwca 2005 r. Interesujące są tu spostrzeżenia dotyczące zarówno walorów, jak i mankamentów przyjętych oraz projektowanych regulacji ustawowych.

Kolejne dwa rozdziały są poświęcone systematyce wydatków i dochodów publicznych z uwzględnieniem kategorii rozchodów i przychodów. Wydatki Autor klasyfikuje według następujących kryteriów: wpływ na stan majątku publicznego, związek z ostatecznym wykorzystaniem produktu krajowego brutto, wpływ na bilans płatniczy, powtarzalność w czasie, charakter powiązania z zadaniami państwa oraz przeznaczenie. Na uwagę zasługuje charakterystyka wydatków transferowych, do których zostały zaliczone wynagrodzenia pracowników sektora finansów publicznych, oraz klasyfikacje według dwu ostatnich kryteriów spośród wyżej wymienionych. W pierwszej klasyfikacji wyróżniono wydatki podstawowe, polegające na bezpośrednim, bieżącym finansowaniu zadań władz państwowych oraz koszty obsługi długu – pośrednio związane z tymi zadaniami. Druga klasyfikacja obejmuje: wydatki związane z podstawowymi funkcjami państwa (Autor uwzględnił tu funkcje publiczne *sensu stricto*), wydatki socjalne, wydatki prorozwojowe oraz wydatki na obsługę długu (wraz z wydatkami ponoszonymi z tytułu udzielonych poręczeń i gwarancji, co budzi uzasadnione wątpliwości). Osobną uwagę Autor poświęca największej grupie wydatków budżetu państwa, jaką stanowią dotacje i subwencje, oraz porównaniom międzynarodowym sięgającym końca XIX wieku.

Dochody i przychody publiczne zostały zdefiniowane na podstawie regulacji ustawowych odnoszących się do różnych kategorii środków publicznych. Wskazano liczne mankamenty legislacyjne w tej dziedzinie, m.in. dotyczące tzw. renty emisyjnej, czyli wpłat zysku NBP do budżetu państwa. Klasyczna systematyka dochodów została wzbogacona charakterystyką polskiego systemu podatkowego oraz analizą obciążeń fiskalnych sektora prywatnego, mierzonych relacją dochodów pu-

blicznych do PKB. Ciekawe jest stanowisko Autora wobec klina podatkowego, którego rzeczywiście nie można uniknąć, ale z pewnością nie powinno się powiększać ze względu na jego negatywny wpływ na zatrudnienie i wzrost gospodarczy.

Rozdział czwarty zawiera analizę deficytu sektora finansów publicznych i jego najważniejszego segmentu – budżetu państwa. Obok niezwykle istotnych kwestii pojęciowych Autor porusza w nim problemy metodologiczne dotyczące obliczania wielkości deficytu, jak również problem manipulacji rachunkowych zmniejszających wielkość deficytu budżetu państwa i tym samym deficytu całego sektora finansów publicznych. Manipulacje te wiążą się m.in. z rozliczaniem przychodów z prywatyzacji (rekompensata dla FUS składek odprowadzanych do OFE oraz finansowanie niektórych funduszy celowych powstałych po likwidacji środków specjalnych) i prowadzą do powstawania tzw. ujemnego salda przychodów z prywatyzacji, będącego w istocie drugim, obok oficjalnego, deficytem budżetu państwa. Powstaje on dlatego, że „wszystkie (...) desygnacje środków z prywatyzacji na różne cele przewyższają znacznie rzeczywiste przychody z prywatyzacji” i jest finansowany przez emisję skarbowych papierów wartościowych.

Wyraźnie trzeba podkreślić, że recenzowana książka pokazuje w różnych dziedzinach finansów publicznych – nie tylko dotyczących deficytu budżetowego – różne operacje, które iluzorycznie poprawiają obraz finansów państwa, np. w celu uniknięcia sankcji związanych z oceną stopnia spełnienia reguł fiskalnych. W rzeczywistości te operacje, tzw. czynniki jednorazowe, osłabiają skuteczność ustanowionych reguł fiskalnych (krajowych i europejskich), a niektóre są wprost wykorzystywane do ich obejścia. Dlatego są brane pod uwagę przez Komisję Europejską przy ocenie polityki fiskalnej państw członkowskich objętych procedurą nadmiernego deficytu.

W rozdziale czwartym zostały również scharakteryzowane elementy deficytu sektora finansów publicznych i deficytu budżetu państwa, m.in. saldo bieżące, kapitałowe pierwotne, oraz zależności pomiędzy deficytem strukturalnym, cyklicznym i rzeczywistym. Krótko i zwięźle przedstawiono w nim obowiązujące w Unii Europejskiej regulacje traktatowe odnoszące się do procedury nadmiernego deficytu oraz założenia Paktu Stabilności i Wzrostu wraz ze zmianami wprowadzonymi w 2005 r.

Rozdział piąty jest kontynuacją poprzedniego, ponieważ omówiono w nim ekonomiczne skutki występowania i utrzymywania się deficytu sektora finansów publicznych, takie jak: ryzyko monetyzacji deficytu, niebezpieczeństwo eksplozywnego narastania długu publicznego, absorpcję oszczędności prywatnych ograniczającą inwestycje prywatne, pogorszenie oceny wiarygodności finansowej państwa na światowych rynkach finansowych. Autor podaje w wątpliwość wywoływanie efektu wypychania (*crowding out*), wiążąc go ze skalą

redystrybucji budżetowej, a nie deficytu budżetowego. Podważa także dość powszechne wiązanie wzrostu rynkowych stóp procentowych z utrzymywaniem się deficytu budżetowego, wynikające z niedoceniań roli deficytu neutralnego. Tymczasem zależności te nie są jednoznacznie ukierunkowane, ponieważ zachowania inwestorów na rynkach finansowych „są zróżnicowane i zmienne w czasie”. Ponadto istotna jest tu skala deficytu, gdyż „stabilny z roku na rok, a tym bardziej stopniowo malejący deficyt, wzrostu stóp procentowych nie powoduje”. W kwestii negatywnego wpływu deficytu budżetowego na saldo obrotów bieżących w bilansie płatniczym (jest to pogląd często prezentowany w literaturze ekonomicznej) Autor zajmuje stanowisko jednoznacznie polemiczne, podobnie jak w sprawie popytowego efektu deficytu. Na tle przeprowadzonej analizy formułuje przesłanki „miękkiej” i „twardej” polityki fiskalnej i wyraża umiarkowaną aprobatę dla zaleceń skorygowanego w 2005 r. Paktu Stabilności i Wzrostu, odnoszących się do stopniowego ograniczania deficytu corocznie o 0,5 punktu procentowego PKB.

W kolejnym rozdziale Autor omawia problemy związane z finansowaniem deficytów budżetowych oraz deficytów pozostałych segmentów sektora finansów publicznych, które są przyczyną powstawania długu publicznego. Autor krytycznie podchodzi do ustawowej definicji długu publicznego, a także zasad jego liczenia i refinansowania (a nie spłaty). Poświęca również uwagę omówieniu poziomu i struktury długu zarówno w ujęciu liczbowym, jak też według różnych podziałów klasyfikacyjnych. Warto przy tym zwrócić uwagę na określenie długu potencjalnego, na który składają się dwie grupy zobowiązań. Pierwsza dotyczy gwarancji i poręczeń, druga – publicznoprawnego systemu emerytalnego dotowanego z budżetu państwa.

Rozdział szósty kończy się omówieniem problemów związanych z zarządzaniem długiem publicznym, w tym procedur ostrożnościowych określonych w ustawie o finansach publicznych oraz działań minimalizujących koszty obsługi długu i ograniczających ryzyko związane z jego finansowaniem. Problemy te stanowią „wycinek polityki fiskalnej rozumianej jako kształtowanie dochodów, wydatków i równowagi w zakresie finansów publicznych”. Są zatem naturalnym wprowadzeniem do następnego rozdziału dotyczącego polityki fiskalnej.

Rozdział siódmy jest poświęcony analizie redystrybucyjnej, alokacyjnej i stabilizacyjnej polityki fiskalnej. W zakresie polityki redystrybucyjnej omówiono mierzalność skali redystrybucji fiskalnej i czynniki, które na nią wpływają. Analizie poddano również instrumenty aktywnej polityki redystrybucyjnej wykorzystywane w celu zmniejszenia zróżnicowania poziomu dochodów gospodarstw domowych (np. świadczenia społeczne) i poziomu możliwości wydatkowych jednostek samorządu terytorialnego (np. subwencje ogólne). W zakresie polityki alokacyjnej zwrócono uwagę nie tylko na jej skut-

ki ograniczające zasoby sektora prywatnego, ale również na rolę instrumentów pomocy publicznej kierowanej do podmiotów gospodarczych. Przysparzając korzyści beneficjentom może ona zakłócić konkurencję rynkową. Taka doktryna obowiązuje w Unii Europejskiej, dlatego pomoc publiczna jest w niej poddana szczegółowym regulacjom zarówno w pierwotnym, jak i wtórnym prawie wspólnotowym. Autor słusznie zauważa, że pomoc publiczna może być również wykorzystywana w celu eliminowania słabości rynku. Taki jest obecnie kierunek unijnej polityki w zakresie pomocy publicznej (pomocy państwa), której założenia oparto na odnowionej Strategii Lizbońskiej.

Najwięcej uwagi poświęcono w tym rozdziale polityce stabilizacyjnej, w szczególności jej instrumentom, które mogą mieć formę tzw. automatycznych stabilizatorów koniunktury (np. świadczenia socjalne) oraz narzędzi polityki dyskrejonarnej (np. ulgi podatkowe). Instrumenty te mają zastosowanie zarówno po stronie wydatkowej, jak i dochodowej finansów publicznych. Ze względu na ograniczone możliwości wykorzystania w Polsce automatycznych stabilizatorów, tzn. krótką listę instrumentów wydatkowych oraz słabą progresję w podatkach dochodowych, w fiskalnej polityce stabilizowania koniunktury powinny być wykorzystywane – zdaniem Autora – przede wszystkim środki dyskrejonarne, uruchamiane w trybie ustawowym lub na podstawie doraźnych decyzji rządu. Działania stabilizacyjne niezależnie od stosowanych instrumentów wywołują lub zwiększają deficyt sektora finansów publicznych, dlatego Autor podkreśla problem dopuszczalnej skali polityki stabilizacyjnej, w kontekście maksymalnego poziomu deficytu, i formułuje podstawowe zasady polityki dyskrejonarnej. W ten sposób dochodzi do rozróżnienia ekspansywnej, redystrybucyjnej i neutralnej polityki fiskalnej, przy okazji obalając niektóre mity, np. uzasadniające prowadzenie polityki ekspansywnej dopuszczającej wzrost deficytu, w wyniku obniżenia podatków, w celu przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Zajmuje też krytyczne stanowisko wobec dwu koncepcji teoretycznych związanych ze stabilizacyjną polityką fiskalną. Pierwsza dotyczy tzw. równoważności ricardiańskiej i została sformułowana przez amerykańskiego ekonomistę R.J. Barro. Druga to tzw. twierdzenie Haavelmo dotyczące zrównoważonego budżetu; jego autorem jest norweski ekonomista Trygve Haavelmo.

Rozdział siódmy kończy się omówieniem problemów koordynacji polityki fiskalnej i pieniężnej w ramach polityki makroekonomicznej. Słusznie podkreślano w nim wagę precyzyjnego określenia celów oraz rodzajów polityki.

W kolejnym rozdziale omawianej książki znajdujemy podstawowe informacje o budżecie i procesie jego powstawania oraz wykonywania. Autor krótko omawia zasady budżetowe, czyli teoretyczne postulaty organizacji systemu budżetowego i zakres ich stosowania w Pol-

sce. Zasadzie szczególności i przejrzystości budżetu poświęca więcej uwagi, omawiając obowiązującą klasyfikację budżetową, tj. sposób grupowania dochodów i wydatków oraz przychodów i rozchodów według kryterium podmiotowego, przedmiotowego i rodzajowego. Charakteryzuje również ustawę budżetową i jej uzasadnienie oraz proces opracowywania i tryb uchwalania budżetu. Rozdział ósmy zawiera też omówienie prawnych podstaw wykonywania budżetu, w tym instytucji rezerw, blokowania i przenoszenia planowanych wydatków, oraz trybu rozliczania wykonania budżetu państwa, eksponując znaczenie corocznego sprawozdania z wykonania ustawy budżetowej.

Budżet jest głównym ogniwem sektora finansów publicznych zarówno pod względem wielkości dochodów i wydatków, jak też stopnia jego zrównoważenia. Deficyt budżetowy jest zatem głównym problemem polityki fiskalnej państwa, szczególnie polityki restrykcyjnej, zmierzającej do jego ograniczenia, a w przypadku osiągnięcia równowagi fiskalnej – do jej utrzymania. W prowadzeniu takiej polityki pomocne są tzw. reguły polityki fiskalnej, ograniczające zasady jej dyskrecjonalności. Autor wspomina o nich w rozdziale czwartym i powraca w rozdziale dziewiątym. W tym ostatnim odnosi się głównie do fiskalnych reguł programowych, ważnych na etapie planowania i uchwalania budżetu, np. kotwicy Belki, ograniczenia deficytu budżetowego do 30 mld zł. W rozdziale dziewiątym Autor przedstawia również swoje stanowisko w sprawie wdrożenia budżetu zadaniowego. Dostrzega przydatność tej koncepcji do wydłużenia horyzontu planowania budżetowego i zwiększenia efektywności wykorzystania środków publicznych. Podkreśla jednak, że nie wszystkie wydatki publiczne są związane z finansowaniem zadań w taki sposób, że do oceny efektywności wydatków budżetowych można wykorzystać mierniki ilościowe. Dlatego nie widzi możliwości nadania całemu budżetowi formy zadaniowej. Na marginesie warto zaznaczyć, że były wiceminister finansów Stanisław Gomułka w wywiadzie dla „Gazety Prawnej” z 5 lutego 2008 r. zapowiedział ograniczenie dalszego wdrażania budżetu zadaniowego tylko do nieokreślonych bliżej zadań priorytetowych.

Charakter zadaniowy ma budżet Unii Europejskiej, który także musi być zrównoważony, a ponadto wyróżnia się tym, że jego wydatki dzielą się na obligatoryjne i nieobligatoryjne, co ma duże znaczenie dla procedury jego uchwalania. Przedstawieniu tego budżetu, jak też systemu budżetowego Unii Europejskiej, jest poświęcony ostatni rozdział książki. Autor porusza w nim kwestie ewentualnego wprowadzenia „europodatków” w celu innego ukształtowania systemu zasobów własnych w budżecie Unii Europejskiej. Ponadto omawia sprawy kontrowersyjne, dotyczące rozliczeń państw członkowskich z budżetem Unii Europejskiej (płatników netto i beneficjentów netto) oraz tzw. rabatu brytyjskiego zmniejszającego ujemne saldo rozliczeń Wielkiej Brytanii z budżetem Unii.

Recenzowana książka zawiera na końcu aneks poświęcony analizie stanu finansów publicznych i prowadzonej polityki fiskalnej w Polsce w latach 1989–2005, z licznymi odniesieniami do znacznie dalszej przeszłości. Niewątpliwie zaletą tej analizy jest uporządkowanie danych statystycznych według reguł zapewniających ich porównywalność, w zakresie wyznaczonym przez dostępność danych. Autor przedstawia stan pozornej równowagi sektora finansów publicznych bezpośrednio przed transformacją i przyczyny jej załamania się już w 1989 r. Wystąpił wtedy znaczny deficyt (2,6% PKB), utrzymujący się w całym okresie transformacji, z wyjątkiem 1990 r., w którym pojawiła się nadwyżka budżetowa związana z przejmowaniem inflacyjnych zysków przedsiębiorstw państwowych. Ta nadwyżka spowodowała dodatnie saldo całego sektora finansów publicznych.

Pierwsza faza transformacyjnego kryzysu finansów publicznych, omówiona w aneksie, obejmuje lata 1989–1992 i charakteryzuje się spadkiem relacji dochodów publicznych do PKB. Jedynie w 1992 r. miał miejsce wzrost tego wskaźnika, co Autor słusznie tłumaczy ubrutowieniem wynagrodzeń w sferze budżetowej i emerytur. Spowodowało to wzrost relacji dochodów i wydatków publicznych do PKB. W latach 1991–1992 spadek realnych wydatków publicznych był jednak słabszy niż spadek dochodów, co spowodowało powstanie deficytu sektora finansów publicznych, a w rezultacie narastanie długu publicznego i kosztów jego obsługi, ze wszystkimi tego konsekwencjami. Działania zapobiegające kryzysowi zmierzały zarówno w kierunku redukcji wydatków, jak i zwiększenia dochodów. Jednak nie miały one skutków natychmiastowych, np. reformy podatkowe zainicjowane już w 1989 r., przeprowadzone w 1992 r. i 1993 r. spowodowały wzrost wpływów budżetowych dopiero w następnych latach.

Kolejny okres poddany analizie w aneksie to stabilizacja finansów publicznych w latach 1993–1998, przy czym szczególną rolę Autor przypisuje tu osiągnięciom z 1993 r. Zalicza do nich realny wzrost PKB o 3,8%, restrykcyjny budżet na 1993 r. (zakładający szybszy wzrost dochodów niż wydatków) oraz osiągnięcie dodatniego salda pierwotnego w budżecie państwa. W następnych latach polityka fiskalna miała charakter neutralny, z wyjątkiem umiarkowanie restrykcyjnej polityki wydatkowej. W rezultacie osiągnięto stabilizację deficytu na niezbyt wysokim poziomie oraz systematyczny spadek relacji długu publicznego do PKB, w warunkach bardzo wysokiego tempa wzrostu PKB. Oznaczało to jednak dość kruchą równowagę finansów publicznych, bo pojawiały się już zarzewia problemów, które dotknęły np. służbę zdrowia i szkolnictwo.

Następny okres poddany szczegółowej analizie to lata 1999–2003, zdominowane przez reformy systemowe, z których reforma samorządowa i ochrony zdrowia były dla finansów publicznych neutralne, natomiast trwałym źródłem trudności stała się reforma emerytalna. Au-

tor przeprowadził też analizę koniunkturalnych i pozakoniunkturalnych przyczyn znacznego wzrostu deficytu budżetu państwa i całego sektora finansów publicznych w 2001 r., nie upatrując w nim znamion kryzysu finansowego. Ustosunkował się do działań ministra finansów Jarosława Bauca oraz przedsięwzięć reformatorskich jego następców, Marka Belki, Grzegorza Kołodki, jak również premiera Jerzego Hausnera. Osobną uwagę poświęcił akcesji i wydarzeniom 2004 r., oraz problematyce finansowania deficytu budżetowego i skali wzrostu długu publicznego w latach 1999–2005. Powrócił do kwestii obowiązujących reguł fiskalnych, określonych w ustawie o finansach publicznych, i wykorzystania działań jednorazowych, jak również zmian klasyfikacyjnych w celu „rachunkowej” poprawy salda budżetu, a zatem i salda całego sektora finansów publicznych. Takie praktyki, stosunkowo szybko wywołujące pożądane efekty, są łatwiejsze do stosowania niż reformy strukturalne, które wprowadzają trwałe zmiany wpływające na poziom dochodów i wydatków publicznych oraz charakter polityki fiskalnej. Dlatego na początku okresu transformacji wykorzystanie czynników jednorazowych można łatwo uzasadnić choćby koniecznością wprowadzenia szybkich zmian, ale przenoszenie takich działań na drugą połowę lat dziewięćdziesiątych i początek nowego stulecia budzi uzasadnione wątpliwości.

Recenzowana książka nie jest wolna od mankamentów natury technicznej i redakcyjnej, ale nie mają one wpływu na jej walory merytoryczne. Jest ona interesująca i zasługuje na uwagę z kilku powodów. Po pierw-

sze, Autor we wstępie zapowiada, że „książka ta stanowi próbę wyjaśnienia nieporozumień i rozwiązania mitów”, co znajduje potwierdzenie w jej zawartości. Po drugie, na potrzeby prowadzonej analizy Autor podejmuje trud precyzyjnego objaśnienia podstawowych pojęć z dziedziny finansów publicznych. Po trzecie, prezentowanie rozwiązań prawnych i działań praktycznych w polskim sektorze finansów publicznych, na tle porównań międzynarodowych i odniesień historycznych, umożliwia Czytelnikowi ocenę polityki fiskalnej w okresie transformacji. Po czwarte, ilustracje statystyczne dotyczące kształtowania się badanych zjawisk, prezentowane w zestawieniach tabelarycznych obejmujących różne okresy, stanowią niezbędne uzupełnienie poglądów Autora, nierzadko kontrowersyjnych. Po piąte, problemy poruszane w książce są przedstawione wielopłaszczyznowo, tzn. dotyczą nie tylko aktualnego stanu finansów publicznych, ale również ich genezy oraz konkretnych zmian w przyszłości, wobec których Autor zajmuje własne stanowisko. Po szóste, jasny i przejrzysty sposób objaśnienia procesów zachodzących w sektorze finansów publicznych powoduje, że książka jest przyjazna dla Czytelnika. Powinna zachęcić do dalszego studiowania wielu zagadnień ujętych w niej syntetycznie. Dlatego można ją polecać studentom kierunków ekonomicznych, pracownikom sektora finansów publicznych, naukowcom zajmującym się problematyką finansów publicznych, jako dobry punkt wyjścia do twórczych dyskusji, oraz wszystkim zainteresowanym transformacją systemową w Polsce.

Wiesław Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*

Review of the book by Wiesław Dębski, *The Financial Market and its Mechanisms. Basic Theory and Practice*

Wydawnictwo Naukowe PWN,
wydanie czwarte uaktualnione, Warszawa 2007

*Maria Podgórska**

Nieczęsto na naszym rynku wydawniczym znajdujemy monografie o tak bogatej treści i napisane z taką starannością. Nie ma w tej książce pojęć, które nie byłyby precyzyjnie zdefiniowane, zilustrowane przykładami z polskich i zagranicznych rynków finansowych oraz umiejscowione w realiach historycznych, prawnych, organizacyjnych i funkcjonalnych. Zrozumienie trudniejszych zagadnień ułatwiają przykłady liczbowe, schematy i wykresy. Spis literatury dołączony jest do każdego rozdziału z osobna. Z tych względów monografia Wiesława Dębskiego może stanowić podręcznik polecany studentom kierunków finansowych nawet przez bardzo wymagających wykładowców, a także być użytecznym kompendium wiedzy o rynkach finansowych dla absolwentów takich kierunków jak matematyka czy fizyka, którzy zamierzają specjalizować się w nowoczesnej matematyce finansowej. Zapewne przydaje się także praktykom, pragnącym uzupełnić czy odnowić wiedzę z obszarów podlegających w ostatnim czasie licznym przeobrażeniom, związanym między innymi z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej, jako że jej uaktualnione wydanie właśnie te zmiany uwzględnia. Ostatnie, czwarte wydanie z 2007 r. liczy 640 stron, a więc jeśli pominąć dołączenie kilkustronicowego indeksu, to w porównaniu z wydaniem pierwszym (2000 r.) zwiększyło się o blisko 90 stron tekstu. Najbardziej rozbudo-

wano część poświęconą rynkowi kapitałowemu, w tym funduszom inwestycyjnym, jak również rozdziały przedstawiające giełdę i kontrakty terminowe.

Książkę rozpoczyna krótkie wprowadzenie, prezentujące strukturę i funkcjonowanie rynku finansowego oraz kryteria wyróżnienia jego poszczególnych segmentów. Przedmiotem pierwszego rozdziału jest rynek pieniężny w Polsce i jego instrumenty, przy czym szczegółowym opisem objęto rynek lokat międzybankowych oraz pierwotny i wtórny rynek bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP. Interesującą częścią tego rozdziału jest charakterystyka krótkoterminowych skryptów dłużnych przedsiębiorstw, emitowanych w Polsce od 1992 r., poprzedzona opisem uwarunkowań i historii tego instrumentu w USA. Nie mniej ciekawa jest część poświęcona innym papierom dłużnym, zwłaszcza bonom komunalnym. Drugi rozdział zawiera opis celów, funkcji i instrumentów polityki pieniężnej banku centralnego, wraz ze strukturą i prawnymi regulacjami funkcjonowania NBP. Polityka monetarna prowadzona przez NBP od początku lat dziewięćdziesiątych konfrontowana jest z decyzjami banków centralnych innych państw w innym czasie.

Z rynkiem kapitałowym zapoznajemy się w rozdziale trzecim. Pierwsza połowa rozdziału to ekonomiczne rozważania o istocie kapitału, stopy procentowej jako ceny kapitału oraz źródłach i rodzajach ryzyka związanego z inwestowaniem. W drugiej połowie rozdziału analizie

* Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Ekonometrii

poddano rynek pierwotny i następnie rynek wtórny, a w zasadzie jego segment pozagiełdowy, ponieważ giełda jest przedmiotem następnego rozdziału. W części poświęconej rynkowi pierwotnemu szczegółowo przedstawione są procedury ustalania ceny emisyjnej akcji, oparte na regulacjach dostosowanych do prawa unijnego, oraz warunków funkcjonowania tak Komisji Nadzoru Finansowego, jak Komisji Papierów Wartościowych i Giełd przed 2006 r. Te kwestie ilustrowane są licznymi przykładami o charakterze dydaktycznym, w tym znanym przypadkiem prywatyzacji Banku Handlowego w Warszawie SA w 1997 r. Wiele uwagi poświęca się też kwitom depozytowym – ich historii, rodzajom, typom emisji, stwarzaniu możliwości pozyskania kapitału zagranicznego oraz polskim spółkom, które ulokowały kwity depozytowe na rynkach zagranicznych.

Charakterystykę giełdy w rozdziale czwartym rozpoczynają rozważania o jej statusie własnościowym, uczestnikach i rozwiązaniach przyjętych w najważniejszych centrach giełdowych świata. Przedstawione jest funkcjonowanie zarówno giełd z „parkietem elektronicznym”, jak i zorganizowanych w sposób tradycyjny, chociaż o tym ostatnim rozwiązaniu należy już myśleć w czasie przeszłym, a chcąc je zobaczyć – sięgnąć do archiwalnych filmów, pokazujących emocjonujące sceny rozgrywane się na prawdziwym parkiecie. Najobszerniejszą część tego rozdziału jest poświęcona warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Omówione są prawne podstawy funkcjonowania GPW, jej władze oraz struktura instytucjonalna rynku giełdowego w Polsce, ze szczególnym uwzględnieniem roli Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych i Komisji Nadzoru Finansowego. Bardzo dokładnie scharakteryzowano rynek podstawowy i równoległy, kryteria dopuszczenia do obrotu na każdym z nich oraz działalność domów maklerskich. Jeszcze bardziej szczegółowo i z wieloma przykładami liczbowymi przedstawione są typy zleceń maklerskich, dzięki czemu można bez trudu zrozumieć przebieg sesji giełdowej oraz zasady notowań według systemu ciągłego i jednolitego. Rozdział kończy się opisem indeksów warszawskiej GPW oraz indeksów głównych giełd świata.

Po charakterystyce rynku kolejne cztery rozdziały książki przedstawiają podstawowe instrumenty rynku kapitałowego, czyli akcje i obligacje, a następnie instrumenty pochodne: *forward*, *futures*, opcje i warianty. Te cztery rozdziały, łącznie z następującym po nich rozdziałem poświęconym analizie portfelowej, mają w dużym stopniu charakter podręcznikowy i – co zrozumiałe – w monografii mechanizmów rynku finansowego w istocie stanowią wprowadzenie do tych zagadnień. Osoby dobrze znające matematykę zapewne będą się uczyły na przykład wyceny opcji za pomocą modelu dwumianowego czy Blacka-Scholesa z książek bardziej zaawansowanych matematycznie, jednak dla Czytelników początkujących rozdziały te są przystępnie napisanym i niewątpliwie wartościowym źródłem wiedzy.

W rozdziale piątym przedstawione są kryteria podziału akcji, przy czym najwięcej miejsca poświęcono akcjom zwykłym i uprzywilejowanym. Drugim tematem tego rozdziału jest wycena akcji – jej podstawy ekonomiczne oraz wybrane modele. W związku z modelami wyceny, których istotą jest określenie bieżącej wartości przyszłych dochodów z akcji, trzeba zaznaczyć, że – podobnie jak w niektórych innych książkach – stopę procentową używaną do dyskontowania przyszłych przepływów niesłusznie nazywa się stopą dyskontową. Nazwa ta odnosi się przecież do stóp innego typu. Uwaga ta dotyczy również modeli wyceny obligacji w rozdziale szóstym. Temat ten rozpoczyna się klasyfikacją i opisem poszczególnych rodzajów obligacji, najwięcej zaś miejsca zajmują obligacje zamienne oraz obligacje skarbowe emitowane w Polsce. Ponadto, szczegółowo omówione są regulacje prawne emisji obligacji w naszym kraju, podstawowe modele wyceny, standardy ratingu obligacji i najważniejsze agencje ratingowe.

Kontrakty *forward* i *futures* są przedstawione w rozdziale siódmym, natomiast warianty i opcje w ósmym. Nie wątpię, że tę część książki z zainteresowaniem przeczytają także ci Czytelnicy, którym ta tematyka nie jest obca. Można wiele dowiedzieć się o historii i różnorodności instrumentów pochodnych, strategiach handlu tymi instrumentami czy organizacji i funkcjonowaniu rynku *financial futures* i opcji na warszawskiej giełdzie. Warto też podkreślić, że przykłady liczbowe pokazujące, jak wycenia się te instrumenty, są bardzo dobrze dobrane i opracowane.

Ogólną charakterystykę analizy portfelowej zawiera rozdział dziewiąty. Znajdujemy tam ocenę procesu inwestowania na gruncie teorii użyteczności, podstawowe miary ryzyka portfela dwu- i wieloskładnikowego, koncepcję portfela efektywnego oraz modele *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* i *Arbitrage Pricing Theory (APT)*.

Ostatni, dziesiąty rozdział został w największym stopniu zmieniony i poszerzony w stosunku do wcześniejszych wydań. Jego przedmiotem są inwestorzy instytucjonalni na rynku kapitałowym. W pierwszej kolejności przedstawione są banki komercyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne. Oprócz roli i funkcjonowania tych instytucji na rynku kapitałowym warto zwrócić uwagę na lokaty inwestycyjne polskich banków komercyjnych oraz charakterystykę celów i struktury portfela pięciu przykładowych funduszy kapitałowych największego w Polsce towarzystwa ubezpieczeń na życie *Commercial Union Polska*. Druga, znacznie obszerniejsza część tego rozdziału jest poświęcona funduszom inwestycyjnym. Znajdujemy tu dokładny, wielostronowy opis klasyfikacji otwartych funduszy inwestycyjnych według Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, niewystępujący w poprzednich wydaniach książki, a następnie podstawy prawne i zasady funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w Polsce, oparte na regulacjach z 2004 r. Interesującą ilustracją

zarządzania funduszami inwestycyjnymi w naszym kraju jest przedstawienie celów i polityki inwestycyjnej 10 wybranych funduszy towarzystwa Pioneer Pekao TFI SA – w poprzednich wydaniach tych przykładów nie było. Kolejnym nowym tematem tego rozdziału są jednostki funduszy portfelowych, na rynku amerykańskim znane jako akcje emitowane przez *Exchange Traded Funds (ETF)*. W ramach tego tematu porównano akcje *ETF* z jednostkami uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych i kontraktami *futures*, omówiono zalety inwestowania w takie akcje, proces ich kreowania i umarzania oraz dokonano przeglądu tego typu funduszy działających na świecie. Banki inwestycyjne to ostatnia grupa omawianych w tym rozdziale instytucjonalnych uczestników rynku kapitałowego. W opisie rodzajów

działalności banków inwestycyjnych wiele miejsca zajmują przeprowadzenie i gwarantowanie emisji papierów wartościowych, *underwriting* i obrót papierami wartościowymi na rynku wtórnym, świadczenie usług doradztwa finansowego i zarządzania aktywami oraz udział w operacjach przejęcia lub fuzji przedsiębiorstw.

Wyrażoną na wstępie moją bardzo pozytywną opinię o tej monografii zapewne podzielają Czytelnicy, skoro jej kolejne wznowienia oraz uaktualnione i rozszerzone wydania sprzedały się dotychczas – jak wynika z informacji uzyskanych w Wydawnictwie Naukowym PWN – w liczbie około 12 tysięcy egzemplarzy. Wynik ten jest tym bardziej godny uznania, że na naszym rynku wydawniczym dostępne są także inne wartościowe pozycje o zbliżonej tematyce.