

BANK I KREDYT

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

styczeń
2008

- 3 **Wspomnienie o Profesorze Zdzisławie Fedorowiczu (1922–2007)**
 Remembering Professor Zdzisław Fedorowicz (1922–2007)
- 5 **Peter Haan, Leszek Morawski, Michał Myck**
Taxes, Benefits and Financial Incentives to Work: The United Kingdom, Germany and Poland Compared
 Podatki, świadczenia i bodźce finansowe do podejmowania pracy. Wielka Brytania, Niemcy i Polska – porównanie
- 34 **Anna Matysek-Jędrych**
Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje
 The Contemporary Transformation of the Financial System and its Consequences
- 61 **Jerzy Rembeza, Grzegorz Przekota, Anna Szczepańska-Przekota**
Analiza powiązań pomiędzy indeksami giełdowymi i wielkością obrotów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
 The Price-Volume Linkages on the Warsaw Stock Exchange
- 70 **Zdzisław Fedorowicz**
Stanisław Flejterski, *Podstawy metodologii finansów. Elementy komparatystyki*
 Review of the book by Stanisław Flejterski, *The Foundations of Finance Methodology. Comparative Study Elements*
- 75 **Zdzisław Fedorowicz**
Zenobia Knakiewicz (red.), *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*
 Review of the book edited by Zenobia Knakiewicz, *Contemporary Money: Theory and Practice*
- Europejska Integracja Monetarna (educational insert in Polish only)**
Leokadia Oręziak
EURO - pieniądz międzynarodowy
 Euro as International Money

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 (Akademia Ekonomiczna w Krakowie), Timothy P. Opiela (DePaul University, Chicago), Witold Orłowski (Niezależny Ośrodek Badań Ekonomicznych; Szkoła Biznesu Politechniki Warszawskiej), Zbigniew Polański (zastępca przewodniczącego/Deputy Chairman, Narodowy Bank Polski; Szkoła Główna Handlowa), Bogusław Pietrzak (Szkoła Główna Handlowa; Narodowy Bank Polski), Wiesława Przybylska-Kapuścińska (Akademia Ekonomiczna w Poznaniu), Zbyněk Revenda (Vysoká škola ekonomická v Praze), Michel A. Robe (American University; U.S. Commodity Futures Trading Commission), Michał Rutkowski (The World Bank), Sławomir Stanisław Skrzypek (przewodniczący/Chairman, prezes/President, Narodowy Bank Polski), Adalbert Winkler (European Central Bank), Charles Wyplosz (Graduate Institute of International Studies, Geneva)

Kolegium Redakcyjne/Editorial Board

Piotr Boguszewski, Tomasz Chmielewski, Elżbieta Czarny, Krzysztof Gajewski (sekretarz kolegium redakcyjnego/Assistant Editor), Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, Ryszard Kokoszczński, 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: 1100

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

Wspomnienie o Profesorze Zdzisławie Fedorowiczu (1922–2007)

Remembering Professor Zdzisław Fedorowicz (1922–2007)



Professor Zdzisław Fedorowicz był wybitnym polskim ekonomistą znanym w kraju i za granicą. Przedmiotem badań naukowych uczynił wszystkie dziedziny finansów. Pracował jako nauczyciel akademicki w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, w której się doktoryzował, habilitował i uzyskał tytuł naukowy doktora

honoris causa (1999). Pełnił też prestiżowe funkcje w życiu naukowym jako członek Komitetu Nauk Ekonomicznych PAN, członek Rady Głównej Szkolnictwa Wyższego, członek Centralnej Komisji Kwalifikacyjnej ds. Tytułów i Stopni Naukowych, przewodniczący Rady Naukowej Instytutu Finansów. Był też członkiem Międzynarodowego Instytutu Finansów Publicznych w Paryżu, członkiem Towarzystwa Uniwersyteckiego do Badań Ekonomiczno-Finansowych (SUERF) w Amsterdamie, ekspertem Organizacji Narodów Zjednoczonych w Egipcie, Syrii i we Włoszech. Wykładał również na uniwersytetach w Kairze, Oranie i Paryżu.

Professor Z. Fedorowicz w swoim życiu zawodowym wiele czasu poświęcił także praktyce gospodarczej. W latach 1956–1978 pracował w Centrali Narodowego Banku Polskiego na stanowiskach doradcy naukowego, zastępcy dyrektora departamentu, doradcy Prezesa i I zastępcy Prezesa NBP. Był to okres centralnego zarządzania gospodarką. Głęboka znajomość instrumentów zarządzania w gospodarce rynkowej ułatwiała szybkie rozpoznawanie błędów w instrumentach centralnego zarządzania stosowanych w gospodarkach socjalistycznych. W tym okresie bardzo intensywnie pracował więc nad poszukiwaniem racjonalnych rozwiązań i możliwości wprowadzania ich w życie.

W tym celu Profesor skupił wokół siebie grono wybitnych ekonomistów spoza banku. Ich zadaniem było diagnozowanie nieprawidłowości i niewydolności działającego systemu oraz poszukiwanie racjonalnych rozwiązań. Przykładem tego rodzaju działań są publikacje książkowe z serii „Problemy teorii i praktyki gospodarczej w Polsce”, wydanej w języku angielskim przez wydawnictwo PWN w latach sześćdziesiątych.

Professor Zdzisław Fedorowicz was a distinguished Polish economist, known domestically and internationally. In his scientific life, he researched all fields of finance. He was an academic teacher at the Warsaw School of Economics where he received PhD and next – a post-doctoral degree. In 1999 he was awarded the title of Doctor Honoris Causa. Professor Fedorowicz also held a number of prestigious posts as member of the Committee on Economic Sciences of the Polish Academy of Sciences, member of the General Council for Higher Education, member of the Central Commission for Professional and Academic Titles and Degrees and chairman of the Scientific Council of the Institute of Finance. He was member of the International Institute of Public Finance in Paris and member of the Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF) in Amsterdam. Professor Fedorowicz also worked as a United Nations Organisation expert in Egypt, Syria and Italy and taught at universities in Cairo, Oran and Paris.

In his professional life, Professor Fedorowicz dedicated a lot of time to economic practice. In the years 1956–1978, when the Polish economy was centrally managed, he worked at the head office of the National Bank of Poland, initially as a scientific advisor and deputy department director, and then as advisor to the President of the NBP and First Deputy President. His in-depth knowledge of market economy management tools was crucial in the quick identification of the incorrect application of central management instruments in socialist economies. Therefore, he was actively involved in developing rational solutions and ways of putting them into practice.

To this end, the Professor managed to bring together a group of distinguished economists from outside the NBP to identify cases of the malfunctioning of the existing system and to find rational solutions. These actions resulted in the preparation of the book series "Problemy teorii i praktyki gospodarczej w Polsce" ["Problems of Economic Theory and Practice in Poland"], published in English by the Polish Scientific Publishers PWN in the 1960s. Professor Z. Fedorowicz authored the first two chapters *Rola finansów w socjalistycznym planowaniu gospodarczym* [The Role of Finance in Socialist Economic Planning] and *Finanse przedsiębiorstw uspołecznionych* [Finances of Socialized Enterprises] in volume 3 of *Finanse i bankowość* [Finances and Banking]. The contributing authors for the remaining

W tomie trzecim pt. *Finanse i Bankowość* dwa pierwsze rozdziały: *Rola finansów w socjalistycznym planowaniu gospodarczym* i *Finanse przedsiębiorstw uspołecznionych*, napisał Profesor Z. Fedorowicz. Autorami pozostałych są profesorowie SGH i przedstawiciel NBP. Na okładce czytamy: „Autorzy rozdziałów zamierzali (...) zaprezentować czytelnikowi teoretyczne problemy dotyczące funkcjonowania pieniądza i finansów w gospodarce socjalistycznej, jak również zastosowanie metod rozwiązywania tych problemów w Polsce”. Zagadnienia te stały się przedmiotem rozważań w kolejnych jedenastu wydaniach podręcznika *Finanse w gospodarce socjalistycznej*.

Nie można pominąć także książki wydanej w 1967 r. pt. *Sporne zagadnienia teorii pieniądza w gospodarce socjalistycznej*, za którą Polskie Towarzystwo Ekonomiczne przyznało Profesorowi nagrodę naukową II stopnia im. Oskara Langego.

Niewątpliwie pokłosiem tej działalności organizacyjnej i twórczej była praca habilitacyjna pt. *Racjonalny system finansowy*. Główne kierunki reformy, w której Profesor uzasadnił potrzebę respektowania zasad racjonalności systemu finansowego w każdym ustroju społeczno-politycznym.

Już w pierwszym okresie transformacji ustrojowej Profesor opublikował kilka monografii z dziedziny finansów, wskazujących na możliwość wprowadzenia w Polsce rozwiązań funkcjonujących w państwach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Propozycje te zawarł w następujących książkach: *System gospodarczy i efektywność ekonomiczna*, *Podstawy teorii finansów*, *Teorie pieniądza*, *Finanse przedsiębiorstwa* i *Polityka pieniężna*.

W monografii *Rynek pieniądza i rynek kapitału* poddał ocenie politykę monetarną prowadzoną przez NBP w latach dziewięćdziesiątych. Wskazał na konieczność jej zmian i odpowiednie dostosowanie instrumentów do aktualnych standardów w Unii Europejskiej.

W tym okresie Profesor pracując w prywatnych uczelniach wyższych, przygotował nowe podręczniki, wyposażając młode pokolenie ekonomistów w wiedzę niezbędną do sprawnego przebiegu transformacji systemowej w kraju. Z tych podręczników największe uznanie zdobyły: *Międzynarodowe stosunki finansowe* i *Ryzyko bankowe* wydane w roku 1996.

Po latach należy się zgodzić z opinią Danuty Drabińskiej, zaprezentowaną w opracowaniu *Poczet Doktorów Honoris Causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie*, że stały kontakt z nauką światową zapewnił Profesorowi prestiżową pozycję wśród specjalistów z dziedziny finansów.

Kultura osobista, pracowitość i wiedza Profesora budziły wśród wychowanków podziw i uczucie wdzięczności.

Barbara Gruszka
Wychowanka

chapters were professors of the Warsaw School of Economics and a NBP representative. The cover of the publication contains the following note: "The authors of the chapters have intended to (...) present to the reader theoretical problems related to the functioning of money and finance in a socialist economy as well as methods of solving these problems in Poland". The issues were the subject of considerations in the next eleven editions of the textbook *Finanse w gospodarce socjalistycznej* [*Finance in the Socialist Economy*].

Worth mentioning is also the book published in 1967 *Sporne zagadnienia teorii pieniądza w gospodarce socjalistycznej* [*Contentious Issues of the Theory of Money in the Socialist Economy*] for which the Professor was awarded the Oskar Lange second-degree scientific prize of the Polish Economic Society.

Undoubtedly, the Professor's post-doctoral dissertation entitled *Racjonalny system finansowy*. Główne kierunki reformy [*A Rational Financial System. Main Directions of Reform*] was the outcome of his organisational and creative activity. In the book, he substantiated the need to respect the principles of financial system rationality in any socio-political system.

At the onset of Poland's systemic transformation, Professor Fedorowicz published a few monographs on finance, in which he indicated the possibility of implementing solutions functioning in developed market economies in Poland. These proposals were included in the following books: *System gospodarczy i efektywność ekonomiczna* [*Economic System and Economic Efficiency*], *Podstawy teorii finansów* [*The Foundations of the Theory of Finance*], *Teorie pieniądza* [*Theories of Money*], *Finanse przedsiębiorstwa* [*Corporate Finance*] and *Polityka pieniężna* [*Monetary Policy*].

In the monograph *Rynek pieniądza i rynek kapitału* [*The Money Market and the Capital Market*] the Professor assessed the monetary policy pursued by the National Bank of Poland in the 1990s. He pointed out that it was necessary to revise the policy and adjust its instruments to the existing standards of the European Union.

While teaching at private universities, the Professor was working on new coursebooks with the aim of providing the younger generation of economists with expertise needed in the smooth transformation of the Polish system. Of these textbooks, *Międzynarodowe stosunki finansowe* [*International Finance Relations*] and *Ryzyko bankowe* [*Banking Risk*], published in 1996 gained wider recognition.

After all these years, one should agree with the opinion of Danuta Drabińska who wrote in the study *Poczet Doktorów Honoris Causa Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie* [*The List of Doctor Honoris Causa Awards by the Warsaw School of Economics*] that the Professor's uninterrupted contact with world science ensured him a prestigious position among experts in finance.

The Professor's manners, diligence and knowledge evoked admiration and gratitude among his alumni.

Barbara Gruszka
Alumnus

Taxes, Benefits and Financial Incentives to Work: The United Kingdom, Germany and Poland Compared*

Podatki, świadczenia i bodźce finansowe do podejmowania pracy. Wielka Brytania, Niemcy i Polska – porównanie

*Peter Haan** , Leszek Morawski*** , Michał Myck*****

received: 29 November 2007, final version received: 5 February 2008, accepted: 22 February 2008

Abstract

We provide a detailed comparison of financial incentives to work resulting from the tax and benefit systems in three countries: the United Kingdom, Germany and Poland. Financial incentives to work are compared using a range of example family profiles under different assumptions concerning benefit eligibility, wage levels and work intensity. Consequences of the different design of taxes and benefits are discussed in detail from the perspective of attractiveness of employment.

Keywords: work incentives, replacement ratios, tax and benefit systems

JEL: J21, J38

Streszczenie

W artykule przedstawiono szczegółowe porównanie finansowych bodźców do pracy, wynikających z systemów podatkowo-swiadczeniowych w trzech krajach – Wielkiej Brytanii, Niemczech i Polsce. Porównano finansowe bodźce do pracy, wykorzystując przykładowe profile rodzinne, różniące się dostępem do zasiłków, wysokością płac i intensywnością pracy. Szczegółowo omówiono konsekwencje różnych struktur podatkowo-swiadczeniowych z perspektywy atrakcyjności zatrudnienia.

Słowa kluczowe: bodźce do podejmowania pracy, wskaźniki zastąpienia, systemy podatkowo-swiadczeniowe

* This paper forms part of a research program on microsimulation at the Department of Economics of the University of Warsaw. We gratefully acknowledge financial support from the European Social Fund provided through the Polish Ministry of Labour and Social Policy in a project entitled "Microsimulation models as tools for labour market analysis". We are also grateful to colleagues from the IFS for making the IFS static micro-simulation model available to us for the exercise and to an anonymous referee for useful suggestions. The usual disclaimer applies.

** DIW-Berlin

*** University of Warsaw, Department of Economics

**** DIW-Berlin; Institute for Fiscal Studies, e-mail: mmyck@diw.de

1. Introduction

In this paper we conduct a detailed comparison of work incentives for a large set of stylised households between the United Kingdom, Germany and Poland. The three countries may be considered as representing three types of welfare regimes, which makes the comparison especially interesting. The UK and Germany represent two developed economies with the latter often quoted as one of the most generous welfare states and with the United Kingdom as an example of a more liberal economy, with less a generous welfare system. The tax and benefits systems in these two economies, and their effects on incentives to work, are compared to the system in Poland, a transition economy and a new member of the EU. The analysis presented in this paper shows results generated using three country-specific static tax and benefit micro-simulation models, respectively: the IFS model for the British system, the STSM model for Germany and the SIMPL model for Poland.¹

Our analysis aims to demonstrate the usefulness of comparative micro-simulation work for the purpose of identifying most important areas for reform relating to antipoverty measures and the labour market. While a large number of studies have used micro-simulation models for that purpose (see for example Haan, Myck 2007a; Bargain, Orsini 2006; and other studies), so far there has been little international analysis including the tax and benefit system in Poland (a recent exception is Haan, Myck 2007b) and we are not aware of comparative micro-simulation studies for the three systems analysed here.

While the type of analysis presented in this paper is in some sense restrictive, since we only look at a selected number of stylised families, the approach we take allows for interesting direct comparisons between family types. Moreover, the set of example families we choose is broad enough to give a very good feel of how the tax and benefit systems in the UK, Germany and Poland affect households' financial situation. Our analysis focuses in particular on working-age families in the lower end of the income distribution. This is because it is this part of the population for which the problems of poverty alleviation and provision of strong work incentives are especially relevant and often difficult to address. Therefore, the analysis of work incentives provided below looks at the financial situation of the example families assuming that earners in these families receive either the 10th, the 25th or the 50th percentile wage. It is not surprising that work incentives strongly relate to the level of earnings, and – as we shall see in many cases – the financial reward from full-time employment can be extremely low relative to what families may receive when individuals remain out of the labour market.

The paper is structured as follows. In Section 2 we give an outline of the most important aspects of the tax and benefits systems in the UK, Germany and Poland. Section 3 provides some information about the stylised family types we use for our exercise and about the assumptions we make in the calculation of their disposable incomes. In Section 4 we introduce the way in which results have been presented and define replacement ratios (RRs) which are computed for the example families. Discussion of the details of the budget constraints our example families would face under respective tax and benefits systems is presented in Section 5. We focus the discussion on the key differences between the countries as far as the systems of means-tested benefits are concerned (Sections 5.1.1 and 5.1.2), on the most problematic elements of the systems leading to effective marginal tax rates in excess of 100% (Section 5.1.3), and the consequences of means-testing on how rapidly net incomes grow with increasing work intensity (Section 5.1.4). In Section 5.2 we provide a comparison of the main features of the tax and benefit systems which are targeted on families with children. Financial incentives to work are summarised using RRs in Section 6, in which we show how relative attractiveness of work differs between the three countries. We point to major differences between the countries in incentives to work for lone parents (6.1) and couples (6.2). Using RRs we also stress the importance of the effect of in-work support on financial attractiveness for second earners (6.3). Section 7 offers some conclusions and lessons from the analysis for tax and benefit policy in Poland.

2. Tax and Benefits systems - deductions from employment income and main benefits considered in the exercise

Below we describe some details of income taxation and benefit systems in the UK, Germany and Poland paying particular attention to the benefits we subsequently model in computing disposable incomes for the example families we focus on. The description of income taxation focuses on taxation of earnings and includes most important details of the personal income tax and social security contributions system. The benefits we look at are either universal child-related benefits or various forms of means-tested support which the families we consider could apply for. In the case of the UK we also include a description of work related means-tested payments, the so-called in-work credits. The system for each of the countries is described as of 2005. This is the system we use to model financial incentives of the example families in all three countries.

¹ For more details about the Polish model (SIMPL) see Bargain et al. (2007). Details of the German model (STSM) are presented in Steiner et al. (2005).

2.1. The United Kingdom

Income taxation

The taxation system in the UK is individual, and there is no income splitting among partners. Each individual receives an income tax allowance of 4,895 pounds per year. Incomes in the range of 4,895–6,985 pounds per year are taxed at 10%, then income up to 37,295 pounds per year is taxed at 22%, and all income above that at the rate of 40%. If income exceeds the level of the tax allowance (i.e. from the level of 94 pounds per week) individuals are liable to pay national insurance. Employees pay NI at the rate of 11% when their earnings are lower than 630 pounds per week. On income above this, the employee rate is 1%. Employers pay National Insurance at the rate of 12.8% (there is no ceiling on the payment of the employer NI). The basis for the computation of both the income tax and the national insurance is gross earnings defined as total labour cost minus employer's national insurance contributions.

Transfer system

All children in the UK are eligible for the universal Child Benefit, which in 2005 was 73.95 pounds per month for the first child and 49.60 pounds per month for each subsequent child.² Then depending on the family income families with children can receive support through the Child Tax Credit (CTC). This transfer, despite the name is not an integral part of the tax system, and operates more like a benefit. It depends on the total family income. The maximum amount of the CTC a family can get depends on its composition, and is computed as the sum of the Family Premium (45.60 pounds per month), and credits for each child of 141.40 pounds per month. The CTC is withdrawn at 37% of the total gross family income over the level of 13,910 pounds per year before the basic level of the family premium is reached. This is eventually also withdrawn, but only once total gross family income reaches 50,000 pounds per year (the family premium is then withdrawn at 6.7%).

The basic means-tested benefit system in the UK, available to all families, is composed of four major elements. The most basic support is provided through Income Support and Job Seekers' Allowance (JSA). Low income households can also obtain rent rebates through Housing Benefit and reductions in council tax payments through Council Tax Benefit.

Income Support is paid to poorest families conditional on special circumstances (such as certain types of disability or being a single parent). The unemployed, who do not qualify for Income Support,

can receive the Job Seekers' Allowance, a benefit of the same value as Income Support but conditional on both a fortnightly confirmation of individuals' readiness to work, and a level of resources. The basic amounts of Income Support in 2005 were: 244.45 pounds per month for a single person and 383.45 pounds per month for a couple. Slightly lower rates apply for individuals below the age of 18. For households whose net income exceeds 20 pounds a week, and where none of the members works more than 15 hours per week, for each 1 pound of extra net income, the amount of benefit paid through Income Support or Job Seeker's Allowance is reduced by 1 pound. This implies a 100% withdrawal rate.

Housing Benefit and Council Tax Benefit (CTB) can be claimed regardless of the number of hours worked, but when household net income exceeds the level of IS/JSA eligibility, for each 1 pound of extra net income the value of the benefits is reduced by 0.65 pound. Values up to which families can claim these benefits correspond to the values of Income Support, with the exception that there are special premiums for children of 190.90 pounds per month for each child. These account for the fact that the CTC and Child Benefit are included in the computation of the Housing Benefit and the CTB. Income Support, Council Tax Benefit, Housing Benefit and non-contributory Job Seekers' Allowance are based on weekly income assessment and are not time-limited. The same applies to the CTC and the Working Tax Credit we turn to below.

Eligibility to Income Support in the UK ends if the number of hours worked per week exceeds 15. Then, however, individuals and families become eligible for special additional means-tested benefits which specifically target low paid employees. Since the 2003 reform the role of the in-work support benefit in the UK is played by the Working Tax Credit (WTC). Unlike the in-work support mechanism which preceded the combination of the WTC and the CTC, namely the Working Families' Tax Credit, the WTC is not limited only to families with children. However, conditions regarding the eligibility to WTC regarding the minimum required number of hours worked are different for those with and those without children. The minimum required number of hours of work for lone parents and for couples with children is 16, while for those without children the minimum is 30 hours per week. There is also an age requirement of 18 years for those with children and 25 for those without. The computation of the amount of WTC which a family is eligible for is similar to the process concerning the CTC. The maximum amount that families can receive is 268.90 pounds per month for lone parents and all couples (with or without children) and 135.50 pounds for single individuals without children. On top of that families with children receive a full-time "bonus" of 55.20 pounds if either the lone parent or any of the partners in the couple works 30 hours per week

² Most values for the British system are expressed in weekly values. In this paper to make the comparison easier between the three countries we discuss all values in terms of monthly equivalents, taking a monthly value to be equal to 4.35 times the weekly value.

or more, The WTC is withdrawn at 37% of gross income once income exceeds 5,220 pounds per year. In addition to that, parents can also apply for childcare credits to support their childcare expenses. A couple to be eligible for the childcare credit needs to have both parents working at least 16 hours per week.

2.2. Germany

Income Taxation

In theory, the German income tax is based on the principle of comprehensive income taxation. That means that the sum of a household's income from all sources is taxed at a single rate after several deductions have been applied. In practice, there are various exceptions to this rule, however, especially regarding the taxation of capital income and pensions. Since the beginning of the 1990s, households have been paying, in addition to the standard income taxes, the "*Solidaritätszuschlag*" – a time limited tax supplement implemented in the course of the German reunification. For the year of interest, the year 2005, the supplement amounts to 5.5% of the standard income tax. Another distinguishing feature of the German tax system is the principle of joint taxation of households, whereby the income tax of a married couple is calculated by applying the tax function to half of the sum of the spouses' incomes; this amount is then doubled to determine the tax amount of the couple.³

Corneo (2005) provides an historical overview of income taxation in Germany and shows that since the mid-1980 progressivity of income taxation has declined. During the 1990s the German government implemented several minor reforms slightly reducing marginal tax rates and increasing the basis tax allowance. These reforms, however, are not comparable to the effect of the Tax Reform 2000 which determines the tax schedule in 2005. The Tax Reform 2000 reduced the marginal tax rates for all households. For a single household, the changes in marginal tax rates are relatively similar up to about 50,000 euros of taxable income. However, when taxable income reaches the top marginal tax rate the gains from the tax increase. This is due to the large drop of the top marginal tax rate from 51% to 42%. On the lower end, the increase in the tax allowance excludes households with taxable income below 7,664 euros from taxation. Before the reform, in the fiscal system of 2000, this threshold was at 6902 euro. Both, the increase in the tax allowance, and the decreasing marginal tax rates lead to a lower average tax rate over the entire distribution of taxable income.

In addition to taxes, working people pay social security contributions (SSCs). These include, unemployment (6.5% of gross earnings) and health insurance (about 17% of gross earnings) and pension

contributions (19.5% of gross earnings). In general, employer and employee pay half of the contributions. The so called Mini/Medi-Job program excludes households with earnings lower than 400/800 euros from the SSCs.

Transfer System

The German transfer system consists of several different income-support programs. These programs have different target groups and vary in their design. In general, the German transfer system can be characterised as a traditional welfare system. Most benefits are targeted to individuals out of work, and the benefits are mostly withdrawn as soon as people start working. This implies that at the bottom of the earnings distribution, the marginal tax rates are very high, sometimes close to 100%. Except for a very minor program, the child supplement, in Germany there are no transfer programs conditional on work, such as in the UK or in the US. Next, we will briefly discuss the features of the main transfer programs. In this analysis we exclude the insurance based unemployment benefits (ALG I). Unemployed, who have worked for more than 12 months over the last three years, qualify for ALG I. This is a temporary benefit which depends on the previous net-earnings (60% of previous net income for a household without children). As ALG I is financed by the social security contributions of the working population it has a different character than the general tax financed transfers and is therefore excluded from this analysis.

- *Arbeitslosengeld II* (Social Assistance, ALGII): ALGII is a means-tested benefit. The basic amount for a single household is 345 euros for West and 331 euros for East Germany. A partner receives slightly less than 311 euros (West) and 298 euro (East) and for children the basic amount is roughly 200 euros depending on age and region. In addition to the basic amount, the household receives support for housing and heating. Thus, the major part of housing benefits is included in ALGII. ALGII is means-tested against all sources of income - taxes and social security contribution are deducted - including child benefits and maintenance payments. The withdrawal rate varies between 70% and 85% and above 1,200 euros per month (1,500 euros per month for those with children) the withdrawal rate is 100%. ALGII is only targeted at households which are ready to take up work. Households with individuals who are not part of the labour force, receive *Sozialhilfe*. The design of *Sozialhilfe* is very similar to ALGII with a slightly different withdrawal rate. The main difference is that in theory households can lose their eligibility for parts of ALGII when they are not actively looking for a job. However, this depends very much on personal and regional circumstances.

- *Kindergeld* (Child Benefit): Households receive child benefits for all children younger than 18 years. Children up to the age of 27 are eligible if they are

³ Steiner and Wrohlich (2004) provide a detailed discussion of joint taxation in Germany.

in full-time education. For the first 3 children the benefits amount to 154 euros per month, then for every additional child the benefit is 179 euros per month.

- **Child Supplement:** The Child Supplement is an in-work benefit for households with dependent children younger than 18. It amounts to 140 euros and is withdrawn at a rate of 70%. This instrument was partly introduced to decrease the gap of child support for those in- and out-of work. However, because of the design of this transfer with a phasing-in and phasing-out range and relatively low payments, only few households benefit from it.

- **Housing Benefits:** In addition to the housing benefits, which are included in the ALG II, there exist general Housing Benefits (*Wohngeld*). The amount of benefits depends on region, year when the house was built, size of the flat, and number of household members. Eligibility criteria slightly differ from ALG II and so does the withdrawal rate. A household can receive either *Wohngeld* or ALG II.

- **Guaranteed Maintenance Payments:** When a missing parent cannot pay maintenance payments (for example because of the lack of resources or because the parent cannot be found), the government takes over with transfers between 110 and 170 euros depending on the region and age of the child.

- **Erziehungsgeld:** For children younger than 3 years, there is an additional child rearing benefit ("*Erziehungsgeld*") of 300 euros per month which can be drawn for a maximum period of 24 months. This benefit is means-tested and is only granted if one of the parents is on parental leave, i.e. not working more than 30 hours per week. The income thresholds up to which this benefit is granted differ by age of the child and they amount to about 30,000 euros in the first six months after childbirth and are reduced to about 16,500 euros per year for children aged between 7 and 24 months. Above these income thresholds, the benefit is withdrawn at a rate of 62 percent based on household income. Given the assumptions made concerning the age of the children in the families we consider, the *Erziehungsgeld* is not included in our analysis.⁴

2.3. Poland

Income taxation

In Poland both the employer and the employee pay social security contributions. Old age pension insurance is paid at the rate of 9.76%, and disability/survivors' pensions at the rate 6.5% by both the employee and the employer. On top of that employees pay insurance for sickness and

maternity (2.45%) and employers pay work accident and occupational diseases insurance (from 0.97% to 3.86% depending on the nature of the job),⁵ contributions to the Labour Fund (2.45%) and contributions to the Fund of Guaranteed Employees' Benefits (0.15%). This gives the total rate of social security contributions of 40% (of gross earnings, defined as total labour cost minus the employer's part of SSCs.).

Individuals also pay Health Insurance at the rate of 8.5% of taxable income (i.e. income after SSC contributions). Of these, the majority (7.75 percentage points) can be deducted from personal income tax.

The income tax system in Poland allows for joint taxation for couples and single parents. In these cases only half of the family income is subject to the tax schedule and the resulting tax liability is then multiplied by two. Each employee has a tax allowances for work costs ('revenue costs'). The maximum allowance is 1,227 zlotys.

The tax schedule has three brackets with rates applied to these at: 19%, 30% and 40% (with thresholds at 37,024 and 74,048 zlotys per year - above the latter figure taxes are paid at 40%). Each individual also has a universal tax credit of 530,08 zlotys per year. As mentioned above a major part of Health Insurance payments is also treated as a tax credit.

Transfer system

In 2005, there were three major elements of the Polish means-tested benefits system: *Zasiłek Rodzinny* (Family Benefit, FB), *Dodatek Mieszkaniowy* (Housing Benefit, HB) and *Pomoc Społeczna* (Social Assistance, SA) and they have been described in detail in Bargain et al. (2007).

The first of those is by far the most common with about 22.6% of all households receiving some form of the FB. The FBs are specific benefits for families with children and include the basic Family Allowance with additional supplements. These include: a Supplement for Child Birth, a Supplement for Lone Parents (SLP) paid to those lone parents who do not receive any support from the absent parent, a Supplement for Large Families which provides additional resources to families with three or more children, and a Supplement for the Start of School Year. The FBs are conditional on previous year's income of the family and are paid if the average monthly income does not exceed 504 zlotys per capita.⁶ The amounts of the basic Family Allowance in 2005 were: 43 zlotys for the first and the second child in the family, 53 zlotys for the third child and 66 zlotys for the fourth and subsequent children. The average amount of the FA per child was 45.8 zlotys, and it was paid to about 5.2 million children. Out of the supplements

⁴ In January 2007, the child rearing benefit was replaced by a new scheme of parental leave benefits called "Elterngeld". This new benefit is not means-tested but rather related to pre-birth earnings of the parent who is on parental leave. Parents who have not been working prior to the birth of their child receive a minimum amount of 300 euros per month. The means test has been abolished, however the maximum duration period has been reduced to 14 months.

⁵ In the calculations we assume the average rate of 2.42%.

⁶ This is a cut-off threshold, i.e. there is no phasing out of the benefit, but it is either paid in the full amount or not at all.

the SLP was by far the most commonly received (0,7 million families) and the most generous with the average monthly value of about 176 zlotys.⁷

The Housing Benefit was granted to approximately 0,76 million households in 2005, i.e. about 5.7% of all households and as its name suggests provided assistance related to housing expenses. The eligibility criteria include income and flat size which cannot exceed specified limits conditional on the number of people living in the household.⁸ The amounts of the HB relate to the cost of rent and other household expenses like electricity water and heating, though in most cases authorities use imputed values for both rent and expenses. In 2005, the average monthly amount of the HB was 135.10 zlotys per household among those who received the HB.

Social Assistance benefits play the role of the last resort safety net, and they are the least common of the means-tested benefits in Poland. Permanent Social Assistance (PSA) benefits are paid to those who are unable to work due to age or disability and who are not entitled to a social insurance disability or retirement pension. The Temporary Social Assistance (TSA) scheme - which is the benefit modelled in our exercise - is constructed as a top-up benefit, and the TSA is meant to be the last resort safety net for households in Poland. It is conditional on the family having "insufficient resources" and meeting certain social criteria which are, however, sufficiently broad to include most families in difficult financial situations. However, the criteria to be met with respect to "insufficient resources" are very strict and limit the number of recipients of the TSA to only about 0,3 million families. The amounts of the TSA paid to the poorest families in Poland are computed in reference to a legislated family-specific minimum income but in most cases do not represent the difference between actual income and the computed minimum.

The central SA legislation specifies the minimum income levels below which families' disposable incomes ought not to fall. This amount depends on the demographic structure of the household. In 2005, the monthly value used for the calculation of the household level minimum was 316 zlotys per person, regardless of age, with the exception of single adult households in which case the value was 461 zlotys for the adult (and 316 zlotys for any child). The legislation implies that the actual amount of the TSA paid to families should cover the difference between the actual income and the specified minimum. This is a relatively common feature of Social Assistance schemes in many Western

European countries – also in the UK and Germany – resulting in most cases in 100% withdrawal rates. However, the peculiarity of the Polish system is that the central government guarantees only a proportion of the difference between the legislated minimum and the actual family income. This proportion is 20% for multi-person households or 30% for single person households. The payment of the remaining 80% or 70% is left at the discretion of local governments, which often prefer to spend their resources differently.⁹

The partial coverage of the minimum income, has two important consequences for the budget constraints. Naturally it significantly reduces the amounts of the benefits paid to families in the out-of-work scenarios. However, because the minimum income with reference to which the amounts get computed exceeds the amounts paid, the withdrawal rate of the TSA is significantly below 100% with respect to changes in net income prior to the SA assessment.¹⁰

3. Family types and disposable income simulations

In this section we present a brief description of the family types we have selected for the comparative exercise. The analysis covers 8 types of families distinguished by demographic characteristics. For each of the broad demographic types we run calculations under different assumptions concerning individual wages, incomes from the missing spouse (in the case of lone parents) and eligibility for housing benefits. This gives us 13 family profiles and for each of these we compute incomes for three different wage levels of the adult whose work incentives we examine. The three different wage levels are the 10th, the 25th and the 50th percentile wage taken from the respective 2005 wage distributions (separately for men and women).

The details of the 13 family profiles are presented in Table 1. It provides information on the assumed number and ages of children, on whether we assume that the lone parent receives any maintenance support from the missing parent, and whether the family is eligible to claim the housing benefit.¹¹ As we can see there are five family profiles of single adults (profile 1 without children, profiles 2-5 with children) and eight family profiles of couples (profiles 6, 10 and 11 without children and profiles 8, 9, 12 and 13 with children). For each of these profiles we compute incomes at specific work intensity (defined by hours of work per week) for

⁷ There are separate element of Family Benefits which are not means-tested and are targeted at families with disabled children. These are the Nursing Allowance and the Parental Leave Allowance.

⁸ The income criterion in 2005 was 125% or 175% of the official Minimum Pension, which was 562.58 zlotys per capita for single and multi-person households respectively, and the amounts paid are withdrawn as income rises at rates which depend on household size and per capita income.

⁹ According to unpublished government statistics only about 16% of the total spending on the Temporary SA comes from the local governments.

¹⁰ If the families do not receive any Housing Benefit then these withdrawal TSA rates correspond to the guaranteed rates of TSA payments.

¹¹ Depending on the specific country this eligibility may depend on whether the person lives in rented accommodation, has a high level of assets, or lives in a large apartment.

one adult earner. In the case of couples, for profiles 6-9 it is assumed that one of the partners (the wife) does not work and incomes are computed for different work intensity of the man, while for profiles 10-13 we assume that the man works full-time and incomes are computed at different work intensity of the second earner (the woman). The difference between profiles 10 and 11 as well as 12 and 13 is the assumed income of the man at full-time hours. In the case of profiles 10 and 12 we assume that his hourly wage corresponds to the 25th percentile of male earnings, while in the case of family profiles 11 and 13 to the 50th percentile of male earnings.

Apart from assumptions concerning individual wages an analysis based on stylised families also requires the choice of other parameters which influence the level of disposable income these families will have at specific levels of work intensity. In particular, we have to make assumptions concerning the level of housing costs (for the families eligible to receive housing benefits), and the level of maintenance received from the absent parent (in the case of lone parents). In all these cases – similarly to the level of assumed individual wages – we choose to focus on families whose incomes and wealth are relatively low and set the levels of these parameters at the 25th percentile of respective country-specific distributions. The assumptions we make concerning these parameters together with the information on the individual wage are provided in Table 2.

4. Comparing financial incentives to work – the UK, Germany and Poland

The aim of the article is to present the consequences the tax and benefit systems in the three countries have

on disposable incomes of the selected families. We do this by means of computing disposable incomes at different intensity of work, which is represented by different numbers of hours worked per week. This gives us family-specific budget lines and allows us to calculate replacement ratios at different work intensity. In each case the budget constraints are drafted for the hours range of 0–45 for one earner. In cases of couples we first draw the budget lines for the different number of hours worked by the man, i.e. assuming that the woman does not work (family profiles 6–9), and then for the woman, assuming that the man works full-time (family profiles 10–13). At each hour point the budget lines show the disposable income of the family at this specific work intensity. Budget constraints for the 13 family profiles are presented in Figures 1 to 13. In the case of each Figure we show the results for the UK (panels A and B), Germany (panels C and D) and Poland (panels E and F). For every country the first panel (panels A, C, E) shows the different components of the budget constraint drafted under the assumption of the 25th percentile of the male (family profiles 6–9) or female (profiles 1–5 and 10–13) country specific wage distribution. The second panel (panels B, D, F) shows only the total disposable incomes but under three different assumptions concerning the individual wage (i.e. the 10th, 25th and 50th percentile of the distribution). Detailed description of Figures 1 to 13 is given in Section 5.

A useful way of summarising the effect of the tax and benefit system on the incentives to work is an analysis of replacement ratios (RRs), which are ratios of disposable income in the out-of-work scenario to the disposable income in the in- work scenario.¹² This is done below in

¹² See for example Nickell (2001).

Table 1. *Family profiles considered in the exercise*

Family profile	Description	Age of children	Maintenance	Housing Benefit	Percentile wage, female	Percentile wage, male
1	Single female no children	n.a.	n.a.	Yes	10, 25, 50	
2	Single female, one child	5	No	Yes	10, 25, 50	
3	Single female, one child	5	Yes	Yes	10, 25, 50	
4	Single female, one child	5	Yes	No	10, 25, 50	
5	Single female, two children	5 and 8	Yes	Yes	10, 25, 50	
6	Couple, male earner, no children	n.a.	n.a.	Yes		10, 25, 50
7	Couple, male earner, one child	5	n.a.	Yes		10, 25, 50
8	Couple, male earner, one child	5	n.a.	No		10, 25, 50
9	Couple, male earner, two children	5 and 8	n.a.	Yes		10, 25, 50
10	Couple, two earners, no children	n.a.	n.a.	Yes	10, 25, 50	FT @ 25
11	Couple, two earners, no children	n.a.	n.a.	Yes	10, 25, 50	FT @ 50
12	Couple, two earners, two children	5 and 8	n.a.	Yes	10, 25, 50	FT @ 25
13	Couple, two earners, two children	5 and 8	n.a.	Yes	10, 25, 50	FT @ 50

Note: In case of two-earner couples we assume fixed full-time employment of the man and vary the hours of work of the woman.

Source: Authors' compilation.

Table 2. Country specific input parameters used for micro-simulation

	UK (pound)	Germany (euro)	Poland (złoty)
Wages	hourly	hourly	monthly
Female:			
– 10 percentile	4.82	5.98	852
– 25 percentile	6.02	8.5	1084
– 50 percentile	8.39	12.53	1480
Male:			
– 10 percentile	5.63	8.13	928
– 25 percentile	7.54	11.68	1252
– 50 percentile	10.74	16.08	1744
Housing costs			
Rent:	monthly	monthly	monthly
– 25 percentile for single adult renting HH	198.4	216	3.12*32m2
– 25 percentile for multiple adult renting HH	212.5	450	3.12*42m2
Bills:			
– 25 percentile for single adult renting HH	-	47	170.1
– 25 percentile for multiple adult renting HH	-	88	265
Maintenance from absent parent			
(private transfer to lone parents):	monthly	monthly	monthly
– 25 percentile	130.5	312	230

Note: Percentiles for wages, maintenance and housing costs come from: Family Resources Survey 2003/04 (indexed to 2005) for the UK, German Socio-Economic Panel (GSOEP) 2005 for Germany, and Household Budgets Survey (BBGD) 2005 for Poland.

Source: Authors' calculations.

Section 6 for each of the 13 family profiles, in each case using the three chosen hourly wages. The advantage of presenting the results in the form of replacement ratios on top of detailed analysis of the shape of the budget constraint lies primarily in the relative nature of these measures. This means that on the one hand, we can make direct and straightforward comparisons of attractiveness to work within countries for different types of families. On the other hand, from the point of view of the international comparison, RRs allow easier comparative analysis since the relative measures are independent of exchange rates and purchasing power assumptions.

RRs for single individuals are computed as:

$$RR_{sj} = Y_{j(h=0)} / Y_{j(h=t)} \quad (1)$$

where $Y_{j(h=0)}$ is out-of work income and $Y_{j(h=t)}$ is in-work income of a single adult family j . The results presented here are computed under two in-work scenarios of part-time (20 hours) and full-time (40 hours) work. For couples in family profiles 6-9 RRs are computed as:

$$RR_{c1j} = Y_{j(hm=0,hw=0)} / Y_{j(hm=t,hw=0)} \quad (2)$$

where $Y_{j(hm=0,hw=0)}$ is income when both partners are out of work and $Y_{j(hm=t,hw=0)}$ is income in work when the man works t hours and the woman does not work. The results are again computed under two in-work scenarios for the man, of part-time (20 hours) and full-time (40 hours) work.

Similarly for couples in family profiles 10-13 RRs are computed as:

$$RR_{c2j} = Y_{j(hm=40,hw=0)} / Y_{j(hm=40,hw=t)} \quad (3)$$

where $Y_{j(hm=40,hw=0)}$ is income when the man works full-time and the woman does not work and $Y_{j(hm=40,hw=t)}$ is in-work income when the man works full-time and the woman works t hours per week (again computed under two in-work scenarios of part-time (20 hours) and full-time (40 hours) work). Computed replacement ratios are given in Table 3 for part-time work and Table 4 for full-time work, and detailed discussion of replacement ratios is presented in Section 6.¹³

5. Results – budget constraints

In this section we provide a detailed description of the budget constraints generated for the thirteen family profiles for each of the countries presented in Figures 1 to 13. A general overview of the results is given in Section 5.1. Then, in Section 5.2 we focus more specifically on the type of support extended to families with children.

In panels A, C and E of the thirteen figures we present the different elements of disposable incomes. Where possible we have tried to mark similar components of income with the same colours to make the comparisons easier. Thus, net earnings are represented by the black

¹³ Details of the absolute levels of disposable incomes used for the calculations of replacement ratios are available from the authors upon request.

bars, maintenance payments from the absent partner are marked in light grey, basic child or family benefits are marked in dark green, housing related benefits are marked in blue, and social assistance is represented as white bars. The legend to each of the figures presents the details including the various country-specific components of the disposable income.

An important point needs to be clarified concerning the results for Poland which relates to the way we model Temporary Social Assistance (TSA). As mentioned in Section 2.3 only a proportion of the TSA is guaranteed by the central budget and the rest of the payment a family is eligible for according to the Social Assistance legislation (which is 70% for single-person households and 80% for larger households) remains at the discretion of local authorities. More often than not these payments are not received by families. To account for this in the budget constraints drafted for Poland we separate out the central (white bars) and the municipal (dark grey bars) parts of the TSA in panels E of Figures 1 to 13. In panels F of the figures we present the budget lines which result from including only that part of the TSA which the families can be sure to receive, i.e. the centrally guaranteed element. This way of presenting the results, on the one hand, allows to see the degree of generosity of the TSA legislation, and on the other, shows the actual, guaranteed financial incentives that the families face in the labour market. It also makes the results more consistent from the comparative point of view.

Another point to note in the case of the figures drawn for the UK are the Council Tax (CT) payments, which are represented in panels A by the red bars. The CT values are then subtracted from the total family incomes for the purpose of drawing the budget lines in panels B.

5.1. Budget constraints – overview

There are several important general conclusions to be drawn from the analysis of the budget constraints presented in Figures 1 to 13. The graphs show the varying degree of generosity of each of the three tax and benefit systems and the operation of the different elements.

5.1.1. In-work support

An important element which differentiates the UK from the other two countries is the in-work support system, which in panels A is represented by the brown bars. The difference in the generosity of the Working Tax Credit between those with and those without children is also quite clear, for example when we compare panels A in Figure 1 with those in Figures 2 to 5. What is also rather striking is the relative high level of support for families with children in the UK through the combination of the Child Benefit and the Child Tax Credit. It is interesting to note that the CTC extends relatively high up the

income distribution. The families are eligible to receive relatively high amounts of the CTC even in scenarios when one partner is working full-time and the other part time, and the family-premium part of the CTC is also received by the family in which both partners work full-time (see panel A of Figure 13).¹⁴ What is also an important feature of the British system is the fact that eligibility for social assistance (in the form of Income Support) ends at relatively low levels of income. This is the case both for singles and for couples, and is partly related to the maximum working hours limit (15) but partly also to the relatively high levels of payments through the CTC.

5.1.2. Social Assistance and Housing Benefit

Eligibility for social assistance seems to end at low levels of income also in Poland, but this is the case only for single-adult families. Couples in Poland, and especially those with children, are eligible to receive the TSA even at relatively high levels of wage income. This can be seen on panel E of Figures 7, 8 and 9. In Figure 7E we can see that the family is eligible for Social Assistance even when the man in the couple works full-time (at 25th percentile earnings). In Germany eligibility for social assistance (ALGII) extends relatively high up the earning scale for both singles and couples, but part of the explanation for that is the fact that the ALGII also includes the housing benefit. Thus, for example, if we compare the budget constraints of two families - one which is eligible to receive the Housing Benefit and the other which is not (see Figures 7D and 8D) we can see that the ALGII ends relatively early - at about half-time earnings of the man in the couple. In Poland the means-test for the TSA also includes the Housing Benefit, and so when the family is not eligible for the HB the eligibility for the TSA extends further (compare Figures 7E and 8E). Such high level of TSA eligibility for couples in Poland clearly stands out in our analysis.

The eligibility rules concerning the Housing Benefit in Poland are also related to the earlier point. Neither in the UK, nor in Germany the eligibility to the benefits related to housing expenses extends as high up the relative earnings distribution as in Poland. As we can see on the figures, the Polish HB rules imply that a single woman working full-time at 25th percentile female earnings would still be eligible to claim the HB regardless of whether she does or does not have children. The same applies to all one-earner couples in which the man works at the 25th percentile male wage. On Figures 10, 12 and 13 we can see that the eligibility does not end even if the second partner begins to work part-time. If the earnings of the man are low (Figure 12) and we consider a couple with two children, the

¹⁴ At 50th percentile earnings of the man and at 25th percentile earnings of the woman.

eligibility to the HB does not end even in the situation when both partners work full-time.

5.1.3. Means-tested benefits and Effective Marginal Tax Rates

The budget constraints presented in this paper also allow to identify elements of the tax and benefit systems which may need particular attention of policy makers with respect to the labour market incentives the systems provide. This refers particularly to the features of the systems which lead to effective marginal tax rates (EMTRs) in excess of 100%. In the figures these can be identified as points on the budget lines where the level of the disposable income falls despite the fact that work intensity (and thus gross earnings) increase.

Getting rid of EMTRs in excess of 100% was one of the aims of the tax and benefit reforms in the UK introduced since the early 1990s, and all recent changes to taxes and benefits have been conducted in such a way so as to avoid these effects. As we can see on panels A and B of Figures 1 to 13, increases in gross earnings never lead to reductions in disposable incomes. There are parts of the budget lines which are “flat” implying EMTRs of 100%, but there are no points on the budget lines suggesting rates in excess of these. This is not the case when we look at the budget lines generated by the German and the Polish system.

EMTRs in excess of 100% – Germany

The German system introduces EMTRs in excess of 100% as a result of the so called Mini-jobs. As outlined in Section 2.2, employees pay no Social Security Contributions on earnings of less than 400 euros per month. However, once the level of earnings exceeds this limit, SSCs have to be paid not only on the earnings over and above the 400 euros, but also on the initial 400. This implies that exceeding this level of gross earnings results in a reduction of disposable income. As we can see on Figures 10-13 the combination of the tax and the SSCs systems implies that this applies especially to the work of second earners in couples. Depending on the level of earnings of the woman the 400 euros threshold is reached at different levels of work intensity, but the negative work incentives can be seen in the case of budget lines drawn for all second earners. EMTRs in Germany result also from the combination of tax and SSC payments with the withdrawal of the Child Supplement – this can be seen in Figures 7, 8, and 9 on panels C and D.

EMTRs in excess of 100% - Poland

In Poland the EMTRs exceeding 100% are related to two elements of the benefit system, namely the Housing Benefits and the Family Benefits. In the case of the Housing Benefits while the level of the payments is gradually withdrawn as net incomes rise, the benefit is withdrawn entirely at the point when the income

considered for the means-test exceeds a certain threshold value. The effect of such withdrawal can be seen in Figures 1, 2, 3, 4 and 6 on panels F for the case of the disposable income computed at 50th percentile wage.

The same effects are also present in Figure 10 at all three wage levels of the second partner. The effects of withdrawing the Single-Parent Supplement of Family Benefits can be seen in Figure 2 (panels E and F). In Figure 2E we can see that the family exceeds the threshold for the higher level of the supplement when the woman begins to work more than 14 hours per week. This effect happens at lower work intensity for the 50th percentile wage and at higher work intensity for the 10th percentile wage (Figure 2F), but in all cases working an extra hour leads to a lower level of the benefit. On the figures we can also identify three profiles of families for which at a certain level of earnings the Family Benefits are fully withdrawn. This can be seen in Figures 2 and 3 (panels F) for the case of the disposable income with 50th percentile wage. For this level of the wage Family Benefits are withdrawn at work intensity of about 35 hours per week. The result of this is a reduction in disposable income in response to higher level of earnings. Since the eligibility threshold for the FB is computed per capita (including the adults in the family), couples with children are eligible for the benefits even at relatively high level of earnings. Of all the budget constraints drafted for couples the withdrawal of Family Benefits can be noticed only in the case of the family profile 13, where both partners work at 50th percentile wage and the man works full-time (Figure 13F). At the point when the woman's work intensity increases to about 35 hours per week, the family is no longer eligible to receive the Family Benefits. The negative effects on work incentives which are the consequence of the existence of very high EMTRs will also be reflected in the replacement ratios, the analysis of which is presented below in Section 6.

5.1.4. Work intensity and income gains

The budget lines presented in panels B, D and F also provide a good intuitive reflection of how strong are the labour market incentives generated by the respective tax and benefit systems. This is given by the *slope* of the budget lines at various levels of work intensity, which shows how fast disposable incomes grow in response to increases in hours of work and thus gross earnings.

The assumptions made for Poland concerning the payments of Temporary Social Assistance imply low levels of support through the TSA but also relatively low withdrawal rates of the benefit and this in turn means that disposable incomes generally grow as earnings rise even at the lowest levels of earnings. In Germany and in the UK, on the other hand withdrawal rates of social assistance benefits (ALGII and Income Support) at low levels of earnings imply very low increases in disposable

incomes or in some cases no increases at all (i.e. 100% EMTRs). This is very clearly demonstrated, for example in Figures 1 and 7.

It is also important to note that in the UK in the cases of several families, earnings grow at lower rates – compared to Germany or Poland – even beyond the points where social assistance and housing benefits have been withdrawn. This result relates to the withdrawal of the WTC. On the one hand, the payments of the WTC encourage taking up employment.¹⁵ On the other hand though, because of the extension of the earnings range over which some benefits are withdrawn, the WTC reduces incentives to increase work intensity or in fact to increase productivity at the same work intensity. The effect of the WTC as far as the contribution of earnings to the level of disposable income is concerned can be seen very clearly when comparing Figures 1B and 2B, which are drafted for the same levels of gross earnings. We can see that in the case where the woman receives no WTC (the line of the disposable income with 50th percentile wage in Figure 1B) disposable incomes grow faster compared to the rate of increase of earnings for the woman with the same level of earnings but who is eligible to receive the WTC (Figure 2B). Interesting differences between the three tax and benefit systems in terms of the rate of increase in the disposable income in response to growing gross earnings can also be seen for example in Figures 3, 4, 6 and 8.

5.2. Budget constraints - support for families with children

For several important reasons the financial incentives on the labour market for families with children deserve some special attention. One of these is the fact that the trade-off between efficiency and equity in the case of families with children is especially difficult. On the one hand, child poverty is an important policy concern and poverty among children may have significant long-term social and economic implications. On the other hand, since families with children represent a large proportion of the population, maintaining overall high employment levels would be impossible without encouraging parents to take up work.

Parents' employment, apart from economic implications for the households, may also have positive effects on child development and the child's outcomes such as school achievements and health. However, providing sufficient resources in out-of-work scenarios, combined with higher costs of working for families with children (among other things in the form of childcare) implies that providing strong financial incentives to work is far from straightforward. Tax and benefit treatment of families with children is therefore a very important issue on the agenda of most governments.

The British government has for a long time made reduction of child poverty one of the top priorities. The reduction was to be achieved by increasing the generosity of government transfers for families with children and, at the same time, increasing the attractiveness of employment to parents by making work pay more. The first tool through which this was supposed to be achieved was the Working Families' Tax Credit (WFTC), introduced in October 1999 – a reform which increased the relative generosity of in-work transfers. This mechanism was subsequently replaced by the Children's Tax Credit and the Working Tax Credit in March 2003. The first of those combined several child-related elements of the tax and benefit system, while the other was to preserve the greater financial attractiveness of work which was present in the WFTC.¹⁶ While the WFTC reform improved financial incentives to work, the overall package of reforms introduced by the British government since 1997 has had mixed effects on the attractiveness of employment.¹⁷

The recent reforms and proposals of reforms of the tax and benefit systems in Germany and Poland also signal that the issues of financial attractiveness of employment for parents is an important concern. In Germany the focus of attention has been the issue of parental leave after childbirth and the problem of appropriate provision and affordable cost of childcare.

In Poland on the other hand, the recent discussions focused on the provision of tax allowances for families with children thereby making work pay more for parents. These recent government proposals as well as the structure of the 2005 systems presented in our analysis show different approaches to supporting families with children, and the different solutions adopted offer potential cross-country lessons. Below we use the example families to discuss the operation of the benefit design with special attention to families with children.

5.2.1. Support for lone-parent families

Figures 2-5 show some important differences in the treatment of lone parents in the tax and benefit systems in the three countries. One of the more striking points of the analysis of our examples is the fact that financial incentives to work are not much stronger for the lone parents who receive maintenance support from the missing partners (compare FP2 and FP3). This is something we could expect since this support counts as income for the computation of means-tested benefits, and so out-of-work income should not be much different, while in-work income should be higher for the parents receiving maintenance. This, however is counteracted in

¹⁵ This is reflected in the "kinks" in the budget lines at 16 and 30 hours of work per week, which are the eligibility points for the WTC and for the full-time premium.

¹⁶ For more details on the British reforms see for example Clark et al. (2002); Blundell (2000), and Brewer (2003).

¹⁷ See for example Brewer et al. (2006), Blundell et al. (2005) or Myck, Red-ud (2006).

Germany and Poland by additional payments in the form of state-financed maintenance payments or a special supplement in Family Benefits, respectively. In-work incomes are higher in the UK for the families which do receive maintenance, and so these families have stronger incentives to work than lone parents who do not receive support from the absent parent. What is also noteworthy when looking at the budget constraint charts is the very big difference in disposable incomes of lone parents who are not eligible for Housing Benefit compared to those who do receive the HB (Figures 2 and 3). It is also interesting to point out that unlike in the UK and Germany where Social Assistance is treated separately from the Housing Benefit (in the sense that the Housing Benefit is not treated as income for the Social Assistance means-test), in Poland the family profiles 2 and 3 – in theory, i.e. according to the legislated minimum income – are eligible for the same level of support at zero hours of work. Moreover, the effect of the Working Tax Credit in the UK is most pronounced (see Figures 3A and 4A) especially in the case of lone parents who cannot claim the HB. This effect will also be quite clear in the more detailed analysis of replacement ratios below.

5.2.2. Support for couples with children

As we can see in Figures 7, 8, 9, 12 and 13 the generosity of the basic support for families with children in couples is much higher in Germany compared to the UK and Poland.¹⁸ An important difference which cannot be seen on the pictures presented here is the fact that the Polish family support is means-tested, while both in the UK and Germany it is universal, i.e. independent of the level of family income. While in the UK the Child Benefit is supplemented by payments through the Children's Tax Credit and the Working Tax Credit (which is more generous for those with children), in Poland the families received no further child-related support from the state in 2005.

6. Results – replacement ratios

In this section we discuss the results presented in Tables 3 and 4 which show replacement ratios computed for the 13 family profiles for each of the three assumed wage rates using the formulae discussed in Section 4. From the point of view of the labour market it is especially important how financial incentives – here expressed in the form of RRs – differ by family profile for the same level of relative earnings and how they differ for a given family profile for different levels of earnings, i.e. how strong is the progression of the disposable income as earnings rise.

Given the low level of out of work means-tested support in Poland (we assume that the families receive only the centrally guaranteed proportion of Temporary Social Assistance) it is not surprising that in most cases financial incentives to work as reflected in the RRs are strongest in Poland. This is the case especially for single adults without children (family profile, FP1) and first earners in couples without children (FP6). For these family profiles financial incentives to take up employment are significantly stronger in Poland, compared to the UK and Germany. Financial incentives to part-time work in Poland are similar in magnitude to those related to full-time employment in the other two countries. As far as the comparison between the UK and Germany is concerned it is worth noting that while incentives to part-time work in the UK are very low (due to the very high benefits withdrawal rates at low incomes), this is no longer the case for full-time work, which at all wage levels is financially more attractive in the UK compared to Germany. This is the case both for singles and couples without children.

6.1. Financial incentives for lone-parents

For lone parents the comparison between the UK and Germany proves to go very strongly in favour of the UK, where financial incentives to work for family profiles 2, 3, 4 and 5, all except one imply higher attractiveness of employment at all three wage levels. Financial incentives are especially strong in the UK in the case of a lone parent with one child who is not eligible to receive the Housing Benefit (FP4). In this case in fact, financial incentives to part-time work at the two lower wage rates are even stronger in the UK than in Poland. This is the effect of the additional benefits which lone parents in the UK receive in the form of in-work support. The high level of this support at part-time work can also be noticed in Figure 4. It is interesting to note, though, that once the WTC is withdrawn (at higher levels of earnings) the difference in financial attractiveness of work diminishes and in fact the full-time RR (Table 4) for the 50th percentile wage is lower in Germany than in the UK (0.354 relative to 0.363). Owing to the Working Tax Credit employment is also significantly more attractive in the UK compared to Germany for family profile 5. For this family profile the effect of the in-work support is such that the RRs computed for the UK are very close to those calculated in the case of the respective family under the Polish system.

6.2. Financial incentives for first and second earners in couples

In the case of first earners in couples (i.e. family profiles 6-9) the pattern is relatively similar, with relatively strong effects of in-work support in the UK, especially for families with children in the cases of low assumed

¹⁸ By the basic support we mean the Child Benefit in the UK, the Kindergeld in Germany, and Zasiłek Rodzinny in Poland.

Table 3. *Replacement ratios at part-time work (20 hours per week)*

	UK			Germany			Poland		
	PT-10pc	PT-25pc	PT-50pc	PT-10pc	PT-25pc	PT-50pc	PT-10pc	PT-25pc	PT-50pc
Family profile 1	0.909	0.886	0.777	0.786	0.726	0.667	0.556	0.494	0.416
Family profile 2	0.787	0.766	0.713	0.863	0.821	0.776	0.682	0.611	0.518
Family profile 3	0.721	0.666	0.618	0.863	0.821	0.776	0.642	0.579	0.497
Family profile 4	0.523	0.483	0.448	0.732	0.638	0.511	0.567	0.498	0.408
Family profile 5	0.781	0.731	0.685	0.888	0.852	0.813	0.699	0.649	0.573
Family profile 6	0.922	0.896	0.838	0.861	0.838	0.826	0.531	0.456	0.372
Family profile 7	0.877	0.869	0.827	0.887	0.867	0.858	0.627	0.557	0.481
Family profile 8	0.714	0.678	0.634	0.830	0.731	0.636	0.438	0.366	0.297
Family profile 9	0.899	0.892	0.856	0.904	0.887	0.878	0.671	0.604	0.529
Family profile 10	0.691	0.652	0.592	0.808	0.775	0.716	0.828	0.791	0.738
Family profile 11	0.758	0.724	0.670	0.858	0.833	0.782	0.825	0.788	0.731
Family profile 12	0.841	0.819	0.787	0.835	0.805	0.752	0.837	0.803	0.750
Family profile 13	0.820	0.786	0.732	0.874	0.848	0.798	0.850	0.820	0.774

Note: PT-10pc - part time replacement ratio for the 10th percentile wage.

Source: Authors' calculations.

Table 4. *Replacement ratios at full-time work (40 hours per week)*

	UK			Germany			Poland		
	FT-10pc	FT-25pc	FT-50pc	FT-10pc	FT-25pc	FT-50pc	FT-10pc	FT-25pc	FT-50pc
Family profile 1	0.647	0.566	0.418	0.673	0.597	0.448	0.384	0.329	0.270
Family profile 2	0.655	0.619	0.558	0.780	0.745	0.630	0.481	0.426	0.370
Family profile 3	0.574	0.547	0.500	0.780	0.702	0.569	0.463	0.413	0.371
Family profile 4	0.417	0.397	0.363	0.523	0.436	0.354	0.373	0.322	0.272
Family profile 5	0.644	0.617	0.570	0.816	0.744	0.619	0.535	0.479	0.409
Family profile 6	0.713	0.637	0.456	0.826	0.649	0.508	0.358	0.296	0.244
Family profile 7	0.784	0.719	0.602	0.857	0.748	0.597	0.470	0.397	0.323
Family profile 8	0.601	0.551	0.462	0.630	0.466	0.372	0.286	0.237	0.180
Family profile 9	0.818	0.760	0.678	0.878	0.823	0.668	0.517	0.456	0.381
Family profile 10	0.566	0.521	0.452	0.725	0.659	0.576	0.703	0.640	0.556
Family profile 11	0.646	0.604	0.536	0.790	0.727	0.648	0.703	0.651	0.577
Family profile 12	0.761	0.707	0.620	0.760	0.695	0.613	0.724	0.674	0.603
Family profile 13	0.708	0.666	0.595	0.806	0.747	0.677	0.751	0.706	0.661

Note: FT-10pc - full time replacement ratio for the 10th percentile wage.

Source: Authors' calculations.

earnings. It is worth noting, though, how important for employment incentives for the first earner in the case of Germany is the family tax-splitting system. For the first earner in the couple in family profiles FP7, FP8 and FP9 at relatively high earnings (50th percentile) financial incentives to work are stronger in Germany than in the UK. The incentives are very close also at the 25th percentiles wage. Joint taxation, which in a progressive tax system gives preferential tax treatment to first earners in couples, is one of the most likely explanations of this fact. In the case of a single-earner couple the benefit of this treatment is higher, the higher is the level of earnings.

For second earners in couples (FP10-FP13) the RRs for the family profiles we focus on are in general no

longer affected by Social Assistance systems. They are therefore much more similar for all three countries. For second earners in couples without children financial incentives to work for second earners are strongest in the UK. This may be to some extent related to the overall level of taxation, but one of the determining factors here may be the joint taxation system operating in Poland and Germany. This is because tax splitting generally implies relatively higher tax burden on the second earner. The RRs for second earners are especially high in Germany in the case of FP11 (both part and full-time) – a couple without children where the first earner works full-time at 50th percentile wages. For the Polish system the difference between RRs for couples without children (FP10 and FP11) is very small – this relates to the fact

that at this level of earnings both partners are taxed at the same tax rate. The only advantage of joint taxation for the first earner is therefore the universal tax credit. In Poland the differences are slightly higher for the family profiles with children (FP12 and FP13) which in the scenario when the second earner does not work are eligible for the Housing Benefit. Moreover, when both partners earn the 50th percentile wage and work full-time then they are no longer eligible to receive Family Benefits. This leads to a much higher replacement ratio for the second earner at full-time 50th percentile earnings for FP13 compared to FP12 (0.661 compared to 0.603).

6.3. Drawbacks of in-work support

We have discussed above the positive effects of in-work support on financial incentives to work for lone parents and first earners in couples in the British system. A comparison of the RRs, however, is also instructive in demonstrating the negative consequences of in-work support on the labour market, namely lower return to the growth of gross earnings, and lower work incentives for second earners.

As we mentioned above one of the implications of in-work support is the fact that the return to work as gross earnings rise is lower than in the absence of such support. In-work support is means-tested and thus withdrawn as income rises. Because of this withdrawal the difference in disposable income in response to growing gross earnings (as a result of higher wages or more hours of work) for the recipients of in-work support is lower than for those who do not receive it. This can be demonstrated using family profiles 3 and 7, by looking at how full-time RRs change as we consider different levels of gross earnings (Table 4). Focusing on FP3 – as earnings rise from 10th to 25th to 50th percentile in the UK the full-time RRs change from 0.570 to 0.547 to 0.500, a change respectively by 2.3, and 4.7 percentage points. In Germany the RRs change from 0.780, to 0.702, to 0.569, i.e. by 7.8 and 13.3 percentage points. The difference in the RRs for FP7 in the case of the UK is 6.5 and 11.7, while in Germany it is 10.9 and 15.1. These effects are consequences of the generous in-work support.¹⁹

The negative effect of in-work support on the financial incentives of second earners can be seen in the comparison of incentives in the UK for couples with and without children (i.e. by comparing FP10 with FP12 and FP11 with FP13 for both part-time and full-time work of the second earner). While the differences in Germany are relatively low, those in the UK are much higher. For example at full-time 25th percentile earnings the difference in RRs between FP12

and FP10 in Germany is 3.6 percentage points, and in the UK it is 18.6 percentage points. The reason for such differences between the two countries is the fact that in the UK families with children (i.e. FP12 and FP13) are eligible for relatively high values of in-work support in the case where the second earner does not work. This makes employment of the second earner much less financially attractive, since as the second earner enters employment – and family earnings rise as a result – the WTC is withdrawn. Such negative effects on financial attractiveness of work resulting from the British style in work support have often been discussed in the labour market literature.²⁰ In a recent paper Haan and Myck (2007a) showed that while introducing a British-style in-work support in Germany would have strong positive effects on employment of single people and of first earners in couples, it would have very high negative effects on employment of second earners.

7. Conclusion

In this paper we have presented a comprehensive comparison of work incentives between the UK, Germany and Poland using a set of stylised families. Labour market incentives resulting from the combination of gross wages and the rules of respective tax and benefit systems have been analysed by looking at the detailed components of disposable incomes and the shapes of the budget constraints as well as by comparing replacement ratios computed at part and full-time hours of work. For each of the 13 family profiles analysed in this paper we have computed disposable incomes at different work intensity levels, taking their gross wages to correspond to the 10th, 25th and 50th percentile of the gross wage distribution.

The analysis provided in this paper gives a summary of labour market incentives generated by the three tax and benefit systems and could constitute a background for considering potential improvements to the design of taxes and benefits in either of the countries from the point of view of incentives to take-up employment. At the same time, however, it provides a simplified picture of the incentives actually faced by individuals. This applies especially strongly to the Polish case for two reasons.

The first of these is a result of the eligibility criteria for Social Assistance benefits. In our analysis for all countries we have assumed that – conditional on passing the income means-test – the stylised families we examined were eligible for Social Assistance. In reality, this will not always be the case, since in all three countries the families have to pass an additional wealth test. While in the UK and Germany this relates to the level of assets, in Poland it is conducted without specific

¹⁹ Though here part of the difference may also be due to the joint taxation of couples in Germany.

²⁰ See for example the classical paper by van Soest (1995), or Blundell et al. (2000) and Myck, Reed (2006) on the British reforms.

reference to assets in the form of an informal assessment by a representative of the local Social Assistance Centre, and according to a recent analysis implies a very restrictive approach to the wealth-related eligibility criteria.²¹ As Haan and Myck (2007b) demonstrated using replacement ratios computed for representative samples of the German and Polish populations (respectively using the GSOEP-2005 and BBGD-2005 data) the restrictiveness of the wealth criteria in Poland implies very low RRs for a much larger number of families compared to Germany, and thus suggests very strong work incentives in the Polish system.

The second aspect which could not be addressed in this paper, and which is also important for Poland is within-household sharing of resources among several families. While multi-family households are rather rare in Germany and in the UK, in Poland about 27% of households include more than one family (defined as a single adult or a couple with or without dependent children). The likely sharing of resources within households implies that although we may calculate very low incomes in out-of work scenarios (assuming a single-family household) the family may in fact be able to fall back on some income of other families it shares the household with. In consequence, the replacement ratio for such a family would be higher, particularly in the case when income earned in the in-work scenario were also to be shared with other families in the household.

Another thing that cannot be accounted for in such a simple analysis is the fact that the different systems have varying administrative procedures. This applies, for example, to the income considered for specific benefits, and the period for which the benefits are granted. All this will also have an effect on labour market incentives, through the dynamic aspect of the system and the uncertainty the systems introduce as far as eligibility is concerned. And yet, despite these arguments which call for some caution concerning the interpretation of our

results, there are several important conclusions which follow from our analysis. In the paragraphs below we focus on the most important implications for Poland.

The first of those is the relatively liberal eligibility rules concerning the Housing Benefit in Poland, which imply that families at relatively high levels of incomes may fulfil the criteria to receive this support. The payments of HB seem to extend far beyond the relative income levels when we compare them with Germany or the UK (see e.g. Figures 7 or 12). Secondly, the levels of the legislated minimum incomes – especially for couples – seem to be relatively high, even in comparison with Germany. Even if it is true that families in most cases do not receive the full legislated amount, it is still a fact that officially they may claim some Social Assistance even at relatively high levels of employment income (see Figure 8).

An important difference between Poland and both the UK and Germany is that the receipt of Housing Benefit limits the eligibility for Social Assistance. This means that those with high housing cost in Poland would have lower after-housing-costs disposable incomes (i.e. incomes after the payment of housing costs) – even if they receive the Housing Benefit to cover these costs (compare Figures 7E and 8E).

Two other important points to stress are: (i) the lack of universal child-related support in Poland, and the low (also in relative terms) levels of the basic means-tested child-related benefits (*Zasilek Rodzinny*), and (ii) the low incentives to work for second earners which result partly from the joint system of taxation which still operates in Germany and Poland.

Finally, the in-work support reforms in the UK show that such an instrument as the Working Tax Credit can prove effective in encouraging employment while at the same time reducing poverty. Although such instruments ought to be implemented “with caution” (see Haan, Myck 2007a) they can be designed in such a way as to improve financial attractiveness of work.

²¹ According to Myck (2007) only about 5% of all households would pass the wealth-test criterion in 2005.

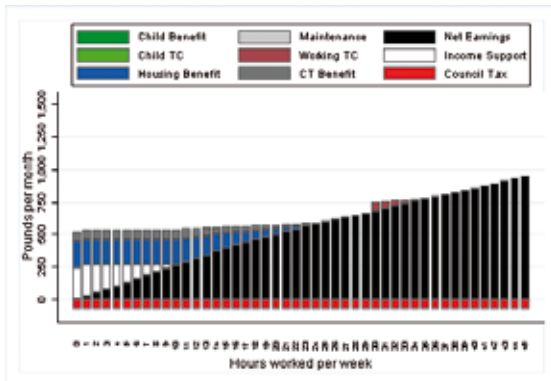
References

- Bargain O., Morawski L., Myck M., Socha M. (2007), *As SIMPL as That: Introducing a Tax-Benefit Microsimulation Model for Poland*, "Discussion Paper", No. 2988, Institute for the Study of Labour (IZA), Bonn.
- Bargain O., Orsini K. (2006), *In-Work Policies in Europe: Killing Two Birds with One Stone*, "Labour Economics", Vol. 13, No. 6, pp. 667–693.
- Blundell R. (2000), *Work Initiatives and 'in-work' Benefit Reforms: A Review*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 16, No. 1, pp. 27–44.
- Blundell R., Brewer M., Shephard A. (2005), *The impact of tax and benefit changes between April 2000 and April 2003 on parents' labour supply*, "Briefing Note", No. BN52, IFS, London.
- Blundell R., Duncan A., McCrae J., Meghir C. (2000), *The Labour Market Impact of the Working Families Tax Credit*, "Fiscal Studies", Vol. 21, No. 1, pp. 75–104.
- Brewer M. (2003), *The new tax credits*, "Briefing Note", No. BN35, Institute for Fiscal Studies, London.
- Brewer M., Duncan A., Shephard A., Suarez M. J. (2006), *Did working families' tax credit work? The impact of in-work support on labour supply in Great Britain*, "Labour Economics", Vol. 13, No. 3, pp. 699–720.
- Clark T., Dilnot A., Goodman A., Myck M. (2002), *Taxes and Transfers 1997-2001*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 18, No. 2, pp. 187–202.
- Corneo G. (2005), *The Rise and Likely Fall of the German Income Tax, 1958-2005*, "CESifo Economic Studies", Vol. 51, No. 1, pp. 159–186.
- Haan P., Myck M. (2007a), *Apply with caution: introducing UK-style in work support in Germany*, "Fiscal Studies", Vol. 28, No. 1, pp. 43–72.
- Haan P., Myck M. (2007b), *Safety net still in transition: Labour market consequences of extending support for poorest families in Poland*, "Discussion Paper", No. 3157, Institute for the Study of Labour (IZA), Bonn.
- Myck M. (2007), *Allocating Social Assistance using a wealth-test model: SIMPL 2003 and 2005*, "SIMPL Technical Note", No. 1, University of Warsaw.
- Myck M., Reed H. (2006), *Tax and Benefit Reforms in a Model of Labour Market Transitions*, "Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung", Vol. 75, No. 3, pp. 208–238.
- Nickell S. (2001), *Fundamental changes in the UK labour market*, "Oxford Bulletin of Economics and Statistics", Vol. 63, Special Issue, pp. 715–736.
- Steiner V., Haan P., Wrohlich K. (2005), *Dokumentation des Steuer-Transfer-Mikrosimulationsmodells 1999-2002*, "Data Documentation", No. 9, DIW, Berlin.
- Steiner V., Wrohlich K. (2004), *Household Taxation, Income Splitting and Labor Supply Incentives. A Microsimulation Study for Germany*, "CESifo Economic Studies", Vol. 50, No. 3, pp. 541–568.
- van Soest A. (1995), *Structural Models of Family Labor Supply: A Discrete Choice Approach*, "Journal of Human Resources", Vol. 30, No. 1, pp. 63–88.

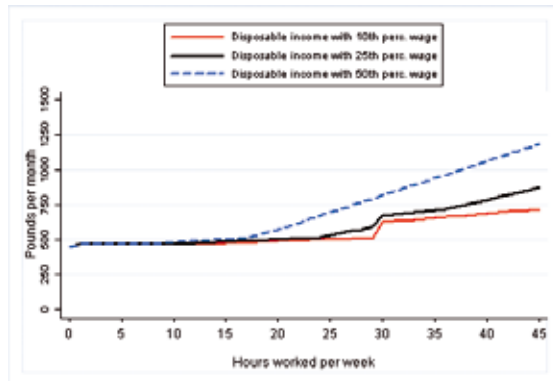
Appendix. Figures

Figure 1. Budget constraints for stylised households: Family 1 - Single female without children, 2005

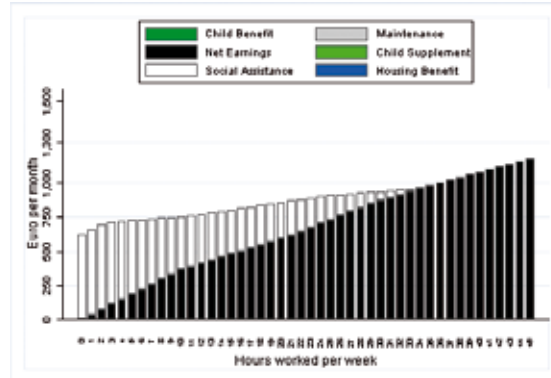
IA - United Kingdom, 25th perc. wage



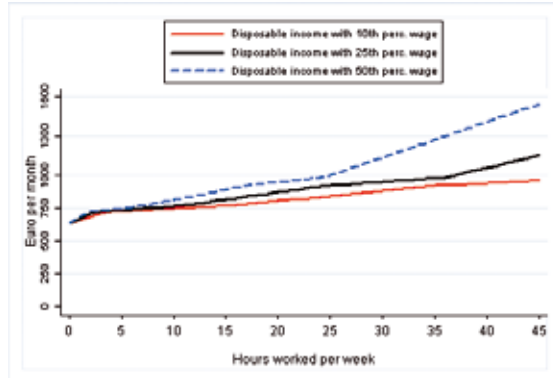
IB - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



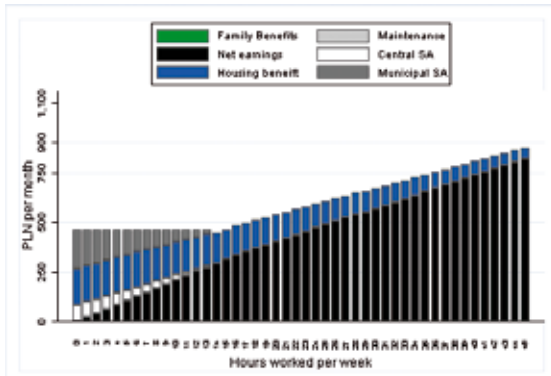
IC - Germany, 25th perc. wage



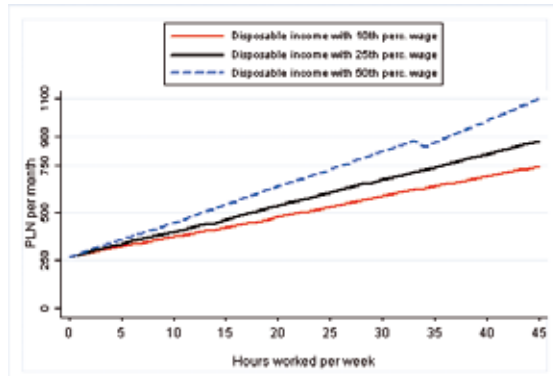
ID - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



IE - Poland, 25th perc. wage



IF - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

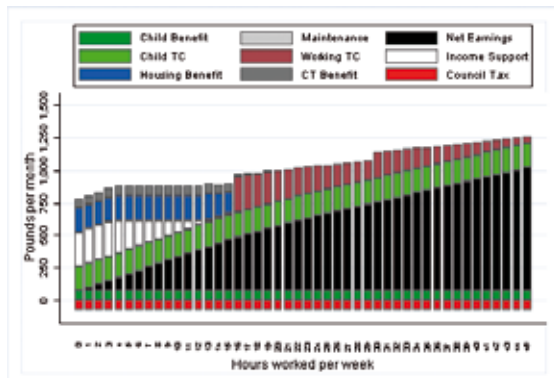


Note: All values in local currencies in 2005 prices. Polish budget constraints drafted assuming that only centrally guaranteed Temporary SA amounts are paid out. For details concerning assumed wages, maintenance, housing costs, etc. see Table 2.

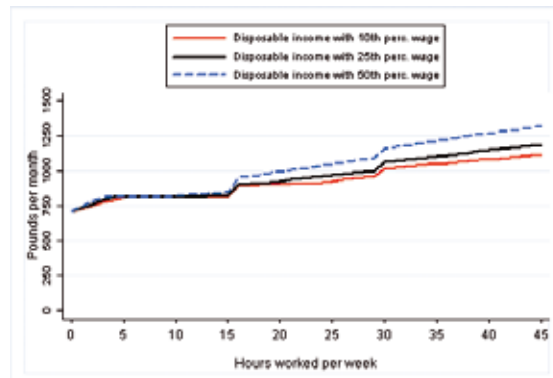
Source: Authors' calculations.

Figure 2. *Budget constraints for stylised households: Family 2 - Single female with one child, 2005*

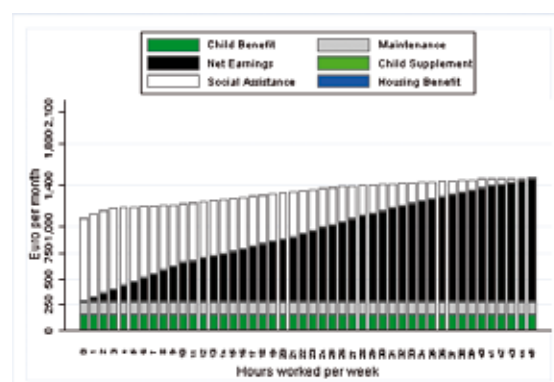
2A - United Kingdom, 25th perc. wage



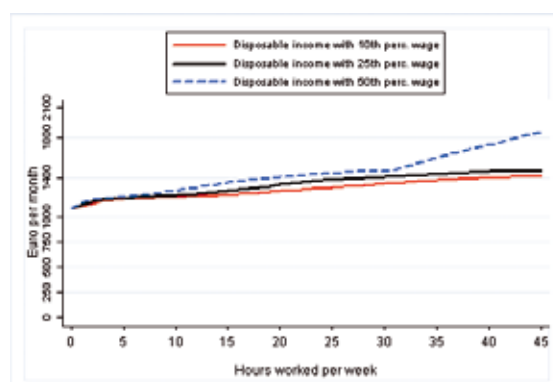
2B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



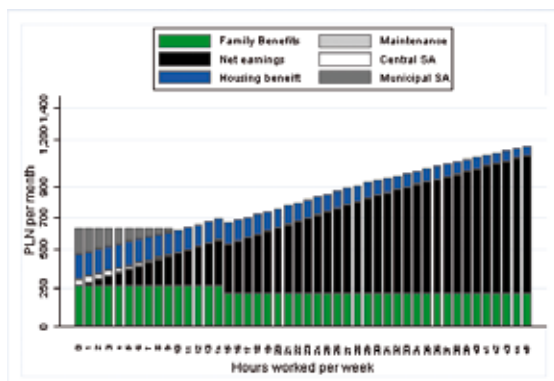
2C - Germany, 25th perc. wage



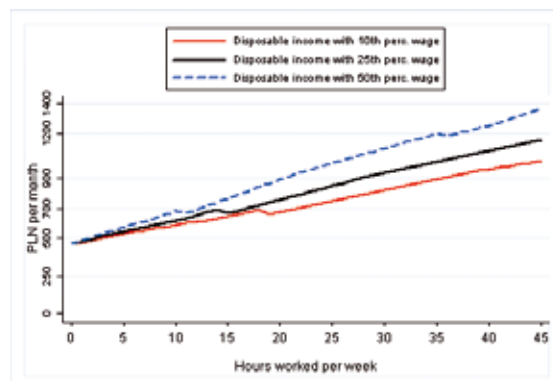
2D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



2E - Poland, 25th perc. wage



2F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

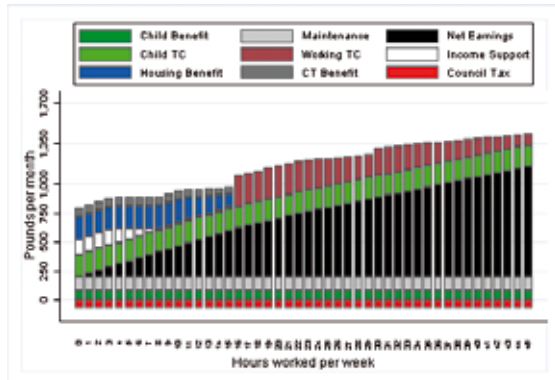


Note: See notes for Figure 1.

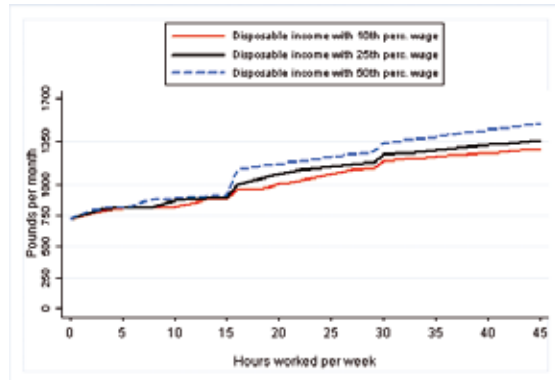
Source: Authors' calculations.

Figure 3. *Budget constraints for stylised households: Family 3 - Single female with one child, 2005*

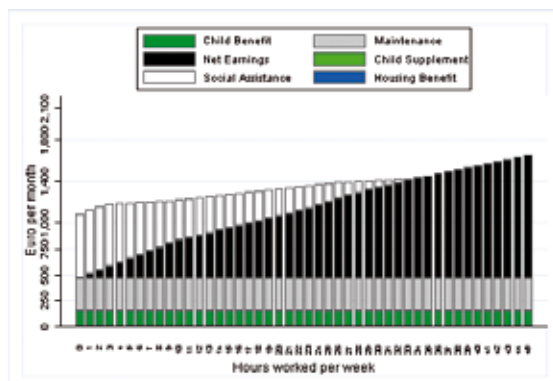
3A - United Kingdom, 25th perc. wage



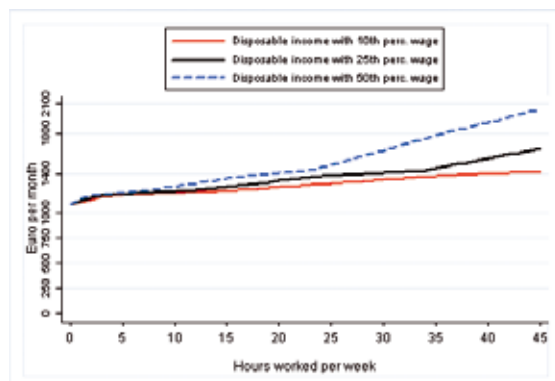
3B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



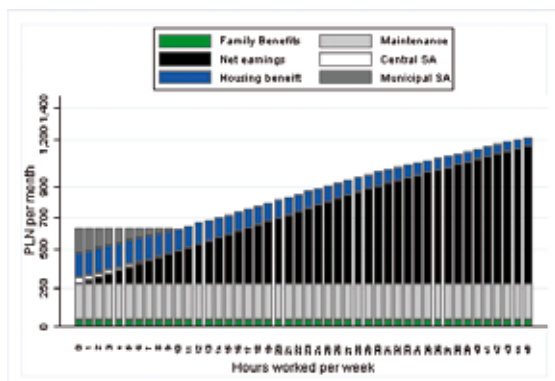
3C - Germany, 25th perc. wage



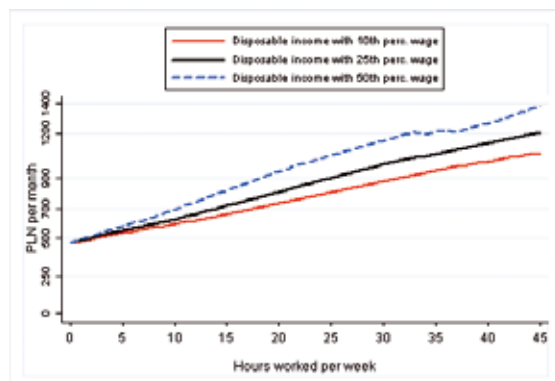
3D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



3E - Poland, 25th perc. wage



3F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

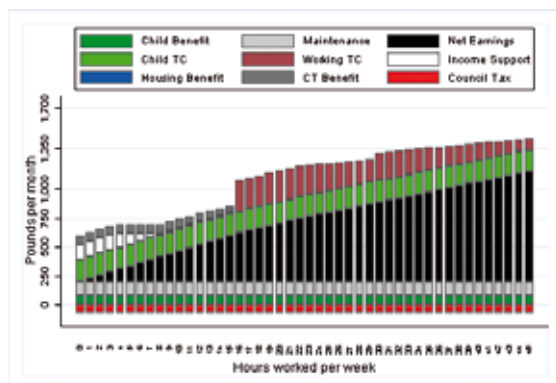


Note: See notes for Figure 1.

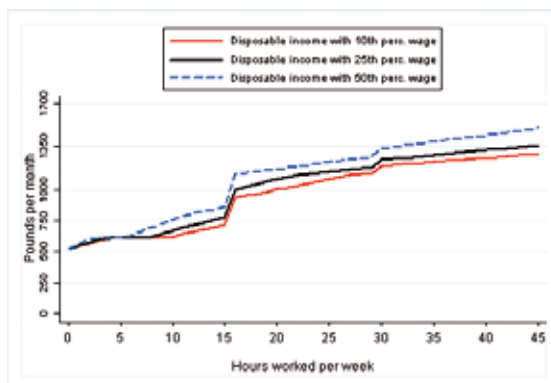
Source: Authors' calculations.

Figure 4. *Budget constraints for stylised households: Family 4 - Single female with one child, 2005*

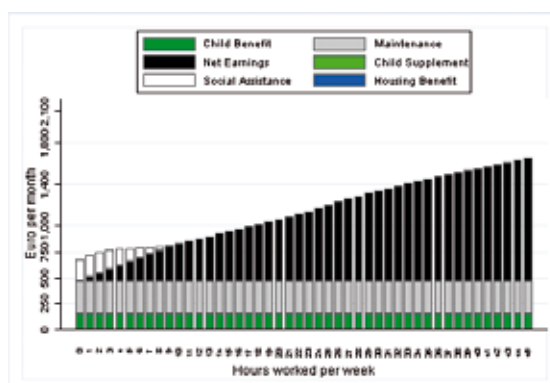
4A - United Kingdom, 25th perc. wage



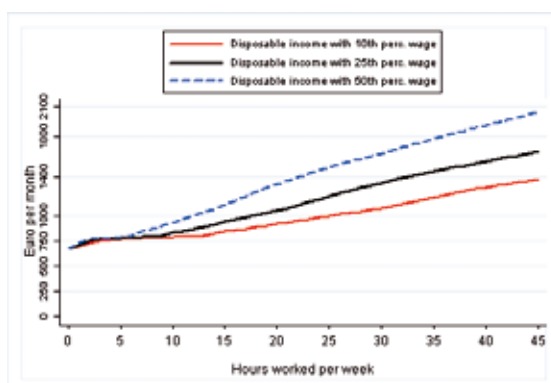
4B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



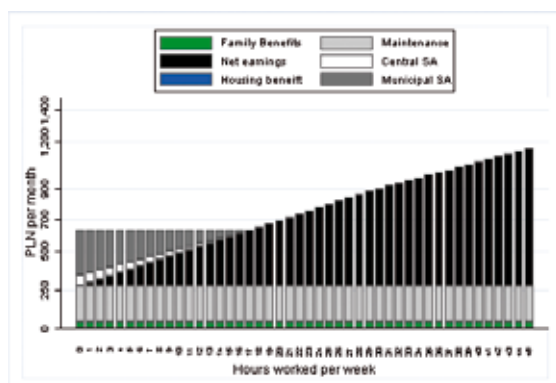
4C - Germany, 25th perc. wage



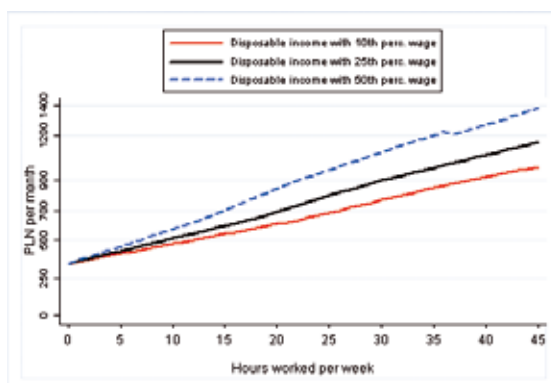
4D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



4E - Poland, 25th perc. wage



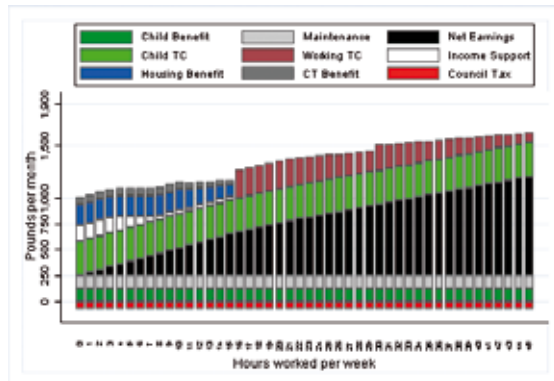
4F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage



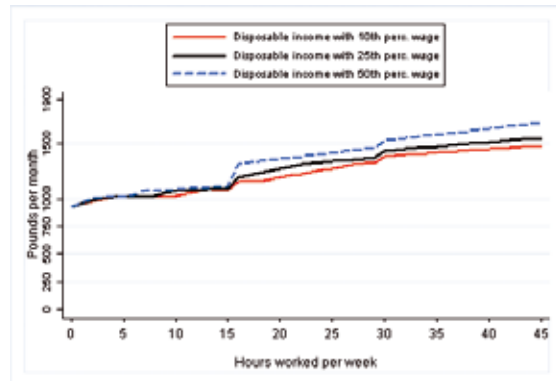
Note: See notes for Figure 1.
Source: Authors' calculations.

Figure 5. *Budget constraints for stylised households: Family 5 - Single female with two children, 2005*

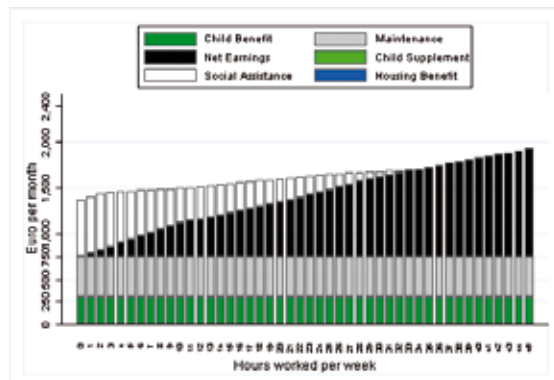
5A - United Kingdom, 25th perc. wage Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



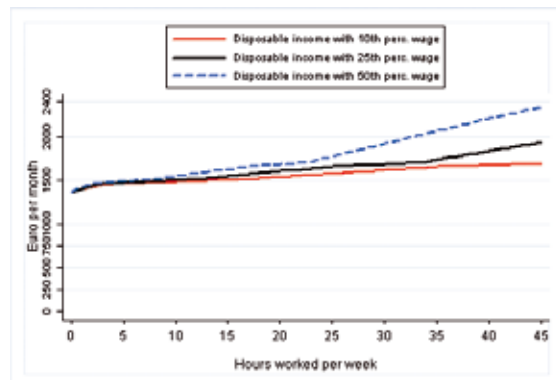
5B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



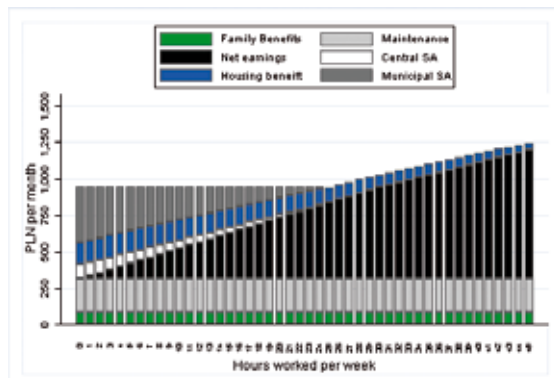
5C - Germany, 25th perc. wage



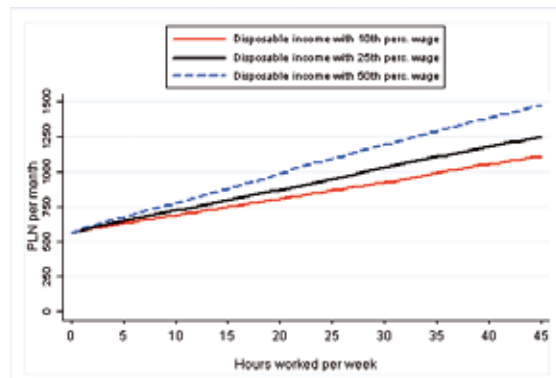
5D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



5E - Poland, 25th perc. wage



5F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

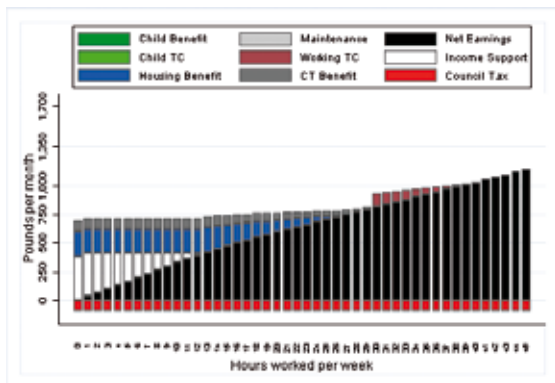


Note: See notes for Figure 1.

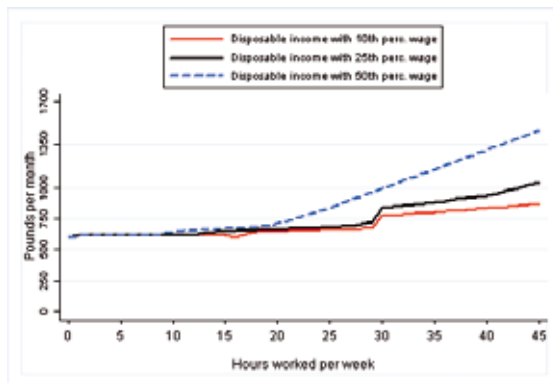
Source: Authors' calculations.

Figure 6. *Budget constraints for stylised households: Family 6 - One earner couple without children, 2005*

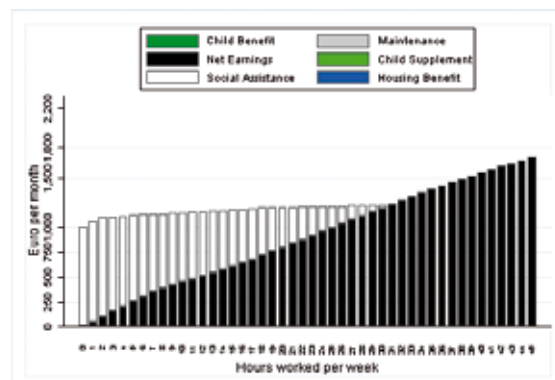
6A - United Kingdom, 25th perc. wage



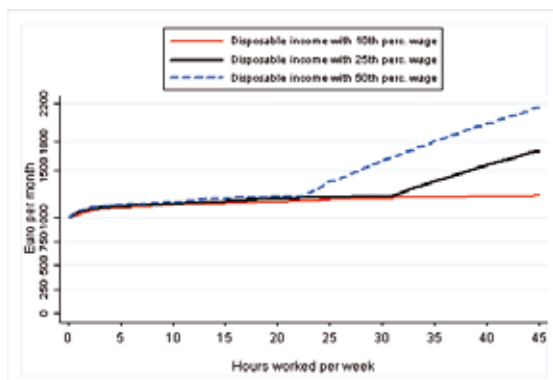
6B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



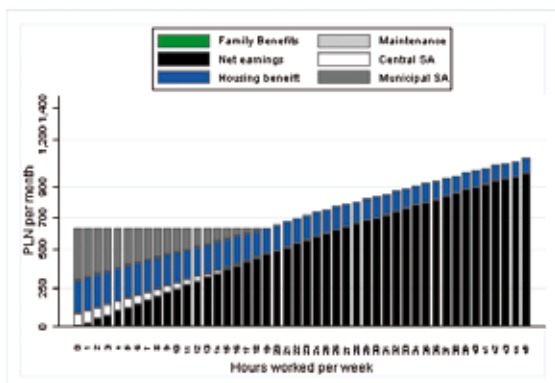
6C - Germany, 25th perc. wage



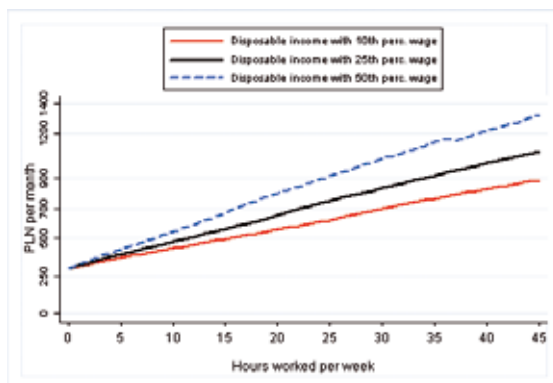
6D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



6E - Poland, 25th perc. wage



6F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

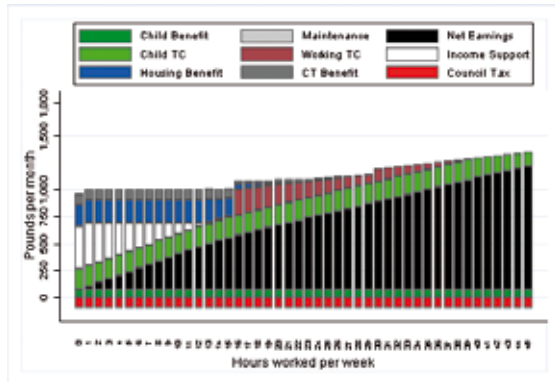


Note: See notes for Figure 1.

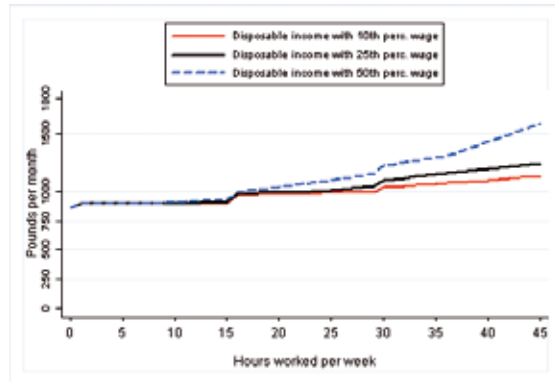
Source: Authors' calculations.

Figure 7. *Budget constraints for stylised households: Family 7 - One earner couple with one child, 2005*

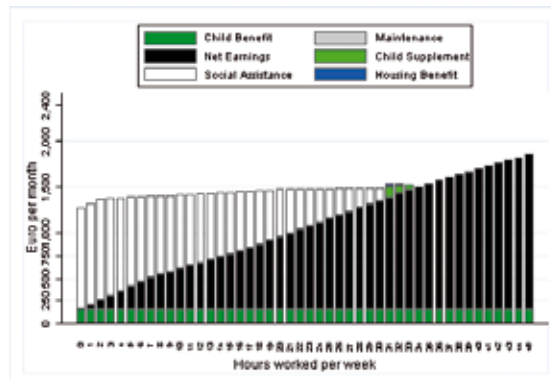
7A - United Kingdom, 25th perc. wage



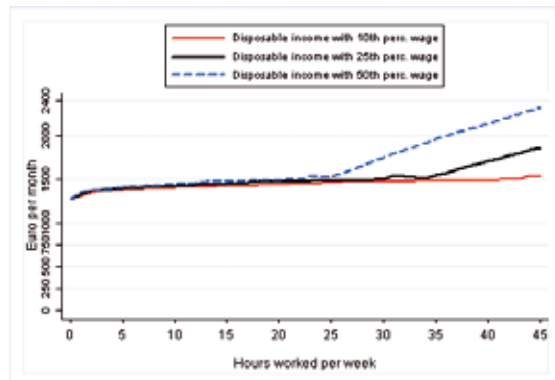
7B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



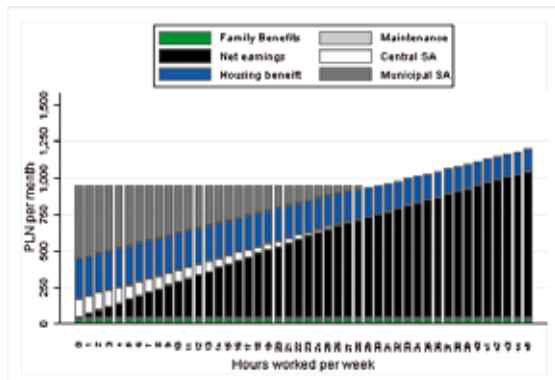
7C - Germany, 25th perc. wage



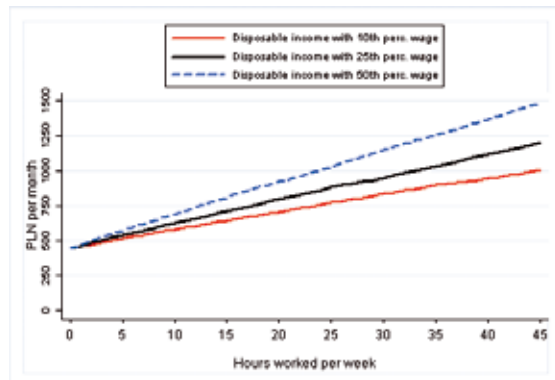
7D - Germany, 10th, 25th and 50th



7E - Poland, 25th perc. wage



7F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

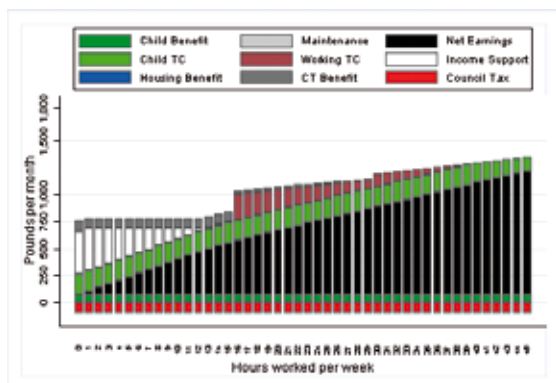


Note: See notes for Figure 1.

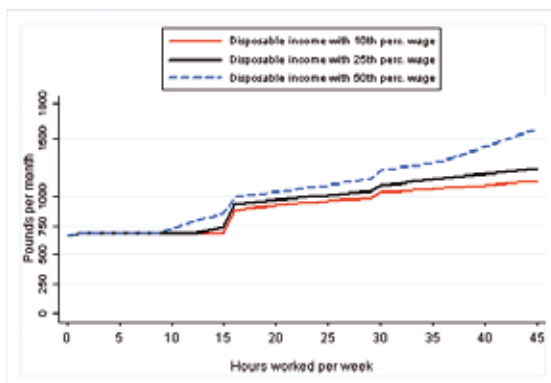
Source: Authors' calculations.

Figure 8. *Budget constraints for stylised households: Family 8 - One earner couples with one child, 2005*

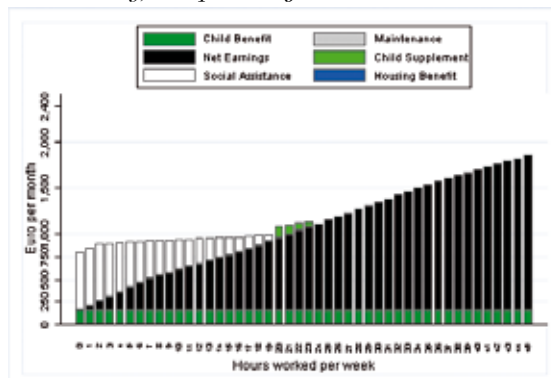
8A - United Kingdom, 25th perc. wage



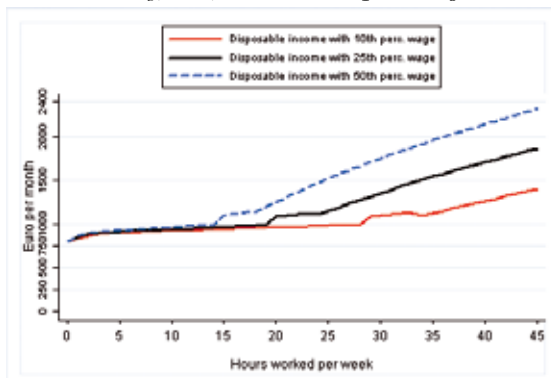
8B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



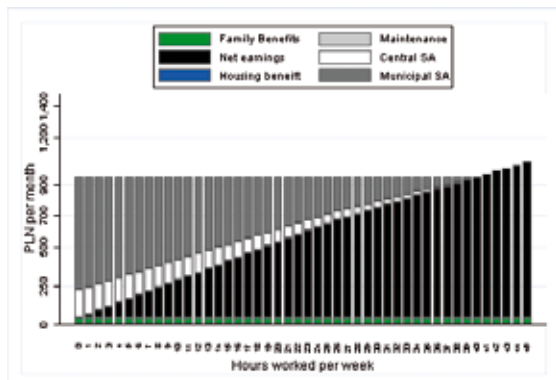
8C - Germany, 25th perc. wage



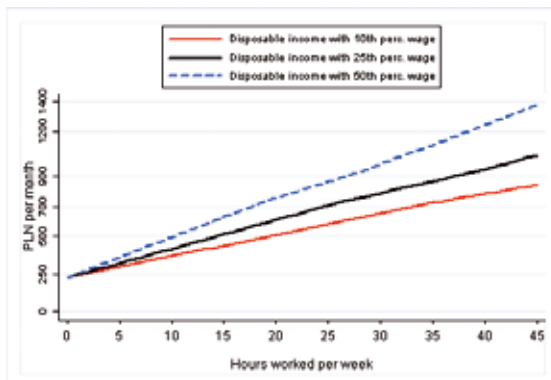
8D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



8E - Poland, 25th perc. wage



8F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

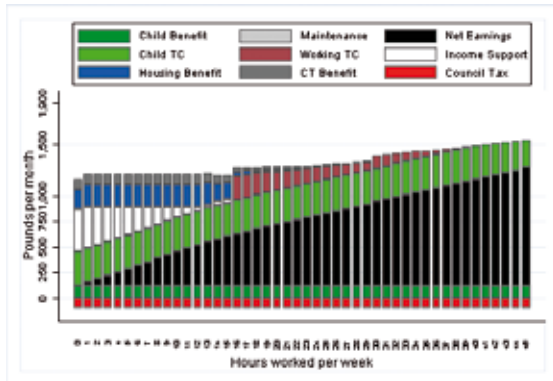


Note: See notes for Figure 1.

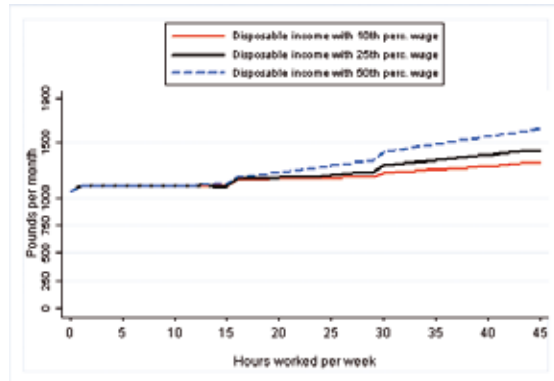
Source: Authors' calculations.

Figure 9. *Budget constraints for stylised households: Family 9 - One earner couple with two children, 2005*

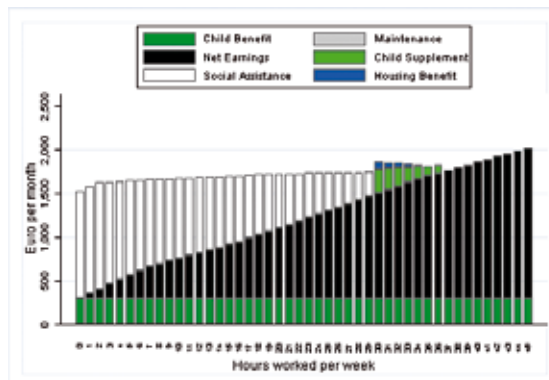
9A - United Kingdom, 25th perc. wage



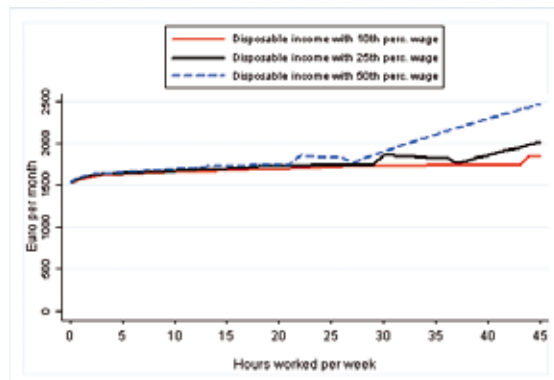
9B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



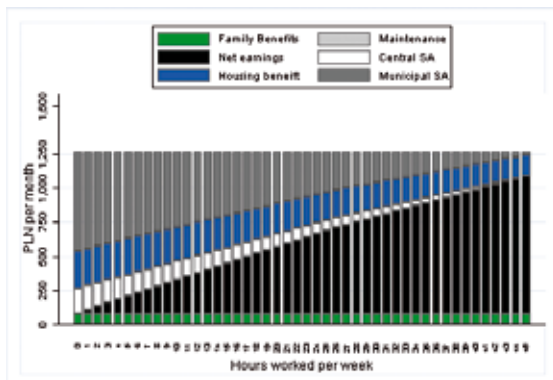
9C - Germany, 25th perc. wage



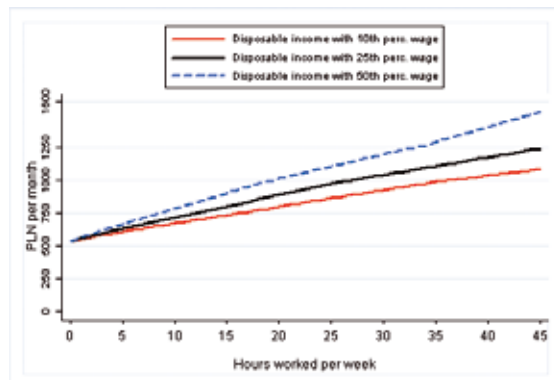
9D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



9E - Poland, 25th perc. wage



9F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

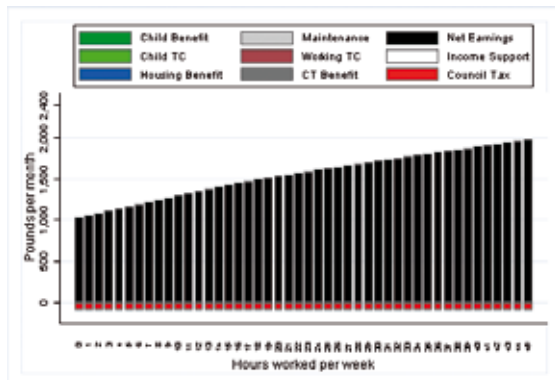


Note: See notes for Figure 1.

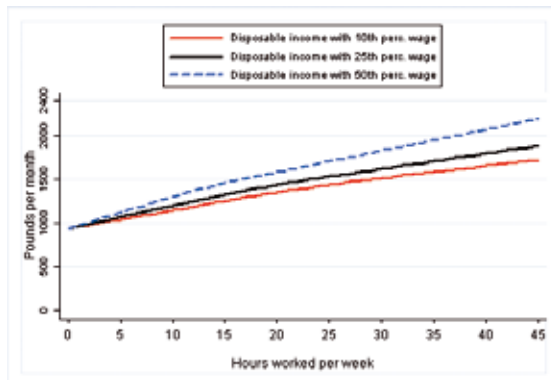
Source: Authors' calculations.

Figure 10. *Budget constraints for stylised households: Family 10 - Two earner couple without children, 2005*

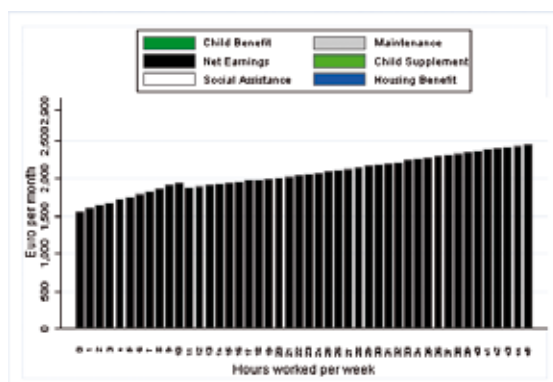
10A - United Kingdom, 25th perc. wage



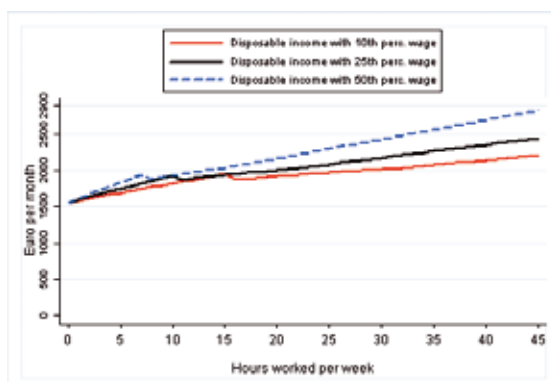
10B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage.



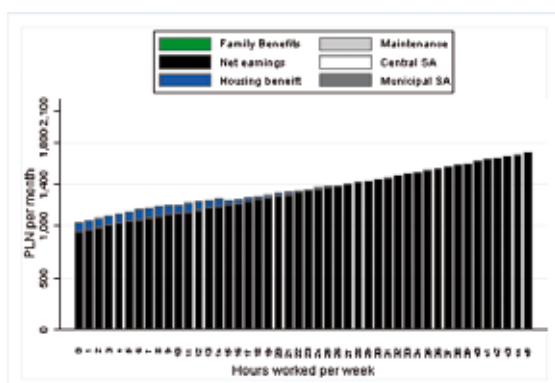
10C - Germany, 25th perc. wage



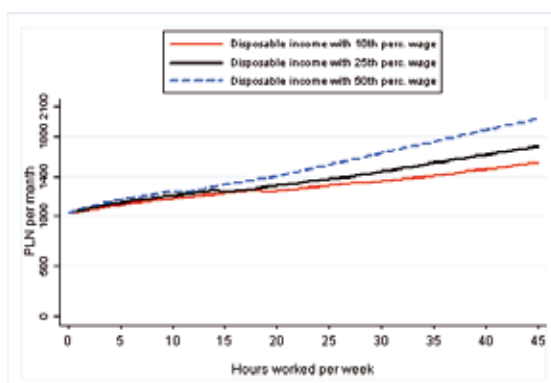
10D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



10E - Poland, 25th perc. wage



10F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

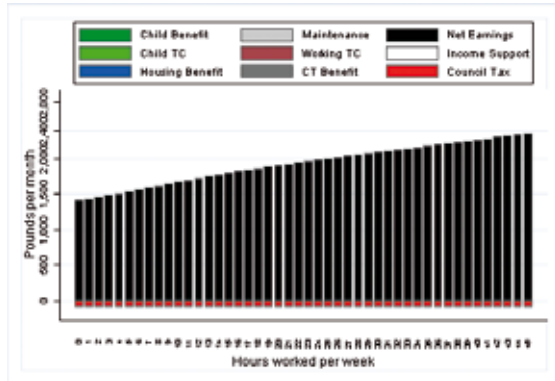


Note: See notes for Figure 1.

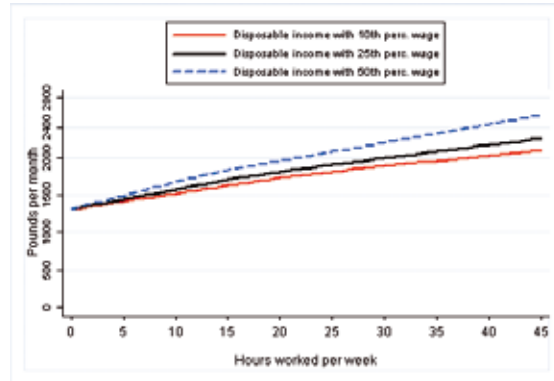
Source: Authors' calculations.

Figure 11. *Budget constraints for stylised households: Family 11 - Two earner couple without children, 2005*

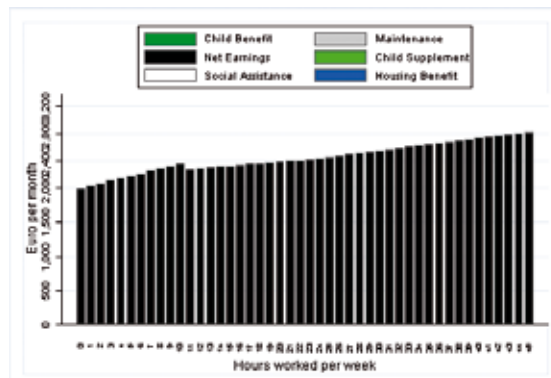
11A - United Kingdom, 25th perc. wage



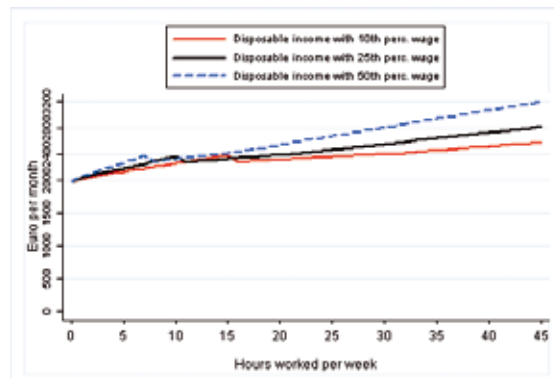
11B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc.



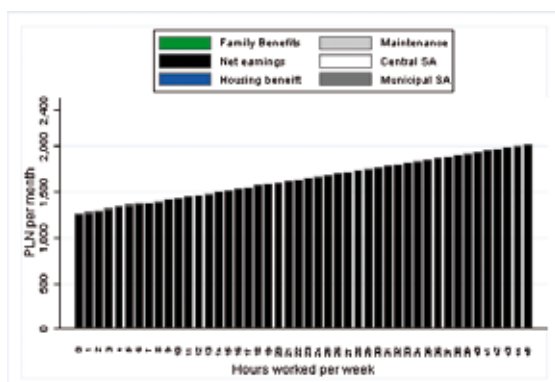
11C - Germany, 25th perc. wage



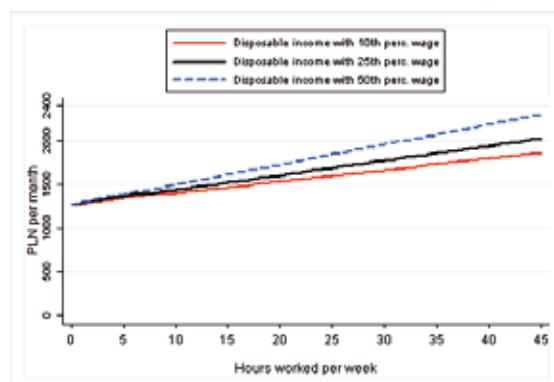
11D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



11E - Poland, 25th perc. wage



11F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

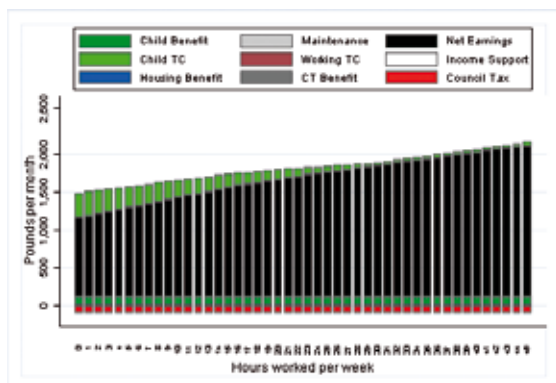


Note: See notes for Figure 1.

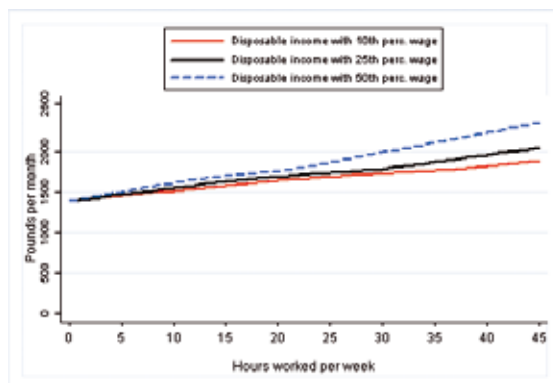
Source: Authors' calculations.

Figure 12. *Budget constraints for stylised households: Family 12 - Two earner couple with two children, 2005*

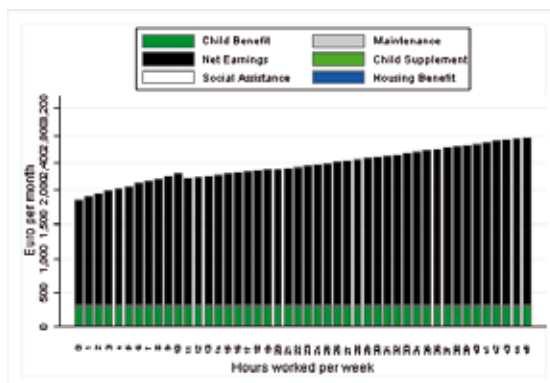
12A - United Kingdom, 25th perc. wage



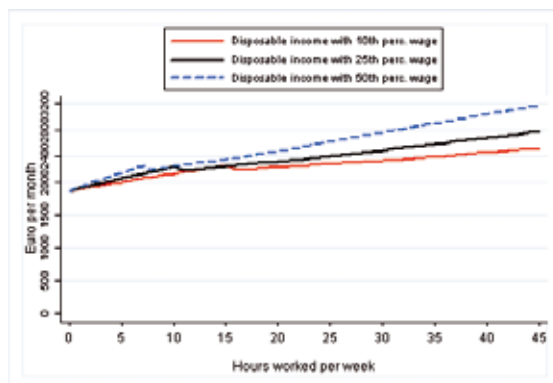
12B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage



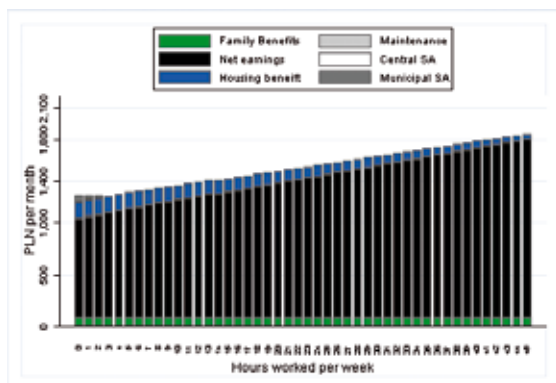
12C - Germany, 25th perc. wage



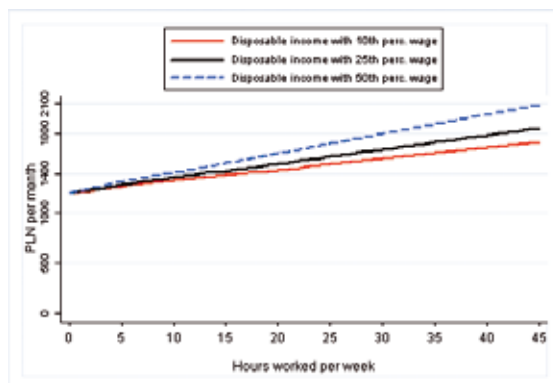
12D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



12E - Poland, 25th perc. wage



12F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage

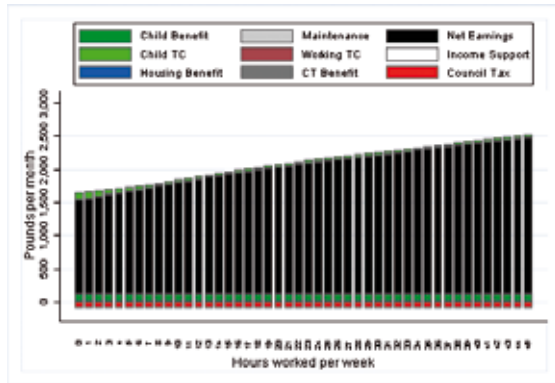


Note: See notes for Figure 1.

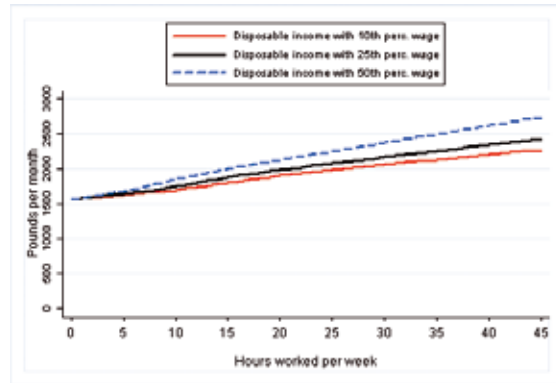
Source: Authors' calculations.

Figure 13. Budget constraints for stylised households: Family 13 - Two earner couple with two children, 2005

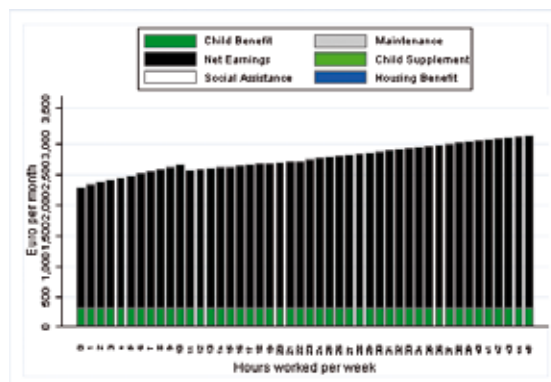
13A - United Kingdom, 25th perc. wage



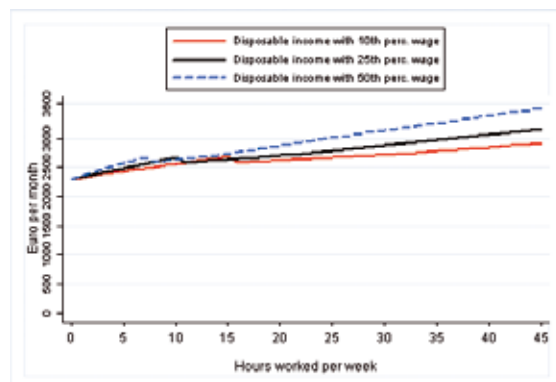
13B - United Kingdom, 10th, 25th and 50th perc. wage.



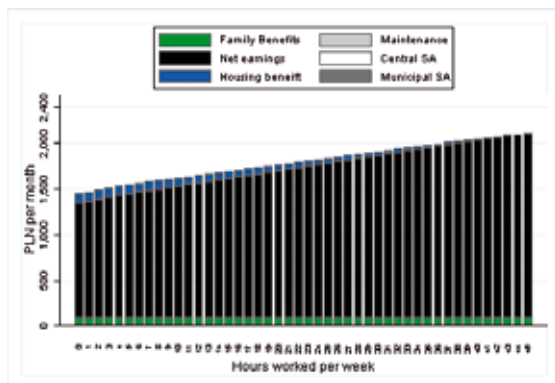
13C - Germany, 25th perc. wage



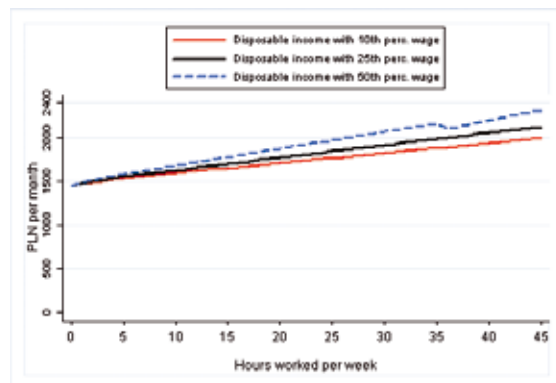
13D - Germany, 10th, 25th and 50th perc. wage



13E - Poland, 25th perc. wage



13F - Poland, 10th, 25th and 50th perc. wage



Note: See notes for Figure 1.

Source: Authors' calculations.

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*

The Contemporary Transformation of the Financial System and its Consequences

pierwsza wersja: 22 czerwca 2007 r., ostateczna wersja: 14 lutego 2008 r., akceptacja: 25 lutego 2008 r.

*Anna Matysek-Jędrych***

Streszczenie

Artykuł stanowi kontynuację rozważań prowadzonych w poprzednich opracowaniach. Podjęto w nim próbę wskazania współczesnej ewolucji systemu finansowego i jej konsekwencji. W tym celu wyodrębniono najważniejsze czynniki współczesnej ewolucji systemu: proces liberalizacji i deregulacji, postęp technologiczny oraz proces globalizacji, oraz zbadano ich wpływ na system finansowy. Przeprowadzone badania pozwoliły wskazać ilościowe i jakościowe cechy współczesnego systemu finansowego i jednocześnie rozwinąć wprowadzoną w pierwszym artykule definicję systemu finansowego. Należy wskazać kilka prawidłowości w ewolucji systemu finansowego. Systemy te mają zasadnicze znaczenie dla gospodarek poszczególnych krajów. Ich funkcjonowanie cechuje się wysoką efektywnością, ale jednocześnie narażone jest na wiele zagrożeń, które można utożsamiać z nasileniem niestabilności systemu finansowego.

Słowa kluczowe: system finansowy, ewolucja systemu finansowego, liberalizacja finansowa, globalizacja finansowa, postęp technologiczny, stabilność finansowa

Abstract

The article is a continuation of the series of articles devoted to the financial system and its evolution. In this article an attempt has been made to identify the elements shaping the current financial system and their implications. The article discusses main factors and processes of contemporary financial system evolution: liberalization and deregulation, technological progress and financial globalization and the most important quantitative and qualitative consequences of these processes for the financial system. The related literature and empirical data survey show two important characteristics of the financial system. The first one is the great importance of the financial system in the national economy of developed countries. The second one is the high efficiency of financial institutions and markets and also the higher probability of financial instability.

Keywords: financial system, evolution of financial system, financial liberalization, financial globalization, technological progress, financial stability

JEL: D82, F01, F36, G10, G20, G32

* Autorka dziękuje T. Kowalskiemu oraz recenzentom za cenne uwagi i wskazówki pomocne w przygotowaniu artykułu.

** Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Katedra Bankowości, e-mail: anna.jedrych@ae.poznan.pl

1. Wprowadzenie

Przeprowadzone w poprzednich artykułach rozważania na temat systemu finansowego, jego funkcji, budowy oraz głównych modeli dały m.in. podstawy do sformułowania wniosku o znaczeniu czynników zewnętrznych dla systemu finansowego oraz konieczności uwzględnienia jego zmienności w czasie. Dlatego kontynuując rozważania na temat systemu finansowego, warto przeanalizować czynniki współcześnie kształtujące ten system oraz wpływ ich oddziaływania na jego właściwości.

Minione trzy dekady były okresem dynamicznych zmian w funkcjonowaniu systemów finansowych. Przeobrażenia te dotyczą zarówno systemów finansowych państw rozwiniętych, jak również krajów tworzących gospodarkę rynkową¹. Charakterystyczne jest zróżnicowanie szybkości, zakresu, czasu oraz kolejności przekształceń w różnych systemach finansowych. Zależy to m.in. od odmiennych warunków wstępnych (np. stopień rozwoju, stopień restrykcyjności regulacji finansowych) oraz występowania czynników specyficznych dla poszczególnych systemów. Niemniej jednak kierunek oraz główne cechy zachodzących procesów były wspólne dla większości systemów finansowych. Dlatego diagnoza przekształceń systemu finansowego będzie miała charakter poglądowy, w wielu aspektach generalizujący. Jednocześnie będzie to próba usystematyzowania badanych zjawisk.

Przeobrażenia systemu finansowego dotyczą wszystkich aspektów jego funkcjonowania – struktury, sfery funkcjonalnej, operacyjnej, organizacyjnej oraz prawnej. Jednocześnie przeobrażenia te, zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym, wpływają na wiele jego cech. Z tego względu podjęto próbę zbadania najważniejszych przeobrażeń systemu finansowego i jego wybranych właściwości.

Tematyka przekształceń systemu finansowego jest szeroko i wieloaspektowo analizowana w literaturze (BIS 1992; 1997; ECB 2003). Na podstawie prowadzonych studiów literatury i obserwacji wybranych systemów finansowych² zasygnalizowano pewne problemy, inne omówiono nieco szerzej. Uwagę skupiono na kilku zagadnieniach, o których na podstawie prze-

prowadzonych badań można powiedzieć, że najsilniej oddziałują na kształtowanie się współczesnego systemu finansowego.

Zmiany decydujące o współczesnym kierunku rozwoju systemu finansowego mają dwojaką naturę i tak też będą prezentowane w artykule. Pierwszą grupę stanowią zewnętrzne wobec systemu finansowego czynniki jego współczesnej ewolucji. W drugiej grupie zebrano natomiast przekształcenia o charakterze *stricto* wewnętrznym, które można również częściowo utożsamiać z konsekwencjami oddziaływania czynników zewnętrznych. Podstawą zaszeregowania czynników do dwóch odrębnych grup były poglądy reprezentowane w literaturze. Należy jednocześnie podkreślić, że nie jest to sztywny podział, ponieważ czynniki z obu grup wzajemnie na siebie oddziałują i uzupełniają się, tworząc ramy współczesnej ewolucji systemu finansowego.

Celami artykułu są: zidentyfikowanie czynników kształtujących współczesny system finansowy i próba oceny ich wpływu z punktu widzenia struktury i funkcji systemu. W szczególności dążono do omówienia wyników najnowszych badań oraz prezentacji wybranych danych empirycznych, które pozwalają na sformułowanie ogólnych wniosków na temat właściwości współczesnego systemu finansowego. Realizacji tak przyjętego celu podporządkowano strukturę artykułu. Jego pierwszą część poświęcono identyfikacji i badaniu przeobrażeń systemu finansowego. Następnie podjęto próbę wyodrębnienia ilościowych i jakościowych konsekwencji tych przeobrażeń. Rozważania podsumowano w rozdziale prezentującym uwagi końcowe.

2. Procesy kształtujące współczesny system finansowy

2.1. Uwagi wstępne

System finansowy nie jest konstrukcją autonomiczną, całkowicie niezależną od czynników zewnętrznych (por. Matysek-Jędrzych 2007b). Wręcz przeciwnie, funkcjonuje w ściśle określonym otoczeniu ekonomicznym, politycznym, prawnym i społecznym. W konsekwencji systemy finansowe rozwijają się i zmieniają wraz ze zmianami ich otoczenia. Przegląd literatury przedmiotu w tym zakresie pozwolił wyodrębnić kilka procesów, które najsilniej wpływają na kierunek oraz tempo współczesnej ewolucji systemu finansowego.

Spśród najistotniejszych, powiązanych ze sobą procesów kształtujących współczesny system finansowy należy wskazać (BIS 1997; Trichet 2000; Schinasi 2005):

- liberalizację oraz deregulację,
- postęp technologiczny,
- procesy integracyjne i globalizację.

¹ Kraje te określa się terminem *emerging markets*. Są to takie kraje, które nie były wcześniej – z różnych przyczyn – integralną częścią gospodarki światowej, jednak podjęły reformy zmierzające do zliberalizowania swoich gospodarek i otwarcia ich na wymianę międzynarodową. Por. Małecki et al. (2001, s. 9); inne ujęcie tej problematyki zob. Allegret et al. (2003, s. 89).

² Przedmiotem zainteresowania są systemy finansowe krajów wysoko rozwiniętych. Uwagę skupiono na systemach państw należących do grupy G-10, którą tworzą najbardziej uprzemysłowione państwa na świecie (Belgia, Francja, Holandia, Japonia, Kanada, Niemcy, Stany Zjednoczone, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy). Grupa powstała w 1962 r., kiedy 8 państw członkowskich podpisało Ogólne porozumienie o zaciąganiu kredytów przez MFW (tzw. GAB), a banki centralne Niemiec i Szwecji zgodziły się na udostępnianie środków finansowych dla MFW w celu pożyczania ich państwom członkowskim. W 1964 r. GAB został wzmocniony poprzez udział Szwajcarii. Mimo że nie zmieniono nazwy grupy na G-11, Grupę 10 faktycznie tworzy jedenaście państw. Szerzej zob. Moles, Terry (1999, s. 263).

Charakterystyczne są współwystępowanie tych procesów i ich wzajemna zależność. W niniejszym opracowaniu w miarę możliwości będą one prezentowane odrębnie. Jako ostatni czynnik wskazano procesy integracyjne i globalizacyjne, co nie oznacza, że jest najmniej istotny. Wręcz przeciwnie – należy go traktować jako skutek kumulacji czy konsekwencję pozostałych procesów. Starano się jednak wskazać chronologię przeobrażeń i związek przyczynowo-skutkowy między nimi.

Analizie procesów kształtujących współczesny system finansowy będzie towarzyszyła próba oceny ich wpływu na jego wybrane aspekty. Ze względu na obszerność i złożoność tej kwestii wybrano dwa zagadnienia, najistotniejsze z punktu widzenia systemu finansowego:

- instytucjonalną strukturę systemu (rozumianą przede wszystkim jako znaczenie banków i rynku finansowego w systemie finansowym),
- funkcjonowanie systemu finansowego.

Aspekt funkcjonalny systemu finansowego będzie analizowany zarówno w ujęciu pozytywnym (tj. z punktu widzenia korzyści dla funkcjonowania systemu), jak i negatywnym (rozumianym jako zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania systemu). Drugie ujęcie pozwala pośrednio wskazać podstawowe źródła niestabilności systemu finansowego. W literaturze przedmiotu niestabilność finansowa definiowana jest bowiem najczęściej jako nieprawidłowe funkcjonowanie systemu finansowego (Ferguson 2003; Padoa-Schioppa 2003; Schinasi 2005).

2.2. Liberalizacja i deregulacja a kształt współczesnego systemu finansowego

Teoretycznych źródeł liberalizacji i deregulacji systemu finansowego należy upatrywać w opublikowanym w 1973 r. paradygmacie „represji finansowej” (*financial repression*). Pojęcie to wprowadzili do literatury niezależnie McKinnon (1973) i Shaw (1973, za: Williamson 1998). Definiuje się je jako powszechne zniekształcenie cen na rynku finansowym (m.in. stóp procentowych i kursów walut) w wyniku wszechobecnego udziału rządu (państwa) w systemie finansowym. Williamson (1998) wskazuje co najmniej sześć głównych obszarów ingerencji państwa w system finansowy³.

Twórcy tego paradygmatu utrzymywali, że represja finansowa wywiera negatywny wpływ na wzrost gospodarczy oraz wielkość i potencjał systemu finansowego. Zwrócili uwagę przede wszystkim na mechanizm gromadzenia oszczędności w gospodarce, a w konsekwencji na problem optymalnego poziomu inwestycji z punktu

widzenia wzrostu gospodarczego. Zdaniem McKinnona (1973) i Shawa (1973) skutkiem zbyt niskiego poziomu stóp procentowych (kształtowanego w wyniku decyzji administracyjnych) jest niższy od optymalnego poziom oszczędności. Nadmierna interwencja państwa na rynku finansowym powoduje nieefektywną alokację zasobów oraz nasilenie zjawiska „racjonowania kredytu”⁴. Zwrócili zatem uwagę zarówno na ilościowe (poziom oszczędności), jak i jakościowe (alokacja zasobów, racjonowanie kredytu) konsekwencje represji finansowej.

Zdaniem obu autorów problem „represji finansowej” może zostać rozwiązany za pomocą liberalizacji finansowej. Liberalizacja spowoduje bowiem wzrost poziomu realnych stóp procentowych, a to będzie stymulowało wzrost oszczędności, wyższy poziom inwestycji oraz wzrost gospodarczy⁵. Prace McKinnona i Shawa odegrały ważną rolę w kształtowaniu polityki makroekonomicznej, szczególnie w krajach rozwijających się.

Liberalizację finansową najczęściej ujmuje się jako element szerszej tendencji do redukcji bezpośredniej interwencji państwa w gospodarkę. Można wskazać trzy podstawowe etapy tego procesu (Allegret et al. 2003, s. 74):

- 1) deregulację stóp procentowych,
- 2) wprowadzenie konkurencji pomiędzy różnymi metodami finansowania,
- 3) zewnętrzne „otwarcie” systemu finansowego⁶.

Z kolei Caprio et al. (2001) wskazali inny ważny element liberalizacji finansowej, oprócz likwidacji kontroli stóp procentowych i umożliwienia wejścia na rynek finansowy innym podmiotom. Jest nim prywatyzacja państwowych instytucji finansowych. Dostrzeżono bowiem, na przykładzie doświadczeń różnych systemów finansowych, że zaangażowanie państwa w instytucje finansowe może rodzić zagrożenia (sprzeczność interesów publicznych i finansowych) oraz może być źródłem nieefektywności (powoduje nadmierne koszty operacyjne oraz negatywnie wpływa na alokację kredytu). Należy się zgodzić z Caprio et al. (2001), że tylko instytucje finansowe autonomiczne wobec państwa mogą prawidłowo funkcjonować w nowym, zmienionym środowisku finansowym.

Warto zwrócić uwagę na ważny aspekt liberalizacji finansowej, często analizowany w literaturze jako od-

³ Zdaniem Williamsona (1998) o represji finansowej świadczy ingerencja rządu w wybór kredytobiorcy, ustalanie wysokości stóp procentowych, w decydowanie o możliwości wejścia na rynek nowej instytucji finansowej, w działalność operacyjną banków i w to, kto i od kogo może pożyczać fundusze na rynkach zagranicznych oraz na jakich warunkach, a także jego występowanie w roli właściciela instytucji finansowych.

⁴ Autorzy ci zwracają uwagę na wystąpienie formy *implicit* racjonowania kredytu w wyniku odgórnego ustalania wysokości stóp procentowych. Sprzyja to pojawieniu się innych, poza rynkowymi, form dostarczania kredytu na rynek, które mogą opierać się na nepotyzmie i praktykach korupcyjnych. Szerzej zob. Gemech, Struthers (2003).

⁵ Prowadzone na szeroką skalę badania empiryczne, w których szukano potwierdzenia hipotezy McKinnona-Shawa nie dały jednoznacznych wyników. Nie dostrzeżono przede wszystkim pozytywnego wpływu wzrostu realnej stopy procentowej na poziom oszczędności i inwestycji. Por. Bandiera et al. (2000); Reinhart, Tokatlidis (2003, za: Gemech, Struthers 2003).

⁶ W literaturze wskazuje się odmienne miary „otwarcia systemu finansowego”. Miarami tymi są: otwarcie finansowe *de jure* (stopień likwidacji prawnych barier w przepływie kapitału) oraz otwarcie finansowe *de facto* (stopień faktycznego przepływu kapitału i integracji rynków finansowych). Szerzej na temat miary *de jure* zob. IMF (2006a) oraz miary *de facto* – Prasad et al. (2003, s. 7–8).

rębne zjawisko, a mianowicie liberalizację przepływów kapitałowych. Obejmowała ona przede wszystkim likwidowanie ograniczeń swobodnego przepływu kapitału pomiędzy krajami. Do najważniejszych form liberalizacji przepływów kapitałowych zaliczamy:

- zniesienie ograniczeń dotyczących bezpośrednich inwestycji zagranicznych,
- przejście przez kraje rozwinięte do reżimów z płynnym kursem walutowym, utworzenie strefy euro oraz inne ponadnarodowe inicjatywy integracyjne,
- zmniejszenie opodatkowania transakcji transgranicznych.

Liberalizacja przepływów kapitałowych jest naturalnym następstwem procesów liberalizacji wymiany handlowej, obrotów bieżących oraz inwestycji bezpośrednich. Quirk i Evans (1995) sugerują m.in., że z powodu coraz większych trudności z kontrolą przepływów kapitałowych polityka wprowadzania restrykcji finansowych musiałaby być tak radykalna, że zakłóciła by mechanizm rynkowy, powodując znaczne straty gospodarcze i społeczne. Również zdaniem Fischera (1997; 1998) liberalizacja obrotów kapitałowych jest procesem nie tylko korzystnym, ale przede wszystkim koniecznym do rozwoju gospodarki krajowej. Jest bowiem logicznym następstwem procesów gospodarczych zachodzących w danym kraju⁷.

Ważnym elementem liberalizacji finansowej jest likwidacja kontroli czy ograniczeń związanych z kształtowaniem stóp procentowych oraz prowadzeniem działalności przez instytucje finansowe. Dlatego proces liberalizacji jest często utożsamiany z deregulacją instytucji i rynków finansowych. Deregulację powinno się jednak rozumieć wężej, jako łagodzenie obowiązujących reguł dotyczących sposobu oraz zakresu funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (Moles, Terry 1999, s. 158). Jednocześnie pomyslna deregulacja systemu finansowego jest warunkiem koniecznym przeprowadzenia liberalizacji.

Przebieg liberalizacji w poszczególnych systemach finansowych państw należących do grupy G-10 różnił się pod względem tempa, zakresu oraz chronologii⁸. Podstawową przyczyną występowania tych różnic były odmienna restrykcyjność regulacji finansowych oraz specyficzne dla każdego kraju warunki ekonomiczne i prawne⁹. Można jednak wskazać wiele cech wspólnych procesu liberalizowania systemów finansowych w krajach rozwiniętych.

Silne restrykcje dotyczące kształtowania stóp procentowych oraz pozostałych cen na rynku finansowym, a także ograniczenia ilościowe i przestrzenne działalności prowadzonej przez instytucje finansowe były charakterystyczne dla systemu finansowego jeszcze w latach 70. ubiegłego wieku. Na początku lat 80. XX w. nasiliły się tendencje do stopniowej redukcji udziału państwa (rządu) w systemie finansowym. Dostrzeżono bowiem, że istniejące ograniczenia funkcjonowania systemu finansowego (m.in. ograniczanie konkurencji na rynku finansowym, interwencjonistyczne podejścia w prowadzeniu polityki pieniężnej, uznaniowa alokacja kredytu) przyczyniają się do zwiększenia nieefektywności alokacji kapitału, ale również prowadzenia polityki pieniężnej, a także polityki gospodarczej (BIS 1992, s. 196 i nast.).

W tabeli 1 chronologicznie zestawiono najważniejsze etapy liberalizacji systemów finansowych państw grupy G-10¹⁰. Najwcześniej przeprowadzono liberalizację systemu bankowego w Niemczech i Kanadzie. Najdłużej natomiast restrykcje finansowe obowiązywały w Japonii¹¹.

Liberalizacja systemu finansowego następowała etapami¹². Najwcześniej i w największym zakresie deregulacja ograniczyła ingerencje w kształtowanie się stopy procentowej i innych ograniczeń ilościowych w prowadzeniu działalności kredytowej banków (likwidacja tzw. pułapów kredytowych; por. tabela 1). Następnie likwidowano istniejące w niektórych krajach ograniczenia geograficzne prowadzenia działalności przez instytucje finansowe. Ważnym etapem deregulacji systemu finansowego była również likwidacja przedmiotowego ograniczenia działalności banków.

Prezentowane w literaturze oceny procesu liberalizacji finansowej z punktu widzenia struktury i funkcjonowania systemu finansowania są skrajnie odmienne¹³. Dlatego warto wskazać najważniejsze wnioski płynące z badań prowadzonych w tym zakresie. Wybrane wnioski zaprezentowano w tabeli 2. Jednocześnie należy podkreślić, że już na wstępnym etapie liberalizacji finansowej

¹⁰ W tabeli zaprezentowano najważniejsze etapy procesu deregulacji sektora bankowego. Sektor ten podlegał bowiem najsilniejszym restrykcjom.

¹¹ Czynnikiem, który dodatkowo wpłynął na specyficzny przebieg deregulacji japońskiego systemu finansowego (tj. kompleksowe reformy całego systemu), było uwidocznienie się licznych problemów związanych z funkcjonowaniem systemu. Były to m.in.: problem narastających „złych kredytów” w nieefektywnych i niekonkurencyjnych bankach, słabo rozwinięty rynek finansowy oraz problemy wynikające ze zmian demograficznych. Szerzej zob. Craig (1998).

¹² Na stopniowy charakter liberalizacji finansowej zwracają uwagę m.in. Kaminsky i Schmukler. Należy jednocześnie zauważyć, że liberalizacja nie przebiegała bez zakłóceń, występowały bowiem okresy powrotu do restrykcji finansowych, co było bezpośrednią konsekwencją kryzysów finansowych (np. kryzys zadłużeniowy w 1982 r., kryzys w krajach Ameryki Łacińskiej w połowie lat 90. ubiegłego wieku, jak również kryzys azjatycki). Por. Kaminsky, Schmukler (2002, tabela 1 oraz aneks do tabeli 1).

¹³ Znamienne jest, że krytyczne opinie na temat liberalizacji dotyczą tylko wybranych aspektów tego procesu. Rzadko pojawiają się – poparte danymi empirycznymi – głosy całkowicie negujące tendencje deregulacyjne we współczesnym systemie finansowym. W gronie ekonomistów wyrażających sceptyczne czy wręcz krytyczne uwagi pod adresem liberalizacji finansowej znaleźli się m.in. Stiglitz (1993 za: Fry 1997, s. 759; 2004), Krugman (1998), Rodrik (1999).

⁷ W podobnym tonie wypowiada się Shafer (1995), który wskazuje na ewolucję koncepcji i prowadzenia polityki makroekonomicznej (w szczególności polityki pieniężnej), które wymusiły likwidację kontroli przepływu kapitału.

⁸ W odniesieniu do krajów należących do Unii Europejskiej można wskazać wyraźne nasilenie zjawiska deregulacji i jednocześnie ujednolicenie jej przebiegu w związku z uznaniem deregulacji za element procesu tworzenia wspólnego rynku europejskiego. Zob. szerzej Canals (1997, s. 26–34).

⁹ Szerzej na temat przebiegu liberalizacji systemów finansowych w krajach rozwiniętych zob. np. Kaminsky, Schmukler (2002). Na temat przebiegu liberalizacji przepływów kapitałowych zob. Eichengreen, Mussa (1998, s. 31–40); Gruszczyński (2002, s. 22–31).

Tabela 1. Przykłady liberalizacji podejmowanych w systemach finansowych krajów G-10

Kraj	Podjęte działania
Belgia	Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1978) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Francja	Złagodzenie wymogów specjalizacji w bankach (1984) Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1987) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Holandia	Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów bankowych (1987) Liberalizacja polityki oddzielającej działalność bankową i ubezpieczeniową (1990) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Japonia	Pełna deregulacja stóp procentowych (1991) Zniesienie kontroli kredytowej ¹ (1991) Złagodzenie wymogów specjalizacji w bankach (1993) Zakończenie deregulacji stóp procentowych (1994)
Kanada	Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów bankowych (1967) Zniesienie zakazu udzielania przez banki kredytów hipotecznych (1967) Zezwolenie bankom na tworzenie filii udzielających kredytów hipotecznych (1980)
Niemcy	Pełna deregulacja stóp procentowych (do 1967) Pełna likwidacja kontroli kredytów ¹ (1973) Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1992)
Stany Zjednoczone	Deregulacja stóp procentowych, znosząca Regulację Q ² (w okresie czteroletnim od 1980 r.) Zniesienie restrykcji dotyczących kas oszczędnościowych ³ (1980)
Szwajcaria	Zniesienie kontroli kredytów ¹ (1975)
Szwecja	Zniesienie pułapu oprocentowania depozytów (1978) Likwidacja pułapu emisji nowych obligacji przedsiębiorstw (1980) Zniesienie pułapu oprocentowania kredytów (1985)
Wielka Brytania	Zniesienie kontroli kredytów ¹ i tzw. gorsetu ⁴ (1980) Zniesienie minimalnej stopy kredytu Banku Anglii (1981) Dopuszczenie do konkurowania banków i towarzystw budowlanych w dziedzinie finansowania budownictwa mieszkaniowego (po 1981) Wprowadzenie drugiej Dyrektywy Bankowej (1993)
Włochy	Deregulacja stóp procentowych (1983) Zniesienie pułapów kredytowych (1983), cofnięto w latach 1986–1987 Wejście w życie drugiej Dyrektywy Bankowej (1993) Zniesienie wymogu oddzielenia instytucji udzielających kredytów krótko- i długoterminowych (1994)

¹ Kontrola kredytów – forma regulacji działalności kredytowej banków, odnosząca się do ingerencji państwa w ustalanie ceny kredytu lub wielkości akcji kredytowej (może mieć charakter selektywny lub ogólny).

² Regulacja Q – regulacja, na mocy której System Rezerwy Federalnej uzyskał prawo ustalania maksymalnego oprocentowania stóp procentowych, jakie banki mogły wypłacać od depozytów oszczędnościowych i terminowych.

³ Zniesienie restrykcji dotyczących kas oszczędnościowych – Ustawa o deregulacji instytucji finansowych i kontroli monetarnej (tzw. DIDMCA) umożliwiła kasom oszczędnościowym podejmowanie operacji obciążonych większym ryzykiem (m.in. udzielanie kredytu hipotecznego dla przedsiębiorstw do wysokości 40% aktywów, kredytów konsumpcyjnych do wysokości 30% aktywów).

⁴ „Gorset” – Specjalny uzupełniający program depozytowy (*Supplementary Special Deposit Scheme*), będący ilościowym narzędziem kontroli kredytów, zgodnie z którym na banki podnoszące oprocentowanie depozytów powyżej ustalonego limitu nakładana była kara finansowa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Drees, Pazarbaşıoğlu (1998); Boone et al. (2001); Kaminsky, Schmukler (2002).

wej zdawano sobie sprawę z większości potencjalnych negatywnych skutków tego procesu¹⁴. Nie można jednak było przewidzieć nasilenia tych problemów.

Konsekwencje liberalizacji dla struktury systemu finansowego nie są jednoznaczne (por. tabela 2). Nie można bowiem uznać z całą stanowczością, że liberalizacja była bezpośrednią przyczyną wzrostu znaczenia jednego z segmentów systemu finansowego. Pewne konsekwencje liberalizacji znalazły odzwierciedlenie we wzroście

znaczenia sektora bankowego, inne z kolei przyczyniły się do wzmocnienia pozycji rynku finansowego. „Zewnętrzne” otwarcie systemu finansowego doprowadziło do wzrostu presji konkurencyjnej w systemie finansowym. Wpłynęło to na poprawę funkcjonowania banków i umocnienie się ich pozycji na rynku. Banki w krajach rozwiniętych uzyskały możliwość ekspansji na rynki zagraniczne, w szczególności na rynki krajów tworzących gospodarkę rynkową. Z punktu widzenia rozwoju banków i wzmocnienia ich pozycji na rynku ważną była także likwidacja przedmiotowego ograniczenia działalności banków, co znalazło wyraźne odzwierciedlenie w zmianie strategii ich funkcjonowania (Miklaszewska 2004). Ponadto, okres „represji finansowej” sprzyjał nie-

¹⁴ Wśród ubocznych efektów wskazuje się przede wszystkim: pogorszenie sytuacji finansowej podmiotów, które w okresie represji finansowej korzystały z przywileju finansowania przez banki, wzrost wysokości oraz większą zmienność stóp procentowych i cen aktywów, dotychczas silnie kontrolowanych przez państwo oraz związany z tym wzrost ryzyka. Szerzej zob. Caprio et al. (2001, s. 3 i następne).

Tabela 2. *Wpływ liberalizacji finansowej na system finansowy – przegląd wybranych badań*

Autor/ autorzy	Przedmiot badań	Konsekwencje dla systemu	Wnioski
Diaz-Alejandro (1985) Demirguc-Kunt, Detragiache (1998)	Wpływ liberalizacji na stabilność systemu finansowego	Wpływ negatywny	Liberalizacja finansowa zwiększa prawdopodobieństwo pojawienia się kryzysu bankowego, jednak prawdopodobieństwo to znacznie maleje wraz z poprawą instytucjonalno-prawnego środowiska systemu finansowego. Przyczyną kryzysu nie jest więc sama liberalizacja finansowa, lecz brak towarzyszących jej reform instytucjonalnych, prawnych i poprawy środowiska makroekonomicznego.
Levine, Zervos (1996)	Oddziaływanie liberalizacji na rozwój rynku kapitałowego	Wpływ pozytywny	Liberalizacja rynku kapitałowego przyczynia się do rozwoju tego rynku poprzez łatwiejszy dostęp do informacji, wprowadzenie międzynarodowych standardów rachunkowości i wzrost ochrony inwestora.
Guitián (1998)	Zależność między liberalizacją a konkurencyjnością	Wpływ pozytywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do rozwoju głębokich, aktywnych krajowych rynków finansowych. Znajduje również odzwierciedlenie w wyraźnym zwiększeniu wartości płynnych aktywów, możliwości dywersyfikacji ryzyka oraz przyczynia się do rozwoju infrastruktury systemu finansowego.
Obstfeld (1998)	Znaczenie liberalizacji rynków finansowych dla alokacji środków finansowych	Wpływ pozytywny	Międzynarodowy rynek kapitałowy – powstały w wyniku liberalizacji krajowych rynków – pozwala na najbardziej produktywną alokację oszczędności w związku z brakiem ograniczenia miejsca inwestycji.
Fischer (1998) oraz Obstfeld, Taylor (2004)	Oddziaływanie liberalizacji na warunki funkcjonowania instytucji i rynków finansowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja finansowa pośrednio przyczynia się do poprawy makroekonomicznych warunków funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (ze względu na dyscyplinujący wpływ liberalizacji finansowej na politykę rządu, w szczególności na ograniczenie ekspansywnej polityki fiskalnej i pieniężnej) oraz poprawę środowiska regulacyjno-prawnego. Dyscyplinująca rola liberalizacji przepływów kapitałowych wynika z dużej wrażliwości przepływów kapitałowych na jakość polityki makroekonomicznej.
Honohan (2000)	Wpływ liberalizacji na wysokość i zmienność stóp procentowych	Wpływ negatywny	Liberalizacja finansowa powoduje wzrost stóp procentowych i ich większą zmienność (szczególnie w krajach tworzących gospodarkę rynkową, gdzie wysokość stóp zbliża się do poziomu występującego w krajach rozwiniętych).
Claessens et al. (2001)	Wpływ banków zagranicznych na efektywność banków krajowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja rynku bankowego i umożliwienie wejścia na dany rynek banków zagranicznych przyczyniają się do wzrostu konkurencyjności, a w konsekwencji wymuszają zwiększenie efektywności działania banków krajowych.
Mishkin (2001)	Znaczenie liberalizacji dla funkcjonowania instytucji i rynków finansowych	Wpływ pozytywny	Liberalizacja, której towarzyszą reformy instytucjonalne, przyczynia się do zwiększenia znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (przejrzystości i odpowiedzialności) i pozwala na ograniczenie problemów wynikających z asymetrii informacji.
Kaminsky, Schmukler (2002)	Wpływ liberalizacji na rozwój rynku finansowego	Wpływ pozytywny	Liberalizacja finansowa pośrednio przyczynia się do rozwoju rynków finansowych poprzez rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora).
Ishii, Habermeier (2002)	Wpływ liberalizacji przepływów kapitałowych na stabilność systemu finansowego	Wpływ negatywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych przyczynia się do niestabilności systemu finansowego w sytuacji, gdy nie została przeprowadzona sekwencyjnie i nie towarzyszyły jej niezbędne reformy makroekonomiczne.

Źródło: opracowanie własne.

efektywnemu działaniu banków. Z jednej strony chroniono je przed zewnętrzną konkurencją, a z drugiej strony ich funkcjonowanie było nadmiernie regulowane i źle nadzorowane, gdyż jedynym nadzorcą było państwo. Reasumując, liberalizacja finansowa pozwoliła zwiększyć efektywność działania banków¹⁵.

¹⁵ Prowadzone badania wskazują również, że presja konkurencyjna ze strony banków zagranicznych wchodzących na dany rynek krajowy wpływa na poprawę efektywności funkcjonowania banków. Por. Claessens et al. (2001); Kowalski et al. (2002); Martinez Peria et al. (2005).

Proces liberalizacji pośrednio wpłynął również na rozwój rynku finansowego i wzrost jego znaczenia w systemie finansowym. Było to konsekwencją kształtowania się – w wyniku liberalizacji – struktury instytucjonalnej rynku finansowego. Zdaniem Kaminsky i Schmuklera (2002) decyzja o wprowadzeniu deregulacji finansowej przyczynia się do niemal jednoczesnego przeprowadzenia reform instytucjonalnych, których skutkiem są m.in. wzrost przejrzystości i wprowadzenie wymogu ujawniania informacji na rynku finansowym, poprawa ochrony

praw indywidualnego inwestora oraz ochrona mniejszościowych akcjonariuszy. Analogiczny wpływ na rozwój rynku finansowego wywiera liberalizacja przepływów kapitałowych, powodująca powstanie nowego wymiaru konkurencji w systemie finansowym (Guitián 1998). Podobnych wniosków dostarczają badania prowadzone przez Levine'a i Zervosa (1996), którzy zidentyfikowali tendencję rozwojową rynku kapitałowego na skutek liberalizacji tego rynku. Na podstawie przeprowadzonych badań autorzy wyodrębnili jakościowe zmiany środowiska związane z liberalizacją i sprzyjające rozwojowi rynku kapitałowego. Są to: zwiększenie dostępności wiarygodnych i pełnych informacji, wprowadzenie międzynarodowych standardów rachunkowości i poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora.

Ocena funkcjonalnego aspektu systemu finansowego z punktu widzenia liberalizacji finansowej również nie ma jednoznacznie pozytywnego bądź negatywnego charakteru (por. tabela 2). Charakterystyczne jest, że liberalizacja i deregulacja finansowa najbardziej wpłynęły na sferę funkcjonalną sektora bankowego, a zatem tego segmentu systemu finansowego, którego działanie podlegało najsilniejszym restrykcjom. Podkreśla się, że liberalizacja przyczynia się do poprawy funkcjonowania systemu finansowego z jednej strony w wyniku zwiększenia dostępności środków finansowych i możliwości wyboru źródeł finansowania, z drugiej natomiast dzięki możliwości w zasadzie nieograniczonej dywersyfikacji ryzyka pomiędzy różnymi krajami (por. tabela 2).

Analizując sferę funkcjonalną systemu finansowego, który podlega liberalizacji, dostrzeżono również – oprócz wielu wspomnianych korzyści – szereg zagrożeń dla systemu. Zagrożenia te mają wpływ na kształtowanie się właściwości systemu finansowego, w szczególności jego stabilność. W rezultacie prowadzonych badań empirycznych i toczącej się debaty na ten temat sformułowano następujące wnioski:

1. Deregulacja stóp procentowych prowadzi do wzrostu ich wysokości (Honohan 2000), ale również do ich większej zmienności. W związku z występującym niedopasowaniem terminowym aktywów i pasywów banków wzrost stóp może spowodować wzrost kosztu pozyskiwania funduszy. Jednocześnie zmiana stóp procentowych aktywów nie będzie tak szybka ze względu na obowiązujący termin ich zapadalności (Demirgüç-Kunt, Detragiache 1998, s. 7).

2. Likwidacja kontroli międzynarodowego przepływu kapitału umożliwia bankom i innym instytucjom finansowym pozyskanie nowych źródeł finansowania na zagranicznych rynkach. Jednocześnie jednak liberalizacja stwarza niebezpieczeństwo niedopasowania aktywów i pasywów w zakresie waluty. Zagadnienie to wskazuje się jako jeden ze zidentyfikowanych mechanizmów powstawania tzw. bliźniaczego kryzysu, będącego zespoleniem kryzysu bankowego i walutowego (Kaminsky, Reinhart 1999).

3. Deregulacja działalności kredytowej banków prowadzi do znacznego wzrostu akcji kredytowej dla sektora prywatnego. McKinnon i Pill (1997) określili to zjawisko – opierając się na stworzonym przez I. Fishera modelu deflacji długu – mianem „syndromu nadmiernego zadłużenia” (*overborrowing syndrome*), będącego skutkiem przekształcenia gospodarki „represyjnej” w liberalną. Syndrom ten jest – w ujęciu McKinnona – konsekwencją występowania pokusy nadużycia ze strony banków przekonanych, że w razie zagrożenia otrzymają wsparcie dzięki istnieniu gwarancji dla deponentów.

Krytyka liberalizacji finansowej opiera się m.in. na „hipotezie niestabilności finansowej” H. Minsky'ego (1991; 1992, zob. również: Weller 1999; Arestis, Glickman 2002). Liberalizacji finansowej towarzyszą bowiem z reguły nadmiernie optymistyczne oczekiwania, co wpływa na ekspansję kredytową banków. Szczególnie ważną rolę w wywoływaniu niestabilności finansowej (a wręcz kryzysu finansowego) odgrywa, zdaniem Minsky'ego, struktura długów, w której istotny jest udział długów zaciągniętych w celu finansowania projektów o charakterze spekulacyjnym¹⁶.

Wydarzenia, które następowały wraz z liberalizacją finansową lub tuż po jej zakończeniu, wywarły duży wpływ na ocenę tego procesu z perspektywy funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Doświadczenia kryzysu Europejskiego Systemu Monetarnego (1992–1993), kryzysu w Meksyku (1994–1995), kryzysu azjatyckiego (1997–1998), jak również kryzysów w Rosji (1998) i Ameryce Łacińskiej (1998–2000) skłoniły wielu ekonomistów do upatrywania właśnie w procesie liberalizacji finansowej głównej przyczyny niestabilności systemu finansowego (Diaz-Alejandro 1985; Sundararajan, Baliño 1991; Drees, Pazarbaşıoğlu 1998; Kaminsky, Reinhart 1999; Mishkin 2001; Gruszczynski 2002). Wnioski płynące z ich badań wskazują jednak, że główne znaczenie dla analizy związku między liberalizacją finansową a niestabilnością systemu finansowego miały występujące w danym państwie warunki instytucjonalne, jakość środowiska makroekonomicznego oraz tempo i forma przeprowadzonej liberalizacji, a nie zjawisko liberalizacji *per se* (por. tabela 2). Skutkiem tych badań jest zalecenie tzw. sekwencyjnego podejścia do procesu liberalizacji finansowej (Ishii, Habermeier 2002). Doprowadziło ono do znacznie szerszego pojmowania samej liberalizacji, a mianowicie jako elementu spójnego programu makroekonomicznych i mikroekonomicznych reform strukturalnych. Na podstawie przeprowadzonych badań wykazano bowiem, że negatywne skutki liberalizacji finansowej są w dużym stopniu konsekwencją słabo rozwiniętej infrastruktury instytucjonalnej (Kaminsky, Schmukler 2002, s. 20–23; Obstfeld, Taylor 2004, s. 279–294; Mishkin 2005, s. 8–18). Brak takiej infrastruktury zakłóca prawidłowy przebieg liberalizacji

¹⁶ Szerzej na temat przebiegu kryzysu finansowego w modelu H. Minsky'ego zob. Kindleberger (1999, s. 22–35).

finansowej, nie pozwalając osiągnąć wszystkich zakładanych rezultatów tego procesu.

Prowadząc badania w tym nurcie, Fry (1997, s. 759) wskazał pięć następujących warunków wstępnych prawidłowego przebiegu liberalizacji finansowej:

- 1) adekwatność rozwiązań w zakresie nadzoru i regulacji ostrożnościowych banków do stopnia rozwoju i postępującej liberalizacji systemu,
- 2) umiarkowana stabilność cen,
- 3) dyscyplina budżetowa, ograniczająca negatywny wpływ podatku inflacyjnego,
- 4) działania banków ukierunkowane na maksymalizację zysków,
- 5) neutralny, z punktu widzenia instytucji finansowych, system podatkowy.

Dalsze badania (w szczególności prowadzone przez międzynarodowe instytucje finansowe¹⁷) pozwalają dodać do tych warunków powodzenia liberalizacji wzrost przejrzystości operacji finansowych, reguł działalności gospodarczej, reguł prawnych oraz poprawę funkcjonowania nadzoru właścicielskiego¹⁸.

Na podstawie przeprowadzonej analizy literatury i obserwacji systemów finansowych można wskazać przyczyny występowania rozbieżności w ocenie wpływu liberalizacji na prawidłowość funkcjonowania i strukturę systemu finansowego.

Po pierwsze, skutki liberalizacji zależą od tego, czy przedmiotem badań jest kraj wysoko rozwinięty, czy też kraj tworzący gospodarkę rynkową. Charakterystyczne jest bowiem, że negatywne aspekty liberalizacji finansowej wskazuje się z reguły w odniesieniu do krajów rozwijających się (Demirgüç-Kunt, Detragiache 1998, s. 5; Małeckie et al. 2001, s. 179–180). Wśród podstawowych przyczyn występowania różnic w zakresie skutków liberalizacji w krajach rozwiniętych i rozwijających się wyróżnia się błędną politykę makroekonomiczną po przeprowadzaniu liberalizacji (Wyplosz 2001, s. 16; De la Torre et al. 2002, s. 335–357) oraz słabo ukształtowane środowisko instytucjonalne w krajach rozwijających się. Badając konsekwencje liberalizacji dla struktury i funkcji systemu finansowego, powinno się odrębnie rozpatrywać dwie grupy krajów: jedną grupę stanowią kraje o rozwiniętej gospodarce i jednocześnie rozwiniętym systemie finansowym, drugą – kraje tworzące gospodarkę rynkową.

Po drugie, wpływ na ocenę liberalizacji ma również horyzont czasowy prowadzonych badań. O ile skutki liberalizacji występujące w krótkim okresie po przeprowadzonych reformach deregulacyjnych mogą być oceniane jako negatywne, o tyle już w długim okresie nawet w krajach tworzących gospodarkę rynkową skutki liberalizacji dla systemu finansowego, a także dla gospo-

darki jako całości oceniane są jako pozytywne (Caprio et al. 2001; Wyplosz 2001; Kaminsky, Schmukler 2002).

2.3. Wpływ postępu technologicznego na strukturę i funkcje systemu finansowego

Innym ważnym procesem silnie oddziałującym na kształtowanie się współczesnego systemu finansowego jest postęp, który dokonał się i nadal dokonuje w dziedzinie technologii i technik teleinformatycznych. Postęp ten, określany również mianem rewolucji w zakresie technologii informacyjnych (IMF 2001), wskazywany jest jako fundamentalny czynnik przeobrażeń systemów finansowych (Crockett 2000)¹⁹.

Rewolucja w zakresie technologii informacyjnych wywarła i nadal wywiera znaczny wpływ na strukturę i funkcje systemu finansowego. Jest również źródłem licznych zagrożeń dla funkcjonowania tego systemu, oddziałując na jego stabilność. W artykule zostaną omówione zarówno pozytywne, jak i negatywne aspekty tego procesu.

Prowadząc badania nad wpływem postępu technologicznego na strukturę systemu finansowego i funkcje jego poszczególnych elementów, Mishkin i Strahan (1999) uwypuklili dwa podstawowe elementy, poprzez które ten wpływ się dokonuje, a mianowicie obniżenie kosztów transakcyjnych i redukcję zjawiska asymetrii informacji. Zwrócili zatem uwagę na te elementy teorii finansów, których uwzględnienie dało asumpt do podjęcia szerszych badań nad problematyką funkcjonowania systemu finansowego. Wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych oddziałuje w szczególności na koszty przeprowadzania transakcji finansowych²⁰. Wzrosła również dostępność informacji i łatwość jej gromadzenia, co istotnie wpłynęło na redukcję nierównomierności rozkładu informacji oraz niepewności przeprowadzania transakcji finansowych (Greenspan 2000). W konsekwencji wykorzystanie technologii teleinformatycznych przyczyniło się do zwiększenia konkurencji między instytucjami finansowymi oraz efektywności ich funkcjonowania. Należy więc wnioskować o korzystnym wpływie postępu technologicznego na umocnienie się pozycji instytucji finansowych (w szczególności banków) w systemie finansowym.

Jednocześnie należy podkreślić, że postęp ten przyczynił się do spadku znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Jak bowiem wskazują badania Edwardsa i Mishkina (1995), wprowadzenie nowych technologii teleinformatycznych zmusiło banki do wy-

¹⁷ Zob. np. IMF (2001, s. 145–173).

¹⁸ Mishkin (2001, s. 31–32) wymienia natomiast następujące warunki wstępne liberalizacji finansowej: właściwą strukturę nadzoru bankowego, istnienie wymogów ujawniania informacji oraz standardów rachunkowości, ograniczenia w zakresie kredytów dla podmiotów powiązanych z bankiem, dobrze funkcjonujący system prawny oraz sądownictwo.

¹⁹ Warto dodać, że w literaturze prezentowane są skrajne poglądy. Według pierwszego z nich rewolucja technologiczna spowoduje diametralne i nieodwracalne zmiany w funkcjonowaniu gospodarki. Według drugiego wpływ nowych technologii jest niewielki i powinien być rozpatrywany w kategoriach przejściowej mody, a nie trwałej zmiany jakościowej. Por. The Economist (2000).

²⁰ Por. dane dotyczące kształtowania się kosztów pozyskiwania informacji, przeprowadzania transakcji i wykorzystywania najnowszych technologii teleinformatycznych prezentowane w artykule: Masson (2001).

boru jednej z dwóch strategii funkcjonowania. Po pierwsze, mogły utrzymać jako główną sferę funkcjonowania kredytowanie, rozszerzając jednak znacznie jego przedmiot²¹. Po drugie, mogły zwiększać udział operacji pozabilansowych i świadczyć usługi spoza zakresu tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Inną widoczną zmianą strukturalną w odniesieniu do banków jest konsolidacja w sektorze bankowym²² i rosnąca koncentracja, będąca m.in. konsekwencją utraty przewagi konkurencyjnej małych lokalnych banków w zakresie oceny ryzyka lokalnych przedsiębiorców²³.

Z drugiej jednak strony technologie teleinformatyczne umożliwiły również zredukowanie problemu asymetrii informacji towarzyszącego zawieraniu transakcji finansowych bez pośredników finansowych. Wykorzystanie tych technologii pozwoliło uczestnikom rynku finansowego na szybkie i łatwe pozyskiwanie informacji o pożyczkobiorcy (redukcja negatywnej selekcji) oraz monitorowanie jego zachowania i sytuacji finansowej (redukcja ryzyka nadużycia)²⁴. Można zatem uznać, że wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych w systemie finansowym zachwiało fundamentalną teoretyczną przesłanką występowania instytucji finansowych (jako pośredników) w strukturze systemu finansowego (za prekursorów tego teoretycznego ujęcia pośrednictwa finansowego uznaje się Lelanda i Pyle'a 1977). Jednocześnie wskazuje się, że postęp technologiczny (i związane z nim innowacje finansowe) są jednym z głównych czynników rozwoju płynnych rynków finansowych (Trichet 2000). Wpływ technologii informatycznych na rozwój tych rynków dokonuje się zdaniem Mishkina i Strahana (1999, s. 6–11) poprzez rozwój²⁵:

- finansowego rynku dłużnego – w wyniku gwałtownego wzrostu wartości emisji dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw i jednoczesnego zmniejszenia dominacji instytucji finansowych w tym zakresie,

- rynku instrumentów pochodnych, który umożliwił przedsiębiorstwom bezpośrednie zarządzanie ryzykiem walutowym i ryzykiem stóp procentowych.

W świetle przedstawionych argumentów rozwój rynku finansowego w konsekwencji postępu technologicznego należy postrzegać przede wszystkim przez

pryzmat omówionej w poprzednim artykule tradycyjnej dychotomii dotyczącej metod finansowania (*arm's length finance* i *relationship finance*). Należy bowiem zauważyć, że postęp technologiczny i związana z nim redukcja asymetrii informacji sprzyjają rozwojowi metody finansowania *arm's length finance*. Biorąc pod uwagę, że metoda ta jest charakterystyczna dla systemów opartych na rynku, naturalną konsekwencją postępu technologicznego jest rozwój rynku finansowego.

Oceniając wpływ postępu technologicznego na funkcje systemu finansowego, trzeba zauważyć, że postęp ten przyczynił się do rozwoju innowacji finansowych, które należy rozumieć jako pojawienie się nowych instrumentów finansowych, nowych form organizacyjnych, ale również jako możliwość rozwoju nowych rynków finansowych. W literaturze przedmiotu wskazuje się właśnie tworzenie kompletnych rynków finansowych i związaną z tym poprawę alokacji zasobów jako najważniejsze pozytywne skutki rozwoju technologicznego (Rajan, Zingales 1998; Weber 2006). Na realizację funkcji systemu finansowego pośrednio wpłynęła również zmiana potrzeb finansowych przedsiębiorstw, w szczególności tych przedsiębiorstw, które powstały w wyniku rewolucji teleinformatycznej. Przedsiębiorstwa te z reguły prowadzą działalność w innowacyjnych branżach, z czym wiąże się wzrost ryzyka instytucji finansującej działalność takiego przedsiębiorstwa. Wysokie i specyficzne ryzyko inwestycji oraz niemożność finansowania przez banki rozwoju przedsiębiorstw z innowacyjnych branż (szczególnie na wstępnym etapie ich rozwoju) spowodowały instytucjonalny rozwój rynków finansowych, w szczególności przyczyniły się do rozwoju funduszy typu *venture capital* oraz *private equity*.

Innowacje finansowe w postaci nowych instrumentów finansowych w szczególności znalazły zastosowanie w zarządzaniu ryzykiem. Podstawową korzyścią z rozwoju technik teleinformatycznych jest tu możliwość bezpośredniego zabezpieczenia się przed ryzykiem dzięki wykorzystaniu m.in. instrumentów pochodnych (Allen, Gale 1994; Finnerty, Emery 2002). Jak jednak podkreśla Merton (1995, s. 470–479) warunkiem koniecznym wykorzystania instrumentów pochodnych do zwiększania efektywności finansowej podmiotów gospodarczych jest jednocześnie przeprowadzenie zmian w infrastrukturze instytucjonalnej systemu finansowego. O ile wprowadzenie instrumentów pochodnych jest zadaniem jednorazowym i krótkotrwałym, o tyle zmiany struktury instytucjonalnej wymagają długotrwałych, skoordynowanych i kompleksowych działań. W tym kontekście rozwój technologiczny, podobnie jak omówiony wcześniej proces liberalizacji finansowej, może zagrozić właściwemu funkcjonowaniu systemu finansowego, o ile nie towarzyszą mu dostosowawcze przeobrażenia infrastruktury instytucjonalnej i prawnej.

²¹ Nowe obszary kredytowania wiązały się z reguły ze wzrostem ryzyka inwestycji, ponieważ banki w szczególności kredytowały inwestycje w nieruchomości, co w praktyce wiązało się ze wzrostem udziału złych kredytów w portfelach banków (np. w Japonii).

²² Szerzej zob. BIS (2001) oraz Onno Ruding (2002).

²³ Kroszner i Strahan (1997) wskazują na redukcję zjawiska asymetrii informacji w wyniku wykorzystania nowych technologii teleinformatycznych i utratę przewagi banków lokalnych w zakresie specjalistycznej wiedzy lokalnej.

²⁴ Warunkiem koniecznym realizowania tej funkcji przez rynki finansowe jest istnienie rozwiniętej infrastruktury instytucjonalnej i prawnej. Zob. szerzej Mishkin (2007).

²⁵ Autorzy wskazują wspomniane już zjawiska redukcji problemu asymetrii informacji oraz obniżenie kosztów transakcyjnych, będące konsekwencją rozwoju technologii teleinformatycznych, jako najważniejsze kanały wpływu technologii na rozwój rynków finansowych.

Kolejnym obszarem funkcjonalnym instytucji finansowych, na którym szczególnie silnie uwidocznia się wpływ technologii teleinformatycznych, jest rozliczanie i dokonywanie płatności. Banki w coraz większym stopniu wykorzystują nowe, bezgotówkowe instrumenty płatnicze oparte na technologiach teleinformatycznych. Działanie takie jest m.in. konsekwencją dążenia do wykorzystania efektów skali i powoduje zarówno wzrost efektywności banków (w związku z obniżeniem kosztów operacyjnych), jak również szybkości realizowania transakcji finansowych²⁶.

Postęp technologiczny spowodował poprawę realizacji licznych funkcji systemu finansowego. Należy jednak podkreślić, że istotne jakościowe zmiany w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych, które zaszły pod wpływem nowych technologii, mogą mieć również wymiar negatywny. Postęp technologiczny może być zatem pośrednio źródłem niestabilności systemu finansowego. W odniesieniu do funkcji alokacji finansowej zagrożeniem dla prawidłowego funkcjonowania instytucji i rynków finansowych jest wzrost ryzyka finansowania inwestycji związanych z nowymi technologiami teleinformatycznymi. Również możliwość szybkiego, nieobarczonego nadmiernym kosztem inwestowania na rynkach międzynarodowych przez instytucje finansowe może zagrażać realizacji funkcji systemu finansowego. Bezpośrednią konsekwencją tego zjawiska jest gwałtowny wzrost wartości i szybkości międzynarodowych przepływów kapitałowych o charakterze krótkookresowym, a zatem najbardziej ryzykownych (Carter 1989). Ponadto, możliwość szybkiego rozprzestrzeniania się informacji na ogromną skalę znajduje odzwierciedlenie w częstych wahaniami cen aktywów finansowych i kursów walut, które mogą wywołać niestabilność systemu finansowego²⁷. Zagrożeniem dla funkcjonowania instytucji i rynków finansowych jest również wykorzystanie nowych technologii teleinformatycznych, gdyż wiąże się z możliwością wystąpienia nieprawidłowości technicznych (w sferze operacyjnej instytucji finansowych)²⁸.

Podsumowując, wpływ postępu technologicznego na system finansowy należy oceniać jako pozytywny. Porównując szanse, które daje wykorzystanie najnowszych technologii w funkcjonowaniu systemu finansowego, i ewentualne zagrożenia z tym związane, należy zdecydowanie wskazać na korzyści z postępu technologicz-

nego dla rozwoju i funkcjonowania systemu. Co więcej, postęp technologiczny umożliwił inne procesy, w szczególności przyczynił się do coraz większej integracji i globalizacji rynków finansowych.

2.4. Skutki procesów globalizacyjnych dla kształtowania się współczesnego systemu finansowego

Globalizacja jest pojęciem wieloznacznym, opisującym złożone procesy zachodzące we współczesnym świecie, analizowanym wielopłaszczyznowo w odniesieniu do różnych dziedzin życia społecznego i gospodarczego. Co istotne, mimo że globalizacja nie jest zjawiskiem nowym, gdyż była charakterystyczna m.in. dla funkcjonowania systemu waluty złotej (Taylor 2002; Kaliński 2004), dopiero koniec XX w. przyniósł masowe zainteresowanie tym zagadnieniem²⁹. Niemniej jednak powszechne obecnie wykorzystywanie określenia „globalizacja” nie spowodowało przyjęcia jednolitego rozumienia terminologii związanej z tym procesem.

Istnieje wiele definicji globalizacji. W najszerszym ujęciu globalizację utożsamia się z procesem rosnącej wielopłaszczyznowej (tj. ekonomicznej, społecznej, kulturowej, politycznej) współzależności pomiędzy poszczególnymi krajami i regionami, wskutek czego dochodzi do powstania silnie zintegrowanego rynku światowego. Podobnie proces globalizacji definiuje IMF (2000), uznając, że „globalizacja jest historycznym procesem (...) prowadzącym do rosnącej współzależności (integracji) gospodarek krajowych, w szczególności na skutek zwiększającego się handlu międzynarodowego oraz przepływów finansowych”. Z kolei OECD definiuje globalizację jako „proces, w wyniku którego rynki krajowe oraz procesy wytwórcze stają się coraz bardziej powiązane poprzez wymianę towarów i usług oraz przez przepływ kapitałów oraz technologii” (por. Oręziak 2004, s. 155). W definicji tej zwrócono uwagę na dwie płaszczyzny globalizacji – rzeczową oraz finansową. Podobną typologię globalizacji wprowadzają Shirakawa et al. (1997, s. 3-4), podkreślając jednak wzajemną zależność między globalizacją rynków finansowych oraz globalizacją produktów i usług.

W kontekście proponowanych definicji globalizację finansową można określić jako zagregowane zjawiska odnoszące się do nasilających się globalnych powiązań poprzez międzynarodowe przepływy kapitałowe (Prasad et al. 2003, s. 7). Ujmując zjawisko globalizacji finansowej szerzej, Schinasi (2005, s. 153) wskazuje, że globalizacja obejmuje następujące przeobrażenia systemu finansowego: modernizację finansową (szerzej por. Gre-

²⁶ Problematyka rozwoju bankowości elektronicznej i jej wpływ na strukturę, funkcję i pozycję sektora bankowego w poszczególnych krajach była przedmiotem wcześniejszych badań autorki. Zob. Chojecki, Matysek-Jędrzych (2003a; 2003b; 2003c).

²⁷ Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego są wahania cen aktywów finansowych i kursów walut, które nie znajdują odzwierciedlenia w kształtowaniu się wielkości fundamentalnych danego systemu oraz mają silny i gwałtowny charakter, co wpływa m.in. na błędną alokację zasobów finansowych; por. BIS (1992, s. 198-200).

²⁸ Przykładem takiego zagrożenia był tzw. problem roku 2000; zob. np. Sve-
riges Riksbank (1998).

²⁹ Również finansowy wymiar globalizacji nie jest zjawiskiem nowym. Liczne badania, w których wykorzystuje się różne miary globalizacji finansowej, wskazują, że na przełomie XIX i XX w. występowała równie silna globalizacja finansowa jak współcześnie. Por. Taylor (1996); Bordo et al. (1999); Quinn (2003).

Tabela 3. *Wpływ procesu globalizacji na system finansowy – przegląd wybranych badań*

Autor/ autorzy	Przedmiot badań	Konsekwencje dla systemu	Wnioski
Bartolini, Drazen (1997) Stiglitz (2000) Kose et al. (2006)	Wpływ procesu globalizacji na jakość stanowionej polityki gospodarczej	Wpływ pozytywny	Liberalizacja przepływów kapitałowych i globalizacja dyscyplinują polityków, dzięki czemu poprawia się jakość i skuteczność instrumentów polityki gospodarczej
Shirakawa et al. (1997)	Wpływ procesu globalizacji na funkcjonowanie systemu finansowego	Wpływ pozytywny	Proces globalizacji przyczynia się do poprawy efektywności alokacji zasobów oraz sprzyja lepszemu wygładzaniu konsumpcji w ramach dywersyfikacji ryzyka
Peek, Rosengren (2000) Claessens et al. (2001) Clarke et al. (2003)	Wpływ właściciela zagranicznego na rozwój sektora bankowego	Wpływ pozytywny	W wyniku pojawienia się właściciela zagranicznego poprawiają się jakość usług bankowych i technologia wykorzystywana do świadczenia usług finansowych oraz rośnie konkurencja w sektorze bankowym
Wei (2000a; 2000b) Gelos, Wei (2005)	Wpływ globalizacji na władztwo publiczne	Wpływ pozytywny	Na skutek globalizacji poprawiają się warunki funkcjonowania instytucji i rynków finansowych (otoczenie polityczne i prawne systemu finansowego)
Schmukler et al. (2003)	Wpływ procesu globalizacji na zjawisko niestabilności finansowej	Wpływ negatywny	Globalizacja finansowa przyczynia się do zwiększenia niestabilności systemu finansowego, m.in. w związku z nasileniem niedoskonałości rynku finansowego i zjawiska zarażania
Stulz (2005)	Wpływ globalizacji na rozwój instytucji władztwa korporacyjnego	Wpływ pozytywny	Rozwój instytucji władztwa korporacyjnego wpływa pozytywnie na rozwój rynku finansowego (w szczególności rynku akcji)

Źródło: opracowanie własne.

enspan 1999), internacjonalizację³⁰, sekurytyzację³¹ oraz integracją rynków finansowych (rozumianą jako indywidualne powiązania kraju z międzynarodowym rynkiem kapitałowym).

Jak podkreśla m.in. Sławiński (2006), globalizacja finansowa nie byłaby możliwa, gdyby nie poprzedziły jej liberalizacja przepływów kapitałowych oraz postęp technologiczny. Liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwiła zawieranie transakcji na ryn-

kach finansowych w różnych krajach, natomiast postęp technologiczny przyczynił się m.in. do znacznego obniżenia kosztów transakcyjnych na tych rynkach. Z kolei Mundell (2000), analizując genezę współczesnej ery globalizacji, wskazuje dwa zjawiska, które stały się podstawą późniejszych procesów. Są nimi upadek systemu z Bretton Woods oraz szok naftowy z 1973 r. Wydarzenia te sprawiły, że państwa będące w fazie rozwoju, chcąc pozyskać kapitał niezbędny do jego kontynuowania, decydowały się na liberalizację finansową. Liberalizacja dała zaś początek szerszym procesom globalizacyjnym, wspieranym m.in. rozwojem technologicznym.

Prezentowana w literaturze przedmiotu ocena procesu globalizacji finansowej z punktu widzenia struktury oraz funkcji systemu finansowego nie jest jednoznaczna (szerzej zob. Shirakawa et al. 1997; Obstfeld, Taylor 2004; Mishkin 2005). W tabeli 3 zestawiono wnioski sformułowane na podstawie wy-

³⁰ Warto również wprowadzić wyraźne rozróżnienie dwóch pojęć, które często są błędnie stosowane w sposób zamienny, a mianowicie: globalizacja i internacjonalizacja. O ile internacjonalizację należy odnieść do zjawiska wzrostu pewnych, ściśle określonych transakcji zagranicznych (zewnętrznych z punktu widzenia danego kraju), o tyle o globalizacji można mówić dopiero w sytuacji wielopłaszczyznowego zintegrowania gospodarek (w szczególności rynków finansowych) różnych krajów. Por. Shirakawa et al. (1997, s. 2).

³¹ Sekurytyzacja jest metodą pozyskiwania środków finansowych poprzez emisję papierów wartościowych (tzw. *Asset Backed Securities* – ABS) zabezpieczone istniejącymi lub przyszłymi wierzytelnościami, którymi z reguły są wyselekcjonowane i pogrupowane wierzytelności podmiotu inicjującego proces sekurytyzacji. Szerzej zob. np. Węclawski (1994) oraz Dębski (2005, s. 50-56).

branych najnowszych badań tej problematyki, wskazując jednocześnie wielość podejmowanych wątków badawczych.

Zjawisko globalizacji finansowej należy też analizować z punktu widzenia rozwoju banków. Najczęściej wysuwany jest argument o korzystnym wpływie właściciela zagranicznego na rozwój sektora bankowego³². Wpływ ten dokonuje się m.in. poprzez poprawę struktury regulacyjnej i nadzorczej sektora bankowego, poprawę jakości kredytów udzielanych przez banki, wzrost konkurencji w sektorze bankowym, wprowadzenie nowych technologii, instrumentów finansowych oraz poprawę jakości usług bankowych. Podobne znaczenie dla rozwoju banków i ich pozycji na krajowym rynku miały wejście zagranicznych banków i presja konkurencyjna z ich strony. Levine (1996) oraz Caprio i Honohan (1999) zwrócili przede wszystkim uwagę na poprawę efektywności funkcjonowania banków oraz wzrost stabilności sektora bankowego w wyniku wejścia banków zagranicznych na krajowy rynek.

Jednym z „kanałów” oddziaływania globalizacji finansowej na rozwój rynków finansowych (w szczególności rynek akcji) i umocnienie ich pozycji względem pośredników finansowych jest rozwój instytucji władztwa korporacyjnego (Stulz 2005, s. 41-47; Kowalski, Letza 2006). Kraj dążący do pozyskania kapitału zagranicznego poprzez wewnętrzny rynek giełdowy zobowiązany jest zapewnić pełny dostęp do wiarygodnych informacji na temat emitentów oraz odpowiednią ochronę praw indywidualnego inwestora. Badania wskazują bowiem, że ocena skuteczności instytucji władztwa korporacyjnego w danym kraju należy do głównych czynników branych pod uwagę podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych (por. McKinsey Global Institute 2004).

Globalizacja wpłynęła zatem na rozwój istniejących rynków finansowych w poszczególnych systemach finansowych oraz stworzenie warunków niezbędnych do powstawania nowych rynków finansowych. Jakościowo nowym zjawiskiem jest wyróżniająca cecha rynków finansowych, a mianowicie ich płynność. Płynność rynków finansowych wynika ze wzrostu liczby zawieranych transakcji finansowych, ich skali oraz liczby uczestników na poszczególnych rynkach. Przykładem rozwoju nowych rynków finansowych jest powstanie rynku instrumentów pochodnych. Jednocześnie rozwój różnorodnych rynków finansowych wpłynął na zmianę charakteru działalności bankowej, w szczególności przyczynił się do zmniejszenia znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej. Ilustracją tego zjawiska jest udana próba przejścia czynności bankowych przez nowe formy pośrednictwa finansowego, czyli rozwój sekurytyzacji. Szacuje się, że w samej Europie w la-

tach 1996–2005 nastąpił ponadośmiokrotny wzrost wartości transakcji sekurytyzacji³³.

Globalizacja finansowa wpłynęła także na aspekt funkcjonalny systemu finansowego. W szczególności procesy globalizacyjne przyczyniły się do poprawy warunków funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, silnie oddziałując na otoczenie systemu finansowego (w szczególności na otoczenie polityczne i prawne). W tym miejscu należy wskazać prowadzone na szeroką skalę badania, w których przeanalizowano wpływ globalizacji finansowej na władztwo publiczne (*public governance*), ujmowane w kategoriach m.in. skali korupcji, biurokracji i przejrzystości polityki gospodarczej państwa (Wei 2000a; 2000b; Gelos, Wei 2005; Kowalski et al. 2007). Z przeprowadzonych badań wynika, że proces globalizacji finansowej silnie pozytywnie oddziałuje na władztwo publiczne, a tym samym na poprawę warunków zewnętrznych wobec systemu finansowego, które jednak determinują funkcjonowanie instytucji i rynków finansowych. Równie szeroko analizowanym zagadnieniem jest korzystny wpływ globalizacji na jakość polityki gospodarczej. W szczególności przyczynia się do tego liberalizacja przepływów kapitałowych, dzięki której bezpośrednim odzwierciedleniem niewłaściwej polityki gospodarczej są zmiana zachowania inwestorów zagranicznych i szybki odpływ kapitału (Kose et al. 2006). Jednocześnie należy podkreślić, że element ten jest zgodnie wskazywany w literaturze przedmiotu – nawet przez przeciwników globalizacji finansowej – jako potencjalna najważniejsza korzyść ze współczesnych przeobrażeń globalizacyjnych i integracyjnych (Bartolini, Drazen 1997; Stiglitz 2000)³⁴.

Bezpośrednią konsekwencją globalizacji finansowej jest gwałtowny wzrost wartości międzynarodowych przepływów finansowych. Przepływy te mają z kolei pozytywny wpływ na dwa aspekty funkcjonalne systemu finansowego. Po pierwsze, zwiększenie mobilności oszczędności zapewnia wzrost efektywności międzyokresowej alokacji zasobów. Po drugie, zwiększony transfer ryzyka umożliwia lepsze wygładzanie konsumpcji poprzez dywersyfikację ryzyka (Shirakawa et al. 1997, s. 1). Z punktu widzenia teorii globalizacja finansowa, związana m.in. z likwidacją barier w międzynarodowym przepływie kapitału, powinna więc korzystnie wpływać zarówno na efektywność, jak i na stabilność funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Warto tu zwrócić uwagę na dwa zjawiska, które są przeszkodą w osiągnięciu zakładanych efektów, a mianowicie: „skłonność krajowych inwestorów

³² Szczegółowe badanie korzyści dla banków z posiadania zagranicznego właściciela wykracza poza ramy niniejszego opracowania. Szerzej zob. Peek, Rosengren (2000, s. 149–152); Claessens et al. (2001); Clarke et al. (2003).

³³ Wartość finansowania za pomocą sekurytyzacji w Europie wzrosła z około 40 mld euro w 1996 r. do ponad 320 mld euro w 2005 r.; zob. European Securitisation Forum (2006).

³⁴ Dyscyplinującą funkcję przepływów kapitałowych analizują również Tytell i Wei (2004). Wskazują oni wyraźnie korzystny wpływ globalizacji finansowej na skuteczność polityki pieniężnej (mierzonej w kategoriach stopy inflacji) i podkreślają brak systematycznych danych empirycznych pozwalających wnioskować o równie korzystnym wpływie globalizacji na jakość polityki fiskalnej.

do inwestowania w krajowe aktywa”³⁵ (*“home bias”*) oraz paradoks Feldsteina-Horioki. Na podstawie przeprowadzonych badań Feldstein i Horioka (1980, s. 314–329) zidentyfikowali występującą tendencję do wewnętrznego absorbowania oszczędności, co również wydaje się sprzeczne z teoretycznymi rozważaniami na temat globalizacji finansowej i jej konsekwencji.

Procesy globalizacji i integracji finansowej niewątpliwie korzystnie wpłynęły na funkcjonowanie instytucji i rynków finansowych. Warto jednak wskazać te następstwa współczesnych procesów globalizacyjnych, które mogą zagrażać realizacji ich funkcji. Elementy te będą jednocześnie potencjalnym źródłem niestabilności systemu finansowego.

Bezpośrednim odzwierciedleniem globalizacji finansowej jest transformacja systemów finansowych. Warto wskazać kilka wybranych cech ukształtowanego systemu. Są nimi (Schinasi 2005, s. 161): wzrost mobilności przepływów kapitałowych, międzynarodowa ekspansja działalności finansowej, większa złożoność instrumentów finansowych, szybsze i bardziej elastyczne dostosowywanie się przepływów funduszy i cen aktywów do zmieniających się warunków rynkowych oraz silna wzajemna zależność instytucji finansowych i rynków finansowych w wymiarze międzynarodowym.

W kontekście opisanych cech systemu finansowego można zidentyfikować trzy najważniejsze źródła niestabilności systemu finansowego, będące konsekwencją globalizacji finansowej (Schmukler et al. 2003):

- nasilenie się niedoskonałości globalnego rynku finansowego,
- wzrost krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych,
- eskalacja zjawiska zarażania między instytucjami finansowymi oraz rynkami finansowymi w wymiarze lokalnym i międzynarodowym.

Nasilenie niedoskonałości globalnego rynku finansowego (wzrost ich skali, zakresu oraz intensywności występowania) jest jedną z najważniejszych przyczyn powstawania nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Wypada wskazać kilka rodzajów niedoskonałości: zachowania irracjonalne, zachowania stadne, ataki i bąble spekulacyjne, asymetria informacji (por. Eisenbeis 1987; Gruszczyński 2002; Schmukler et al. 2003).

Przykładem wpływu niedoskonałości rynku finansowego na stabilność systemu finansowego są kryzysy walutowe w latach 90. ubiegłego wieku: np. kryzys Europejskiego Systemu Monetarnego (1992–1993), kryzys meksykański (1994–1995), kryzys w krajach Azji Wschodniej (1997–1998). Na niedoskonałości jako źró-

dło kryzysów walutowych zwraca uwagę m.in. Sławiński (2001, s. 15). Twierdzi on, że wpływ globalizacji na stabilność systemu finansowego odzwierciedla ewolucja teorii wyjaśniających przyczyny i mechanizmy kryzysów walutowych. W przypadku kryzysów pierwszej generacji – omówionych po raz pierwszy przez Krugmana (1979) – nadmierne wydatki rządowe i nierozważna polityka makroekonomiczna jako podstawowe przyczyny ataku spekulacyjnego³⁶. W modelach drugiej generacji (konceptja Obstfelda 1986) w ataku spekulacyjnym i odpływie kapitału większą rolę odgrywają duzi inwestorzy. Pojawienie się kryzysu walutowego jest zatem możliwe nawet pomimo prowadzenia rozważnej polityki makroekonomicznej. Speculanci starannie wybierają moment ataku spekulacyjnego, oczekując, że władze monetarne nie podejmą się obrony kursu ze względu na zbyt wysokie koszty ponoszone przez gospodarkę³⁷.

Globalizacja systemu finansowego wpłynęła również na charakter przepływów kapitałowych między krajami. Istotnie wzrósł udział ryzykownych, w ocenie kraju przyjmującego, krótkoterminowych inwestycji portfelowych. Inwestycje takie są znacznie bardziej niebezpieczne dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego w krajach tworzących gospodarkę rynkową, które charakteryzują się słabiej rozwiniętą infrastrukturą instytucjonalno-prawną oraz mniej stabilną sytuacją gospodarczą (Broner et al. 2004). Jednak ze względu na omówione niedoskonałości rynku finansowego, w szczególności zachowania stadne i ataki spekulacyjne, również systemy finansowe o zdrowych fundamentach instytucjonalno-prawnych mogą być narażone na niestabilność finansową w wyniku nagłego odpływu inwestycji zagranicznych.

Globalizacja finansowa przyczyniła się również do wzrostu zjawiska zarażania (*contagion*) w systemie finansowym³⁸. Zjawisko zarażania nie jest jednolicie definiowane w literaturze. Część badaczy (Frankel, Schmukler 1998) utożsamia zarażanie ze zjawiskiem „rozlewania się kryzysu” (*spillover effect*), inni postulują wyraźne rozgraniczenie obu pojęć (np. Masson 1998)³⁹. Na podstawie przeprowadzonych badań literatury można zidentyfikować trzy podstawowe kanały zarażania (Sell 2001; Kodres, Pritsker 2002; Schmukler et al. 2003): ka-

³⁵ Zakładając, że większa dywersyfikacja portfela inwestycyjnego pozwala na osiągnięcie wyższych zysków, przy tym samym poziomie ryzyka, należałoby oczekiwać wzrostu dywersyfikacji międzynarodowego portfela inwestycyjnego. Badania empiryczne dowodzą natomiast, że istnieje wyraźna „skłonność” inwestorów do inwestowania na krajowym rynku kapitałowym. Zob. French, Poterba (1991, s. 222–226); Lewis (1996); Mann, Meade (2002).

³⁶ Krugman (1979) opisuje następujący mechanizm powstawania kryzysu walutowego: nadmierne wydatki rządowe powodują narastanie deficytu budżetowego i jednoczesny wzrost popytu krajowego oraz importu. Podjęcie decyzji o sfinansowaniu deficytu emisją pieniądza wywołuje inflację, co wpływa na relatywne potanie importu, wywołując deficyt w obrotach handlowych. Szybko obniża się również poziom rezerw dewizowych i następuje atak spekulacyjny.

³⁷ Obstfeld (1986) opiera swą koncepcję na dwóch założeniach: występowanie wielu możliwych stanów równowagi (tj. istnienie wielu różnych kombinacji kursu walutowego i rodzaju stosowanej polityki gospodarczej, które mogą zapewnić równowagę bilansu płatniczego) oraz wystąpienie ataku spekulacyjnego jako samospełniającej się przepowiedni.

³⁸ Przegląd literatury na temat zjawiska zarażania prezentują Dornbusch et al. (2000).

³⁹ Masson (1998) przekonuje o konieczności rozróżnienia pojęć: zarażenie i efekt rozlania. Zarażenie utożsamia wyłącznie z sytuacją zagrożenia kryzysem w jednym kraju na skutek sytuacji kryzysowej w innym kraju, przy jednoczesnym braku makroekonomicznych przesłanek do wystąpienia tego kryzysu. Szerzej na temat zjawiska zarażania zob. Sell (2001).

Tabela 4. Wpływ wybranych czynników na strukturę i funkcje systemu finansowego

Czynnik	Struktura systemu finansowego		Funkcje systemu finansowego	
	rozwój banków	rozwój rynku finansowego	korzyści	zagrożenia
Liberalizacja finansowa	Możliwość ekspansji banków na nowe rynki Poprawa efektywności funkcjonowania banków i wzrost ich potencjału w wyniku konkurencji ze strony banków zagranicznych	Rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora) Rozwój form instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi rynku finansowego (w szczególności władztwa korporacyjnego)	Poprawa alokacji kapitału (brak barier prawnych) Możliwość nieograniczonej dywersyfikacji ryzyka Wzrost znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych Poprawa warunków instytucjonalno-prawnych, w których funkcjonują instytucje i rynki finansowe	Wzrost poziomu stóp procentowych oraz ich zmienności Niebezpieczeństwo niedopasowania aktywów i pasywów w zakresie waluty Nadmierna akcja kredytowa banków
Postęp w dziedzinie teleinformatyki	Wzrost efektywności działania banków i umocnienie ich pozycji na skutek obniżenia kosztów transakcyjnych	Rozwój głębokich i płynnych rynków finansowych jako bezpośrednia konsekwencja redukcji asymetrii informacji w systemie finansowym Rozwój nowych instytucjonalnych form pośrednictwa finansowego działającego bezpośrednio na rynkach finansowych	Poprawa alokacji kapitału (redukcja zjawiska asymetrii informacji oraz rozwój płynnych rynków finansowych) Obniżenie kosztów transakcyjnych dzięki wykorzystaniu osiągnięć teleinformatycznych	Wzrost ryzyka finansowania inwestycji związanych z nowymi technologiami Błędy technologii informatycznych w procesie świadczenia usług finansowych
Globalizacja finansowa	Wzrost konkurencyjności na rynku finansowym wpłynął na zwiększenie efektywności banków i umocnienie ich pozycji na rynku Rozwój banków w wyniku pojawienia się właścicieli zagranicznych	Rozwój infrastruktury instytucjonalnej i prawnej sprzyjającej umacnianiu się rynku finansowego (przejrzystość, obowiązek ujawniania informacji, poprawa ochrony praw indywidualnego inwestora) Rozwój form instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi rynku finansowego (w szczególności władztwa korporacyjnego)	Poprawa warunków makroekonomicznych funkcjonowania instytucji i rynków finansowych oraz wzrost dyscypliny rynkowej Poprawa otoczenia politycznego i prawnego, w którym funkcjonuje system finansowy (oddziaływanie globalizacji na władztwo publiczne)	Negatywny wpływ niedoskonałości międzynarodowego rynku finansowego na funkcjonowanie systemów finansowych Wzrost wartości krótkoterminowych i portfelowych przepływów kapitałowych Nasilenie się zjawiska zarażania między systemami finansowymi

Źródło: opracowanie własne.

nały realne (związane z handlem międzynarodowym oraz bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi, por. Eichengreen et al. 1996), kanały finansowe (związane z zaangażowaniem finansowym inwestorów na rynkach zagranicznych i globalną dywersyfikacją portfela inwestycyjnego) oraz zachowanie stadne (będące skutkiem zjawiska asymetrii informacji).

W kontekście omówionych kanałów rozprzestrzeniania się zjawiska zarażania między systemami finansowymi, nie powinno budzić kontrowersji stwierdzenie, że globalizacja finansowa negatywnie wpływa na stabilność systemu finansowego. Nasiliły się

bowiem zależności w wymiarze realnym oraz finansowym między poszczególnymi krajami, rynkami finansowymi oraz instytucjami finansowymi. Calvo i Mendoza (2000) wskazują również wpływ globalizacji finansowej na trzeci z kanałów zarażania, tj. zachowanie stadne. Ich zdaniem globalizacja znacznie osłabia bodźce do kosztownego gromadzenia informacji o rynku finansowym. Jednocześnie coraz większa grupa inwestorów decyduje się stosować strategię naśladownictwa w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, czego bezpośrednim skutkiem jest nasilenie się zjawiska zachowania stadnego.

Globalizacja niewątpliwie przyczyniła się do rozwoju systemów finansowych oraz poprawy ich funkcjonowania. Negatywne następstwa tego procesu wydają się natomiast wyraźnie ograniczone – ale nie całkowicie wyeliminowane – w wyniku przeprowadzenia licznych reform instytucjonalnych, zarówno w wymiarze krajowym, jak i międzynarodowym (np. na skutek zmiany polityki Międzynarodowego Funduszu Walutowego oraz Banku Rozrachunków Międzynarodowych w Bazylei czy utworzenia CLS Bank – *Continuous Linked Settlement Bank*). Należy zwrócić także uwagę na koncepcję nowej międzynarodowej architektury finansowej (*new international financial architecture*), która powstała w odpowiedzi na nasilające się kryzysy finansowe i współczesne przeobrażenia systemu finansowego (Bilski 1999; Eichengreen 1999; Solarz 2001). W ramach realizacji tej koncepcji zaproponowano i częściowo już przeprowadzono wiele reform mających na celu wzmocnienie budowy systemu finansowego, zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu finansowego lub minimalizację kosztów tego kryzysu.

2.5. Wpływ liberalizacji, postępu technologicznego i globalizacji na strukturę i funkcje współczesnego systemu finansowego

W tabeli 4 zestawiono wnioski z przeprowadzonych badań literatury i obserwacji wybranych systemów finansowych na temat wpływu współczesnych przeobrażeń systemu finansowego na jego strukturę i funkcje. Omówione procesy starano się analizować odrębnie, uwypuklając te korzyści i zagrożenia dla funkcjonowania systemu finansowego, które w największym stopniu wydają się konsekwencją wybranych przeobrażeń systemu.

Zestawione w tabeli 4 oceny i cechy pozwalają wskazać kilka prawidłowości.

Po pierwsze, liberalizacja, postęp technologiczny i globalizacja finansowa silniej oddziałują, bezpośrednio i pośrednio, na rozwój rynku finansowego niż banków. W kontekście prowadzonych analiz warto zwrócić uwagę na takie same wnioski płynące z badań prowadzonych przez ekspertów MFW (IMF 2006b), którzy podjęli próbę konstruowania indeksu rozwoju systemu finansowego złożonego z trzech indeksów szczegółowych: bankowości tradycyjnej, rynku finansowego i nowych form pośrednictwa finansowego. Obserwowany wzrost wartości indeksu rynku i nowych form pośrednictwa oraz spadek wartości indeksu tradycyjnej bankowości wyraźnie wskazują kierunek ewolucji struktury współczesnego systemu finansowego.

Po drugie, liberalizacja, postęp technologiczny i globalizacja wpływają na funkcjonowanie systemu finansowego zarówno pozytywnie: przyczyniając się do wzrostu efektywności funkcjonowania instytucji i rynków finansowych⁴⁰,

jak i negatywnie – zwiększając prawdopodobieństwo wystąpienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Negatywny wymiar oddziaływania liberalizacji, postępu i globalizacji utożsamiany jest w artykule z zagrożeniem stabilności systemu finansowego.

3. Konsekwencje przeobrażeń systemu finansowego

3.1. Ilościowy wymiar konsekwencji przeobrażeń współczesnego systemu finansowego

Przeanalizowane w poprzedniej części procesy kształtujące współczesny system finansowy wpłynęły na kształtowanie się swoistych cech systemu finansowego. W wymiarze ilościowym należą do nich w szczególności (Crockett 1997; Vitols 2002):

- dynamiczny rozwój rynków finansowych i pośrednictwa finansowego (w ujęciu krajowym i międzynarodowym),
- gwałtowny wzrost wartości transakcji finansowych oraz wzrost wartości płatności, związany z wyżej wskazanym czynnikiem,
- gwałtowny wzrost międzynarodowej mobilności kapitału, będący konsekwencją rozwoju systemów finansowych w wymiarze międzynarodowym.

Systemy finansowe w krajach wysoko rozwiniętych rozwijały się w minionych trzech dekadach znacznie szybciej niż gospodarki tych państw. W tabeli 5 zestawiono dane dotyczące rozwoju wybranych elementów systemów finansowych krajów wysoko rozwiniętych. Zgodnie z wcześniejszymi rozważaniami na temat modeli systemu finansowego (por. Matysek-Jędrzych 2007b) rozwój systemów badany jest odrębnie dla modelu anglosaskiego i kontynentalnego. Podejście takie pozwala zidentyfikować ważną cechę jakościową współczesnego systemu finansowego, którą jest ewoluowanie systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku⁴¹.

Analizując dane zawarte w tabeli 5, należy wskazać wyraźne różnice w poszczególnych miarach rozwoju systemu finansowego na początku lat 80. Wartość kredytów bankowych w stosunku do PKB była w systemach kontynentalnych niemal dwukrotnie większa niż w systemach anglosaskich. Sektor bankowy był wyraźnie silniej rozwinięty w krajach Europy kontynentalnej również z punktu widzenia depozytów bankowych sektora prywatnego (o niemal 60%). Praktyka funkcjonowania systemu finansowego potwierdza również kolejną modelową cechę systemu anglosaskiego, a mianowicie znaczenie rynku kapitałowego w systemie finansowym. Systemy finansowe Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii miały średnio ponad pięciokrotnie lepiej rozwinięty rynek kapitałowy i jego

⁴⁰ Efektywność systemu finansowego definiowana jest w opracowaniu szeroko, jako zdolność instytucji i rynków finansowych do wypełniania funkcji systemu finansowego.

⁴¹ Zjawisko ewolucji systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku jest w tym miejscu tylko sygnalizowane. Będzie ono przedmiotem rozważań w dalszej części artykułu.

Tabela 5. Wybrane sektorowe wskaźniki rozwoju systemu finansowego w anglosaskim i kontynentalnym systemie finansowym dla 1980 i 2000 r.

	Kredyty dla sektora prywatnego ¹		Depozyty sektora prywatnego ²		Kapitalizacja giełdy ³		Emisja papierów (oferta publiczna) ⁴	
	1980	2000	1980	2000	1980	2000	1980	2000
System kontynentalny*	0,601	0,937	0,647	0,930	0,078	1,046	0,020	0,322
System anglosaski**	0,315	0,907	0,410	0,724	0,420	1,694	0,040	0,178

* Średnia wartość dla krajów Europy kontynentalnej (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Luksemburg, Niemcy, Portugalia, Szwecja).

** Średnia wartość dla systemów Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii.

¹ Relacja kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu przez banki depozytowe do PKB.

² Relacja depozytów sektora prywatnego w bankach komercyjnych i oszczędnościowych do PKB.

³ Relacja zagregowanej rynkowej wartości kapitału spółek krajowych do PKB.

⁴ Relacja wielkości funduszy pozyskanych w drodze oferty publicznej do nakładów na środki trwałe brutto.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rajan, Zingales (2003, s. 126 i 128).

podstawową formę instytucjonalną, którą jest giełda papierów wartościowych. Również wartość funduszy pozyskanych w drodze emisji była w krajach anglosaskich dwukrotnie większa niż w krajach Europy kontynentalnej.

Dane obrazujące kształtowanie się elementów systemu finansowego w 2000 r. wskazują dwie podstawowe tendencje rozwojowe systemu. Po pierwsze, wyraźnie zacierają się różnice strukturalne między obydwooma modelami⁴². Wartości wskaźników prezentujących rozwój banków oraz rynku finansowego były w 2000 r. o wiele bardziej zbliżone niż w 1980 r. Po drugie, w obu systemach nastąpił dynamiczny rozwój rynku kapitałowego. Zaobserwowano ponadczterokrotny wzrost wskaźnika kapitalizacji giełdy do PKB w systemach anglosaskich i ponaddziesięciokrotny wzrost tego wskaźnika w krajach Europy kontynentalnej. Należy również zwrócić uwagę na wzrost wartości emisji papierów w krajach Europy kontynentalnej w 2000 r., który jest kon-

sekwencją m.in. wprowadzenia wspólnej waluty euro i wystąpienia zjawiska boomu na rynku dłużnych papierów wartościowych denominowanych w euro (Galati, Tsatsaronis 2001; Peree, Steinherr 2001) oraz powstania nowych rynków kapitałowych w tych krajach (np. Neer Markt w Niemczech).

Prezentowane wskaźniki nie pozwalają wprawdzie wnioskować o całkowitej konwergencji systemów anglosaskiego i kontynentalnego w odniesieniu do rozwoju rynku kapitałowego, jednak należy podkreślić wyraźne zmniejszenie tej luki. O ile na początku lat 80. kapitalizacja giełdy w systemie anglosaskim była średnio pięciokrotnie wyższa niż w systemie kontynentalnym, o tyle w 2000 r. różnice rozwoju szacuje się na około 60%.

Międzynarodowy charakter rozwoju systemów finansowych można zaobserwować, analizując dotyczące wartości kapitału pozyskanego w ramach międzynarodowej emisji akcji oraz wartości międzynarodowego długu w poszczególnych systemach finansowych (zob. tabele 6 i 7).

Tabela 6. Wartość międzynarodowych emisji akcji krajów należących do G-10 (w mln USD)

Państwo	1990	1995	2000	2004
Belgia	0,0	169,1	3 727,3	4 633,7
Francja	896,2	2 492,6	14 200,1	24 104,4
Holandia	667,2	4 876,8	22 248,4	3 394,9
Japonia	872,4	153,9	9 375,0	7 169,5
Kanada	83,5	1 761,6	5 286,1	10 783,9
Niemcy	251,1	4 023,1	23 090,1	18 657,8
Stany Zjednoczone	1 698,8	8 110,1	19 554,5	409,9
Szwajcaria	148,3	817,2	6 935,1	3 887,9
Szwecja	308,5	1 120,8	6 057,9	4 466,6
Wielka Brytania	2 904,2	4 735,2	18 041,1	16 137,6
Włochy	132,3	3 328,9	3 883,6	11 843,7
Ogółem	7 962,5	23 479,2	105 909	105 489

Źródło: opracowanie własne na podstawie Schinasi (2005, s. 156).

Tabela 7. Wartość bieżącego długu międzynarodowego w formie papierów wartościowych według narodowości emitenta w krajach G-10 (w mld USD)

Państwo	1993	1995	2000	2004
Belgia	51,1	81,1	131,1	302,5
Francja	131,1	167,2	315,9	926,0
Holandia	55,1	100,8	295,0	685,4
Japonia	335,2	344,1	285,0	298,3
Kanada	145,5	172,5	202,4	297,4
Niemcy	121,3	262,4	898,2	2 338,5
Stany Zjednoczone	174,1	261,3	1 748,6	3 358,8
Szwajcaria	19,8	34,3	101,5	260,9
Szwecja	77,1	106,8	106,9	181,5
Wielka Brytania	185,8	229,3	588,4	1 446,3
Włochy	66,3	88,1	209,5	683,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie Schinasi (2005, s. 158).

Analizując kształtowanie się obu zmiennych w krajach należących do grupy G-10 w latach 1990–2004, należy zauważyć dynamiczny wzrost wartości międzynarodowych emisji akcji we wszystkich krajach z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych. Jednakże Stany Zjednoczone i Wielka Brytania już w 1990 r. kilkakrotnie przewyższały pozostałe kraje. Najsilniejszy wzrost można zaobserwować w Kanadzie (ponad dwunastokrotnie), we Włoszech (ponad ośmiokrotnie) i w Niemczech (ponad siedmiokrotnie). Również wartość międzynarodowego długu w omawianych systemach finansowych gwałtownie wzrosła (por. tabela 7), szczególnie zaś w Niemczech, Stanach Zjednoczonych, Holandii i Szwajcarii oraz we Włoszech, gdzie wzrost wartości międzynarodowego długu był ponaddziesięciokrotny. Prezentowane dane wskazują zatem na faktyczną integrację narodowych rynków finansowych w jeden globalny rynek, na którym nie istnieją bariery geograficzne.

Procesy kształtujące współczesny system finansowy znalazły odzwierciedlenie również we wzroście wartości przepływów kapitałowych w ujęciu krajowym oraz międzynarodowym. Wzrost ten jest bardzo dynamiczny, a skalę zjawiska obrazują następujące dane (BIS 1985; 2007; McKinsey Global Institute 2005; Ledrut 2007):

- średnia wartość płatności bezgotówkowych w systemach płatniczych państw należących do grupy G-10 wzrosła w latach 1978–2005 ponadtrzykrotnie, w tym samym czasie liczba transakcji wzrosła trzykrotnie (Ledrut 2007, s. 43);

- szacuje się, że dobowe obroty walutowe na początku lat osiemdziesiątych sięgały 82,5 mld USD, w połowie lat dziewięćdziesiątych około 1,2 bln USD, a w 2004 r. osiągnęły 1,8 bln USD;

- w latach 1989–2002 nastąpił niemal dziesięciokrotny wzrost przepływów międzynarodowych w ujęciu globalnym, średnio o 18% w skali roku;

- międzynarodowy wzrost przepływów kapitałowych wynika m.in. z możliwości dokonywania inwestycji zagranicznych będącej skutkiem liberalizacji (przykładowo w 2002 r. udział inwestorów zagranicznych w amerykańskim rynku był następujący: 12% akcji, 25% obligacji przedsiębiorstw oraz 44% skarbowych papierów wartościowych; w 1975 r. wartości te wynosiły odpowiednio 4%, 1% oraz 20%).

Dynamiczny wzrost wartości międzynarodowych przepływów kapitałowych może mieć poważne negatywne następstwa dla funkcjonowania krajowych systemów finansowych. Dzieje się tak w sytuacji, gdy przepływy mają charakter krótkoterminowy. Ponadto warto podkreślić, że zdecydowaną większość płatności realizowanych w systemach płatniczych państw grupy G-10 stanowią płatności wysokokwotowe. Są one niezwykle ważne z punktu widzenia ewentualnej niestabilności systemu finansowego. Nieprawidłowości w realizowaniu płatności wysokokwotowych narażają uczestników na potencjalnie duże straty (w odniesieniu do płynności i wartości kapitału danej instytucji), które – ze względu na rozmiary – mogą być zagrożeniem o charakterze systemowym.

Rozwój systemów finansowych przyczynił się zatem do wzrostu efektywności ich funkcjonowania. Jednocześnie należy podkreślić, że bezpośrednią konsekwencją ilościowych przeobrażeń systemu jest większe prawdopodobieństwo wystąpienia negatywnych skutków nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych. Można bowiem zakładać, że w sytuacji silnie rozwiniętego systemu finansowego jakiegokolwiek dłużej utrzymujące się zakłócenia w funkcjonowaniu jego poszczególnych elementów będą miały znacznie bardziej negatywne i trwalsze skutki dla funkcjonowania tego systemu, a także dla całej gospodarki (Crockett, Cohen 2001, s. 131). Może to być konsekwencją nienadążania regulacji finansowych i ich jakości za

ilościowymi zmianami w systemie finansowym. Wspomniana koncepcja „nowej międzynarodowej architektury finansowej” jest przykładem działań podejmowanych na arenie międzynarodowej w celu dostosowania środowiska regulacyjno-prawnego do stopnia rozwoju systemu finansowego.

3.2. Jakościowy wymiar konsekwencji przeobrażeń systemu finansowego

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego wpłynęły również na kształtowanie się jakościowych cech systemu. Przeprowadzone studia literatury pozwalają wskazać najważniejsze z nich, a mianowicie (Trichet 2000; Rajan, Zingales 2003; Schinasi 2005):

- wzrost presji konkurencyjnej na rynku finansowym,
- ewoluowanie systemu w kierunku systemu opartego na rynku finansowym,
- powszechne wykorzystanie innowacji finansowych,
- wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych,
- wzrost zagrożenia stabilności systemu finansowego.

Akceptacja zasad wolnego rynku i wprowadzenie ich do funkcjonowania systemu finansowego doprowadziły m.in. do wzrostu konkurencji pomiędzy poszczególnymi instytucjami finansowymi. Czynnikiem dodatkowo potęgującym to zjawisko jest wykorzystanie technologii teleinformatycznych przez instytucje finansowe. Trichet (2000), badając współczesne tendencje w systemach finansowych, analizuje je właśnie z punktu widzenia zmian konkurencji. Wskazuje cztery tendencje zmian jakościowych środowiska finansowego (Trichet 2000, s. 1–2), które jego zdaniem będą kształtowały system finansowy i które powinny być przedmiotem zainteresowania polityków gospodarczych, w szczególności bankierów centralnych:

- nasilenie konkurencji między instytucjami finansowymi (w wyniku deregulacji instytucje finansowe, które mogły korzystać z „parasola ochronnego” regulacji muszą konkurować z krajowymi i zagranicznymi instytucjami finansowymi),
- silna konkurencja na rynkach finansowych (wzmocniona w wyniku rozwoju technologii teleinformatycznych, umożliwiających dokonywanie transakcji finansowych bez względu na miejsce i czas),
- konieczność zwiększenia przejrzystości i efektywności funkcjonowania instytucji finansowych,
- transformacja tradycyjnej bankowości poprzez konsolidację w sektorze bankowym, tworzenie konglomeratów finansowych oraz wprowadzenie rozwiązań innowacyjnych⁴³.

Wzrost konkurencji ma zatem bezpośrednie konsekwencje dla kształtowania się struktury i funkcji systemu finansowego. Z jednej strony presja konkurencyjna

wymusza przeobrażenia tradycyjnej struktury sektora bankowego oraz wzrost efektywności funkcjonowania. Z drugiej strony banki i inni pośrednicy finansowi mogą angażować się w coraz bardziej ryzykowne inwestycje. Z tego względu, mimo że konkurencja uznawana jest za stan pożądany, wskazuje się również niebezpieczeństwo większej skłonności instytucji i rynków finansowych do niestabilności.

Ważnym jakościowym przeobrażeniem jest stopniowe ewoluowanie struktur systemu finansowego w stronę systemu opartego na mechanizmach rynku. Prowadzone na szeroką skalę badania wskazują na rosnący udział bezpośrednich, rynkowych form finansowania (przede wszystkim rynku kapitałowego) czy stopniowo malejący udział sektora bankowego w systemie finansowym (ECB 2002; Rajan, Zingales 2003; Osiński et al. 2004). Allen (1999) podaje kilka przykładów przeobrażeń systemów finansowych w kierunku systemu opartego na rynku. We Francji celowo zdecydowano się na zwiększanie znaczenia rynku kapitałowego w połowie lat 80. W Japonii podjęto wiele działań w ramach reformy systemu finansowego, zmierzającej do poprawienia efektywności jego funkcjonowania oraz umożliwienia konkurowania rynkowi kapitałowemu z rynkami nowojorskim i londyńskim⁴⁴. Również wyniki badań prowadzonych przez Demirgüç-Kunt i Levine (1999, s. 5) oraz IMF (2006b) potwierdzają tendencję do zwiększania udziału rynku finansowego w systemie finansowym wraz z rozwojem gospodarki danego kraju. Podobnych wniosków dostarcza badanie rozwoju systemu finansowego, w którym Rybczyński (1994) wskazuje trzy etapy tego rozwoju: kapitalizm właścicielski, kapitalizm menedżerski, kapitalizm instytucjonalny (zob. tabela 8).

Analizując rozwój systemu finansowego, T. Rybczyński odmiennie ujmuje problematykę systemu finansowego, a mianowicie jako główny warunek rozwoju gospodarki rynkowej. Zwrócenie uwagi zarówno na efektywność, jak i na właściwą strukturę systemu finansowego pozwoliło wyodrębnić trzy fazy rozwoju systemu finansowego (por. tabela 8). Na podstawie przeprowadzonych badań Rybczyński (1994) wskazał niejako naturalną ewolucję systemu finansowego w kierunku systemu opartego na rynku finansowym.

Kolejnym elementem charakterystycznym dla współczesnego systemu finansowego są wspomniane już liczne innowacje finansowe (por. podrozdział 2.3). Problematyka innowacji finansowych jest często omawiana. W szczególności skupiono się na wskazaniu wielu korzyści i zagrożeń ze strony innowacji finansowych (Mayer 1986; Merton 1990). Coraz częściej jednak podnoszony jest zarzut, że rozpoznanie to polega na stylizacji faktów i nie ma postaci wniosków z empirycznych analiz (Frame, White 2004).

⁴³ Dodatkowym bodźcem do transformacji sektora bankowego w systemach bankowych krajów należących do strefy euro było wprowadzenie wspólnej waluty. Zob. szerzej Galati, Tsatsaronis (2001); Dermine (2003, s. 31–85).

⁴⁴ Wprowadzając reformy, kierowano się trzema zasadami: rynek wolny (liberalizacja rynku finansowego), rynek wiarygodny (zwiększenie przejrzystości regul i poprawa ochrony inwestora indywidualnego) oraz rynek globalny (ustanowienie systemu prawnego, zasad rachunkowości oraz zasad nadzorczych, które będą spójne z tendencjami globalizacyjnymi). Szerzej zob. Ministry of Finance Japan (bdw); Hall (2003, s. 178 i nast.).

Tabela 8. *Ewolucja systemu finansowego w ujęciu T. Rybczyńskiego*

Wyszczególnienie	Faza rozwoju systemu finansowego		
	kapitalizm właścicielski	kapitalizm menedżerski	kapitalizm instytucjonalny
Podstawa instytucjonalna systemu finansowego	Banki depozytowe	Rynek kapitałowy Banki inwestycyjne Niebankowe instytucje finansowe	Rynek finansowy Fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe
Źródło finansowania rozwoju przedsiębiorstw	Źródła wewnętrzne (zyski)	Model anglosaski – rynki kapitałowe i źródła wewnętrzne Model niemiecko-japoński – banki (silnie powiązane z przedsiębiorstwami w grupy finansowo-przemysłowe, np. w Japonii „keiretsu” lub system banku głównego w Niemczech)	Rynek kapitałowy (małe znaczenie banków depozytowych)
Wykorzystywany mechanizm władztwa korporacyjnego	Brak konfliktu między właścicielem a menedżerem; monitoring występuje w znacznym ograniczonym zakresie (ze strony kredytobiorcy)	Model anglosaski – rynki kapitałowe poprzez kształtowanie cen akcji przedsiębiorstw, w dalszej fazie rozwoju funkcję tę spełnia mechanizm wrogich przejęć Model niemiecko-japoński – funkcję dyscyplinującą pełnią wewnętrzne grupy finansowo-przemysłowe poprzez zmianę zarządu i strategii pod wpływem członka grupy (Japonia) lub w wyniku posiadania przez bank prawa głosu w przedsiębiorstwie (Niemcy)	Funkcję monitorującą i dyscyplinującą pełnią rynki finansowe (kapitałowe, kredytowe i pieniężne)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rybczyński (1994, s. 42–43).

W literaturze pojęcie innowacji finansowych definiowane jest niejednolicie. Autorzy wskazują bowiem na odmienne obszary powstawania innowacji finansowych (Moles, Terry 1999, s. 220; Frame, White 2004, s. 118). Innowacje w zakresie finansów można definiować jako określonego rodzaju nowość, która pozwala na redukcję kosztów, redukcję ryzyka lub na udoskonalenie usługi finansowej bądź metody jej świadczenia zwiększające satysfakcję klientów (Frame, White 2004). Elementem definicji, który nie budzi większych wątpliwości, jest geneza innowacji finansowych. Badacze zgodnie wskazują na mikroekonomiczne podłoże powstawania innowacji, tj. dążenie do realizacji potrzeb klientów i zwiększenie ekonomicznej efektywności funkcjonowania instytucji finansowej⁴⁵.

Nie ulega zatem wątpliwości, że innowacje finansowe, z racji swej mikroekonomicznej natury, powinny znaleźć odzwierciedlenie przede wszystkim w poprawie funkcjonowania instytucji i rynków finansowych. Mogą być jednak ważną przyczyną wzrostu zagrożenia niestabilności systemu finansowego. Wykorzystanie innowacji finansowych spowodowało wykształcenie się swoistych cech systemu finansowego, które mogą być przyczyną wzrostu niestabilności systemu. Wśród cech tych należy wymienić (Noyer 2007): większą złożoność instrumentów finansowych, pojawienie się nowych, niepodlegających regulacjom instytucji finansowych (np. fundusze arbitrażowe), wzrost powiązań między rynkami finansowymi oraz wzrost ryzyka zarażenia kryzysem finansowym.

Dla kształtowania się współczesnego systemu finansowego ważną konsekwencją przeobrażeń systemu są dynamiczny rozwój i wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych⁴⁶. Na podstawie przeprowadzonych badań rozwoju inwestorów instytucjonalnych w krajach należących do G-10 w latach 1980–2001 (por. tabela 9) można wskazać kilka prawidłowości. Po pierwsze, nastąpił gwałtowny i silny wzrost wartości aktywów finansowych inwestorów instytucjonalnych; średnia wartość tych aktywów w latach 1980–2001 wzrosła ponaddwudziestokrotnie. Po drugie, nastąpiło zróżnicowanie rozwoju zarówno pod względem rodzajowym (najbardziej rozwinięły się instytucje inwestycyjne), jak i w podziale na poszczególne kraje (najsłabszy rozwój inwestorów instytucjonalnych wystąpił w Japonii). Po trzecie, wartość aktywów finansowych w analizowanych krajach znacznie przewyższa PKB (w Japonii, Niemczech i Włoszech jest niemal równa PKB), co dodatkowo podkreśla znaczenie inwestorów instytucjonalnych dla całej gospodarki⁴⁷.

Wpływ wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych na system finansowy jest wielostronny. Coraz częściej podnoszony jest argument o wyraźnie pozytywnym oddziaływaniu inwestorów instytucjonalnych, np. poprzez generowanie płynności, która stymuluje rozwój rynku kapitałowego, publiczne ujawnianie informacji,

⁴⁵ Należy również dodać, że innowacje finansowe odgrywają dużą rolę w sferze makroekonomicznej. Innowacje stanowią bowiem o poprawie funkcjonowania systemu finansowego, a zatem pośrednio znajdują odzwierciedlenie również we wzroście gospodarczym. Por. Frame, White (1999, s. 118).

⁴⁶ Pojęcie inwestora instytucjonalnego utożsamiane jest w opracowaniu z wyspecjalizowaną instytucją finansową, która zarządza oszczędnościami indywidualnych inwestorów, łącząc je w jedną pulę, kierując się określonymi zasadami co do poziomu akceptowanego ryzyka, maksymalizacji zwrotu z inwestycji i długości trwania inwestycji. Por. Davis (1996, s. 64).

⁴⁷ Tendencje w zakresie rozwoju inwestorów instytucjonalnych i zróżnicowanie w poszczególnych krajach badali m.in. Davis i Steil (2001). Autorzy wykorzystali w tym celu analizę popytu i podaży różnych czynników, które przyczyniły się do wzrostu atrakcyjności inwestorów instytucjonalnych z punktu widzenia gospodarstw domowych.

Tabela 9. Wartość aktywów finansowych inwestorów instytucjonalnych w krajach grupy G-10 (w mld USD)

	1980	1985	1990	1995	2000	2001
INSTYTUCJE UBEZPIECZENIOWE						
Belgia	..	20,2	55,5	81,8	98,4	102,1
Francja	55,1	81,6	262,6	655,6	912,9	890,4
Holandia	..	46,2	116,5	215,9	245,5	233,6
Japonia	..	..	1 551,3	2 707,1	2 695,8	2 321,4
Kanada	45,9	67,8	137,7	163,0	204,4	199,4
Niemcy	114,8	155,9	400,3	678,8	728,7	753,4
Stany Zjednoczone	..	1 094,7	1 884,9	2 803,9	4 001,8	4 087,6
Szwajcaria	..	..	115,5	193,4	206,6	215,5
Szwecja	..	..	79,5	120,8	181,6	161,2
Wielka Brytania	122,9	190,5	454,4	817,1	1 459,7	1 394,8
Włochy	..	..	66,2	120,3	225,8	239,2
FUNDUSZE EMERYTALNE						
Belgia	..	2,3	3,9	10,1	13,5	12,5
Francja	..	..	..	..	..	..
Holandia	..	104,7	229,7	352,1	426,0	397,5
Japonia	..	..	407,9	735,1	825,8	710,7
Kanada	42,5	77,4	169,8	229,8	342,6	330,9
Niemcy	15,1	22,4	51,5	65,3	62,2	60,5
Szwajcaria	..	..	137,7	..	260,6	280,8
Szwecja	..	..	3,8	5,6	7,0	7,9
Stany Zjednoczone	..	1 626,6	2 435,1	4 226,7	6 805,0	6 351,3
Wielka Brytania	115,6	224,6	536,6	759,7	1 116,3	954,0
Włochy	..	..	38,5	39,0	48,8	47,3
INSTYTUCJE INWESTYCYJNE						
Belgia	..	2,8	25,9	63,6	125,4	123,2
Francja	17,0	90,2	393,1	574,3	824,2	811,0
Holandia	..	11,8	32,1	62,9	94,9	85,7
Japonia	..	..	348,0	425,6	501,7	366,1
Kanada	3,8	8,7	30,4	107,0	260,6	264,0
Niemcy	21,6	39,2	147,2	369,1	716,0	664,5
Stany Zjednoczone	..	496,6	1 154,6	2 725,8	6 447,8	6 596,6
Szwajcaria	..	7,7	18,6	44,4	83,9	79,2
Szwecja	..	..	38,7	51,3	116,1	97,1
Wielka Brytania	33,1	55,6	125,8	238,1	442,0	394,5
Włochy	..	..	41,9	80,0	420,8	358,9
INNE FORMY INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH						
Belgia	..	..	2,1	5,2	7,1	6,6
Holandia	..	..	..	10,2	5,8	5,5
Japonia	..	..	401,2	429,4	344,2	246,6
Stany Zjednoczone	..	707,1	1 097,6	1480,6	2267,9	2222,2
Szwecja	37,1	34,7	74,7	87,3	82,3	59,2
Włochy	..	..	..	121,4	364,9	362,2
INWESTORZY INSTYTUCJONALNI (ŁĄCZNIE)						
Belgia	..	25,4	87,3	160,6	244,4	244,3
Francja	72,1	171,8	655,6	1 229,9	1 737,1	1 701,3
Holandia	..	162,6	378,3	641,2	772,3	772,2
Japonia	..	..	2 708,4	4 297,2	4 367,5	3 644,8
Kanada	92,2	154,0	337,9	499,8	807,5	794
Niemcy	151,5	217,5	599,0	1 113,2	1 506,9	1 478,4
Stany Zjednoczone	..	3 925,0	6 572,2	11 237,0	19 522,5	19 257,7
Szwajcaria	..	7,7	271,7	237,8	551,2	575,5
Szwecja	37,1	34,7	196,8	264,9	386,9	325,4
Wielka Brytania	271,6	470,8	1 116,8	1 814,9	3 017,9	2 743,3
Włochy	..	..	146,6	360,7	1 060,2	1 007,5
AKTYWA INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH ŁĄCZNIE (jako % PKB)						
Belgia	..	26,0	41,1	57,9	106,1	109,0
Francja	11,3	27,2	50,8	77,7	131,8	131,8
Holandia	..	102,4	119,3	154,5	206,2	190,9
Japonia	..	..	82,3	88,6	97,7	94,7
Kanada	34,9	44,3	57,7	84,2	113,7	115,8
Niemcy	17,5	25,4	32,8	45,3	79,8	81,0
Stany Zjednoczone	..	93,2	113,2	151,8	198,7	191,0
Szwajcaria	..	6,8	110,9	75,3	222,4	232,7
Szwecja	29,5	29,5	79,6	99,5	167,9	153,5
Wielka Brytania	49,4	91,7	103,9	162,8	212,8	190,9
Włochy	..	..	12,5	32,0	97,8	94,0

.. – brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD (2003).

wprowadzania standardów rachunkowości opartych na informacji rynkowej oraz wzmacnianie instytucji władztwa korporacyjnego (Davis 2003). Należy również wskazać zagrożenia wiążące się z rozwojem tego segmentu rynku finansowego. W szczególności są nimi: nadmierny wzrost zmienności cen na rynku kapitałowym w wyniku racjonalnego zachowania stadnego inwestorów instytucjonalnych⁴⁸ oraz zagrożenie płynności na rynku finansowym (w szczególności na rynku dłużnych papierów wartościowych) na skutek równoczesnej sprzedaży aktywów przez inwestorów instytucjonalnych.

3.3. Przeobrażenia systemu finansowego jako źródło jego niestabilności

Przeprowadzone badanie współczesnych przeobrażeń systemu finansowego i ich ilościowych i jakościowych konsekwencji pozwala pośrednio wskazać liczne i złożone zagrożenia dla realizacji funkcji systemu finansowego. Odwołując się do funkcjonalnej definicji stabilności finansowej (Ferguson 2003; Padoa-Schioppa 2003; Schinasi 2005) można uznać, że zidentyfikowane elementy są potencjalnym źródłem niestabilności systemu finansowego.

Dążąc do systematyzacji źródeł niestabilności systemu finansowego, warto ująć je jako rosnące ryzyko w pewnych, ściśle określonych dziedzinach funkcjonowania systemu finansowego. Podejście takie prezentują w swojej pracy m.in. Houben et al. (2000). Autorzy podzielili źródła ryzyka na dwie grupy: bezpośrednio związane z funkcjonowaniem systemu finansowego (źródła endogeniczne) oraz należące do sfery realnej gospodarki, co do których istnieje obawa, że nastąpi ich transmisja do systemu finansowego. Do źródeł endogenicznych autorzy zaliczyli instytucjonalne źródła ryzyka (ryzyko finansowe, operacyjne, prawne, wynikające z przyjętej strategii biznesu oraz ryzyko nadmiernej koncentracji działalności i ryzyko adekwatności kapitałowej), rynkowe źródła ryzyka (ryzyko kontrahenta, błędnej wyceny aktywów, runu na rynek i zarażenia) oraz infrastrukturalne źródła ryzyka (efekt domina, utrata zaufania do systemu, słabości infrastrukturalne). Wśród egzogenicznych źródeł ryzyka Houben et al. (2000) wyróżnili zaburzenia makroekonomiczne (ryzyko środowiska gospodarczego i nierównowagi politycznej) oraz ryzyko zdarzeń (kataklizmy naturalne, polityczne źródła ryzyka, upadek dużych przedsiębiorstw).

Wyróżnienie dwóch odrębnych grup źródeł ryzyka jest zasadne z punktu widzenia skutków działań stabilizujących system finansowy. O ile pierwsza grupa (zmienne endogeniczne) może być przedmiotem działań podejmowanych przez instytucje dbające o stabilność fi-

nansową; poprzez nadzór, dostosowanie regulacji i odpowiednią politykę zarządzania kryzysem, o tyle druga grupa (zmienne egzogeniczne) jest poza zasięgiem ich działania. Prawdopodobieństwo wystąpienia zaburzeń o charakterze makroekonomicznym może być wprawdzie minimalizowane poprzez działania podejmowane w ramach polityki makroekonomicznej, należy jednak zwrócić uwagę na brak możliwości elastycznego kształtowania tej polityki i niemożność osiągnięcia zakładanych rezultatów w krótkim okresie.

Wprowadzona systematyzacja przyczyn niestabilności systemu finansowego pozwala analizować omówione konsekwencje współczesnych przeobrażeń systemu finansowego jako determinanty kształtowania się ryzyka w poszczególnych elementach systemu finansowego. Każde z tych przekształceń systemu finansowego można bowiem odnieść do wzrostu ryzyka w wybranej dziedzinie funkcjonowania systemu finansowego.

4. Uwagi końcowe

Współczesne przeobrażenia systemu finansowego są zagadnieniem złożonym i wieloaspektowym. Zaproponowane w opracowaniu podejście, w którym wyodrębniono poszczególne elementy przekształceń systemu, pozwoliło na wskazanie konsekwencji poszczególnych procesów dla kształtowania się struktury i funkcji tego systemu. Podsumowując, należy podkreślić kilka zasadniczych elementów charakterystycznych dla współczesnego systemu finansowego. Po pierwsze, systemy finansowe w krajach wysoko rozwiniętych mają coraz większe, wręcz podstawowe znaczenie dla gospodarek tych państw. Po drugie, funkcjonowanie systemów, które ukształtowały się pod wpływem omówionych czynników, cechuje się wysoką efektywnością, ale jednocześnie narażone jest na wiele zagrożeń, które można utożsamiać ze zjawiskiem niestabilności systemu finansowego. Niezbędnym warunkiem prawidłowego funkcjonowania systemów finansowych, a ujmując szerzej również gospodarek krajów wysoko rozwiniętych, jest zatem stabilizowanie systemu finansowego.

Analiza i ocena współczesnych przeobrażeń systemu finansowego i ich skutków dla kształtowania struktury oraz funkcji systemu pozwoliła również na wyodrębnienie specyficznych cech systemu:

- w sferze instytucjonalnej: duże zróżnicowanie form organizacyjnych instytucji finansowych, spadek znaczenia tradycyjnej bankowości depozytywo-kredytowej, duża konkurencja pomiędzy instytucjami finansowymi, wzrost wzajemnych powiązań między instytucjami finansowymi, silna integracja z globalnym rynkiem finansowym, wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych,

⁴⁸ Racjonalne zachowanie stadne ma miejsce w sytuacji, gdy duża grupa inwestorów instytucjonalnych kupuje lub sprzedaje aktywa w tym samym czasie. Zachowania te dzielimy na: wywołane informacją, reputacją oraz dążeniem do uzyskania rekompensaty. Por. Devenow, Welch (1998); Bikchandani, Sharma (2000); Gabaix et al. (2005).

– w sferze funkcjonalnej: funkcjonalna komplementarność instytucji i rynków finansowych, wyraźny wzrost efektywności systemu finansowego, szybki rozwój systemów finansowych w porównaniu z gospodarką realną, wzrost znaczenia jakościowych aspektów funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, powszechne wykorzystywanie innowacyjnych rozwiązań teleinformatycznych, duże prawdopodobieństwo wystąpienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu instytucji i rynków finansowych oraz łatwość rozprzestrzeniania się zaburzeń na rynkach finansowych,

– w otoczeniu systemu finansowego: wysoki stopień liberalizacji i deregulacji systemu finansowego (otoczenie prawne), poprawa warunków instytucjonalno-prawnych, ekonomicznych oraz politycznych, w których funkcjonują instytucje i rynki finansowe (otoczenie prawne, ekonomiczne i polityczne).

Zestawienie powyższych cech daje podstawę do rozbudowania definicji systemu finansowego wprowadzonej w pierwszym artykule (Matysek-Jędrzych 2007a). Odwołując się do pracy Wilczyńskiego (2000,

s. 20–22) – który zwraca uwagę na konieczność określenia podstawowych właściwości systemu gospodarczego – współczesny system finansowy należałoby również ujmować z punktu widzenia jego właściwości ukształtowanych w wyniku licznych przeobrażeń. Omówione właściwości wskazują m.in. na znaczenie prowadzonej polityki dla szeroko pojętego stabilizowania systemu finansowego w celu jego właściwego funkcjonowania, ale również dla gospodarki danego kraju. Wydaje się bowiem, że wysoką skuteczność prowadzonych działań można osiągnąć wyłącznie pod warunkiem uwzględnienia najważniejszych właściwości współczesnego systemu finansowego oraz dostosowania do nich strategii i instrumentów polityki stabilizowania systemu finansowego. Wielość czynników oddziałujących na współczesny system finansowy i silne związki między tymi czynnikami niewątpliwie powinny znaleźć odzwierciedlenie w kształtowaniu regulacji finansowych, norm ostrożnościowych czy jakościowych instrumentów polityki stabilizowania systemu finansowego.

Bibliografia

- Allegret J.-P., Courbis B., Dulbecco P. (2003), *Financial liberalization and stability of the financial system in emerging markets: The institutional dimensions of financial crises*, "Review of International Political Economy", Vol. 10, No. 1, s. 73–92.
- Allen F. (1999), *The Design of Financial Systems and Markets*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 8, No. 1–2, s. 5–7.
- Allen F., Gale D. (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge.
- Arestis P., Glickman M. (2002), *Financial crises in Southeast Asia: Dispelling illusion the Minskyan way*, "Cambridge Journal of Economics", Vol. 26, No. 2, s. 237–260.
- Bandiera O., Caprio G., Honohan P., Schiantarelli F. (2000), *Does financial reform raise or reduce savings?*, "Review of Economics and Statistics", May, Vol. 82, No. 2, s. 239–263.
- Bartolini L., Drazen A. (1997), *Capital-Account Liberalization as a Signal*, "American Economic Review", Vol. 87, No. 1, s. 138–154.
- Bikchandani S., Sharma S. (2000), *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*, "Working Paper", No. 48, IMF, Washington, D.C.
- Bilski H. (1999), *Nowa międzynarodowa architektura finansowa (próba reformy światowego systemu finansowego)*, „Materiały i Studia”, nr 90, NBP, Warszawa.
- BIS (1985), *Payment Systems in Eleven Developed Countries*, February, Basle.
- BIS (1992), *Structural aspects of financial markets and prudential supervision*, w: 62nd Annual Report, Basle.
- BIS (1997), *The evolution of central banking*, w: 67th Annual Report, Basle.
- BIS (2001), *Report on financial consolidation*, Basle.
- BIS (2007), *Statistics on payment and settlement systems in selected countries*, March, Basle.
- Boone L., Girouard N., Wanner I. (2001), *Financial market liberalisation, wealth and consumption*, "Working Paper", No. 308, OECD Economic Department, Paris.
- Bordo M.D., Eichengreen B., Irvin D.A. (1999), *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?* "Working Paper", No. 7195, NBER, Cambridge.
- Broner F.A., Lorenzoni G., Schmukler S.L. (2004), *Why Do Emerging Markets Borrow Short Term?*, "Policy Research Working Paper", No. 3389, The World Bank, Washington, D.C.
- Calvo G.A., Mendoza E.G. (2000), *Rational contagion and the globalization of securities markets*, "Journal of International Economics", Vol. 51, No. 1, s. 79–113.

- Canals J. (1997), *Strategie konkurencyjne w europejskiej bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Caprio G., Honohan P. (1999), *Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements*, "Journal of Economics Perspectives", Vol. 13, No. 4, s. 43–64.
- Caprio G., Honohan P., Stiglitz J.E. (red.) (2001), *Financial Liberalization: How Far, How Fast?*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Carter M. (1989), *Financial Innovation and Financial Fragility*, "Journal of Economic Issues", Vol. 23, No. 3, s. 779–793.
- Chojecki T., Matysek A. (2003a), *Bankowość elektroniczna w europejskich systemach bankowych: Finlandia*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 74–86.
- Chojecki T., Matysek-Jędrych A. (2003b), *Bankowość elektroniczna w europejskich systemach bankowych: Szwecja*, „Bank i Kredyt”, nr 4, s. 72–86.
- Chojecki T., Matysek-Jędrych A. (2003c), *Rozwój bankowości elektronicznej na tle przekształceń duńskiego systemu bankowego*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 66–79.
- Claessens S., Demirguc-Kunt A., Huizinga H. (2001), *How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 25, No. 5, s. 891–911.
- Clarke G.R., Cull R., Peria M.S.M., Sanchez S.M. (2003), *Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Economies, and Agenda for Further Research*, "The World Bank Research Observer", Vol. 18, No. 1, s. 25–59.
- Craig V.V. (1998), *Financial Deregulation in Japan*, "FDIC Banking Review", Vol. 11, No. 3, s. 1–12.
- Crockett A. (1997), *Why Is Financial Stability a Goal of Public Policy?*, materiały z konferencji "Maintaining financial stability in a global economy", Federal Reserve Bank of Kansas City, 28–30 sierpnia, Jackson Hole.
- Crockett A. (2000), *Managing change in the European financial system – lessons from experience*, "BIS Review", No. 80, <http://www.bis.org/review/r001003b.pdf>
- Crockett A., Cohen B.H. (2001), *Financial Markets and Systemic Risk in an Era of Innovation*, "International Finance", Vol. 4, No. 1, s. 127–144.
- Davis E.P. (1996), *The Role of Institutional Investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*, materiały z konferencji "The Future of Financial System", Reserve Bank of Australia, 8–9 lipca Sydney.
- Davis E.P. (2003), *Institutional investors, financial markets efficiency, and financial stability*, "EIB Papers", Vol. 8, No. 1, s. 76–107.
- Davis E.P., Steil B. (2001), *Institutional investors*, MIT Press, Cambridge.
- De la Torre A., Levy Yeyati E., Schmukler S. (2002), *Financial Globalization: Unequal Blessings*, "International Finance", Vol. 5, No. 3 s. 335–357.
- Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1998), *Financial liberalization and financial fragility*, "Working Paper", No. 83, June, IMF, Washington, D.C.
- Dermine J. (2003), *Banking in Europe: Past, Present and Future: The transformation of the European financial system*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Devenow A., Welch I. (1998), *Rational herding in financial economics*, "European Economic Review", Vol. 40, No. 3–5, s. 603–615.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Diaz-Alejandro C.F. (1985), *Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash*, "Journal of Development Economics", Vol. 19, No. 1–2, s. 1–24.
- Dornbusch R., Park Y., Claessens S. (2000), *Contagion: Understanding How it Spreads*, "The World Bank Research Observer", Vol. 15, No. 2, s. 177–198.
- Drees B., Pazarbaşıoğlu C. (1998), *The Nordic Banking Crises. Pitfalls in Financial Liberalization?*, "Occasional Paper", No. 161, IMF, Washington, D.C.
- ECB (2002), *Report on financial structures*, Frankfurt.
- ECB (2003), *The transformation of the European financial system*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Edwards F.R., Mishkin F.S. (1995), *The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy*, "Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review", Vol. 1, No. 2, s. 27–45.
- Eichengreen B. (1999), *Toward a new international financial architecture: A practical post-Asia agenda*, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Eichengreen B., Mussa M. (red.) (1998), *Capital Account Liberalization. Theoretical and Practical Aspects*, "Occasional Paper", No. 12, IMF, Washington, D.C.
- Eichengreen B., Rose A., Wyplosz C. (1996), *Contagious Currency Crises*, "Working Paper", No. 5681, NBER, Cambridge.

- Eisenbeis R.A. (1987), *Eroding Market Imperfections: Implications for Financial Intermediaries, the Payment System, and Regulatory Reform*, materiały z konferencji "Restructuring the Financial System", Federal Reserve Bank of Kansas City, 20–22 sierpnia, Jackson Hole.
- European Securitisation Forum (2006), *ESF Securitisation Data Report*, Summer, <http://www.eurosecuritisation.com/pubs/ESFDataRprt0706.pdf>
- Feldstein M., Horioka C. (1980), *Domestic Savings and International Capital Flows*, "Economic Journal", Vol. 90, No. 358, s. 314–329.
- Ferguson R.W. (2003), *Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective?* w: P.C. Ugolini, A. Schaechter, S.R. Stone (red.), *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, IMF, Washington, D.C.
- Finnerty J.D., Emery D.R. (2002), *Corporate Securities Innovation: An Update*, "Journal of Applied Finance", Vol. 12, No. 1, s. 21–47.
- Fischer S. (1997), *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, materiały z seminarium „Asia and the IMF”, IMF, 19 września, Hong Kong.
- Fischer S. (1998), *Capital Account Liberalization and the Role of the IMF*, w: S. Fischer, R.N. Cooper, R. Dornbusch, P.M. Garber, C. Massad, J.J. Polak, D. Rodrik, S.S. Tarapore, *Should the IMF pursue capital-account convertibility?*, "Essays in International Finance", No. 207, Princeton University, Princeton.
- Frame W.S., White L.J. (2004), *Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Action?*, "Journal of Economic Literature", Vol. 42, No. 1, s. 116–144.
- Frankel J.A., Schmukler S.L. (1998), *Crises, Contagion, and Country Funds: Effects on East Asia and Latin America*, w: R. Glick (red.), *Managing Capital Flows and Exchange Rate Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge.
- French K.R., Poterba J.M. (1991), *Investor Diversification and International Equity Markets*, "American Economic Review", Vol. 81, No. 2, s. 222–226.
- Fry M.J. (1997), *In Favour of Financial Liberalization*, "Economic Journal", Vol. 107, No. 442, s. 754–770.
- Gabaix X., Gopikrishnan P., Plerou V., Stanley H.E. (2005), *Institutional Investors and Stock Market Volatility*, "Working Paper", No. 11722, NBER, Cambridge.
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001), *The impact of the euro on Europe's financial markets*, "Working Paper", No. 100, BIS, Basle.
- Gelos R.G., Wei S.-J. (2005), *Transparency and International Portfolio Holdings*, "Journal of Finance", Vol. 60, No. 6, s. 2987–3020.
- Gemech F., Struthers J. (2003), *The McKinnon-Shaw Hypothesis: Thirty Years on – A Review of Recent Development in Financial Liberalization Theory*, materiały z konferencji "Globalization and Development", Development Studies Association, wrzesień, Glasgow.
- Greenspan A. (1999), *Need for financial modernization*, Testimony before Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, 23 February, Washington, DC.
- Greenspan A. (2000), *Technology and financial services*, uwagi przed konferencją "In Honor of Anna Schwartz", Journal of Financial Services Research and the American Enterprise Institute, 14 kwietnia, Washington, D.C.
- Gruszczyński M. (2002), *Kryzysy walutowe a liberalizacja obrotów kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Guitián M. (1998), *Capital account convertibility and the financial sector*, "Journal of Applied Economics", Vol. 1, No. 1, s. 209–229.
- Hall M.J.B. (red.) (2003), *The International Handbook on Financial Reform*, Edward Edgar Publishing, Cheltenham.
- Honohan P. (2000), *How Interest Rates Changed under Financial Liberalization. A Cross-Country Review*, "Policy Research Working Paper", No. 2313, The World Bank, Washington, D.C.
- Houben A., Kakes J., Schinasi G. (2000), *Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability*, "Working Paper", No. 101, IMF, Washington, D.C.
- IMF (2000), *Globalization: Threat or Opportunity?*, 12 April (corrected January 2002), IMF, Washington, D.C., <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/041200to.htm>
- IMF (2001), *World Economic Outlook. The Information Technology Revolution*, October, Washington, D.C.
- IMF (2006a), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington, D.C.
- IMF (2006b), *World Economic Outlook. Financial Systems and Economic Cycles*, September, Washington, D.C.
- Ishii A., Habermeier K. (2002), *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, "Occasional Paper", No. 211, IMF, Washington, D.C.
- Kaliński J. (2004), *Globalizacja w perspektywie historycznej*, w: E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.

- Kaminsky G.L., Reinhart C.M. (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, "American Economic Review", Vol. 89, No. 3, s. 473–500.
- Kaminsky G.L., Schmukler S.L. (2002), *Short-Run Pain, Long-Run Gain. The Effects of Financial Liberalization*, "Policy Research Working Paper", No. 2912, The World Bank, Washington, D.C.
- Kindleberger Ch. (1999), *Szałeństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa.
- Kodres L., Pritsker M. (2002), *A Rational Expectations Model of Financial Contagion*, "The Journal of Finance", Vol. 57, No. 2, s. 769–799.
- Kose M.A., Prasad E., Rogoff K., Wei S.-J. (2006), *Financial Globalization: A Reappraisal*, "Working Paper", No. 06/189, IMF, Washington, D.C.
- Kowalski T., Letza S. (red.) (2006), *Corporate governance and institutions: A pan-European perspective*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Kowalski T., Lensink R., Vensel V. (red.) (2002), *Foreign Banks and Economic Transition*, „Raporty, Opracowania, Referaty”, zeszyt 20, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Katedra Polityki Gospodarczej i Planowania Rozwoju, Poznań.
- Kowalski T., Wihlborg C., Vensel V. (2007), *Rozwój środowiska instytucjonalnego w nowych krajach Unii Europejskiej: przypadek Estonii i Polski*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, nr 1, s. 151–171.
- Kroszner R.S., Strahan P.E. (1997), *The Political Economy of Deregulation: Evidence from the Relaxation of the Bank Branching Restrictions in the United States*, "Research Paper", No. 9720, Federal Reserve Bank of New York.
- Krugman P. (1979), *A Model of Balance of Payments Crises*, "Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 11, No. 3, s. 311–325.
- Krugman P. (1998), *Saving Asia: It's Time to Get Radical*, "Fortune", 7 September.
- Ledrut E. (2007), *The BIS statistics on payments and settlements*, "BIS Quarterly Review", June, s. 41–53.
- Leland H.E., Pyle D.H. (1977), *Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, "Journal of Finance", Vol. 32, No. 2, s. 371–387.
- Levine R. (1996), *Foreign Banks, Financial Development, and Economic Growth*, w: C.E. Barfield (red.), *International Financial Markets. Harmonization versus Competition*, AEI Press, Washington, D.C.
- Levine R., Zervos S. (1996), *Capital Control Liberalization and Stock Market Development*, "Policy Research Working Paper", No. 1622, The World Bank, Washington, D.C.
- Lewis K. (1996), *Consumption, stock returns, and the gains from international risk-sharing*, "Working Paper", No. 5410, NBER, Cambridge.
- Małecki W., Sławiński A., Piasecki R., Żuławska U. (2001), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mann C.L., Meade E.E. (2002), *Home bias, transaction costs, and prospects for the euro: A more detailed analysis*, "Working Paper", No. 3, June, Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Martinez Peria M.S., Powell A., Vladkova-Hollar I. (2005), *Banking on Foreigners: The Behavior of International Bank Claims on Latin America, 1985–2000*, "Staff Paper", Vol. 52, No. 3, IMF, Washington, D.C.
- Masson P. (1998), *Contagion: Monsoonal Effect, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria*, "Working Paper", No. 142, IMF, Washington, D.C.
- Masson P. (2001), *Globalization: Facts and Figures*, "Policy Discussion Paper", No. 4, IMF, Washington, D.C.
- Matysek-Jędrzych A. (2007a), *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” nr 10, s. 38–50.
- Matysek-Jędrzych A. (2007b), *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 11–12, s. 87–102.
- Mayer C. (1986), *The Assessment: Financial Innovation: Curse of Blessing?*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 2, No. 4, s. i–xix.
- McKinnon R.I. (1973), *Money and capital in economic development*, Brookings Institution, Washington, D.C.
- McKinnon R.I., Pill H. (1997), *Credible Economic Liberalizations and Overborrowing*, "American Economic Review", Vol. 87, No. 2, s. 189–193.
- McKinsey Global Institute (2004), *The Value and Challenges of Good Corporate Governance*, "Advanced Risk Management Workshop", May, The World Bank, Washington, D.C.
- McKinsey Global Institute (2005), *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the Global Capital Markets*, February, <http://www.mckinsey.com/mgi/publications/gcm/index.asp>
- Merton R.C. (1990), *The Financial System and Economic Performance*, "Journal of Financial Services Research", Vol. 4, No. 4, s. 263–300.
- Merton R.C. (1995), *Financial innovation and the management and regulation of financial institutions*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 19, No. 3–4, s. 461–481.
- Miklaszewska E. (2004), *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.

- Ministry of Finance Japan (bdw), *Structural Reform of the Japanese Financial Market*, <http://www.mof.go.jp/english/big-bang/ebb7.htm>
- Minsky H. (1991), *The Financial Instability Hypothesis: A Clarification*, w: M. Feldstein (red.), *The Risk of Economic Crisis*, University of Chicago Press, Chicago.
- Minsky H. (1992), *The Financial Instability Hypothesis*, "Working Paper", No. 74, The Jerome Levy Economics Institute, New York.
- Mishkin F.S. (2001), *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries*, "Working Paper", No. 8087, NBER, Cambridge.
- Mishkin F.S. (2005), *Is financial globalization beneficial?*, "Working Paper", No. 11891, NBER, Cambridge.
- Mishkin F.S. (2007), *Globalization and financial development*, "BIS Review", No. 41, <http://www.bis.org/review/r070502f.pdf>
- Mishkin F.S., Strahan P.E. (1999), *What Will Technology Do to Financial Structure?*, "Working Paper", No. 6892, NBER, Cambridge.
- Moles P., Terry N. (1999), *The Handbook of International Financial Terms*, Oxford University Press, Oxford.
- Mundell R.A. (2000), *A Reconsideration of the Twentieth Century*, "American Economic Review", Vol. 90, No. 3, s. 327–340.
- Osiński J., Wyczański P., Tymoczko D., Grąt A. (red.) (2004), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, NBP, Warszawa.
- Noyer C. (2007), *Financial Innovation, Monetary Policy and Financial Stability*, materiały z konferencji "Microdata Analysis and Macroeconomic Implications", Deutsche Bundesbank, 27–28 kwietnia, Eltville.
- Obstfeld M. (1986), *Rational and Self-Fulfilling Balance-of Payments Crises*, "American Economic Review", Vol. 76, No. 1, s. 72–81.
- Obstfeld M. (1998), *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, "Journal of Economic Perspectives", Vol. 12, No. 4, s. 9–30.
- Obstfeld M., Taylor A.M. (2004), *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OECD (2003), *Institutional Investors Statistical Yearbook 1991–2001*, Paris.
- Onno Ruding H. (2002), *The transformation of the financial services industry*, "Occasional Paper", No. 2, Financial Stability Institute, BIS, Basle.
- Oręziak L. (2004), *Globalizacja rynków finansowych*, w: E. Czarny (red.), *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa.
- Padoa-Schioppa T. (2003), *Central Banks and Financial Stability: Exploring the Land in Between*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *The Transformation of the European Financial System, Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Peek J., Rosengren E.S. (2000), *Implications of the globalization of the banking sector: the Latin America experience*, w: E.S. Rosengren, J.S. Jordan (red.), *Building an Infrastructure for Financial Stability*, "Conference Series" No. 44, Federal Reserve Bank of Boston.
- Peree E., Steinherr A. (2001), *The euro and capital markets: A new era*, "The World Economy", Vol. 24, No. 10, s. 1295–1308.
- Prasad E.S., Rogoff K., Wei S.-J., Kose M.A. (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, "Occasional Paper", No. 220, IMF, Washington, D.C.
- Quinn D.P. (2003), *Capital account, liberalization and financial globalization, 1890–1999: A synoptic view*, "International Journal of Finance and Economics", Vol. 8, No. 3, s. 189–204.
- Quirk P.J., Evans O. (1995), *Capital account convertibility. Review of experience and implications for IMF policies*, "Occasional Paper", No. 131, IMF, Washington, D.C.
- Rajan R.G., Zingales L. (1998), *Financial dependence and growth*, "American Economic Review", Vol. 88, No. 3, s. 559–586.
- Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *The Transformation of the European Financial System, Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Rodrik D. (1999), *Governing the global economy: does one architecture style fit all?*, w: R.Z. Lawrence, S.M. Collins (red.), *Brookings Trade Forum: 1999*, Brookings Institution Press, Washington, D.C.
- Rybczyński T.M. (1994), *Ewolucja systemu finansowego. Geldowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze”, nr 36, s. 42–43.
- Schinasi G.J. (2005), *Safeguarding financial stability. Theory and practice*, IMF, Washington, D.C.
- Schmukler S.L., Zoido P., Halac M. (2003), *Financial Globalization, Crises, and Contagion*, "Background paper for the Globalization World Bank Policy Research Report", October, The World Bank, Washington, D.C.
- Sell F.L. (2001), *Contagion in Financial Markets*, Edward Elgar, Cheltenham.

- Shafer J.R. (1995), *Experience with controls on international capital movements in OECD countries: Solution or problem for monetary policy?* w: S. Edwards (red.), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Shirakawa M., Okina K., Shiratsuka S. (1997), *Financial Market Globalization: Present and Future*, "Discussion Paper", No. 97-E-11, Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo.
- Sławiński A. (2001), *Przyczyny i następstwa kryzysu walutowego*, w: W. Małecki, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska (red.), *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Sławiński A. (2006), *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, referat na konferencję "Współczesne problemy finansów międzynarodowych", Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17 listopada, Warszawa.
- Solarz J.K. (2001), *Nowa architektura międzynarodowego systemu finansowego*, w: J.K. Solarz (red.), *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalna-porównawcza*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Stiglitz J.E. (2000), *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, "World Development", Vol. 28, No. 6, s. 1075–1086.
- Stiglitz J.E. (2004), *Globalizacja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stulz R. (2005), *The limits of financial globalization*, "Working Paper", No. 11070, NBER, Cambridge.
- Sundararajan V., Baliño T.J.T. (red.) (1991), *Banking Crises: Cases and Issues*, IMF, Washington, D.C.
- Sveriges Riksbank (1998), *Year 2000 – a threat to financial stability?*, "Financial Market Report", No. 2, Stockholm.
- Taylor A.M. (1996), *International capital mobility in history: the saving-investment relationship*, "Working Paper", No. 5743, NBER, Cambridge.
- Taylor A.M. (2002), *Globalization, trade and development: some lessons from history*, "Working Paper", No. 9326, NBER, Cambridge.
- The Economist (2000), *Untangling e-economics*, 21 September, s. B5-B40.
- Trichet J.C. (2000), *Worldwide tendencies in financial systems*, "BIS Review", No. 85, <http://www.bis.org/review/r001011a.pdf>
- Tytell I., Wei S.-J. (2004), *Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?*, "Working Paper", No. 04/84, IMF, Washington, D.C.
- Vitols S. (2000), *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial System*, "Discussion Paper", No. 02-901, Social Science Research Center Berlin (WZB), Working Group on Institutions, States and Markets, <http://skylla.wzb.eu/pdf/2002/p02-901.pdf>
- Weber A.A. (2006), *Concluding Remarks*, materiały z konferencji „Financial Systems Modernisation and Economic Growth in Europe”, 29 września, ECB-CFS Research Network, Berlin.
- Wei S.-J. (2000a), *How Taxing is Corruption on International Investors?*, "Review of Economics and Statistics", Vol. 82, No. 1, s. 1–11.
- Wei S.-J. (2000b), *Natural openness and good governance*, "Working Paper", No. 7765, NBER, Cambridge.
- Weller C.E. (1999), *Financial crises after liberalization: Exceptional circumstances or structural weakness*, "Working Paper", No. 15, Rheinische Friedrich-Wilhelms University, Centre for European Integrations Studies, Bonn.
- Węclawski J. (1994), *Sekurytyzacja – nowa forma finansowania przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt”, nr 8, s. 43–51.
- Wilczyński W. (2000), *Rynek i pieniądz w Polsce u progu XXI wieku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
- Williamson J. (1998), *Whither Financial Liberalization*, przemówienie podczas konferencji "Second Annual Indian Derivatives Conference", 12 listopada, Mumbai, <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=323>
- Wyplosz C. (2001), *How Risky is Financial Liberalization in the Developing Countries?*, "Discussion Paper", No. G-24, United Nations, New York.

Analiza powiązań pomiędzy indeksami giełdowymi i wielkością obrotów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*

The Price-Volume Linkages on the Warsaw Stock Exchange

*Jerzy Rembeza***, *Grzegorz Przekota****, *Anna Szczepańska-Przekota*****

pierwsza wersja: 5 listopada 2007 r., ostateczna wersja: 14 lutego 2008 r., akceptacja: 27 lutego 2008 r.

Streszczenie

W artykule starano się określić kierunki powiązań oraz rozkład reakcji w czasie pomiędzy dwoma charakterystykami giełdowymi: indeksami giełdowymi i wielkością obrotów. Wykorzystane dane dotyczą indeksów: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 w latach 2000–2007. W badaniu wykorzystano narzędzia związane z modelami VAR.

Wyniki testów wskazują, że można tutaj mówić o zależności między wartością indeksów a obrotami. Jednak z drugiej strony wyniki analizy odpowiedzi na impuls oraz dekompozycji wariancji błędu prognozy wskazują na bardzo słabą zależność tych zmiennych. Przeprowadzone badania nie przeczą jednoznacznie sensowi obserwacji wielkości obrotów, ale sprawiają, że decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie tych obserwacji stają się dyskusyjne.

Słowa kluczowe: indeks giełdowy, ceny, obroty, przyczynowość

Abstract

This paper investigates the causal relationship between stock and volume on the Warsaw Stock Exchange. The Granger causality test and VAR model have been used. The causality test reveals that there is unidirectional causality running from prices to volume. However, impulse response functions and variance decomposition show a weak relation between price and volume. The results are consistent with the efficient market hypothesis.

Keywords: stock exchange index, prices, volume, causality

JEL: G14, G12, C32

* Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2007–2009 jako projekt badawczy.

** Politechnika Koszalińska w Koszalinie, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Zakład Ekonomii

*** Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Wydział Inżynierii Produkcji, Katedra Organizacji i Inżynierii Produkcji, e-mail: grzegorzprzekota@wp.pl

**** Bank Zachodni WBK SA

1. Wstęp

Wolumen obrotów oraz poziom cen to podstawowe informacje opisujące sytuację na rynku akcji i będące przedmiotem obserwacji przez inwestorów giełdowych. W istocie jednak znaczenie charakteru powiązań pomiędzy tymi wielkościami wykracza poza problemy kształtowania strategii inwestycyjnych i dotyczy fundamentalnych problemów funkcjonowania rynków finansowych. Przesłanki zainteresowania badaczy związkami pomiędzy cenami a obrotami wynikają m.in. z następujących kwestii (Gold 2004; Karpoff 1987):

- analiza tych powiązań pozwala na ocenę funkcjonowania i struktur rynków finansowych,
- wyniki analiz relacji pomiędzy cenami a wolumenem mogą być przydatne w interpretacji innych badań, dotyczących np. rozprzestrzeniania się nowych informacji,
- relacje cena – wolumen mogą być użyteczne w analizie rozkładu cen na rynkach finansowych, odbiegającego od rozkładu normalnego,
- relacje cena – wolumen wywierają istotny wpływ na funkcjonowanie rynków terminowych,
- w wielu procedurach analizy technicznej wolumen traktowany jest jako jedno z kryteriów podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Większość analiz empirycznych dotyczących powiązań pomiędzy cenami a wolumenem dotyczy rozwiniętych rynków finansowych. Powiązania te na mniejszych, rozwijających się rynkach mogą być jednak odmienne ze względu na różnice o charakterze instytucjonalnym (Chen, Li 2006; Gündüz, Hatemi 2005; Saatcioglu, Starks 1998), a ponadto mogą się zmieniać wraz z przekształceniami rynków (Ciner 2002).

W niniejszym opracowaniu starano się przedstawić powiązania pomiędzy obrotami a cenami w odniesieniu do wybranych indeksów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Starano się przede wszystkim określić kierunki powiązań pomiędzy tymi wielkościami oraz opisać rozkład w czasie wzajemnych reakcji. Wyniki analizy mogą być przyczynkiem oceny efektywności funkcjonowania rynku akcji na GPW oraz dyskusji nad przydatnością niektórych strategii opartych na analizie technicznej.

2. Relacje cena – wolumen w świetle badań teoretycznych i empirycznych

Najprostsze analizy powiązań pomiędzy cenami a wolumenem ograniczały się do technik korelacji (Gold 2004). Wskazując na dodatnią korelację między stopami zwrotu a wolumenem oraz między wariancją cen a wolumenem, sugerowały, że ceny i ilości można traktować jako substytucyjne miary reakcji rynków na nowe informacje, przy czym nie wnoszą one nic do prognoz rynkowych.

W istocie takie traktowanie relacji cena – wolumen wymaga przyjęcia hipotezy efektywności rynków. Hipoteza ta jest jednak w wielu opracowaniach kwestionowana. W konsekwencji część autorów sugeruje, że informacje o wolumenie mogą być użyte do predykcji cen (Lee, Swaminathan 2000; Chen et al. 2001). Takie podejście zakłada, że wolumen zachowuje się nieco inaczej niż ceny i dostarcza innych informacji. W konsekwencji informacje o wolumenie i cenach pełniej charakteryzują rynek niż same ceny (Hiemstra, Jones 1994). W modelu Suominena (2001) wolumen może być źródłem dodatkowych informacji, gdyż pomaga w rozwiązaniu problemu asymetrii informacji na rynku. W modelu Bluma, Easleya i O'Hary (1994) również ceny nie są nośnikiem całej informacji. Wolumen dostarcza inwestorom wiedzy o precyzji nowej informacji napływającej na rynek.

Istnieją również zróżnicowane opinie o zachowaniu się cen w zależności od wolumenu. Autorzy części prac uważają, że tendencje cenowe wykazują większą skłonność do odwrócenia, gdy mamy do czynienia z małym wolumenem (Stickel, Verrecchia 1994). Niski wolumen jest bowiem skutkiem małej aktywności lepiej poinformowanych inwestorów. W innych pracach wyrażony jest pogląd, że tendencje cenowe są bardziej narażone na odwrócenie przy dużym wolumenie (Campbell et al. 1993). Wynika to z rosnących kosztów transakcyjnych.

Mechanizm powiązań pomiędzy wolumenem a cenami tłumaczą dwie teorie: teoria sekwencyjnego napływu informacji (Jennings et al. 1981) oraz teoria mieszanki rozkładów (Epps, Epps 1976). Zgodnie z pierwszą teorią nowa informacja stopniowo rozprzestrzenia się na rynku, dając kolejne pośrednie stany równowagi, a ostateczna równowaga zostaje ustalona, gdy nowa informacja dotrze do wszystkich. W modelu tym mamy do czynienia z dodatnimi zwrotnymi związkami pomiędzy wolumenem a ceną. Opóźnione dane o wolumenie wpływają na stopy zwrotu, a opóźnione stopy zwrotu wyjaśniają bieżący wolumen.

Hipoteza mieszanki rozkładów zakłada, że dane empiryczne pochodzą z mieszanki rozkładów o różnej warunkowej wariancji. Informacja jest traktowana jako zmienna nieobserwowalna, która jest odzwierciedlona w wolumenie. Wolumen można traktować jako miarę niezgody pomiędzy inwestorami co do prognoz rynkowych, a model prowadzi do wniosku, że powinny się uwidocznić dodatnie zależności wolumenu do cen.

Problem powiązań cena – wolumen zawiera również hipoteza rynku koherentnego Vagi (1990), który do danych giełdowych zaadaptował teorię społecznego naśladownictwa opracowaną przez Callana i Shapiro (1974). Główną kwestią w tej teorii jest określenie tzw. stopnia nasilenia zachowań stadnych, który właśnie obejmuje analizę struktury akcji w fazie rosnącej i malejącej oraz obrotów.

Zróżnicowane wyniki uzyskiwano też w empirycznych analizach dotyczących relacji cena – wolumen.

W większości analiz dotyczących rozwiniętych rynków kapitałowych stwierdzano wpływ stóp zwrotu na wolumen, przy braku powiązań przyczynowych skierowanych w odwrotnym kierunku (Chen et al. 2001; Lee, Swaminathan 2000). Bardziej zróżnicowane wyniki uzyskiwano w odniesieniu do rynków wschodzących. Dla wielu z nich stwierdzano istnienie dwukierunkowej przyczynowości pomiędzy cenami a wolumenem (Gündüz, Hatemi 2005; Saatcioglu, Starks 1998).

3. Metoda analizy

W opracowaniu przeprowadzono analizę powiązań pomiędzy cenami a obrotami w odniesieniu do następujących indeksów GPW w Warszawie: WIG, WIG20, mWIG40 oraz sWIG80. Wykorzystano dane za okres styczeń 2000 r. – październik 2007 r. Dobierając okres analizy, brano pod uwagę dwie możliwości: początek w 1995 r., kiedy sesje odbywały się już 5 razy w tygodniu, lub datę późniejszą – taką, aby szeregi czasowe były jak najdłuższe, która uwzględniałaby szybki rozwój technologiczny zauważalny w ostatnich latach. W ten sposób zdecydowano się na rok 2000.

Analizowane dane dzienne – wartości indeksów na zamknięciu sesji oraz obroty na danej sesji za okres 01.2000–10.2007 – przedstawiono na wykresie 1. Wiadać na nim podobną tendencję w zachowaniu się wartości poszczególnych indeksów oraz obrotów, choć wydaje się, że związki te były najwyraźniejsze w przypadku WIG oraz WIG20. W przypadku indeksu mWIG40 w pierwszym roku analizy następował spadek obrotów przy dość stabilnym poziomie cen. W późniejszym okre-

sie, tak jak w przypadku pozostałych indeksów, wzrosła wartość towarzyszył wzrost obrotów.

Najprostsze metody analizy powiązań pomiędzy indeksami giełdowymi opierają się na obliczaniu współczynników korelacji. Technicznie są one najprostsze, ale ze względu na pewne cechy szeregów czasowych (niestacjonarność, heteroscedastyczność) mogą dawać mało wiarygodne wyniki. Większe możliwości analityczne mają modele autoregresyjne odwołujące się do koncepcji integracji i kointegracji. W pracy wykorzystano oba podejścia.

Za pomocą współczynnika korelacji określono siłę i kierunek zależności pomiędzy notowaniami indeksów giełdowych a wielkością obrotów. Aby osiągnąć bardziej precyzyjną analizę powiązań, wykorzystano procedury odwołujące się do koncepcji integracji i kointegracji. Przeprowadzono analizę przyczynowości Grangera oraz zastosowano narzędzia związane z modelem VAR: funkcję odpowiedzi na impuls oraz dekompozycję wariancji błędu prognozy. Metody te pozwolą odpowiedzieć na pytania o kierunek przyczynowości w związku pomiędzy wartościami indeksów giełdowych a wielkością obrotów oraz o siłę wzajemnego oddziaływania tych zmiennych.

Punktem wyjścia był model VAR o postaci:

$$Y_t = A_0 D_t + A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \dots + A_k Y_{t-k} + e_t \quad (1)$$

gdzie:

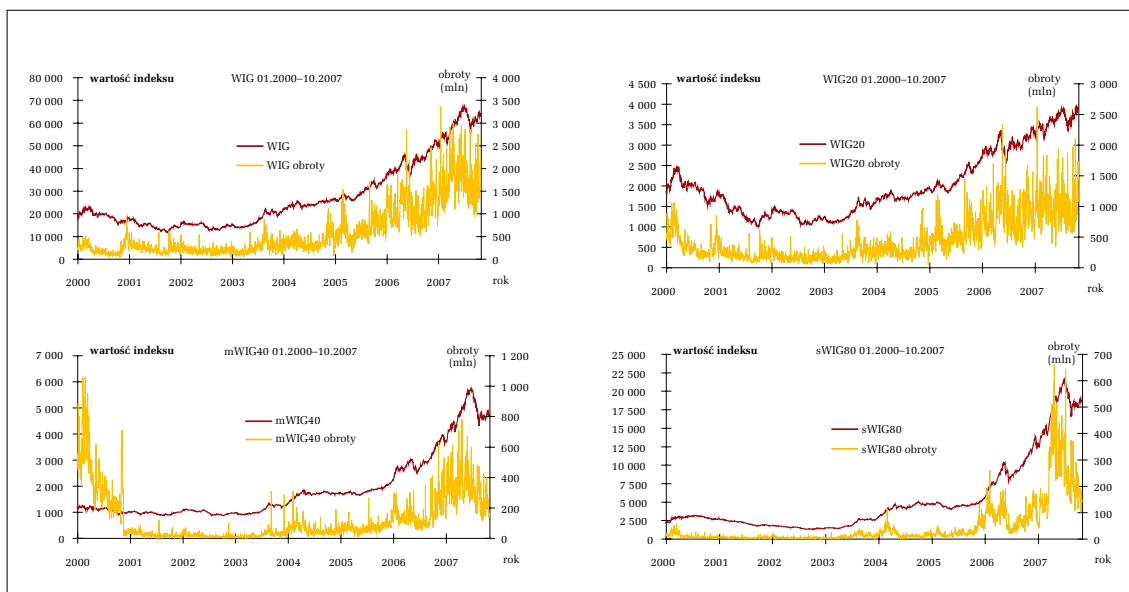
$Y_t = [Y_{1t}, Y_{2t}, \dots, Y_{nt}]'$ – wektor obserwacji bieżących wartości n zmiennych,

D_t – wektor deterministycznych zmiennych modelu,

A_0 – macierz parametrów stojących przy niestochastycznych zmiennych,

A_i – macierze parametrów przy opóźnionych zmiennych wektora Y_t ,

Wykres 1. Szeregi czasowe indeksów giełdowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie.

Tabela 1. Korelacje pomiędzy wartościami indeksów giełdowych a wielkością obrotów

Korelacje	Obserwacje	Pierwsze przyrosty
WIG ↔ WIG ob.	0,9073	0,1081
WIG20 ↔ WIG20 ob.	0,8303	0,1413
mWIG40 ↔ mWIG40 ob.	0,4461	0,0846
sWIG80 ↔ sWIG80 ob.	0,8703	0,0329

Źródło: opracowanie własne.

$e_t = [e_{1t}, e_{2t}, \dots, e_{mt}]$ – wektor stacjonarnych zakłóceń losowych.

Wykorzystując w analizie funkcję odpowiedzi na impuls oraz dekompozycji wariancji błędów prognozy, przekształcono model (1) do postaci strukturalnej:

$$BY_t = \Gamma_0 D_t + \Gamma_1 Y_{t-1} + \Gamma_2 Y_{t-2} + \dots + \Gamma_k Y_{t-k} + \xi_t \quad (2)$$

Pomiędzy postacią podstawową a strukturalną zachodzą następujące związki:

$$\begin{aligned} A_0 &= B^{-1}\Gamma_0 \\ A_i &= B^{-1}\Gamma_i \\ e_t &= B^{-1}\xi_t \end{aligned}$$

Funkcja odpowiedzi na impuls pozwala ocenić reakcję pojedynczej zmiennej na jednostkową zmianę innych zmiennych wchodzących w skład wielowymiarowego systemu. W celu interpretacji funkcji odpowiedzi na impuls system został przedstawiony w postaci reprezentacji średniej ruchomej:

$$Y_t = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \theta_i \xi_{t-i} \quad (3)$$

gdzie $\theta_i = \Phi_i B^{-1}$, a ξ_t jest białym szumem z macierzą wariancji i kowariancji. Elementy macierzy θ_i zawierają odpowiedzi systemu na jednostkowe zaburzenia. Element $\theta_{jk,i}$ opisuje reakcję j -tej zmiennej na jednostkowe zaburzenie zmiennej k , które nastąpiło i okresów wcześniej. Aktualizacja o i okresów powoduje, że $\theta_{jk,i}$ opisuje reakcję j -tej zmiennej w i -tym okresie wprzód na aktualne jednostkowe zaburzenie zmiennej k .

Wzór (3) umożliwia prognozowanie przyszłych stanów systemu. Wartość zmiennych w okresie $t + n$ wynosi:

$$Y_{t+n} = \mu + \sum_{i=0}^{\infty} \theta_i \xi_{t+n-i} \quad (4)$$

a błąd prognozy:

$$Y_{t+n} - E_t Y_{t+n} = \sum_{i=0}^{n-1} \theta_i \xi_{t+n-i} \quad (5)$$

W przeprowadzonej analizie dla każdego indeksu posługiwano się systemem dwuwymiarowym (wartość indeksu oraz obroty).

4. Analiza powiązań pomiędzy indeksami giełdowymi i wielkością obrotów

Ogólną charakterystykę powiązań pomiędzy wartością indeksów a obrotami przeprowadzono, posługując się analizą korelacji (tabela 1). Wyniki otrzymane dla zmiennych na ich poziomach wskazują na ogólnie silny związek pomiędzy tymi zmiennymi, co nie odbiega od wyników osiąganych dla innych giełd. Słabsze związki stwierdzono jedynie dla indeksu mWIG40.

Powyższe wyniki wskazują na zwiększoną aktywność inwestorów przy wysokich cenach akcji oraz słabszą aktywność przy niskich cenach akcji. Z punktu widzenia stosowania narzędzi analizy technicznej związek między przyrostami jest jednak ważniejszy od związku między obserwacjami. Jeśli prawdziwe jest twierdzenie, że rosnąca wartość obrotów wzmacnia trend (malejący bądź rosnący), to warunkiem koniecznym, choć niewystarczającym jest, aby współczynnik korelacji pomiędzy przyrostami wartości indeksów a przyrostami wielkości obrotów był zbliżony do zera. Sytuację taką stwierdzono jedynie w przypadku indeksu sWIG80. W przypadku pozostałych indeksów współczynniki korelacji istotnie różniły się od zera.

Przyczynowość związku pomiędzy wartością indeksu a wielkością obrotów zweryfikowano za pomocą testu przyczynowości Grangera (tabela 2). Testowano dwie hipotezy zerowe: wartości indeksu giełdowego nie są przyczyną wielkości obrotów oraz wielkości obrotów nie są przyczyną wartości indeksu giełdowego. Badania przeprowadzono dla szeregów czasowych obserwacji oraz dla pierwszych przyrostów obserwacji. W modelach przyjęto liczbę opóźnień zapewniającą brak autokorelacji zakłóceń.

Wyniki dla indeksu giełdowego WIG, WIG20 oraz mWIG40 jednoznacznie wskazują, że zarówno w przypadku obserwacji, jak i pierwszych przyrostów obserwacji przyczyną wielkości obrotów są wartości indeksów (hipoteza zerowa o nieprzyczynowości zostaje odrzucona na poziomie istotności $p < 0,1$). Nie mamy natomiast podstaw do odrzucenia hipotezy, że wielkości obrotów nie są przyczyną wartości indeksu.

Dla indeksu giełdowego sWIG80 uzyskano zbliżone rezultaty, tutaj także hipoteza zerowa, że wartości indeksu nie są przyczyną wielkości obrotów, zostaje od-

Tabela 2. Testowanie przyczynowości w sensie Grangera

H0: „X” nie jest przyczyną „Y”	Obserwacje			Pierwsze przyrosty		
	liczba opóźnień	statystyka F	poziom istotności	liczba opóźnień	statystyka F	poziom istotności
WIG → WIG ob.	2	153,4550	0,0000	3	3,9053	0,0086
WIG ob. → WIG	2	0,3764	0,6864	3	0,7012	0,5513
WIG20 → WIG20 ob.	2	161,4600	0,0000	4	2,3619	0,0512
WIG20 ob. → WIG20	2	1,1374	0,3209	4	0,4648	0,7616
mWIG40 → mWIG40 ob.	2	6,1039	0,0023	3	3,9182	0,0084
mWIG40 ob. → mWIG40	2	0,6415	0,5266	3	1,2305	0,2971
sWIG80 → sWIG80 ob.	2	54,0904	0,0000	2	10,0077	0,0000
sWIG80 ob. → sWIG80	2	10,3651	0,0000	2	1,4076	0,2450

Źródło: opracowanie własne.

rzucana (na poziomie istotności $p < 0,00005$). W odróżnieniu od pozostałych indeksów dla obserwacji odrzucona zostaje także hipoteza zerowa, że wielkości obrotów nie są przyczyną wartości indeksu. Z kolei dla pierwszych przyrostów obserwacji nie ma podstaw do odrzucenia tej hipotezy.

Kolejnym etapem badań jest określenie stacjonarności użytych szeregów czasowych. W przypadku szeregów niestacjonarnych test zachowuje swoją moc tylko w przybliżeniu. Ponadto stacjonarność zmiennych jest ważna dla modelowania zależności związku. Stacjonarność badanych szeregów czasowych weryfikowano testem ADF w dwóch wersjach: bez stałej oraz ze stałą (tabela 3).

W przypadku wszystkich wartości indeksów stwierdzano, że są szeregami niestacjonarnymi. Stacjonarne były pierwsze przyrosty obserwacji szeregów czasowych indeksów giełdowych. Innymi słowy były one zintegro-

wane w stopniu jeden, czyli w zapisie formalnym $I(1)$. Zbliżone wyniki uzyskano dla zmiennych opisujących obroty.

Ponieważ wartości indeksów oraz obroty były zasadniczo zmiennymi zintegrowanymi w stopniu jeden, większą wiarygodność mają testy przyczynowości przeprowadzone dla pierwszych przyrostów zmiennych. Wyniki testów integracji wskazują również, że modelowanie zależności pomiędzy wartościami indeksów a wielkością obrotów powinno dotyczyć pierwszych przyrostów.

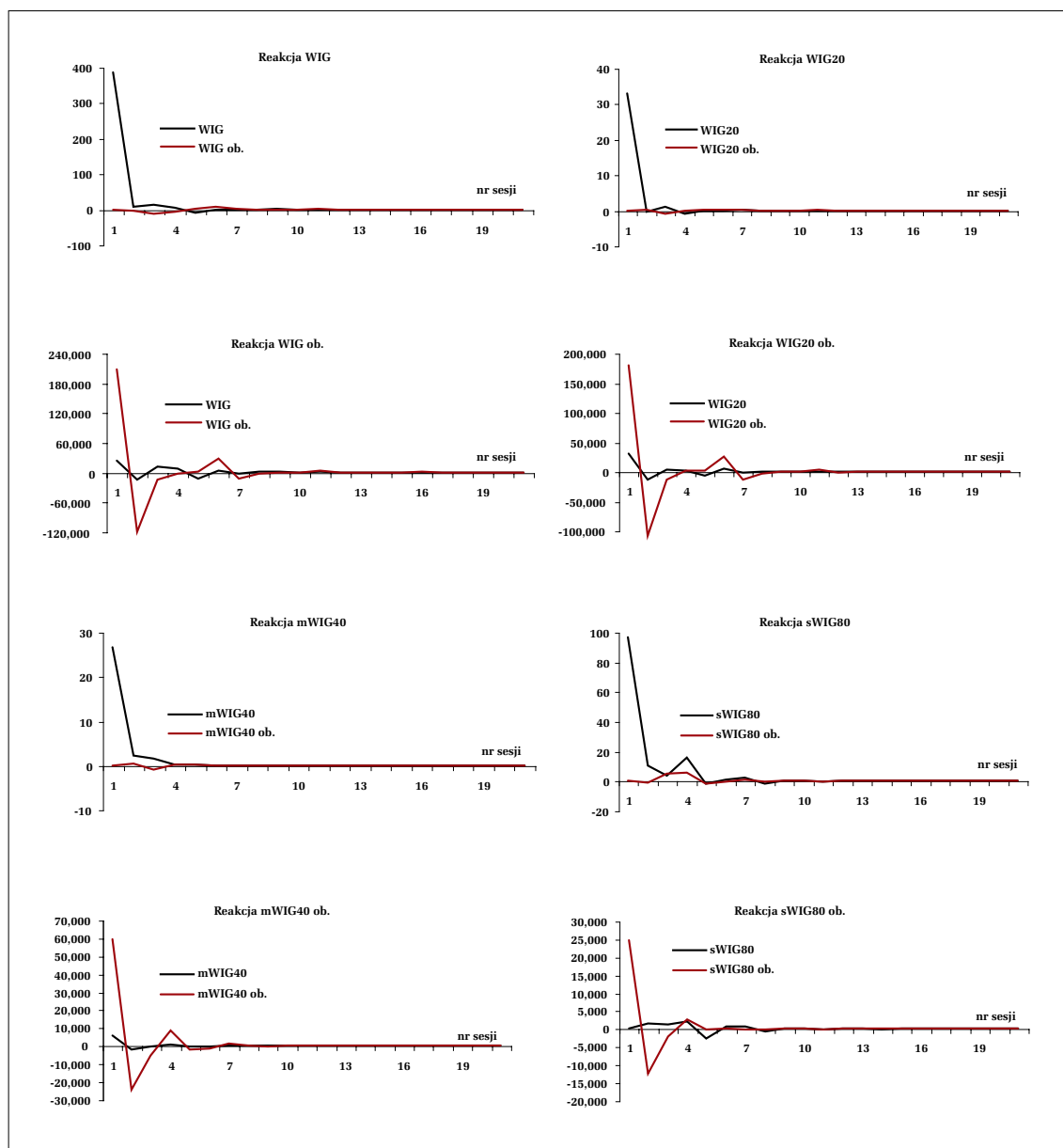
Pomiędzy badanymi zmiennymi nie stwierdzono kointegracji. Dlatego kolejnym krokiem analizy było skonstruowanie modeli VAR dla przyrostów wartości indeksów giełdowych i wielkości obrotów, uwzględniających jedynie związki krótkoterminowe. W modelach tych na podstawie kryterium Schwarza przyjęto 4 opóź-

Tabela 3. Test integracji szeregów czasowych wartości indeksów giełdowych i wielkości obrotów

Zmienna	ADF bez stałej				ADF ze stałą			
	I(0)		I(1)		I(0)		I(1)	
	ADF	p	ADF	p	ADF	p	ADF	p
WIG	3,2026	0,9997	-43,1961	0,0001	1,9377	0,9999	-43,3321	0,0000
WIG obr.	0,1673	0,7347	-15,9761	0,0000	-0,7651	0,8280	-16,0023	0,0000
WIG20	1,5023	0,9676	-44,5662	0,0001	0,5809	0,9892	-44,6012	0,0001
WIG20 obr.	-0,2977	0,5787	-16,8292	0,0000	-1,3039	0,6299	-16,8340	0,0000
mWIG40	2,7390	0,9987	-19,6300	0,0000	1,4439	0,9992	-19,7894	0,0000
mWIG40 obr.	-3,5301	0,0004	-23,0450	0,0000	-4,0472	0,0012	-23,0498	0,0000
sWIG80	3,5438	0,9999	-20,3115	0,0000	2,2449	1,0000	-20,5313	0,0000
sWIG80 obr.	-1,2496	0,1948	-10,9829	0,0000	-1,6870	0,4378	-10,9884	0,0000

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 2. Funkcje reakcji przyrostów wartości indeksów giełdowych i przyrostów wielkości obrotów na impulsy z ich strony



Źródło: opracowanie własne.

nienia i kolejność równań zgodną z wynikami testów Grangera (przyrost wartości indeksu, przyrost obrotów). Z punktu widzenia tematyki pracy najważniejsze jest określenie reakcji przyrostów wartości indeksów giełdowych i przyrostów wielkości obrotów na impulsy z ich strony. Dlatego w pracy przedstawiono finalne wyniki dotyczące funkcji odpowiedzi na impuls (wykres 2). Wyznaczono je dla 21 sesji, czyli około miesiąca notowań.

Reakcja przyrostów wartości indeksów giełdowych WIG, WIG20 oraz mWIG40 na impuls wielkości jednego odchylenia standardowego ze strony ich własnych wartości jest silna, ale trwa tylko jedną sesję. Na drugiej sesji impuls ten jest już bardzo stłumiony, a na ko-

lejných praktycznie niewidoczny. W przypadku indeksu sWIG80 reakcja przyrostu jego wartości na impuls ze strony własnych wartości trwa dłużej; widoczna jest jeszcze na czwartej sesji, a później dalej jest silnie tłumiona. Inaczej przedstawia się reakcja przyrostów wartości indeksów giełdowych na impuls wielkości jednego odchylenia standardowego ze strony przyrostu wielkości obrotów. W porównaniu z reakcją na impuls ze strony własnych wartości jest ona praktycznie niewidoczna.

Reakcja przyrostu wielkości obrotów na impuls ze strony ich własnych wartości jest silna i trwa w przypadku indeksów WIG i WIG20 do siódmej sesji, a w przypadku mWIG40 i sWIG80 do czwartej sesji.

Tabela 4. *Dekompozycja wariancji błędu prognozy przyrostów wartości indeksów giełdowych*

Nr sesji	Dekompozycja wariancji błędu prognozy							
	WIG		WIG20		mWIG40		sWIG80	
	WIG	WIG ob.	WIG20	WIG20 ob.	mWIG40	mWIG40 ob.	sWIG80	sWIG80 ob.
1	100	0	100	0	100	0	100	0
2	99,9861	0,0139	99,9983	0,0017	99,9894	0,0106	99,9895	0,0105
3	99,8943	0,1057	99,9122	0,0878	99,7315	0,2685	99,7461	0,2539
4	99,8533	0,1467	99,9121	0,0879	99,6323	0,3677	99,4337	0,5663
5	99,8533	0,1467	99,9111	0,0889	99,5646	0,4355	99,4059	0,5941
6	99,8253	0,1747	99,9062	0,0938	99,5424	0,4576	99,4048	0,5952
7	99,8252	0,1748	99,9061	0,0939	99,5424	0,4576	99,3926	0,6074
8	99,8242	0,1758	99,9045	0,0955	99,5391	0,4609	99,3919	0,6081
9	99,8234	0,1766	99,9044	0,0956	99,5388	0,4612	99,3919	0,6081
10	99,8233	0,1767	99,9044	0,0956	99,5388	0,4612	99,3918	0,6082
11	99,8229	0,1771	99,9043	0,0957	99,5388	0,4612	99,3917	0,6083
12	99,8229	0,1771	99,9043	0,0957	99,5388	0,4613	99,3917	0,6083
13	99,8228	0,1772	99,9042	0,0958	99,5387	0,4613	99,3917	0,6084
14	99,8228	0,1772	99,9042	0,0958	99,5387	0,4613	99,3916	0,6084
15	99,8228	0,1772	99,9042	0,0958	99,5387	0,4613	99,3916	0,6084
21	99,8228	0,1772	99,9042	0,0958	99,5387	0,4613	99,3916	0,6084

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. *Dekompozycja wariancji błędu prognozy przyrostów wielkości obrotów*

Nr sesji	Dekompozycja wariancji błędu prognozy							
	WIG ob.		WIG20 ob.		mWIG40 ob.		sWIG80 ob.	
	WIG	WIG ob.	WIG20	WIG20 ob.	mWIG40	mWIG40 ob.	sWIG80	sWIG80 ob.
1	1,2903	98,7097	2,6841	97,3159	0,5761	99,4239	0,0029	99,9971
2	1,3188	98,6812	2,3809	97,6192	0,5307	99,4693	0,2759	99,7241
3	1,5145	98,4855	2,4087	97,5913	0,5233	99,4767	0,4411	99,5589
4	1,6024	98,3977	2,4179	97,5821	1,1646	98,8354	1,0008	98,9992
5	1,8495	98,1505	2,5016	97,4984	2,0461	97,9539	1,8745	98,1255
6	1,8565	98,1435	2,5076	97,4924	2,0736	97,9264	1,9238	98,0762
7	1,8579	98,1421	2,5038	97,4962	2,1138	97,8862	1,9867	98,0133
8	1,8595	98,1405	2,5037	97,4963	2,1453	97,8547	2,0372	97,9628
9	1,8626	98,1374	2,5040	97,4960	2,1506	97,8494	2,0417	97,9583
10	1,8666	98,1334	2,5055	97,4945	2,1506	97,8494	2,0421	97,9579
11	1,8665	98,1335	2,5054	97,4946	2,1517	97,8483	2,0441	97,9559
12	1,8665	98,1335	2,5053	97,4947	2,1526	97,8474	2,0449	97,9551
13	1,8665	98,1335	2,5053	97,4947	2,1527	97,8473	2,0449	97,9551
14	1,8666	98,1334	2,5053	97,4947	2,1527	97,8473	2,0450	97,9550
15	1,8666	98,1334	2,5053	97,4947	2,1528	97,8472	2,0451	97,9549
21	1,8666	98,1334	2,5053	97,4947	2,1528	97,8472	2,0451	97,9549

Źródło: opracowanie własne.

Na następnych sesjach jest już silnie stłumiona. Reakcja przyrostu wielkości obrotów na impuls ze strony przyrostu wartości indeksów giełdowych jest zdecydowanie słabsza i szybko tłumiona.

Szybka reakcja na pojawiające się w systemie impulsy i ich równie szybkie tłumienie świadczą o stabilności opisywanego systemu. Reakcja przyrostu wartości indeksów giełdowych na impuls ze strony przyrostu wielkości obrotów oraz reakcja przyrostu wielkości obrotów na impuls ze strony przyrostu wartości indeksów giełdowych są słabe, co oznacza niski poziom zależności między tymi zmiennymi. Potwierdzają to wyniki dekompozycji wariancji błędu prognozy (tabela 4 i tabela 5).

Błąd prognozy przyrostów wartości indeksów giełdowych zależy praktycznie tylko od ich opóźnionych wartości. W prognozie na jedną sesję do przodu jest to nawet 100% dla wszystkich badanych indeksów. W prognozach o dłuższych horyzontach czasowych nieznacznie spada, jednak dla wszystkich indeksów wynosi zawsze ponad 99%, a udział przyrostów wielkości obrotów w błędzie prognozy przyrostów wartości indeksów giełdowych jest zawsze niższy niż 1%.

Z kolei błąd prognozy przyrostów wielkości obrotów praktycznie również zależy tylko od ich opóźnionych wartości. W prognozie na jedną sesję do przodu jest to od 98,7097% dla WIG do 99,9971% dla sWIG80. W prognozach o dłuższych horyzontach czasowych odsetek ten nieznacznie spada i waha się od 97,4947% dla WIG20 do 98,1334% dla WIG. Udział przyrostów wartości indeksów giełdowych w błędzie prognozy przyrostów wielkości obrotów waha się od 1,8666% dla WIG do 2,5053% dla WIG20.

Wartości dekompozycji wariancji błędu prognozy przyrostów wartości indeksów giełdowych i przyrostów

wielkości obrotów potwierdzają wcześniej zauważoną niezależność tych zmiennych. Oznacza to, że przyrosty wartości indeksów giełdowych oraz przyrosty wielkości obrotów zależą prawie wyłącznie od swoich przeszłych wartości.

5. Podsumowanie

Przeprowadzone w pracy analizy wskazały na bardzo silną, dodatnią korelację pomiędzy wartościami indeksów giełdowych a wielkością obrotów oraz na bardzo słabą zależność pomiędzy przyrostami wartości indeksów giełdowych a przyrostami wielkości obrotów. Wyniki testów na przyczynowość Grangera wskazują, że w przypadku analizowanych indeksów można mówić o zależności od wartości indeksów do obrotów. Należy jednak zwrócić uwagę, że wyniki analizy odpowiedzi na impuls oraz dekompozycji wariancji błędu prognozy wskazują na bardzo słaby poziom zależności tych zmiennych. Przeprowadzone badania nie przeczą jednoznacznie sensowi obserwacji wielkości obrotów, ale czynią dyskusyjnymi decyzje inwestycyjne podejmowane na podstawie tych obserwacji.

Uzyskane wyniki są zasadniczo zbliżone do uzyskiwanych w odniesieniu do dużych, rozwiniętych rynków kapitałowych. Świadczą o stosunkowo wysokim poziomie efektywności rynku akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Różnią się tym od wyników uzyskanych w pracy Gündüza i Hatemiego (2005). Przeprowadzone badania nie potwierdzają hipotezy będącej podstawą konstrukcji wielu wskaźników technicznych, że wzrost obrotów wzmacnia trend cenowy. Jeżeli można mówić o jakiejś zależności, to ma ona odwrotny charakter, a więc trend określa poziom obrotów.

Bibliografia

- Blume L.D., Easley D., O'Hara M. (1994), *Market statistics and technical analysis: The role of volume*, "Journal of Finance", Vol. 49, No. 1, s. 153–181.
- Callan E., Shapiro D. (1974), *A Theory of Social Imitation*, "Physics Today", Vol. 27, No. 3, s. 23–28.
- Campbell J.S., Grossman S., Wang J. (1993), *Trading volume and serial correlation in stock returns*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 108, No. 4, s. 905–939.
- Ciner C. (2002), *The stock price-volume linkage on the Toronto Stock Exchange before and after automation*, "Review of Quantitative Finance and Accounting", Vol. 19, No. 4, s. 335–349.
- Chen G., Firth M., Rui O.M. (2001), *The dynamic relation between stock returns, trading volume, and volatility*, "Financial Review", Vol. 38, No. 3, s. 153–174.
- Chen K., Li X. (2006), *Is technical analysis useful for stock traders in China? Evidence from the S2SE component A-Share Index*, "Pacific Economic Review", Vol. 11, No. 4, s. 477–488.
- Epps T.W., Epps M.L. (1976), *The stochastic dependence of security price changes and transaction volumes: Implication for the mixture-of-distribution hypothesis*, "Econometrica", Vol. 44, No. 2, s. 305–321.
- Gündüz L., Hatemi-J, A. (2005), *Stock price and volume relation in emerging markets*, "Emerging Markets Finance and Trade", Vol. 41, No. 1, s. 29–44.
- Gold S.C. (2004), *Price-volume relationships and stock returns*, "Journal of Accounting and Finance Research", No. 2, s. 85–94.
- Hiemstra C., Jones J. (1994), *Testing for linear and nonlinear Granger causality in the stock price-volume relation*, "Journal of Finance", Vol. 49, No. 5, s. 1639–1664.
- Jennings R.H., Starks L., Fellingham J. (1981), *An equilibrium model of asset trading with sequential information arrival*, "Journal of Finance", Vol. 36, No. 1, s. 143–161.
- Karpoff J.M. (1987), *The relation between price changes and trading volume: A survey*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 22, No. 1, s. 109–126.
- Lee C., Swaminathan B. (2000), *Price momentum and trading volume*, "Journal of Finance", Vol. 55, No. 5, s. 2017–2069.
- Stickel S., Verrecchia R. (1994), *Evidence that trading volume sustains stock price changes*, "Financial Analysts Journal", Vol. 50, No. 6, s. 57–67.
- Suominen M. (2001), *Trading volume and information revelation in stock markets*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 36, No. 4, s. 546–565.
- Vaga T. (1990), *The Coherent Market Hypothesis*, "Financial Analysts Journal", Vol. 46, No. 6, s. 36–49.

Stanisław Flejterski, *Podstawy metodologii finansów. Elementy komparatystyki*

Review of the book by Stanisław Flejterski, *The Foundations of Finance Methodology. Comparative Study Elements*

Wydawnictwo Economicus, Szczecin 2006*

Zdzisław Fedorowicz

We wstępie do recenzowanej książki Autor stwierdza, iż rozważania metodologiczne są dość rzadkie wśród współczesnych polskich finansistów, a to zapewne dlatego, że ich podejmowanie łączy się – zdaniem R.F. Harroda – z narażaniem się na dwa poważne zarzuty: nudy i pychy (s. 9). S. Flejterskiemu tych zarzutów postawić nie można. Jego książka jest bardzo interesująca, a Autor w swoich wywodach nie tylko zachowuje kracicową skromność, ale wielokrotnie podkreśla potrzebę zachowania pokory przy podejmowaniu rozważań na tematy metodologiczne (por. choćby s. 207 w zakończeniu książki). Zachowanie pokory jest konieczne wobec ograniczenia zakresu rozważań zawartych w omawianej pracy do zagadnień zasadniczych, jak też wobec faktu, że „Nadzwyczajna złożoność analizowanej problematyki oraz liczba rozmaitych czynników, które należałoby uwzględnić, zdają się wykluczać możliwość sformułowania uniwersalnych, ponadczasowych konkluzji, dotyczących stanu i perspektyw metodologii nauki finansów” (s. 207). Zamierzeniem Autora jest tylko podjęcie próby „...ukazania metodologicznego statusu nauki finansów i zaprezentowania jej pozycji w systemie współczesnych nauk ekonomicznych”, w związku z czym „chodzi (...) głównie o rozważania dotyczące przedmiotu i metody współczesnej nauki o finansach” (s. 9).

Tak określone co do treści rozważania S. Flejterski zamknął w siedmiu rozdziałach.

Przedmiotem pierwszego rozdziału jest metodologia nauki finansów na tle metodologii nauk i metodologii nauk ekonomicznych. Autor zastanawia się tu nad pojęciem i przedmiotem metodologii nauk i jej związkami z innymi dyscyplinami naukowymi, omawia rodzaje metodologii nauk, analizuje metodologię nauk ekonomicznych jako przykład metodologii szczegółowej i wreszcie – *per analogiam* do odróżnienia metodologii ogólnej od metodologii szczegółowej w odniesieniu do wszystkich nauk – proponuje odróżniać szczegółową metodologię nauk finansowych od ogólnej metodologii nauk ekonomicznych. Sposób czy metoda analizy problemów, wybieranych przez S. Flejterskiego jako przedmiot rozważań, polega na prezentowaniu spotykanych w literaturze ujęć poruszanego zagadnienia i formułowaniu na tym tle własnego poglądu. Stosowanie takiej metody (nie tylko w pierwszym rozdziale, ale w całej pracy) wymaga oczywiście ogromnej erudycji. Autor dysponuje taką erudycją i bardzo rozbudowanym warsztatem naukowym, co już na początku omawiania tej pracy trzeba z naciskiem podkreślić.

W rozdziale drugim Autor rozważa status i pozycję nauki finansów, rozpoczynając od omówienia pojęcia nauki w dwóch znaczeniach: jako sumy wiedzy i jako

* Wydanie drugie zmienione książki pt. *Metodologia finansów. Podręcznik akademicki* ukazało się nakładem warszawskiego Wydawnictwa Naukowego PWN w 2007 r.

zespołu czynności badawczych. Następnie S. Flejterski omawia cechy i kryteria nauki, podkreślając różnice zachodzące między naukowym i „zdroworozsądkowym” podejściem do wiedzy. Następnie punkty tego rozdziału są poświęcone ogólnej klasyfikacji nauk, w tym nauk ekonomicznych, a w końcu omówieniu osobliwości nauk społecznych (w tym nauk ekonomicznych i nauki finansów), w porównaniu z naukami przyrodniczymi. Porównanie to prowadzi do wniosku, że teorie zbudowane w naukach społecznych są często na etapie początkowym, że nauki społeczne nie mają zbyt wielu teorii uznanych za zadowalające przez większość badaczy, że rozwijają się wolniej niż nauki przyrodnicze i wykazują niedojrzałość, co jednak wynika z osobliwości nauk społecznych (m.in. złożoność przedmiotów badania, ich zmienność w czasie, ograniczona możliwość stosowania eksperymentów).

Przedmiotem trzeciego rozdziału omawianej pracy jest struktura współczesnej nauki finansów. Rozpoczyna go prezentacja genezy i stadiów rozwoju nauki finansów. Za nieco dyskusyjną można uznać tezę S. Flejterskiego, że nauka finansów wyłoniła się z ekonomii jako samodzielna dyscyplina naukowa dopiero pod koniec XIX w. Sprzeczne z tą tezą jest powołanie się na bogatą tradycję nauki finansów w Polsce, sięgającą traktatu o pieniądzu Mikołaja Kopernika. Pomników literatury nauki finansów z jeszcze bardziej odległej przeszłości można oczywiście wymienić znacznie więcej, ale dla rozważań w tym rozdziale pracy ta kwestia nie ma większego znaczenia. Za znacznie ważniejsze dla oceny przedmiotu i struktury współczesnej nauki finansów trzeba uznać stwierdzenia zawarte w dalszych punktach trzeciego rozdziału, a mianowicie wprowadzenie do zakresu nauki finansów problematyki ryzyka i niepewności oraz procesów globalizacji w zjawiskach finansowych. Końcowe punkty tego rozdziału zawierają omówienie subdyscyplin nauki finansów w tradycyjnym ujęciu podmiotowym (finanse globalne i międzynarodowe, finanse publiczne, finanse rynków i instytucji finansowych, finanse przedsiębiorstw, finanse gospodarstw domowych), uzupełnionym propozycjami wyróżniania nowych grup podmiotów gospodarowania pieniądzem (finanse sfery nieformalnej, mikrofinanse, finanse instytucji pozarządowych), nowych technik realizacji operacji finansowych (e-finanse) i nowych podejść do analizy zjawisk finansowych (finanse behawioralne).

W rozdziale czwartym Autor podejmuje rozważania o otoczeniu współczesnej nauki finansów. Rozpoczyna je określenie finansów jako wielowątkowej dyscypliny granicznej, to znaczy powiązanej z wielu innymi gałęziami nauki. Związki te są następnie analizowane, poczynając od ustalenia relacji między nauką finansów a pozostałymi naukami ekonomicznymi, przede wszystkim między finansami a ogólną ekonomią (czy teorią ekonomii) jako nauką podstawową. Wynikiem analizy jest teza, że „Szczegółowe dyscypliny ekonomiczne mo-

gą rozwijać się pomyślnie wtedy, gdy teoria ekonomii stwarza dla nich odpowiedni aparat teoretyczny i technikę intelektualną. Z kolei w określonych etapach nauki ogólne mogą rozwijać się tylko wtedy, gdy bardziej szczegółowe dyscypliny naukowe nagromadziły materiał, który może być uogólniony” (s. 109). Myśl ta nie jest może rewelacyjnie nowa, ale jej sformułowanie warto odnotować. W dalszych częściach rozdziału rozważane są powiązania nauk finansowych z filozofią, socjologią, psychologią, historią, geografą, demografią, matematyką i dyscyplinami pokrewnymi, z teorią organizacji i zarządzania, z naukami politycznymi, naukami prawnymi i wreszcie z etyką. Mimo skondensowanego ujęcia rozważania te zawierają bardzo wiele interesujących i wartościowych stwierdzeń.

Rozdział piąty pracy jest poświęcony omówieniu przedmiotu badań i abstrakcji nauki finansów. Autor wskazuje na trzy podejścia do przedmiotu nauki finansów: opis zjawisk finansowych (finanse pozytywne), poszukiwanie wzorców i norm tych zjawisk (finanse normatywne czy moralistyka finansowa) oraz tworzenie procedur (instrumentów) do kształtowania tych zjawisk (polityka finansowa). Abstrakcje nauki finansów to kategorie finansowe, prawa (tendencje) nauki finansów, zasady finansowe i teorie finansów. W zakończeniu rozdziału podjęto rozważania na temat instrumentów finansowych i ich klasyfikacji.

W rozdziale szóstym S. Flejterski omawia metodę nauki finansów, orientacje metodologiczne i procedury badawcze. Zdaniem Autora orientacja metodologiczna właściwa dla współczesnych badań w obszarze nauk finansowych to dążenie do analizy interdyscyplinarnej, która pozwala na badanie zjawisk w ich złożoności. Procedury badawcze w naukach ekonomicznych (w tym w naukach finansowych) bywają różnie formułowane, np. O. Lange odróżniał tu etapy abstrakcji, stopniowej konkretyzacji i weryfikacji. W tym ujęciu etapy badań omawia także S. Flejterski. W końcowej części rozdziału prezentuje wybrane metody szczegółowe, stosowane w naukach finansowych: indukcję i dedukcję, analizę i syntezę, eksperyment, metody socjologii i psychologii, metody ilościowe, metody prakseologiczne i wielowymiarową analizę porównawczą.

Siódmy rozdział pracy – „Teoretyczna konceptualizacja i zarys programu badawczego komparatystyki finansowej” – odbiega i treścią, i podejściem od rozdziałów poprzednio omawianych. Nie dotyczy on wybranych problemów metodologii nauk, w tym ogólnej nauki finansów i finansowych subdyscyplin finansowych, ale raczej obejmuje zarys (próbę) określenia „...podstaw teoretyczno-metodologicznych i instytucjonalnych ewentualnej nowej subdyscypliny” (s.172). Jak się wydaje, zamierzeniem Autora było oddzielenie tego ostatniego rozdziału od poprzedzających, gdyż tytułowi książki nadano dwuczłonową konstrukcję: *Podstawy metodologii finansów. Elementy komparystyki*. Komparystyka (finanse

porównawcze) jest tu wyodrębnionym zagadnieniem nauk finansowych, dla którego S. Flejterski w siódmym rozdziale książki precyzuje przede wszystkim pożądany zakres przedmiotowy (tematyczny). Zakres ten może obejmować problemy poszczególnych subdyscyplin nauki finansów (finanse globalne i międzynarodowe, finanse publiczne, finanse banków i instytucji parabankowych i inne – tabela 14 na s. 174), analizowane w odniesieniu do różnych okresów i różnych podmiotów, co dodatkowo ilustruje rys. 15 (s. 176). Dla tego zakresu przedmiotowego Autor ustala również główne pytania i problemy badawcze: kapitał finansowy *versus* kapitał niefinansowy, konkurencja *versus* kooperacja w sektorze finansowym, państwowy (publiczny) *versus* prywatny kapitał w sektorze finansowym, kapitał rodzimy *versus* kapitał zagraniczny i międzynarodowy w sektorze finansowym, „*big finance*” *versus* „*small finance*” i bezpieczeństwo *versus* efektywność systemów finansowych. Do tego dochodzą rozważania na temat *transferability* (przenośności) wzorców polityki pieniężnej i finansowej między krajami o różnych warunkach gospodarczych i społecznych (a także w tym samym kraju, ale między różnymi okresami o zróżnicowanych warunkach), co może stanowić ostrzeżenie przed zbyt pochopnym wyciąganiem wniosków dotyczących możliwości wykorzystania w praktyce rezultatów badań porównawczych.

Siódmy rozdział książki kończy się punktem poświęconym omówieniu potrzeby czy konieczności sformułowania nowego paradygmatu nauki finansów w warunkach wysokiego ryzyka i procesów globalizacji. Paradygmatami – w określeniu przyjętym przez S. Flejterskiego za T.S. Kuhnem – „...są osiągnięcia (...) dostatecznie oryginalne i atrakcyjne, aby na tej podstawie powstać mogła konkurencyjna wobec dotychczasowych metod szkoła, jednocześnie dorobek ten jest na tyle otwarty, że pozostawia nowej szkole najrozsądniejsze problemy do rozwiązania” (s. 197). Na tle tego określenia powstają, zdaniem Autora recenzowanej pracy, trzy podstawowe pytania:

1) jaki jest obecny paradygmat nauki finansów,

2) czy u progu XXI w., w związku z licznymi nowymi zjawiskami (ryzyko, globalizacja, internetyzacja) występują przesłanki sformułowania nowego paradygmatu nauki finansów,

3) czy w obu powyższych kwestiach chodzi o jeden paradygmat nauki finansów, czy też o oddzielne paradygmaty dla subdyscyplin finansowych (finanse publiczne, finanse przedsiębiorstw, finanse banków itd.).

Główne determinanty, wyznaczające przyszłe paradygmaty nauk ekonomicznych (w tym finansowych) w warunkach globalizacji, to zdaniem S. Flejterskiego (rys. 20 na s. 203):

1) niepewność, ryzyko, zmienność, złożoność, nielineowość, nieprzewidywalność,

2) rezultaty sporu między pro- i antyglobalistami,

3) postęp technologiczny (e-gospodarka, e-finanse itp.),

4) patologie gospodarki nieoficjalnej *sensu largo*,

5) postęp w naukach ekonomicznych oraz pokrewnych,

6) wartości i imperatywy nauki finansów (prawo).

Dla stwierdzenia, czy podane wyżej determinanty wystarczają do sformułowania nowego paradygmatu nauk finansowych jako wzorca myślenia, trzeba jednak – jak to wcześniej stwierdzono – najpierw określić obecny paradygmat (paradygmaty) nauki finansów i wykazać, że jest on (one) niewystarczający do sterowania badaniami zjawisk finansowych w obecnych warunkach. Tych kwestii S. Flejterski nie rozstrzyga, toteż jego rozważania o paradygmacie nauk finansowych trzeba uznać za formułowanie postulatów czy zachęt pod adresem środowiska naukowego, a nie za gotowe rozwiązanie kwestii. Postulatywny charakter – zgodnie zresztą z określeniem Autora – mają także wyliczone na s. 203–204 pożądane podejścia metodologiczne (paradygmaty, wzorce myślenia) w naukach ekonomicznych, w tym finansowych, w XXI w. Wobec tej listy można sformułować wątpliwość, czy owe pożądane podejścia metodologiczne są rzeczywiście w całości nowe, czy przypadkiem w znacznej części nie miały one zastosowania do nauk ekonomicznych i finansowych i w minionym stuleciu, i wcześniej. Można podać w wątpliwość także opinię, że „...finanse przyszłości, podobnie jak i cała ekonomia, muszą być w znacznym stopniu inne, niż obecne” (s. 208). W nauce finansów mamy sformułowania, które są powtarzane i aktualne po upływie stuleci. Wystarczy w tym miejscu powołać przykład zasad podatkowych Adama Smitha. W przeszłości bywały głoszone teorie ekonomiczne, które uznawano za rewolucję w stosunku do wcześniej rozpowszechnianych poglądów. Przykładem może tu być „rewolucja keynesowska” w stosunku do szkół klasycznej ekonomii. Potem jednak następowały „kontrewolucje”, powstawały szkoły neokeynesowskie i neoklasyczne, co skłania do poglądu, że w naukach ekonomicznych – pomimo występowania nowych poglądów i nowych podejść metodycznych – przeważa jednak tendencja do ciągłości ich rozwoju opartego na dorobku naukowym przeszłości. To stwierdzenie nie oznacza negowania zmian zachodzących w naukach finansowych i ich metodologii, głównie pod wpływem zmian życia gospodarczego jako przedmiotu badań tych nauk. Zmiany te nie są jednak – jak się wydaje – aż tak znaczące, aby wymusić zmianę paradygmatu (czy paradygmatów) nauk finansowych, ich „inność” w stosunku do kształtu uzyskanego w ciągu stuleci.

Ta uwaga polemiczna dotyczy ujęcia kwestii, która w całej recenzowanej książce nie ma fundamentalnego charakteru, stanowi może nieco przejawioną formę prezentacji niepodważalnej tezy o zmienności rzeczywistości jako przedmiotu badania i zmienności naukowych metod analizowania rzeczywistości. Jeżeli ta zmienność jest uwzględniana, to kwestia, czy w zmienności mają

przewagę tendencji do ciągłości (kontynuacji), czy do odrzucania starych ujęć na rzecz nowych, nie ma podstawowego znaczenia.

Znaczenie książki S. Flejterskiego polega na tym, że poruszono w niej najważniejsze zagadnienia przedmiotowego zakresu nauk finansowych i metod stosowanych w analizie tego przedmiotu, dzięki iście benedyktyńskiemu gromadzeniu i studiowaniu literatury przedmiotu oraz na podstawie własnych głębokich przemyśleń. Walorów książki S. Flejterskiego nie można przecenić. Problematyka metodologiczna nie cieszy się należytyim zainteresowaniem w środowisku pracowników nauki i praktyki piszących o finansach. Oczywiście każdy autor podejmujący jakieś opracowanie musi na swoje potrzeby rozwiązać podstawowe zagadnienia metodologiczne: jaki będzie zakres przedmiotowy podejmowanych rozważań i jakie metody mają być zastosowane do opisu i interpretacji zjawisk objętych tym zakresem. Jeżeli jednak podejmuje się rozwiązywanie tych zagadnień w oderwaniu od literatury przedmiotu, przy cichym założeniu, że będzie to pierwsze opracowanie w tej dziedzinie, to może znaleźć się w sytuacji molierowskiego pana Jourdain (*Mieszczanin szlachcicem*), który ku swemu zdumieniu dowiedział się, że całe życie mówił prozą. Dlatego studiowanie takich prac z dziedziny metodologii, jak omawiana tutaj książka, mo-

że ustrzec przed odkrywaniem na nowo Ameryki przy ustalaniu zakresu i metod badań, a także zainspirować modyfikacje dokonanych wcześniej wyborów w zakresie metodologii, jeżeli będzie to korzystne dla podejmowanych badań.

Należy pamiętać, że praca „...nie jest swego rodzaju „książka kucharską” dla finansistów...” (s. 11), nie zawiera gotowych przepisów czy wskazówek metodycznych do podejmowania badań naukowych z obszaru finansów i prezentowania ich wyników w postaci publikacji. Jest jednak niezastąpionym źródłem wiedzy o metodologii i metodyce nauk w ogóle, a nauk ekonomicznych (w tym finansowych) w szczególności. Jej roli instrumentu wspomagania badań naukowych nie można ocenić dostatecznie wysoko. Należy także wyrazić nadzieję, że również jej druga rola – instrumentu zachęty do podejmowania prac naukowych nad metodologią nauk finansowych – spotka się z zasłużonym oddźwiękiem.

S. Flejterski swoją książkę nazywa skromnie „...zaledwie przyczynkiem w sprawie metodologii finansów”, który „...nie pretenduje (...) do zwartej, całościowej koncepcji” (s. 13-14) i wskazuje, że koncepcja taka musiałaby być pracą zbiorową licznych autorów. Praca zbiorowa na ten temat mogłaby powstać na tle dyskusji nad omówioną książką S. Flejterskiego.

Zenobia Knakiewicz (red.), *Współczesny pieniądz w teorii i praktyce*

Review of the book edited by Zenobia Knakiewicz, *Contemporary Money: Theory and Practice*

Wydawnictwo Naukowe Akademii Ekonomicznej
w Poznaniu, Poznań 2006

Zdzisław Fedorowicz

Książka – jak wyjaśnia we wstępie (s. 8) Z. Knakiewicz – jest dziełem zespołu Autorów, uczestników seminarium doktorskiego, kierowanego przez redaktora całości. Można stąd wnosić, że na opracowanie składają się większe i mniejsze fragmenty rozpraw doktorskich, przygotowywanych przez poszczególnych Autorów. Tłumaczy to pewne niespójności konstrukcji książki i jest chyba przyczyną tego, że cele postawione sobie przez zespół Autorów zostały osiągnięte w różnym stopniu.

Celem rozważań podjętych przez Autorów – jak wynika ze wstępu (s. 8) – było znalezienie zwięzłych odpowiedzi na najważniejsze pytania dotyczące teorii i praktyki funkcjonowania współczesnego pieniądza. Pytania te – w liczbie trzynastu – zostały zapisane we wstępie (s. 7). Nie będziemy w tym miejscu przepisywać ich listy, gdyż częściowo ich treść się powtarza (np. kwestia mechanizmu kreacji pieniądza powtarza się w pytaniach zapisanych na miejscach 2., 7. i 8), a niektóre z nich nie dotyczą współczesnego pieniądza (pytania 9 i 10). Stąd omówienie treści książki ograniczymy do podniesionych w niej tematów, które – jak się wydaje – są najważniejsze dla charakterystyki funkcjonowania współczesnego pieniądza.

Książka jest podzielona na dwie części. W pierwszej z nich, zatytułowanej „Podstawowe problemy współczesnego pieniądza”, omówiono w poszczególnych rozdziałach teoretyczne podstawy tworzenia euro i kształtowania jego zasobów, mechanizm regulowania płynności w eurosystemie, dyskusyjne zagadnienia polityki

pieniężnej, koordynację polityki pieniężnej i polityki fiskalnej oraz jej znaczenie, mechanizm i technikę emisji pieniądza gotówkowego i bezgotówkowego oraz kształtowanie się zasobów pieniądza i dochodowej szybkości obiegu pieniężnego w Polsce w latach 1996–2004. Część druga ma tytuł „Funkcjonowanie wielonarodowych systemów walutowych” i obejmuje rozdziały poświęcone pojęciu i właściwości wielonarodowych systemów walutowych, systemowi waluty złotej jako klasycznemu systemowi pieniądza towarowego, systemowi z Bretton Woods jako hybrydzie międzynarodowego systemu walutowego, kierunkom zmian zmodyfikowanego systemu z Bretton Woods, Europejskiemu Systemowi Walutowemu jako przedpolu systemu walutowego obszaru euro, zasadom i właściwościom systemu walutowego obszaru euro i wreszcie próbie oceny gotowości Polski do uczestnictwa w systemie walutowym obszaru euro.

Oddzielenie w konstrukcji opracowania dwóch wymienionych części nie opiera się na przejrzystym kryterium. Jeżeli część druga zawiera omówienie wielonarodowych systemów walutowych, to można oczekiwać, że część pierwsza będzie zawierała analizę systemów „jednonarodowych”, czyli funkcjonujących tylko w jednym państwie, jak np. polski złoty. Tak się jednak nie stało i w części pierwszej analizuje się funkcjonowanie współczesnego pieniądza w nawiązaniu przede wszystkim do euro, a więc pieniądza „wielonarodowego”. W rezultacie wiele problemów właściwych tylko dla pieniądza „jednonarodowego” (zwłaszcza takiego, który jest wykorzy-

stywany jako międzynarodowy środek płatniczy, a więc np. dolar USA) nie zostało w książce naświetlone. Mogłoby tu chodzić o podjęcie problematyki kreacji pieniądza narodowego poza granicami państwowymi macierzystego kraju (eurodolary) i kwestii kontroli tej kreacji przez macierzysty bank centralny.

Problemów, które powinny być poruszone w książce noszącej tytuł „Współczesny pieniądz w teorii i praktyce”, a zostały w niej pominięte, można wymienić więcej. W szczególności zaskakuje brak podjęcia zagadnienia pieniądza elektronicznego, który we współczesnych systemach pieniężnych odgrywa coraz ważniejszą rolę. Nie chodzi przy tym o elektroniczną formę zapisów depozytów na rachunkach bankowych i ich żyrowego obiegu, co stanowi współczesną technikę funkcjonowania pieniądza bezgotówkowego, która niemal całkowicie wyparła z operacji bankowych zapisy na tradycyjnych papierowych nośnikach informacji. Problemy związane z funkcjonowaniem pieniądza elektronicznego wynikają stąd, że jego kreacja wychodzi poza systemy bankowe i jest podejmowana przez niebankowe instytucje i organizacje gospodarcze. Mamy tu na myśli emisję kart płatniczych nieopartych na zasadzie *prepaid* (opłaconych z góry), lecz służących regulowaniu płatności za usługi, np. telekomunikacyjne, transportowe, hotelarskie i inne. Tworzą one siłę nabywczą poza systemem kredytów bankowych, a więc i poza działaniem mechanizmu kontroli emisji pieniądza, którym dysponują banki centralne. Prawda, że karty płatnicze wspomnianego typu mają ograniczone zastosowanie, a więc – być może – nie powinny być uważane za formę pieniądza różną od gotówki czy bankowego pieniądza bezgotówkowego, jako że nie są jeszcze powszechnie akceptowanym środkiem regulowania zobowiązań. Jak się jednak wydaje, kwestia tak pojmowanego pieniądza elektronicznego nie powinna być pomijana w opracowaniach dotyczących współczesnych systemów pieniężnych.

Można uznać, że tytuł książki w stosunku do jej treści jest zbyt szeroki, zapowiada więcej, niż Autorom udało się ująć w tym opracowaniu. Umieszczone we wstępie stwierdzenie, że książka dotyczy „wybranych zagadnień teorii pieniądza i ich realizacji w praktyce” (s. 8), jako tytuł opracowania byłoby bardziej adekwatne do jego zawartości.

Omówienie wybranych zagadnień teorii pieniądza nie zajmuje wiele miejsca w całości opracowania. Poza wstępem i pierwszym rozdziałem książki nawiązania do teorii pieniądza mają charakter tylko luźnych uwag. Wybór rozważanych zagadnień z teorii pieniądza wynikał z czterech przesłanek. Pierwszą była waga danego zagadnienia w problematyce pieniężnej, drugą – chęć zbadania, w jakim zakresie w danej kwestii wpływają na siebie teoria i praktyka gospodarki pieniężnej, trzecią – chęć przedstawienia nowych kwestii, czwartą – potrzeba przedstawienia techniki tworzenia pieniądza przez banki (s. 8). Z. Knakiewicz wyraża przy tym nieco

przesadną opinię, że „zagadnienia te są zazwyczaj tylko sygnalizowane w dostępnej literaturze” (s. 8). W istocie każdy z wymienionych tematów jest szeroko omawiany w literaturze przedmiotu, czego dowodem są choćby wykazy bibliografii, podawane przez Autorów na końcach rozdziałów.

Pierwszy z poruszonych w książce problemów teorii pieniądza to sprawa jego istoty i natury. Z. Knakiewicz rozpoczyna od przebrzmiałego już w historii doktryn ekonomicznych sporu między realistami a nominalistami, aby w ślad za E. Taylorem przyznać rację twórcy państwowej teorii pieniądza G.F. Knappowi (s. 8). Poglądy nominalistyczne przyznano też K. Wicksellowi, J.M. Keynesowi i J.R. Hicksowi (s. 8), chociaż nie byli oni zaangażowani w spór z realistami i zajmowali się – w odróżnieniu od Knappa – pieniądzem symbolicznym bez podkreślania roli państwa jako prawnego poręczyciela jego funkcji powszechnie przyjmowanego środka regulowania zobowiązań, jak też roli państwa w ustalaniu kursów walutowych.

Z. Knakiewicz uważa Wicksella, Keynesa i Hicksa za tych uczonych, którzy wnieśli największy wkład do współczesnej teorii pieniądza. Z ich myśli wywodzi się popytowe podejście do kreacji pieniądza, określenie czynników kształtujących popyt na pieniądz, uznanie kredytowej natury współczesnego pieniądza i jego endogenicznego charakteru w stosunku do procesów gospodarczych. Z. Knakiewicz odrzuca natomiast poglądy monetarystów (i poglądy przedstawicieli innych nurtów klasycznej i neoklasycznej szkoły w nauce ekonomii), które charakteryzują się podażowym podejściem do analizy kreacji pieniądza i przyznają mu rolę czynnika egzogenicznego w całości procesów gospodarczych (por. s. 28–29). Prezentacja tych poglądów w omawianym opracowaniu nie jest w pełni uargumentowana, niekiedy jest sprowadzana do lakonicznego, jednozdaniowego sformułowania tezy (np. przy określeniu podejścia ilościowego w teorii pieniądza jako podażowego – s. 28). To stwierdzenie nie oznacza, że poglądy te należy uważać za nieuzasadnione. Brak argumentacji osłabia natomiast siłę przekonywania tezy, że nieczynne zasoby pieniądza, gromadzone z motywu spekulacyjnego, nie są pieniądzem (s. 38). Jak się wydaje, nastąpiło tu pomieszanie dochodowych aktywów finansowych (akcje, obligacje), które nie są pieniądzem, bo nie są powszechnie przyjmowanym instrumentem regulowania zobowiązań (i dla użycia w roli źródła zapłaty wymagają uprzedniej sprzedaży, transformacji w pieniądz), oraz terminowych lokat pieniężnych i oszczędności, które też są dochodowymi aktywami finansowymi, ale mogą być używane do regulowania zobowiązań wprost, bez uprzedniej transformacji w pieniądz (czyli są pieniądzem).

Druga z wymienionych we wstępie przesłanek badań podjętych w książce – ustalenie wzajemnych powiązań rozwoju teorii pieniądza z rozwojem praktyki gospodarki pieniężnej – jest realizowana najczęściej przez

powoływania tez i poglądów znanych teoretyków w analizie funkcjonowania różnych instrumentów stosowanych w systemach pieniężno-bankowych i problemów, jakie przychodzi rozwiązywać organom państwowym (i między państwowym) oraz władzom monetarnym. Ta metoda została zasygnalizowana już we wstępie („Najbardziej nowoczesnym pieniądzem jest dzisiaj euro. Jest to bowiem wspólna jednostka pieniężna. Mając to na uwadze, w poszczególnych rozdziałach uwzględniono zarówno teorię, jak i praktykę” (s. 8)), jednak nie zawsze jest stosowana konsekwentnie. W rozdziale 1. określenie współczesnego pieniądza jako miary wartości (środka wyrażania cen) i środka płatniczego wyprowadzono z poglądów Keynesa i Hicksa (por. s. 32–33). Także regulowanie płynności banków jako podstawę kierowania euresystemem, łącznie z wykorzystaniem obowiązkowych rezerw płynności i stóp procentowych jako głównych instrumentów regulowania płynności, uznano za realizację teoretycznych wskazań Wicksella, Keynesa i Hicksa i tym samym za ich empiryczną weryfikację (s. 41–46).

Analiza regulowania płynności i jego instrumentów (rezerwy obowiązkowe, operacje otwartego rynku, stopy procentowe) w euresystemie jest ponownie podjęta w rozdziale 2., znacznie obszerniej i bardziej szczegółowo niż w rozdziale 1. Tym razem jednak nawiązano przede wszystkim do praktyki bankowej, bez powoływania się na jej podstawy teoretyczne. Merytoryczna zgodność wywodów zawartych w obu rozdziałach jest oczywiście zachowana.

W rozdziale 3., poświęconym omówieniu dyskusyjnych zagadnień polityki pieniężnej, nawiązuje się już nie do prac Wicksella, Keynesa i Hicksa, ale do bardziej współczesnych źródeł teoretycznych. Chodzi tu o zagadnienia celu polityki pieniężnej, wyboru strategii i instrumentów realizacji tego celu (lub celów) oraz znaczenie kierowania się ustalonymi regułami postępowania w polityce pieniężnej. W konkluzji stwierdza się, że efekty polityki pieniężnej – zapewne także dzięki analizom teoretycznym – ogólnie się poprawiły (s. 94).

W rozdziale 4. podjęto problem koordynacji polityki pieniężnej i polityki fiskalnej w dążeniu do osiągnięcia celów tak polityki pieniężnej, jak i finansów publicznych, w świetle praktyki gospodarczej i piśmiennictwa z tego obszaru. Wskazano na pola możliwych konfliktów działań w obu sferach polityki, zwłaszcza w warunkach niezależności banków centralnych od aparatu państwowego. Wnioski co do konieczności koordynacji obu obszarów polityki i chronienia niezależności banków dla umacniania pieniądza są zgodne z powszechnie głoszonymi poglądami na ten temat, co jednak nie oznacza, że nie mogą być przedmiotem dyskusji.

Rozdział 5., poświęcony omówieniu mechanizmu emisji pieniądza, ma charakter techniczno-opisowy. Podobne podejście charakteryzuje przywołane w tym rozdziale źródła literatury, tak więc w tym miejscu dociekania na temat wzajemnej zależności teorii i praktyki

nie zostały podjęte. Rozdział ten realizuje czwartą z podanych wyżej przesłanek podjęcia badań przez zespół Autorów („potrzeba przedstawienia techniki tworzenia pieniądza przez banki” – s. 8), ale w zasadzie nie wnosi nic nowego do znajomości podjętego zagadnienia.

Rozdział 6. zawiera analizę kształtowania się zasobów pieniądza i szybkości krążenia pieniądza w Polsce w latach 1996–2004. Wyprowadzone z tej analizy wnioski są dosyć trywialne („Kształtowanie zasobów pieniądza zależy zarówno od popytu na pieniądz, jak od podaży pieniądza. Pewien wpływ wywiera państwo za pomocą polityki gospodarczej. Niewątpliwie duże znaczenie ma polityka pieniężna oraz polityka fiskalna” – s. 173). Stwierdza się też, że obecnie stosowany sposób agregowania danych statystycznych utrudnia interpretację zmian zachodzących w badanych zjawiskach, co może tłumaczyć ogólnikowość wniosków płynących z analizy.

Część II książki poświęcona jest funkcjonowaniu wielonarodowych systemów walutowych. Otwiera ją rozdział 7., zawierający głównie rozważania definicyjne i terminologiczne z tej dziedziny. Na końcu rozdziału znajdujemy jednak ciekawą uwagę na temat związków teorii z praktyką, wyznaczających jeden z celów całości opracowania. Czytamy tam mianowicie, że „w praktyce zmiany wielonarodowych systemów walutowych przebiegały w sposób ewolucyjny. Były wyrazem przyjęcia nie zawsze zbieżnych koncepcji teoretycznych. Można sądzić, że podstawowe przemiany tych systemów były rezultatem ich niedostosowania do zmieniających się warunków gospodarczych” (s. 191). Nasuwa to interpretację, że zdaniem Autora najważniejsze przemiany w tej sferze gospodarki pieniężnej wynikały z potrzeb praktyki, a nie z niezbyt spójnych koncepcji teoretycznych.

Rozdziały 8., 9. i 10. są poświęcone historii międzynarodowych systemów walutowych, od systemu waluty złotej, poprzez system ustanowiony umową z Bretton Woods, aż do jego modyfikacji wprowadzonej układem z Kingston. Są to zagadnienia bardzo szeroko omawiane w bogatej literaturze przedmiotu, także w języku polskim. Nie wydaje się, ażeby treść wymienionych rozdziałów stanowiła jakieś *novum* w tej literaturze.

Charakter historyczny ma także rozdział 11. w którym jest mowa o Europejskim Systemie Walutowym jako etapie dochodzenia do systemu walutowego euro, czyli do unii gospodarczo-walutowej (Unii Europejskiej), ustanowionej traktatem w Maastricht w 1992 r. Wiele elementów ma jednak charakter nie tylko historyczny, ale i praktyczny, aktualny dla tych krajów, które jeszcze nie weszły do systemu euro, ale zobowiązały się do tego w traktatach akcesyjnych. Chodzi tu przede wszystkim o 9 krajów, które wstąpiły do Unii w 2004 r. (Czechy, Cypr, Estonia, Litwa, Łotwa, Malta, Polska, Słowacja i Węgry)¹ i te, które stały się jej członkami w 2007 r. (Ru-

¹ Z początkiem 2008 r. Cypr i Malta przystąpiły do strefy euro (przypis od redakcji).

munia i Bułgaria). Wielka Brytania i Dania takim zobowiązaniem nie są objęte. Kraje, które mają przystąpić do systemu euro, dla zaakceptowania ich członkostwa muszą przez dwa lata brać udział w mechanizmie kursowym ERM II (Exchange Rate Mechanizm II), co ma prowadzić do ustalenia stałych kursów ich walut narodowych do euro.

Zasady funkcjonowania systemu euro i droga dochodzenia pierwszych 12 krajów do unii gospodarczo-walutowej, wraz z omówieniem roli Europejskiego Systemu Banków Centralnych jako gwaranta przestrzegania tych zasad w codziennej praktyce, zostały przedstawione w rozdziale 12. Treść tego rozdziału ma przede wszystkim wartość informacyjną, nie daje pogłębionej analizy i oceny problemów, jakie nasuwa praktyka funkcjonowania tego systemu (np. przekraczanie limitów poziomu deficytów sektora publicznego przez niektóre kraje członkowskie UE i sprawa stosowania sankcji z tego tytułu).

Rozdział 13. książki zawiera próbę oceny gotowości Polski do uczestnictwa w systemie walutowym obszaru euro. Sprawa ta jest analizowana głównie od strony mechanizmu kursów walutowych. Jak wiadomo, w Polsce od kilku lat funkcjonuje system kursów płynnych, podczas gdy włączenie naszego kraju do sfery euro wymaga, ażeby w okresie dwuletnim poprzedzającym przyłączenie do unii gospodarczo-walutowej stosować zasady ERM II (a więc system kursów regulowanych, z zachowaniem dopuszczalnych odchyleń w przedziale $\pm 15\%$ od uzgodnionych kursów centralnych), i na koniec tego okresu określić ostateczną niezmienną relację złotego do euro, według której wszystkie wielkości pieniężne

będą przeliczone na wspólną walutę. Problem przejścia od kursów płynnych do regulowanych przedstawiono w świetle poglądów formułowanych w literaturze przedmiotu i analizy statystycznej wahań kursów płynnych złotego w okresie od 2000 do 2005 r. We wnioskach końcowych rozważań sformułowano pogląd, że „NBP powinien poinformować o przewidywanym poziomie kursu centralnego (...) na kilka miesięcy przed datą przystąpienia do mechanizmu ERM II. (...) Jeżeli podmioty gospodarcze oceniłyby kurs centralny jako możliwy do utrzymania, wówczas (...) kurs rynkowy stopniowo zbliżyłby się do jego poziomu” (s. 342). Można stąd wnosić, że zbliżanie się kursu rynkowego do przewidywanego poziomu kursu centralnego świadczyłoby o uznaniu kursu centralnego za możliwy do utrzymania. Nie wiadomo jednak, jak należy postępować w przypadku, gdyby kurs rynkowy nie zbliżał się do centralnego. Być może należałoby modyfikować proponowany poziom kursu centralnego metodą prób i błędów, aż do uzyskania jego akceptacji przez „podmioty gospodarcze”. Tego jednak Autor rozdziału nie rozstrzyga.

W konkluzji tych uwag można stwierdzić, że w recenzowanej książce podjęto wiele zagadnień teorii i praktyki gospodarki pieniężnej. Autorzy wyrazili nadzieję, że „książka będzie służyła pomocą przede wszystkim studentom uczelni ekonomicznych, a także przybliży praktykom bankowym złożoność problematyki współczesnego pieniądza i kursów walutowych” (s. 17). Ogólnie biorąc, ta nadzieja jest usprawiedliwiona, chociaż korzyści, jakie Czytelnicy mogą wynieść z lektury poszczególnych rozdziałów książki, są zróżnicowane.